

Valutahandelsstatistikken – ny innsikt i valutamarkedet

Erik Meyer og Janett Skjelvik, rådgivere i Statistikkavdelingen i Norges Bank*

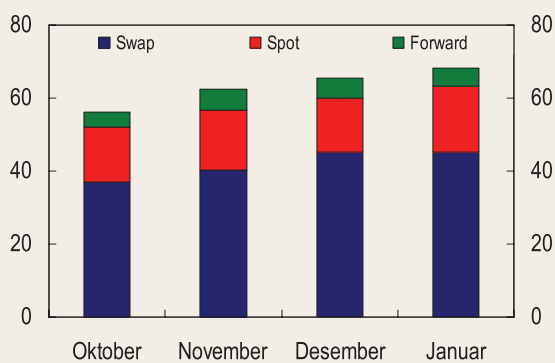
Norges Bank har publisert en ny statistikk over kjøp og salg av norske kroner mot utenlandsk valuta. Statistikken gir informasjon om aktiviteten i markedet for norske kroner, og vil være et viktig hjelpemiddel til å overvåke og kartlegge mekanismene i kronemarkedet. Valutahandelsstatistikken viser at den gjennomsnittlige kroneomsetningen til rapportørbankene per dag i perioden oktober 2005–januar 2006 var på over 63 milliarder kroner. Utenlandske banker dominerer handelen i spot- og swapmarkedet, mens ikke-finansielle foretak er størst i forwardmarkedet. Handel i norske kroner mot euro utgjør den største andelen av spottransaksjonene, mens for swaptransaksjonene dominerer handel mot dollar. For forwardtransaksjonene er valutaforordningen mer jevn.

1 Innledning

1.1 Formål og anvendelse

Valutahandelsstatistikken bygger på daglige transaksjonsdata over kjøp og salg av norske kroner mot utenlandsk valuta fra de største bankene. Handlene er fordelt på motpartsektorer, kontraktstyper (instrumenter) og løpetid. Valutahandelsstatistikken bidrar til å styrke informasjonsgrunnlaget for pengepolitikken ved å relatere aktiviteten i valutamarkedet til kronekursutviklingen. Den nye statistikken gir raskt informasjon om hvilke kundegrupper som har vært aktive og hvilke kontraktstyper de har benyttet. Gjennom kontakten med markedsaktørene vil Norges Bank kunne kartlegge årsakene til de skift statistikken fanger opp. Fremover vil datagrunnlaget også kunne gi et bidrag til forskningen innen valutakursteori. I overvåkingen av den finansielle stabiliteten er statistikken en ny kilde til informasjon om omsetning og løpetidsfordeling i valutasikringsmarkedet for norske kroner.

Figur 1 Gjennomsnittlig kroneomsetning per dag i valutamarkedet fordelt på kontraktstype. Oktober 2005–januar 2006. Milliarder kroner



Kilde: Norges Bank

Norges Banks valutahandelsstatistikk har felles trekk med Sveriges riksbanks system for innsamling av transaksjonsdata fra valutamarkedet. Riksbanken publiserer sin omsetningsstatistikk på månedsbasis, mens den norske valutahandelsstatistikken publiseres ukentlig.¹ Sammenlignet med statistikken til Riksbanken har valutahandelsstatistikken en noe mer spesifisert inndeling i kundegrupper og kontraktstyper. Norges Bank har basert kunde- og kontraktstypeinndelingen på resultater fra nyere forskning rundt ordrestrømsanalyser (se avsnitt 1.2). Vi er ikke kjent med at andre sentralbanker samler inn mikrodata fra valutamarkedet med tilsvarende detaljgrad og hyppighet.

Innsamlingen av data til den nye valutahandelsstatistikken startet i oktober 2005. Tallene for perioden fram til utgangen av januar 2006 viser at den gjennomsnittlige kroneomsetningen (volumet) per dag i valutamarkedet var på over 63 milliarder kroner for rapportørbankene.

Den høyeste omsetningen var i januar 2005, hvor det i gjennomsnitt ble kjøpt og solgt for 68 milliarder kroner per dag. Swaptransaksjonene dominerer handelen, med en andel på 66 prosent av omsetningen i hele perioden oktober–januar, mens spot- og forwardandelene utgjorde henholdsvis 26 og 8 prosent. Swaphandelen er kjennetegnet av store volumer, men relativt få handler. I forhold til totalt antall handler for alle kontraktstyper utgjorde swaphandler bare 5 prosent. Tilsvarende andeler for spot- og forwardkontrakter var på henholdsvis 79 og 16 prosent.

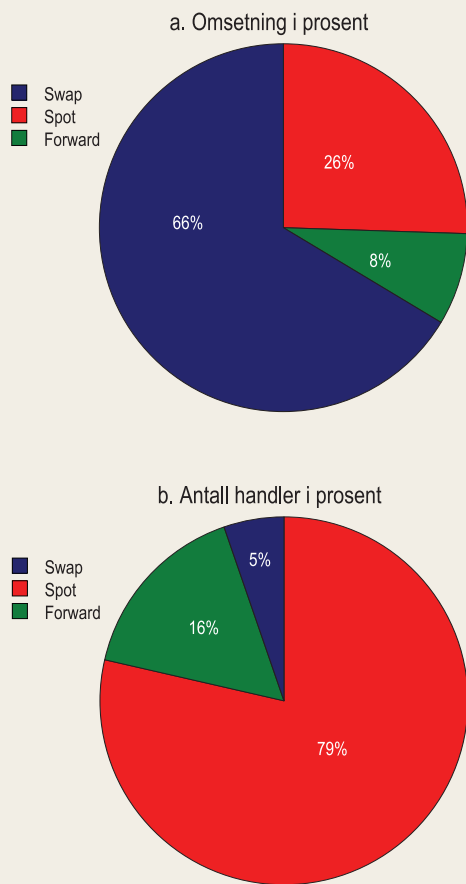
1.2 Teoretisk og empirisk bakgrunn

Valutahandelsstatistikken er forankret i en teoretisk analysemodell kalt ordrestrømanalyse. Ordrestrømmer er definert som forskjellen mellom verdien på kjøps- og salgsordre initiert av kunder i en periode, det vil si kundenes netto valutakjøp. Ordrestrømanalyse har vist seg nyttig til å forklare utviklingen i en rekke aktivpriser, deriblant valutakurser.

* Takk til kolleger i Norges Bank for nyttige kommentarer.

¹ Se <http://www.norges-bank.no/front/statistikk/no/vhandel/> og rammen på side 33.

Figur 2 Omsetning av norske kroner og antall handler i valutamarkedet fordelt på kontraktstype. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler



Valutakursene kan bli påvirket gjennom to informasjonskanaler, en direkte og en indirekte kanal (Evans 2005). Offentlig tilgjengelig informasjon utgjør den direkte kanalen. For eksempel vil informasjon om utviklingen i BNP, KPI, kreditt eller sysselsetting kunne gi entydig og samtidig informasjon til prissetterne (markettmakere), og kan påvirke valutakursen umiddelbart. I tradisjonelle makroøkonomiske modeller for valutakursen antas det at alle prissetterne mottar samme informasjon samtidig og har like forventninger om den fremtidige økonomiske utviklingen.

Den indirekte kanalen virker gjennom informasjon som ikke er allment kjent (privat informasjon). Eksempel på privat informasjon er kunnskap på mikro-nivå om resultatutvikling, kjøps- og salgsordre eller interne økonomiske analyser som leder til ulike forventninger om valutakursutviklingen. Privat informasjon tilflytter den enkelte prissetter via kundenes ordrestrømmer. Ordrestrømmene gir signaler om retningen og styrken på en eventuell valutakursjustering. Gjennomslaget på kursene kan ta tid: informasjonen skal tolkes, signa-

ler skal skilles fra støy og informasjonen skal spres til markedet som helhet via interbankhandelen. Ordrestrømmene og handleprosessen er en integrert del av hvordan spotkursene bestemmes og utvikler seg (Lyons 2001).²

Modeller som tar hensyn til ordrestrømmene når valutakursutviklingen skal forklares, er ofte omtalt som mikrobaserte modeller. Mikrobaserte modeller åpner for at valutakurseffekter kan komme gjennom både den direkte og den indirekte kanalen. Love og Payne (2002) og Evans og Lyons (2003) finner bevis for at begge kanalene er virksomme. Modeller basert på ordrestrømanalyser brukes i praksis ofte i kombinasjon med fundamentale og tekniske analyser. Flere empiriske undersøkelser viser at ordrestrømanalyser har en god forklaringskraft på kort- og mellomlang sikt, i motsetning til fundamentale analyser. Evans og Lyons (2005) viser at mikrobaserte modeller også har bedre prediksjonsegenskaper enn både standard makromodeller og random walk-modeller ved en horisont fra 1 dag til 1 måned.

Ordrestrømanalyser har tidligere ikke vært gjort for større deler av det norske kronemarkedet med utgangspunkt i daglige transaksjonsdata. Kundehandlene er i utgangspunktet bare observerbare for den enkelte bank, og flere av disse har hittil benyttet egne data i ordrestrømanalyser. Informasjonen i valutahandelsstatistikken vil derfor kunne være et viktig bidrag til utviklingen av ordrestrømanalyser fremover ved at flere bankers mikrodata sammenstilles.

2 Beskrivelse av statistikken

Valutahandelsstatistikken gir informasjon om rapportørbankenes kjøp og salg av norske kroner mot utenlandsk valuta, hvem som er motparter i handlene og hvilke kontraktstyper som er benyttet. Rapportørbankene er alle de nordiske bankene som er prisstillere i norske kroner. En betydelig del av kronehandelen til rapportørbankene finner sted i utlandet, gjennom hovedkontor eller filialer. Dette gjelder spesielt interbankhandel, opsjonshandel og handel med store kunder. For å fange opp rapportørbankenes totale aktivitet er regelen at all handel i norske kroner som finner sted gjennom bankdelen av konsernet innrapporteres, uansett hvor i verden handelen skjer.

Den totale omsetningen av kroner i valutamarkedet er vanskelig å tallfeste. Den treårige undersøkelsen av valuta- og derivatmarkedet i regi av Bank for International Settlements (BIS) målte i april 2004 dagsomsetningen for norske kroner i valutamarkedet til drøyt 91 milliarder kroner. Målt i forhold til dette gir valutahandelsstatistikkenes gjennomsnittlige omsetning i perioden oktober 2005–januar 2006 en dekningsgrad på 69

² Kausaliteten går her fra ordrestrøm til valutakurs. I andre sammenhenger vil kausaliteten gå den andre veien, fra valutakurs til ordrestrøm, for eksempel handel basert på tekniske analyser.

Definisjoner og inndelinger i statistikken og inndelinger brukt i artikkelen

Kontraktstype/instrumentinndeling og løpetidsfordeling:

(Angir transaksjonstype og kontraktens varighet fra inngåelse til utløpsdato.)

Spot: Avtale om kjøp eller salg av valuta der kontrakten forfaller to bankdager etter kontraktsinngåelse.

Forward: En forward- eller terminkontrakt er en avtale om kjøp eller salg av valuta for fremtidig levering som enten er kortere eller lengre enn to bankdager etter kontraktsinngåelse. Beløp, leveringskurs og leveringsdag avtales ved kontraktsinngåelse og kan ikke endres i kontraktsperioden.

Løpetider i statistikken:

- 0 t.o.m. 1 dag
- 3 dager t.o.m. 3 mnd
- 3 mnd t.o.m. 6 mnd
- 6 mnd t.o.m. 12 mnd
- 12 mnd t.o.m. 2 år
- over 2 år

Swap: Avtale om kjøp/salg av valuta (det korte benet), samtidig som det inngås avtale om tilbake-salg/tilbakekjøp av valutaen (det lange benet) på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en kurs som fastsettes i dag. For å unngå dobbelttelling blir bare det lange benet innrapportert til valutahandelsstatistikken. Dette er i tråd med føringsmåten i den treårige BIS-undersøkelsen (Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity) og standarden i markedet.

Løpetider i statistikken:

- 0 t.o.m. 2 dager
- 3 dager t.o.m. 3 mnd
- 3 mnd t.o.m. 6 mnd
- 6 mnd t.o.m. 12 mnd
- 12 mnd t.o.m. 2 år
- over 2 år

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.

Opsjonsinndeling i statistikken:

- Put – salgsopsjon
- Call – kjøpsopsjon
- Andre – restpost

Motpartsinndeling:

(Betegner hvem den rapporterende institusjonen har avtalt en handel med.)

Kundeinndeling i statistikken:

- Andre rapportørbankene
- Andre utenlandske banker
- Andre norske banker
- Andre norske kunder i finansiell sektor
- Oljeselskaper
- Norske ikke-finansielle kunder utenom oljeselskapene
- Utenlandske kunder i finansiell sektor ellers
- Utenlandske ikke-finansielle kunder
- Norges Bank

Kundeinndeling i artikkelen:

- Finansielle kunder: andre norske banker enn rapportørbankene, andre norske kunder i finansiell sektor, andre utenlandske kunder i finansiell sektor og Norges Bank
- Ikke-finansielle kunder: norske ikke-finansielle kunder ekskl. oljeselskapene, utenlandske ikke-finansielle kunder og oljeselskaper
- Norske kunder: andre norske banker enn rapportørbankene, andre norske kunder i finansiell sektor, norske ikke-finansielle kunder ekskl. oljeselskapene, oljeselskaper og Norges Bank
- Utenlandske kunder: andre utenlandske kunder i finansiell sektor og utenlandske ikke-finansielle kunder

Valutafordeling:

- EUR/NOK – kjøp/salg av euro mot norske kroner
- USD/NOK – kjøp/salg av amerikanske dollar mot norske kroner
- ANDRE/NOK – kjøp/salg av andre valutaer mot norske kroner

Utdrag fra valutahandelstatistikken slik den publiseres på Norges Banks hjemmesider

Tabell 1. Valutatransaksjoner. Spot og forward
Table 1. Foreign exchange transactions. Spot and forward

Millioner kroner/Million NOK

		2 006	Uke 8	Uke 9	Uke 10	
		Uke 7	20.02-26.02	27.02-05.03	06.03-12.03	
		13.02-19.02				
Netto valutakjøp		Net foreign exchange purchase				
Instrument	Spot	-624	4 878	7 236	6 325	
	Forward	3 377	-3 967	-2 683	-8 436	
	Totalt	2 753	911	4 554	-2 111	
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	-95	-441	367	346
	Utenlandske banker	Foreign banks	-4 497	4 117	7 354	3 324
	Finansielle kunder	Financial clients	1 596	-988	-458	-1 446
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	6 559	-1 012	-1 605	-3 185
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-810	-765	-1 105	-1 150
	Totalt		2 753	911	4 554	-2 111
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	-95	-441	367	346
	Utenlandske banker	Foreign banks	-4 497	4 117	7 354	3 324
	Norske kunder	Norwegian clients	7 806	-884	-3 077	-4 756
	Utenlandske kunder	Foreign clients	350	-1 115	1 014	125
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-810	-765	-1 105	-1 150
	Totalt		2 753	911	4 554	-2 111
Valutakjøp		Foreign exchange purchases				
Instrument	Spot	40 368	32 295	45 663	53 484	
	Forward	15 900	10 484	12 411	15 141	
	Totalt	56 268	42 780	58 074	68 626	
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 648	5 535	7 580	10 858
	Utenlandske banker	Foreign banks	23 866	18 137	30 810	31 500
	Finansielle kunder	Financial clients	10 025	9 882	5 661	9 176
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	15 729	9 225	14 023	17 092
	Norges Bank	Central Bank of Norway				
	Totalt		56 268	42 780	58 074	68 626
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 648	5 535	7 580	10 858
	Utenlandske banker	Foreign banks	23 866	18 137	30 810	31 500
	Norske kunder	Norwegian clients	21 463	16 429	14 838	22 045
	Utenlandske kunder	Foreign clients	4 291	2 678	4 845	4 223
	Norges Bank	Central Bank of Norway				
	Totalt		56 268	42 780	58 074	68 626
Valutasalg		Foreign exchange sales				
Instrument	Spot	40 992	27 417	38 426	47 159	
	Forward	12 523	14 451	15 093	23 577	
	Totalt	53 515	41 868	53 520	70 737	
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 743	5 976	7 213	10 512
	Utenlandske banker	Foreign banks	28 363	14 020	23 455	28 176
	Finansielle kunder	Financial clients	8 429	10 870	6 119	10 622
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	9 170	10 237	15 628	20 276
	Norges Bank	Central Bank of Norway	810	765	1 105	1 150
	Totalt		53 515	41 868	53 520	70 737
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 743	5 976	7 213	10 512
	Utenlandske banker	Foreign banks	28 363	14 020	23 455	28 176
	Norske kunder	Norwegian clients	13 657	17 314	17 915	26 800
	Utenlandske kunder	Foreign clients	3 942	3 793	3 831	4 098
	Norges Bank	Central Bank of Norway	810	765	1 105	1 150
	Totalt		53 515	41 868	53 520	70 737
Netto valutakjøp akkumulert		Net foreign exchange purchase accumulated				
Instrument	Spot	7 584	12 462	19 698	26 023	
	Forward	7 231	3 264	581	-7 855	
	Totalt	14 815	15 726	20 280	18 169	
Motpartinndeling med fokus på finansielle og ikke-finansielle kunder <i>Counterparty category with focus on financial and non-financial clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 131	5 690	6 057	6 403
	Utenlandske banker	Foreign banks	4 623	8 740	16 094	19 418
	Finansielle kunder	Financial clients	4 570	3 582	3 124	1 678
	Ikke-finansielle kunder	Non-financial clients	36 693	35 681	34 076	30 891
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-37 201	-37 966	-39 071	-40 221
	Totalt		14 815	15 726	20 280	18 169
Motpartinndeling med fokus på norske og utenlandske kunder <i>Counterparty category with focus on Norwegian and foreign clients</i>	Rapportørbank	Reporting banks	6 131	5 690	6 057	6 403
	Utenlandske banker	Foreign banks	4 623	8 740	16 094	19 418
	Norske kunder	Norwegian clients	38 986	38 102	35 025	30 269
	Utenlandske kunder	Foreign clients	2 277	1 162	2 176	2 301
	Norges Bank	Central Bank of Norway	-37 201	-37 966	-39 071	-40 221
	Totalt		14 815	15 726	20 280	18 169
Antall handler		Number of transactions				
Instrument	Spot	13 655	13 549	16 124	14 216	
	Forward	3 135	2 013	4 051	2 732	
	Totalt	16 790	15 562	20 175	16 948	

prosent. Det er her ikke justert for dobbelttelling i tallene forårsaket av rapportørbankenes handel med hverandre. Årsaken til at valutahandelsstatistikken ikke har høyere dekningsgrad, er blant annet at statistikken kun omfatter enkelte utenlandske banker, samt at ikke alle rapportørbankene har fullstendig konsernrapportering.

Norges Bank får ikke innrapportert enkelttransaksjoner. All handel i løpet av en dag er summert opp på følgende spesifikasjoner: kjøp og salg, valuta, motpartssektor og kontraktstype. Forwards og swapper er også inndelt i seks ulike løpetidsbånd. Eksempelvis vil alle spotkjøp i norske kroner mot euro som en rapportørbank har mot alle utenlandske banker i løpet av en dag, summeres opp. I tillegg rapporteres antall handel for hver kombinasjon av de nevnte spesifikasjonene. Antall handel gir oss informasjon om likviditeten i markedet og kan forklare volatilitet. Innrapporteringen skjer på daglig basis senest ved utgangen av påfølgende virkedag.

Kundeinndelingen gir oss et godt grunnlag for å studere ulike kundegrupperes adferd i markedet. Med bakgrunn i ordrestrømteorien er det lagt vekt på skillet mellom finansielle og ikke-finansielle kunder. Disse to kundegruppernes handel kan reflektere ulike motiv knyttet til foretakenes funksjon. Ikke-finansielle foretaks transaksjoner er sterkere knyttet til eksport/import av varer og tjenester og realinvesteringer, mens de finansielle foretakenes transaksjoner i større grad er knyttet til finansinvesteringer.

Siden Norge er en relativt liten og åpen økonomi, er det også interessant å skille mellom norske og utenlandske kunder. Utenlandske aktører har over lang tid vært dominerende i kronemarkedet. Perioder med ulik adferd mellom innenlandske og utenlandske kunder kan gjenspeile både asymmetrisk informasjon og ulike forventninger om den økonomiske utviklingen.

3 Anvendelse av statistikken

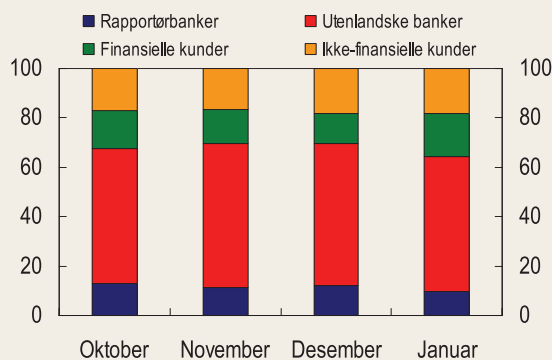
3.1 Analyse av markedsstrukturen

Kundegrupper

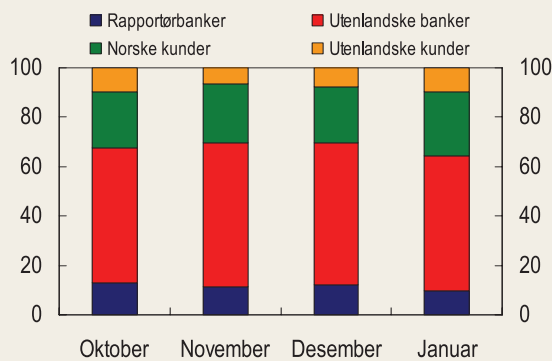
For å gi et bilde av forskjellige aktørers aktivitet i markedet for norske kroner, viser vi i figur 3 omsetningen fordelt på de ulike kundegruppene i statistikken. I figur 3a er fokuset på skillet mellom finansielle og ikke-finansielle kunder, mens det i figur 3b fokuseres på utenlandske og norske kunder. Både utenlandske banker og rapportørbanker er skilt ut som egne kundegrupper, selv om disse motpartssektorene kan betraktes som finansielle kunder. Figurene viser at transaksjoner med utenlandske banker utgjør hoveddelen av handelen i norske kroner. I hele 56 prosent av handlene var utenlandske banker motpart. Bak handlene til de utenlandske bankene dominerer trolig utenlandske finansielle kunder, deriblant ulike typer fond.

Figur 3 Omsetning av norske kroner i valutamarkedet fordelt på ulike kundegrupper¹. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler

a. Finansielle og ikke-finansielle kunder



b. Utenlandske og norske kunder



¹ Rapportørbankenes omsetning er ikke justert for dobbelttelling.

Kilde: Norges Bank

Finansielle kunders handel utgjorde 15 prosent av omsetningen, mens ikke-finansielle sto for 18 prosent. Finansielle kunder omfatter norske banker utenom rapportørbankene, andre norske kunder i finansiell sektor, utenlandske kunder i finansiell sektor utenom bankene og Norges Bank. Ikke-finansielle kunder omfatter norske og utenlandske ikke-finansielle kunder og oljeselskaper. Figuren viser at norske kunder (inkl. Norges Bank) har en større andel av omsetningen mot rapportørbankene enn utenlandske kunder utenom utenlandske banker.

I perioden oktober 2005 til januar 2006 sto oljeselskapenes kjøp og salg av kroner for 1,6 prosent av den totale omsetningen, kronekjøpene alene utgjorde 1,2 prosent. Forklaringen på denne relativt lave andelen kan være at perioden faller mellom to innbetalinger av oljeskatten. Oljeskatten forfaller til betaling 1. oktober og 1. april hvert år. Dette medfører at oljeselskapene må kjøpe norske kroner forut for disse to forfallsdatoene, men det er en økende tendens til at oljeselskapene sprer kjøpene av norske kroner over året. Innbetaling av oljeskattene vil isolert sett kunne bidra til en styrking av kronekursen, men motvirkes av Norges Banks kjøp av valuta til

Statens pensjonsfond – Utland (tidligere Petroleumsfondet). Norges Banks kjøp av valuta utgjorde drøyt 0,6 prosent av samlet omsetning i perioden, mot oljeselskaperens nettosalg på 0,9 prosent av samlet omsetning.

Kontraktstype

Det er viktig å skille mellom spot, forward og swapper, ettersom disse har ulike funksjoner og benyttes i ulik grad av de forskjellige kundegruppene. Det kan være mange årsaker til spottransaksjoner, som for eksempel kjøp av varer og tjenester, investering i verdipapirer eller ren spekulasjon. Forwards brukes mye av ikke-finansielle foretak til valutakurssikring av fremtidige betalinger til/fra utlandet. Swappene benyttes mest i interbankmarkedet og spiller en viktig rolle i likviditetsstyringen. Swaptransaksjoner har ingen direkte effekt på kronkursen, men kan påvirke kronkursen indirekte gjennom likviditetseffekter. For swapper er det bare det «lange benet» som innrapporteres, dette er i samsvar med BIS sin treårige undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene. Swap er en avtale om kjøp (salg) av valuta, samtidig som det inngås avtale om tilbakesalg (tilbakekjøp) av valutaen på et fastsatt fremtidig tidspunkt til en

kurs som fastsettes i dag. Det «lange benet» er her tilbakesalg (tilbakekjøpet) av valuta.

Figur 4 viser omsetningen i norske kroner fordelt på kontraktstype og motpartsektor. Forwardkontrakter benyttes mest av ikke-finansielle kunder. Denne gruppen har snaut 56 prosent av omsetningen av forwardkontraktene i perioden. Ikke-finansielle kunders handel med forwardkontrakter var like stor som spothandelen deres, med 26 prosent av gruppens omsetning. For alle kundegruppene er det swapomsetningen som dominerer handelen. Swapomsetningen til utenlandske banker utgjorde 75 prosent av deres omsetning totalt og 63 prosent av den samlede swapomsetningen.

Rapportørbankenes opsjonshandler mot ulike kunde-grupper blir også innrapportert til valutahandelsstatistikken. Store opsjonsforfall kan bidra til kursbevegelser. Det norske valutaopsjonsmarkedet har vokst raskt de siste årene, men er fortsatt relativt lite og gjennomsliktig. Alle innsamlede data blir derfor per i dag kun benyttet internt i Norges Bank.

Løpetid

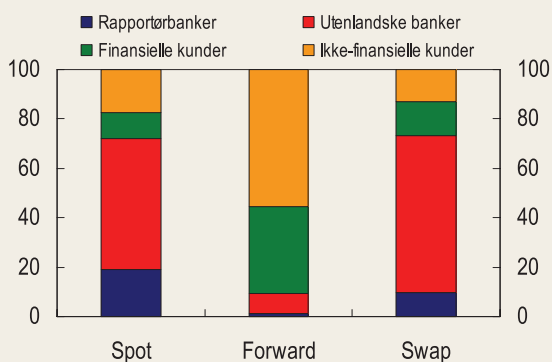
Løpetidsinndelingen i valutahandelsstatistikken gir oversikt over omfanget av valutasikringsadferden til ikke-finansielle kunder. Figur 5 viser løpetidsfordelingen på inngåtte forwardkontrakter i perioden oktober 2005–januar 2006. Det er de korte løpetidene som dominerer handelen. Over 75 prosent av kontraktene hadde forfall innen tre måneder, mens nærmere 88 prosent hadde forfall innen seks måneder. Det er i hovedsak ikke-finansielle kunder som har inngått kontrakter med forfall utover seks måneder. Over 19 prosent av forwardkontraktene til denne gruppen hadde forfall utover 6 måneder, hvorav en tredjedel hadde løpetid over 12 måneder.

Valutapar

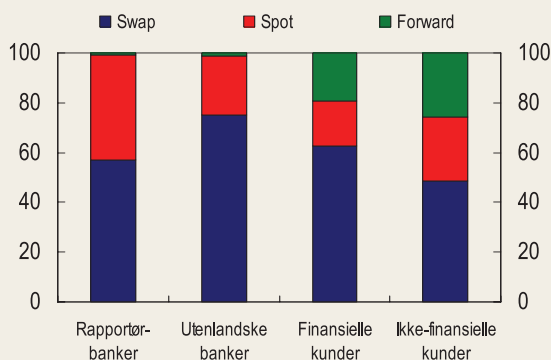
For spottransaksjoner, forwards og swapper sett under ett, er amerikanske dollar den valutaen norske kroner handles mest mot. Figur 6 viser at 63 prosent av hand-

Figur 4 Omsetning av norske kroner i valutamarkedet fordelt på kontraktstype og ulike kundegrupper. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler

a. Kontraktstype fordelt på kundegrupper

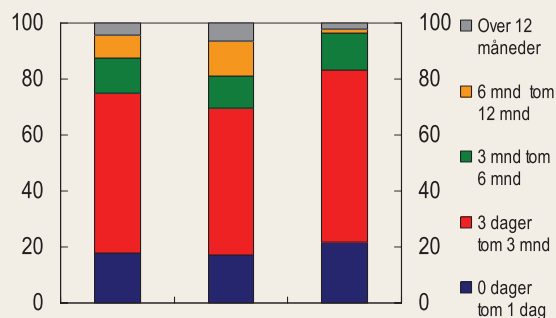


b. Kundegruppe fordelt på kontraktstyper



Kilde: Norges Bank

Figur 5 Omsetning av kroner i forwardmarkedet fordelt på løpetid. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler



Kilde: Norges Bank

lene i den aktuelle perioden ble gjort mot dollar. Valutaandelen varierer mellom kontraktstypene. Dollarandelen i spottransaksjoner er kun på 14 prosent, mot hele 84 prosent av swaptransaksjonene. I spotmarkedet er det handel i norske kroner mot euro som dominerer, med en andel på 71 prosent. I forwardmarkedet er valutaandelene jevnere fordelt mellom dollar, euro og andre valutaer.

Forskjellene i valutaandelene mellom de ulike kontraktstypene samsvarer med bruken av det elektroniske handlesystemet Reuters. I Reuters stilles det til enhver tid toveis priser for euro mot norske kroner i spotmarkedet og for amerikanske dollar mot norske kroner i swapmarkedet.³ Dette medfører at handelen i norske kroner i spotmarkedet hovedsakelig gjøres mot euro, mens for swapmarkedet er handelen hovedsakelig mot dollar.

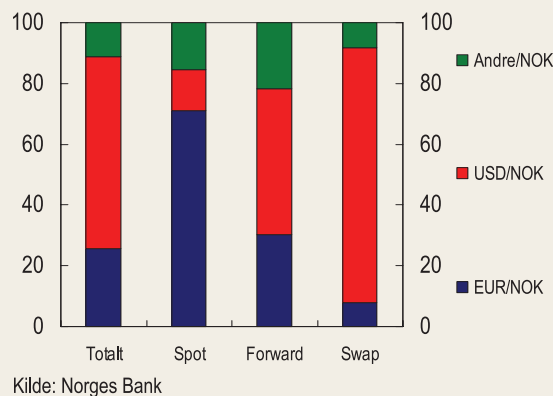
3.2 Ordrestrømanalyser

Resultater fra flere studier viser at informasjon fra ordrestrømmer gir et viktig bidrag til å forklare valutakursutviklingen, se Lyons (2001) og Rime (2001). I et marked med privat informasjon vil prissetterne ved kjøpspress mot en valuta trekke den slutning at noen kunder har mottatt positive signaler om valutaens verdi og vil ønske å justere prisen/kursen deretter. Det er handel med potensielt bedre informerte aktører som får prissetterne til å endre sine forventninger og priser.

De samme undersøkelsene viser at det ikke ligger like mye informasjon i alle kundegruppenes ordrer. Prisgjennomslaget fra finansielle kunders ordre er betydelig større enn prisgjennomslaget fra ikke-finansielle kunder. Dette kan ha sammenheng med at markedsaktørene har ulike roller (Lyons 2001). I Bjønnes m.fl. (2005) blir det vist at det er de finansielle kundene som driver kursutviklingen. Valutabankene tilbyr likviditet på kort sikt mens ikke-finansielle kunder er viktige likviditetstilbydere (klarerer markedet) på litt lengre sikt.

Figur 7 viser at det er en relativt høy positiv korrelasjon mellom finansielle kunders ordrestrømmer og utviklingen i kronkursen. En mulig forklaring kan være at en stor del av de finansielle kundenes handler er knyttet til porteføljeinvesteringer i andre markeder. Aksjemarkedet er spesielt viktig, med høy volatilitet og store prisvariasjoner. Avkastningsmulighetene er normalt større i aksjemarkedet enn i valutamarkedet. Det kan derfor være viktigere å finne riktig tidspunkt for å gå inn i aksjemarkedet fremfor å vente på en gunstig valutakurs. De finansielle kundene kan derfor være villige til å kjøpe valuta dyrt, noe som vil drive kursen, da investorer i aksjemarkedet normalt ikke sikrer sine valutaposisjoner. Investorene er på forhånd usikre på når de kommer til å gå inn og ut av valutamarkedet, og de kan betrakte valutarisikoen som relativt liten i forhold til den totale risikoen (Bjønnes m.fl. 2005). Figur 8 viser at i perioden

Figur 6 Omsetning av norske kroner i valutamarkedet fordelt på valutapar. Oktober 2005–januar 2006. Prosentandeler



Figur 7 Finansielle kunders' akkumulerte netto kjøp av norske kroner (spot og forward) mot rapportørbankene, og kronkursutviklingen. Dagstall akkumulert over perioden 03.10.05–17.02.06. Milliarder kroner og indeks

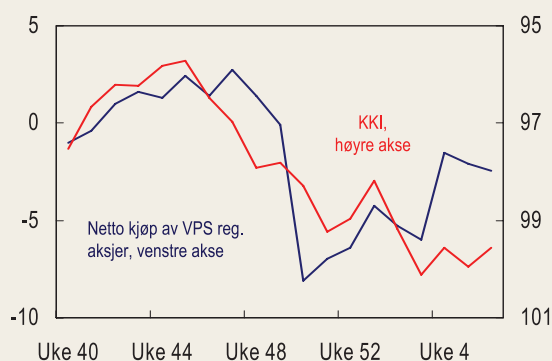


fra uke 40 2005 til og med uke 6 2006 var det en god samvariasjon mellom utlendingers nettkjøp av VPS-registrerte aksjer og kronkursutviklingen.

Figur 3 viser at mye av handelen i markedet finner sted mellom rapportørbankene og utenlandske banker. Denne interbankhandelen reduserer og fordeler kursrisikoen. Bankene er som oftest kun mellommenn i handlene og tar vanligvis ikke store posisjoner over natten (er kortsiktige likviditetstilbydere). Hvis bankene fremdeles har utestående posisjoner etter handlene seg imellom, vil de prøve å overføre posisjonen og risikoen til kundene ved å kompensere disse med en risikopremie. Anta at banken har en udekket valutaposisjon, og ønsker å kjøpe valuta og selge norske kroner. For å «friste» kundene til å kjøpe norske kroner må prisen reduseres. Kronkursen vil svekke seg, og kundens

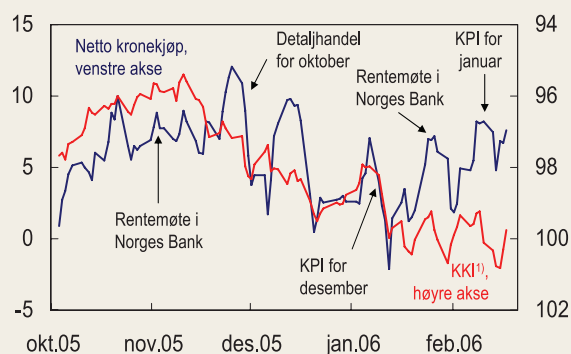
³ Med toveis priser menes at det stilles priser både for kjøp og salg av valutaen.

Figur 8 Utlendingers akkumulerte netto kjøp av VPS-registrerte aksjer, og kronekursutviklingen. Uketall akkumulert over perioden 03.10.05–10.02.06. Milliarder kroner og indeks



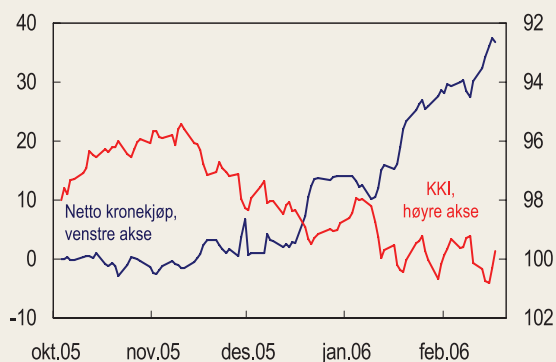
Kilder: VPS og Norges Bank

Figur 10 Alle kunders akkumulerte netto kjøp av norske kroner spot mot rapportørbankene, og kronekursutviklingen. Dagstall akkumulert over perioden 03.10.05–17.02.06. Milliarder kroner og indeks



Kilde: Norges Bank

Figur 9 Ikke-finansielle kunders¹ akkumulerte netto kjøp av norske kroner (spot og forward) mot rapportørbankene, og kronekursutviklingen. Dagstall akkumulert over perioden 03.10.05–17.02.06. Milliarder kroner og indeks



¹ Ikke-finansielle kunder omfatter norske og utenlandske ikke-finansielle kunder og oljeselskap

Kilde: Norges Bank

ordrestrøm viser kjøp av norske kroner. Dette kan være en forklaring på den negative korrelasjonen i figur 9 mellom ikke-finansielle kunders ordrestrømmer og KKI.

Årsaken til at ikke-finansielle kunder i større grad enn finansielle kunder er motpart til bankene når de skal dekke sine posisjoner, er i henhold til ordrestrømteorien knyttet til kundegruppenes motiver for å handle. Ikke-finansielle kunder vil i større grad handle valuta som følge av vare- og tjenestehandel mot utlandet eller på grunn av direkte investeringer i utlandet. I motsetning til mange andre aktivpriser, endrer de fleste varepriser seg sakte. Valutakursen vil ha relativt større betydning for de ikke-finansielle kundene, og de vil ønske å vente til kursen fremstår som tilstrekkelig attraktiv før de handler.

I tillegg til å se på sammenhengen mellom valutakursbevegelser og kundeadferd, er det også interessant å se

på hvordan enkeltbegivenheter kan slå ut i statistikken. Dette kan være offentliggjøring av ny informasjon eller publisering av statistikk som markedet oppfatter som potensielt viktig for utviklingen i valutakursen.⁴ Figur 10 viser kundenes netto kjøp av norske kroner spot, kronekursen og noen tidspunkter for offentliggjøring av ny informasjon.

Ved rentemøtet i Norges Bank den 2. november ble det vedtatt å heve styringsrenten med 0,25 prosentpoeng. Både beslutningen om å heve renten og kommunikasjonen fra Norges Bank var som forventet i markedet, og medførte kun begrensede utslag i kronekursen og ordrestrømmene. Den 25. januar 2006 ble det ved rentemøtet vedtatt å holde styringsrenten uendret. Dette var i tråd med markedets forventninger, men det var også forventninger om at det skulle gis signal om renteøkning ved neste rentemøte den 16. mars. Disse forventningene ble ikke innfridd, og i dagene etter rentemøtet 25. januar svekket kursen på norske kroner seg, og kundegruppen sett under ett netto solgte norske kroner spot. Tall for detaljomsetningen for oktober ble offentliggjort den 29. november 2005. Overraskende svake detaljhandelstall førte til et stort netto salg av norske kroner og krone-svekkelse i de påfølgende dagene. Publisering av KPI for desember og januar var i begge tilfellene lavere enn markedet forventet, og kronen svekket seg. Samtidig viste valutahandelsstatistikken et netto salg av norske kroner for alle kundegrupper samlet.

4 Oppsummering

Bruk av bankenes ordrestrømmer i analysearbeidet er en relativt ny innfallsvinkel for å forklare valutakursutvikling. Så langt har forskning på ordrestrømmer gitt lovende resultater, og valutahandelsstatistikken vil gi et bidrag til ytterligere empiriske undersøkelser på dette

⁴ Jf. diskusjonen av den direkte kanalen under avsnitt 1.2

feltet. Med daglige data vil vi kunne studere hvordan enkeltbegivenheter påvirker aktørene i markedet, og ved endringer i kronekursen vil vi raskt se hvilke kundegrupper som har vært mest aktive. Når vi ser på spot- og forwardtransaksjoner samlet, er det en positiv korrelasjon mellom finansielle kunders netto kronekjøp og KKI, mens det er negativ korrelasjon mellom ikke-finansielle kunders netto kronekjøp og KKI.

Referanser

Bjønnes, G.H., Rime, D. and Solheim, H.O.A (2005): «Liquidity provision in the overnight foreign exchange market». *Journal of International Money and Finance* 24, 175–196

Evans, Martin and Richard Lyons (2003): «How Is Macro News Transmitted into Exchange Rates?» NBER Working Paper 9433, January

Evans, Martin and Richard Lyons (2005): «Meese-Rogoff Redux: Micro-Based Exchange Rate Forecasting». *American Economic Review P&P*, May

Evans, Martin D.D. (2005): Foreign Exchange Market Microstructure. <<http://www.georgetown.edu/faculty/evansm1/>> (nedlastet [19. januar 2006])

Love, R. and Payne (2002): *Macroeconomic news, order flows, and exchange rates*. London School of Economics, December

Lyons, Richard K. (2001): «New Perspective on FX Markets: Order-Flow Analysis». *International Finance*, 303–320

Lyons, Richard K. Foreign Exchange (2002): «Macro Puzzles, Micro Tools». *Economic Review 2002, Federal Reserve Bank of San Francisco*, 51–69

Rime, Dagfinn (2001): Private or Public Information in Foreign Exchange Markets? An Empirical Analysis. Research Department Norges Bank and Stockholm Institute for Financial Research, September. (Upublisert notat, Norges Bank)

Publikasjoner fra Norges Bank

Borgersen, Anders Bohlin og Sigbjørn Wettre (2005): «Undersøkelse av valuta- og derivatmarkedene i 2004: Sterk vekst i det norske rentederivatmarkedet». *Penger og Kreditt* 1/2005, 41–52, Oslo, Norges Bank

Børsum, Øystein og Bernt Arne Ødegaard (2005): «Valutasikring i norske selskaper». *Penger og Kreditt* 1/2005, 29–40, Oslo, Norges Bank

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

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

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

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