

Det danske valutamarked

v/Henrik Smed Krabbe, Handelsafdelingen
og Lisbeth Stausholm Pedersen, Økonomisk Afdeling

Valutamarkedet er et marked for køb og salg af valuta mod kroner. Det er primært kapitalbevægelser og udenrigshandel, der skaber behovet for et sådant marked, hvor afdækning af valutakursrisici og omvekslinger mellem kroner og valuta foregår. Markedet er centralt for penge- og valutapolitikken, da kronekursen dannes på valutamarkedet.

Udviklingen på markedet igennem de seneste 5-6 år viser, at både prisstillelse og omsætning afhænger af kronens stabilitet. Under valutauroen i 1992-93 øgedes omsætningen - især med de udenlandske aktører - markant, og forskellen mellem købs- og salgspris blev udvidet. De seneste år - især i 1997 - med særdeles stabil kronekurs har omsætningen været noget lavere end under uroen, og prisstillelsen har været meget skarp, således at forskellen mellem købs- og salgspris er meget lav blandt de professionelle aktører. En anden klar udviklingstendens ses i bankernes valutapositioner. Siden valutauroen i 1992-93 har bankerne sjældent haft store positioner i enkelte valutaer, som det i højere grad var tilfældet før uroen. Som på de øvrige danske finansielle markeder er der en relativ høj grad af koncentration blandt markedsdeltagerne.

I denne artikel belyses det danske valutamarked og dets udvikling gennem de seneste år. En tilsvarende beskrivelse er tidligere udarbejdet for udviklingen i det danske pengemarked.¹⁾

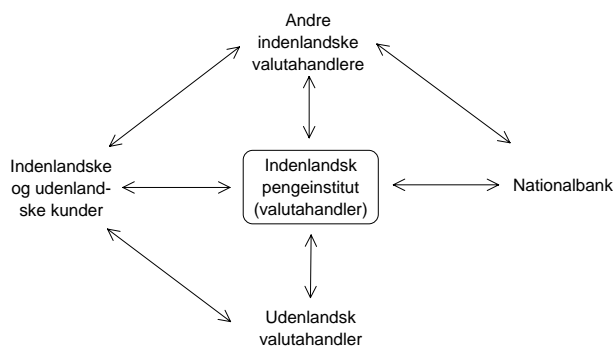
Afgrænsning af det danske valutamarked

Det danske valutamarked defineres som køb og salg af fremmed valuta mod kroner. Alle transaktioner, der indebærer overførsel af en position i kroner mod valuta fra en aktør til en anden, er en del af det danske marked. Markedet er ikke geografisk begrænset. Dvs. køb og salg af valuta mod kroner, der alene foregår mellem udlændinge, indgår også i det danske marked. Handel med valuta er fuldstændig liberaliseret, efter de sidste valutarestriktioner blev afviklet i 1988.

Køb og salg af valuta mod kroner omfatter en bred kreds af forretninger og deltagere - fx indgår køb og salg af rejsevaluta under denne definition. I denne artikel ses der kun på det professionelle valutamarked, dvs. transaktioner mellem valutahandlere (pengeinstitutter), kunder (typisk virksomhe-

¹⁾ Palle Duvier Mehlbye og Jacob Topp "Udviklingen på pengemarkedet", Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, august 1996.

Figur 1 *Skitse over indenlandsk valutahandlers medspillere i valutamarkedet*



der), udenlandske kunder og valutahandlere samt Nationalbanken. I figur 1 er det danske valutamarkeds aktører illustreret.¹⁾

Deltagerne i valutamarkedet kan i store træk deles op i kunder og valutahandlere.

Kunderne er typisk private virksomheder, der har behov for at købe og sælge valuta i forbindelse med betalinger til og fra udlandet. Dertil kommer kommuner og offentlige virksomheder, der også har en del store betalinger til og fra udlandet. Endelig kan også mindre pengeinstitutter, der ikke har et særligt stort forretningsomfang i valuta, afgive disse valutaordrer til større pengeinstitutter, og dermed stå på kundesiden i valutamarkedet.

Valutahandlerne er pengeinstitutter, der køber og sælger valuta dels for at imødekomme deres kunders behov, dels for at afdække egne positioner og dels for at tjene på forskelle mellem købs- og salgskurs. Tidligere skulle et pengeinstitut være autoriseret valutahandler for at kunne handle valuta, men markedet er i dag liberaliseret, og alle pengeinstitutter kan direkte handle valuta i markedet. Det kræver dog et net af korrespondentbanker at være valutahandler, jf. boks 1.

Nationalbanken kan også kaldes en valutahandler. Nationalbanken effektuerer - ligesom andre valutahandlere - betalinger for sine kunder, dvs. statens og Hypotekbankens udenlandske betalinger. Som hovedregel afdækker Nationalbanken disse betalinger i valutamarkedet gennem de danske banker.

Nationalbankens centrale funktion i valutamarkedet er køb og salg af valuta i forbindelse med interventioner for at stabilisere kronkursen. Nationalbanken køber og sælger således valuta mod kroner for at stabilisere kro-

¹⁾ Nationalbanken handler i det danske valutamarked med indenlandske valutahandlere, dvs. ved handel med valuta mod kroner. Nationalbanken handler også med udenlandske valutahandlere, men kun ved handel med valuta mod valuta (i forbindelse med forvaltning af valutareserven). Dersom sidstnævnte ikke er en del af det danske valutamarked, indgår det ikke i illustrationen.

Valutahandel består altovervejende af omvekslinger mellem umiddelbart realiserbare bankindsbud i kroner og valuta. I praksis foregår disse handler ved, at der stilles priser for køb og salg af valuta, enten direkte via telefon, via en broker eller via *elektroniske systemer* som Reuters Dealing eller Electronic Broking Service (EBS). En valutahandler, der fx ønsker at handle D-mark for et bestemt beløb, kan ringe op til en modpart eller en broker og bede om to-vejs priser for dette beløb. Det er i princippet det samme, der foregår via de elektroniske systemer, hvor prisstillelsen blot foregår på skærmen. I dag foregår en stor - og stadig stigende - del af handlerne gennem elektroniske systemer. Derved spares gebyret til brokerne (brokerage). Endvidere kan en handler henvende sig til endnu flere modparter på en gang og samtidig opnå anonymitet, indtil handlen gennemføres. De elektroniske handelssystemer er endvidere i stand til at matche handler under hensyntagen til de limits, som bankerne måtte have over for hinanden, og evt. give oplysninger om dybden i markedet, samt til hvilken side (køb eller salg) interesserne ligger. Ved handel gennem de elektroniske systemer betales der en mindre "systemomkostning" pr. handel.

Det danske valutamarked er langt mindre end valutamarkedene i store lande som USA, England og Tyskland. Der bliver derfor i praksis kun stillet direkte priser over for ganske få valutaer, mens priser over for mindre valutaer fastsættes indirekte via *krydskurser*. Når bankerne stiller priser på FRF mod DKK, vil denne pris altid blive beregnet ud fra DEM-krydskurserne, DEM/FRF og DEM/DKK.

Afvikling/valør i valutamarkedet sker som hovedregel to hverdage efter handelsdagen (T+2). En eller flere lukkedage i et land betyder, at alle de valutakryds, hvori det pågældende lands valuta indgår, afvikles yderligere en eller flere dage senere. Lukkedag i USA bevirker dog altid, at alle valutakryds afvikles en dag senere.

Overførslen af de handlede valutaer sker normalt gennem en bank i de pågældende valutaers "hjemland". For eksempel afvikles DEM gennem en bank i Tyskland. Det behøver dog ikke at være en tysk bank, det kan ligeså vel være gennem en udenlandsk banks afdeling i Tyskland. Alle deltagere i valutamarkedet har derfor et såkaldt *korrespondentbanknet* med valutakonti i forskellige lande. I praksis foregår afviklingen ved, at parterne uafhængigt af hinanden afsender betalingsinstruks til hver sin korrespondentbank om at overføre det solgte beløb til modpartens konto hos dennes korrespondentbank.

I de senere år har der været en del fokus på denne form for afvikling, der indebærer visse *risici*, idet der fx ikke er fuld sikkerhed for, at modparten afsender sin betalingsinstruks. Generelt er der en udvikling i de internationale valutamarkeder over mod anvendelsen af clearingcentraler (som ECHO) eller nettingsystemer (som FX Net), hvor disse risici delvist kan nedbringes. Men endnu afvikles kun en yderst begrænset del af kronetransaktioner på denne vis. Afviklingsrisici i valutamarkedet og nye tiltag på området er beskrevet i en tidligere artikel af Lars G. Sørensen, Afviklingsrisici i valutahandel, Kvartalsoversigten, august 1996.

nekursen over for kernelandenes valutaer i det europæiske valutasamarbejde. De senere år har Nationalbanken intervenseret mere aktivt med henblik på at begrænse de daglige udsving i valutakursen. Nationalbankens villighed til at aftage kroner eller valuta fra markedet er i høj grad med til at stabilisere markedet, og udsvingene i kronkursen har været særdeles små igennem specielt det seneste år. Nationalbanken spiller således en vigtig indirekte rolle i valutamarkedet ved at signalere kronens fortsatte forankring til kernevalutaerne både ved ændring af renten og ved interventioner.

En sidste funktion for Nationalbanken i forhold til valutamarkedet består i, at Nationalbanken offentliggør vejledende valutakurser. Kurserne beregnes på baggrund af de aktuelle markedskurser hver dag kl. 11:30. *Kurserne er vejledende, og der ligger ikke nødvendigvis omsætning bag dem.* Nationalbankens vejledende valutakurser anvendes i mange sammenhænge (fx i mange kontrakter, bankernes handel med kontantvaluta med kunder mv.), hvilket kan være ud fra ønsket om at anvende en uafhængig kilde. Tidligere offentliggjorde Nationalbanken valutakurser, der var fastsat ved en egentlig fixing/notering baseret på omsætning. Denne praksis ophørte pr. 1. oktober 1991.

Udover de direkte deltagere i valutamarkedet findes der også såkaldte *brokere* (eller mæglere), der formidler kontakten mellem køber og sælger uden selv at være part i handlen. I det danske valutamarked findes der to brokere i valuta, men kun en begrænset del af omsætningen i valutamarke- det foregår gennem disse brokere.

Der findes ingen *statistik*, som dækker hele omsætningen i det danske valutamarked. De eksisterende kilder til statistik er beskrevet i boks 2, og figur 1 illustrerer ligeledes de transaktioner, som statistikken dækker, nemlig de indberettende valutahandlers transaktioner med de øvrige fire typer aktører. I statistikkerne beskrevet i boks 2 anvendes begreberne omsætning og valutaposition. Ved *omsætning* i det danske valutamarked forstås det indberettende pengeinstituts (hovedvirksomheden) samlede køb og salg af valuta mod kroner på såvel spot- som terminsbasis med inden- og udenlandske kunder og valutahandlere samt Nationalbanken.¹⁾ Swaptransaktioner indgår ikke. *Valutapositionen* er en opgørelse over det indberettende instituts nettomellemværender i valuta, hvor instituttet selv bærer valutakursrisikoen. Alle nettospot-, nettotermins- og nettooptionspositioner indgår. Positionsbegrebet giver således et tal for de indberettende institutters valutaeksponering.

¹⁾ Ved anvendelsen af omsætningsstatistikken i denne artikel er der korrigeret for dobbeltregistrering af transaktioner med andre indenlandske valutahandlere.

Boks 2 *Omsætning og positioner i det danske valutamarked - statistik*

Den eneste opgørelse over omsætningen i det danske valutamarked, der offentliggøres, er en international undersøgelse foretaget af Bank for International Settlements, BIS, Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity, maj 1995. Nationalbanken har stået for den danske del af undersøgelsen, og har i 1989, 1992 og senest i 1995 indsamlet tal for den *daglige omsætning i en enkelt måned*, dels for de forskellige forretningstyper, dels for forskellige valutaer. Omsætningstallene omfatter både handel med valuta mod kroner og handel med valuta mod valuta, hvorved statistikken ikke er afgrænset til det danske valutamarked. Den seneste undersøgelse er omtalt i Kvartaloversigten, februar 1996.

Udover den offentliggjorte undersøgelse indsamler Nationalbanken også statistik for både omsætning og positioner fra danske pengeinstitutter af hensyn til Nationalbankens overvågning af valutamarkedet. Otte af de største danske pengeinstitutter indberetter således *dagligt* til Nationalbanken køb og salg af valuta med hhv. indlandske kunder og valutahandlere, udenlandske kunder og valutahandlere samt Nationalbanken. Denne statistik anslås at dække omkring 80-90 pct. af den samlede omsætning. Pengeinstitutternes nettovalutaposition fremgår også af disse indberetninger og er udregnet på basis af nettovalutapositionen fra dagen før.

Pengeinstitutterne indberetter endvidere deres *månedsbalancer* til Finanstilsynet, hvoraf valutapositioner ultimo måneden fremgår fordelt på de forskellige valutaer. Indberetningerne tjener til at følge bankernes valutaeksponering. Endvidere findes der her oplysning om pengeinstitutternes udestående spot- og terminkontrakter i fremmed valuta ultimo måneden.

Produkter på det danske valutamarked

På det danske valutamarked er der udelukkende nogle få standardiserede produkter. Produkterne er primært spotforretninger og terminsforretninger. Derudover findes der også såkaldte valutaoptionsforretninger.

Spotforretninger er det simpleste produkt, og bruges til ren og skær omveksling mellem kroner og valuta. Fx kan en eksportvirksomhed, der har indtægter i dollar og udgifter i kroner, ønske at sælge sine dollarindtægter og i stedet få kroner. Valutakursen på handelsdagen, også kaldet spotkursen, er omvekslingskursen for en spotforretning. Afvikling finder normalt sted to dage senere.

Terminsforretninger anvendes ofte af virksomheder til at kurssikre transaktioner. Hvis en eksportvirksomhed ved, at den eksempelvis om 6 måneder har en indtægt i dollar, kan den sælge sin fremtidige dollarindtægt på termin, så kroneværdien bliver fastlåst. Derved kan virksomheden immunisere sig over for udsving i valutakursen. Tilsvarende kan udlændinge,

der ejer kroneobligationer, kurssikre sig ved at sælge den fremtidige kroneindtægt fra disse obligationer på termin.

Valutaoptionsforretninger anvendes også til kurssikring. Hvis en eksportvirksomhed ved, at den fx om 6 måneder har en indtægt i dollar, kan den købe en option med retten - men ikke pligten - til at sælge dollar om 6 måneder til en bestemt kurs. Derved har virksomheden sikret sig en minimumkurs på sin dollarindtægt, hvis dollar skulle falde i værdi over for kroner. Den præmie, som virksomheden skal betale for at sikre sig retten, afhænger af flere faktorer - primært løbetiden, volatiliteten samt den minimumskurs, der ønskes.

Den relative anvendelse af de enkelte instrumenter er tidligere blevet undersøgt i 1989, 1992 og 1995 som led i en international undersøgelse koordineret af BIS, jf. boks 2. Hovedtallene fra disse undersøgelser findes i tabellen nedenfor. Omsætningstallene indeholder udover handler mellem kroner og valuta også handler mellem to fremmede valutaer, hvor en dansk valutahandler har deltaget. Omsætningen er derfor ikke begrænset til det danske valutamarked, men til generel valutahandel for danske aktører. Alligevel kan tallene give en indikation af, hvor store andele af omsætningen de forskellige typer forretninger udgør.

Af tabellen fremgår det, at spotforretninger udgør den altovervejende del af omsætningen i valutamarkedet. Dette skyldes bl.a., at løbetiden er kortest for spotforretningerne. Ses der i stedet på de udestående kontrakter på en given dag, vil terminsforretningerne udgøre langt størstedelen. Valutaoptionsforretningernes andel har gennem hele perioden været forholdsvis ubetydelig.

Den overvejende del af omsætningen i det danske valutamarked for spothandler anføres af de større markedsdeltagere at foregå i kroner over for D-mark. Dette billede bekræftes af undersøgelsen fra BIS. I terminsmarkedet er omsætningen i kroner over for dollars størst.

Valutamarkedet er tæt knyttet til flere af de øvrige finansielle markeder, idet valutahandel ofte indgår samtidig med en pengemarkedshandel eller

*Omsætning på valutamarkedet
fordelt på typer af forretninger, april*

	Mia.USD pr. bankdag			Pct. fordeling		
	1989	1992	1995	1989	1992	1995
Spot-forretninger	6,4	10,5	8,9	81	77	82
Terminsforretninger	1,3	2,0	1,5	16	15	14
Optioner	0,2	1,2	0,4	3	8	4
I alt	7,9	13,7	10,8	100	100	100

en obligationshandel. Specielt er samspillet med pengemarkedet af betydning, idet den kronelikviditet, der fx indgår til betaling af købt valuta, må skaffes på pengemarkedet. På pengemarkedet handles også såkaldte valutawaps, der er lån mod sikkerhed i valuta. Handlen af disse produkter foregår som spot- og terminsforretninger i valuta, men der overføres ikke nogen valutaposition fra en aktør til en anden, hvorved dette produkt ikke indgår i valutamarkedet. Obligationsmarkedet har især tilknytning til valutamarkedet via den afdækning af valutakursrisikoen, der sker i forbindelse med udlændinges køb og salg af kroneobligationer.

Markedsstruktur

De direkte aktører i det professionelle valutamarked er som nævnt pengeinstitutter/valutahandlere. Kredsen af direkte deltagende pengeinstitutter er relativt begrænset, idet en række mindre pengeinstitutter ofte vælger at videregive valutaordrer fra kunder til større pengeinstitutter, dels på grund af manglende korrespondentbanknet, dels på grund af begrænset forretningsomfang. Omsætningen i valutamarkedet er også koncentreret på ganske få deltagere, og koncentrationen er taget til siden 1993. De fire største aktører har i dag en markedsandel på ca. 85 pct. af omsætningen blandt de otte indberettere.

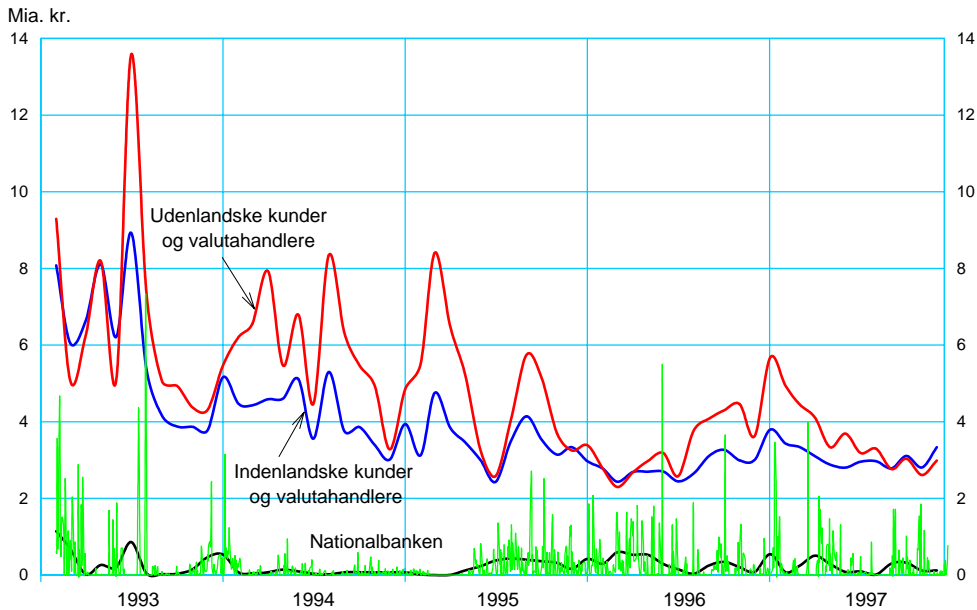
Til gengæld er kredsen af indirekte aktører stor (virksomheder og mindre pengeinstitutter), hvilket bunder i et bredt behov for valutatransaktioner. En del større erhvervsvirksomheder med egne finansafdelinger er fx betydelige indirekte aktører i valutamarkedet. Dette gjaldt specielt i perioden før valutauroen i 1992-93. Aktiviteten afspejlede primært en spekulation i renteforskelle mellem valutaer. Under uroen var aktiviteten ligeledes høj, men bundede i andre forhold, dels en afdækning af kommercielle flows i valuta, dels en spekulation i forventede ændringer i valutakurserne. Sidenhen er virksomhedernes aktivitet i valutamarkedet nedbragt. Også bankernes valutapuljer blev anvendt aktivt i valutamarkedet, men denne aktivitet er i dag stort set forsvundet.

Udviklingen i valutamarkedet

Omsætningen¹⁾ i valutamarkedet varierer ganske betydeligt. Omsætningen i dag er fx kun ca. halvt så stor som under valutauroen i 1993, jf. figur 2. Dette er dog ikke et udtryk for, at omsætningen i valutamarkedet i dag er væsentligt lavere end normalt, men nærmere, at omsætningen var unormalt

¹⁾ Omsætningen vedrører kun handler indgået af de otte indberettende pengeinstitutter. Omsætningen er korrigeret for dobbeltregistrering.

Figur 2 *Otte valutahandlers omsætning med forskellige deltagere i valutamarkedet*



høj under uroen i 1992-93. Omsætningens størrelse siger som sådan ikke noget om markedets effektivitet, men er som udgangspunkt kun relateret til behovet for afdækning/ønsket om at spekulere.

Nationalbankens intervention med henblik på at begrænse de daglige udsving i kronekursen har givetvis også været en medvirkende årsag til den mere afdæmpede omsætning i valutamarkedet i de seneste år. Nationalbankens aktive signal om at ville holde en stabil kronekurs gennem rentepolitik og intervention kan siges at have mindsket behovet for afdækning og ønsket om spekulation. Nationalbankens øgede aktivitet i valutamarkedet efter midten af 1995 fremgår af figur 2. Nationalbanken ses at stå for en ganske betydelig del af omsætningen på enkelte dage, mens den gennemsnitlige omsætning (sort kurve) med Nationalbanken er relativt begrænset.

Det har generelt været kendetegnende, at de største danske valutahandlere stort set handler lige meget med ind- og udlændinge i det danske valutamarked, jf. figur 2. Men omsætningen med udlændinge er mere volatil end med de indenlandske aktører. Det er især på dage med opræk til uro, at en kortvarig betydelig stigning i omsætningen kan observeres - mest markant for udenlandske aktører, der i højere grad afdækker deres positioner i kroner, når der er opræk til uro.

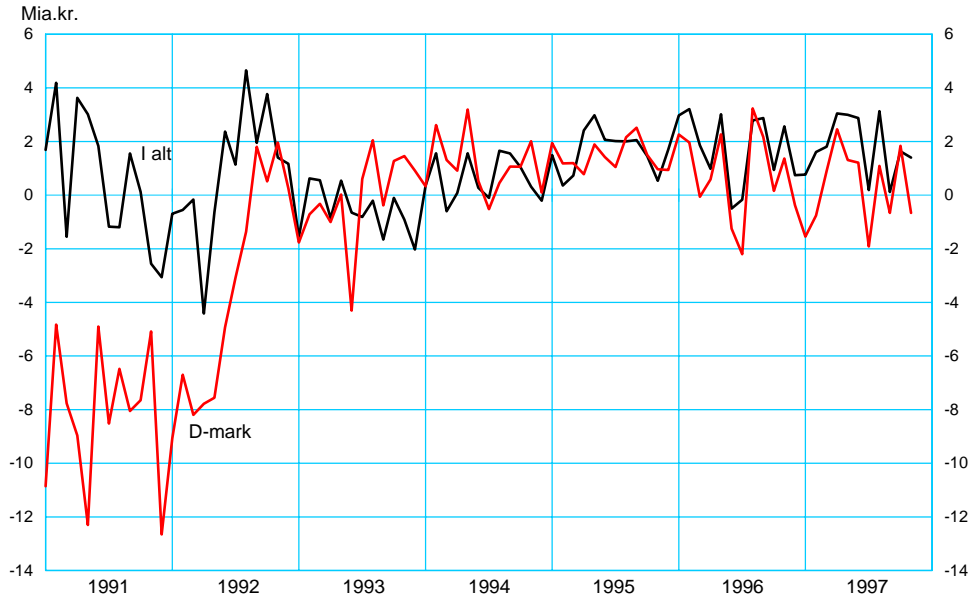
Pengeinstitutternes ageren i markedet - prisstillelse og positioner

Flere af pengeinstitutterne har indgået aftaler om at fungere som *market makers* i valutamarkedet på samme vis, som der findes *market maker* aftaler for forskellige segmenter af pengemarkedet. I valutamarkedet er der *market maker* aftaler for spotforretninger over for D-mark og dollar samt for terminsforretninger over for dollar. Det er i disse segmenter, at omsætningen på valutamarkedet er størst. Deltagerne i aftalerne - *market makers* - forpligter sig til at stille tovejspriser over for hinanden med en fast maksimal forskel mellem købs- og salgspris for en vis beløbsstørrelse. Aftalerne tager mest form af en slags *gentleman's agreement*, men generelt overholdes de, og det er indtrykket, at aftalerne fungerer godt.

Aftalerne i spotmarkedet fastsættes typisk for et år ad gangen og gælder på rolige dage. På dage med uro laver *market makers* typisk indbyrdes en ny kortvarig aftale med en større forskel mellem købs- og salgspris. I markedet *market makers* for spotforretninger deltager i øjeblikket nogle større danske pengeinstitutter, og senest er også et udenlandsk pengeinstitut kommet med. Forskellen mellem den købs- og salgspris, som *market makers* er villige til at stille, er et udtryk for, hvor skarp prisstillelsen i markedet er. Prisstillelsen er normalt skarpere, når der er ro omkring valutakursen. For eksempel er der i dag en forskel mellem købs- og salgspris på under 5 øre pr. 100 D-mark i *market maker* aftalen for D-mark spotforretninger, mens samme forskel i perioder var oppe på 50 øre under valutauroen i 1992-93. Prisstillelsen over for D-mark er generelt den skarpeste. Dette skyldes såvel at D-mark er den mest handlede valuta over for kroner i spotmarkedet, som kronens stabilitet over for D-mark. For dollar ligger forskellen mellem købs- og salgspris i dag omkring 10 øre. Når prisstillelsen i valutamarkedet generelt er blevet skarpere, er det dels afledt af den større stabilitet i markederne, dels nok også af de nye elektroniske handelssystemer, jf. boks 1. Den beløbsstørrelse, som bankerne forpligter sig for i aftalerne, kan variere fra bank til bank. Gennem de sidste par år har det typiske billede været, at hver bank forpligter sig for mellem 10 og 20 mill. D-mark og ca. 5 mill. dollar.

For *terminsforretninger* er der kun *market maker* aftaler mellem pengeinstitutterne for dollarforretninger. Det skyldes, at omfanget af terminsforretninger over for D-mark er yderst begrænset. Kun få ønsker at afdække valutakursrisikoen over for D-mark. I markedet *market maker* for terminsforretninger i dollar deltager både danske valutahandlere og filialer af udenlandske pengeinstitutter. Aftalerne afhænger både af løbetiden på forretningen og af, hvor roligt markedet er. Her ses også en markant indsnævring af forskellen mellem købs- og salgspris gennem de seneste år. Under

Figur 3 Pengeinstitutternes nettovalutapositioner, ultimo måneden



uroen i 1993 var forskellen på enkelte dage langt over 100 øre pr. 100 dollar for en 3 måneders forretning, mens den i dag er omkring 10-15 øre.

Pengeinstitutterne tager generelt ikke store *positioner* i valuta mod kroner. Pengeinstitutterne er frit stillet med hensyn til at tage positioner i valuta, men sådanne positioner vil oftest udtrykke en risiko, som man normalt ikke ønsker at pådrage sig. Tidligere var der valutapolitiske regler for handel med valuta, der begrænsede bankernes valutaeksponering.

I perioden 1991-93 svingede den totale nettovalutaposition for pengeinstitutterne typisk mellem +/- 4 mia.kr. Efter valutauroen i denne periode skete der en ændring i adfærden, således at den totale nettovalutaposition for pengeinstitutterne fra 1994 blev mindsket og ændret til stort set kun nettoaktiver svingende mellem 0 og 3 mia.kr. Denne ændring skete primært ved, at nettopassivpositionerne i D-mark, der forud for valutauroen i august 1992 lå mellem -5 og -12 mia.kr., blev betydeligt reduceret og nærmest elimineret fra og med den begyndende uro i midten af 1992, jf. figur 3.

Uroen på valutamarkedene i 1992-93 ændrede således bankernes opfattelse af spillereglerne i valutamarkedet, og der er ikke siden taget større positioner i nogen valuta, hverken på aktiv- eller passivsiden. Indberetninger fra pengeinstitutterne viser, at der i de øvrige valutaer hverken er taget store positioner eller sket større forskydninger.