Den svenska derivatmarknaden domineras av ett fåtal aktörer

Av Antti Koivisto och Marianne Wolfbrandt
Verksamma vid penning- och valutapolitiska avdelningen resp. betalningssystemavdelningen på Sveriges riksbank.

Den svenska derivathandeln är koncentrerad till en handfull banker och värdepappersbolag. Merparten av affärerna är kortfristiga, har utländsk motpart och sker med standardiserade instrument. Det är några av slutsatserna från den valuta- och derivatundersökning Riksbanken genomförde våren 1995.

En internationell tendens under senare år har varit att användningen av derivatinstrument tilltagit snabbt. Detta har gjort att Riksbanken och andra centralbanker, som följer riskerna på de finansiella marknaderna, ägnar dessa instrument särskild och ökad uppmärksamhet. Derivattransaktioner är ofta gränsöverskridande och används både för spekulation och som försäkring mot finansiella risker. Kartläggning och riskanalys av marknaden är därför komplicerad.

BIS kartlägger derivatmarknaderna

För första gången har man mätt storleken på den totala internationella derivatmarknaden.

Som ett första steg att kartlägga den internationella derivatmarknaden har centralbankerna i 26 länder, däribland Sverige, genomfört undersökningar på sina respektive marknader. De nationella undersökningarna har samordnats av "Bank for International Settlements" (BIS). Härigenom kan man för första gången mäta hela denna marknads storlek och struktur. Derivatundersökningen har kombinerats med en valutaundersökning – båda avsedda att genomföras vart tredje år. Senare i vår kommer BIS att publicera dessa undersökningar. Den här artikeln begränsar sig därför till att kommentera den svenska undersökningen.

Valuta- och räntederivat dominerar

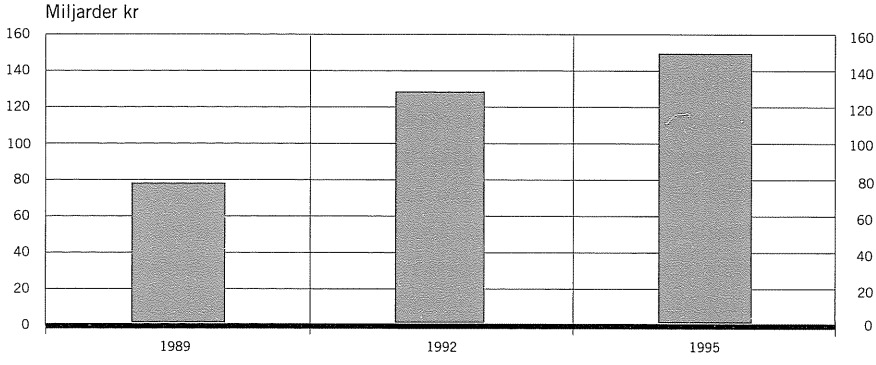
Den svenska undersökningen omfattade fem banker och sex värdepappersbolag och avsåg bolagens Sverigebaserade verksamhet. Detta urval svarade för ca 90 procent av den totala marknaden för derivatinstrument. Enkätens frågor gällde företagens omsättning på valuta- och derivatmarknaden under april 1995 respektive deras derivatportfölj per den sista mars 1995. Derivatenkäten avsåg både börshandlade derivat och OTC-derivat. Resultaten har korrigerats för den dubbelräkning som beror på att aktörer i den svenska undersökningen i många fall utgör motparter i samma affär.

Valutaundersökningen visar att omsättningen på den svenska valutamarknaden fortsätter att öka och uppgick 1995 till i genomsnitt 150 miljarder kronor per dag. Det viktigaste instrumentet på denna marknad är numera valutamarknadsswappar. Omsättningen av dessa är nu större än valutahandeln avista. Utlandets betydelse för den svenska valutamarknaden har fortsatt att öka. I den senaste undersökningen finns 74 procent av de svenska valutahandlarnas motparter i utlandet. I 1992 års undersökning var motsvarande siffra 64 procent.

Den svenska derivatmarknaden uppgick till 7 097 miljarder kronor och omsättningen per dag var i genomsnitt 130 miljarder kronor.

Mätt i utestående nominella belopp uppgick den svenska derivatmarknaden till 7 097 miljarder kronor med en omsättning på 130 miljarder kronor per dag. Derivat används mest på valuta- och räntemarknaderna. Aktie- respektive råvarurelaterade derivat utgör en mycket liten del av totalmarknaden.

Diagram 1. Valutamarknaden; genomsnittlig omsättning per dag



Väl utvecklade marknader

Genom att relatera omsättningen i dels valuta-, dels räntederivat till omsättningen i respektive underliggande delmarknad får man en uppfattning om hur väl utvecklade olika segment av derivatmarknaden är. I den svenska undersökningen motsvarade valutaderivathandeln 58 procent av avistahandeln medan handeln i räntederivat uppgick till 41 procent av omsättningen i räntebärande instrument.

Derivatanvändningen är relativt hög både på valuta- och räntemarknaderna.

Derivatanvändningen är sålunda relativt hög på både valuta- och räntemarknaderna, vilket tyder på att den svenska derivathandeln är väl utvecklad. Det kan finnas flera skäl till detta. De senare årens stora kursrörelser har sannolikt stimulerat framväxten av valutaderivathandeln. På räntesidan är betalningsavveckling via clearinghus omfattande, vilket bör ha bidragit till att utveckla marknaden. Detta förfarande minskar nämligen kreditrisken i instrumentet genom att motpartsrisken i affären övertas av clearinghuset.

Valuta- och räntemarknaderna
Genomsnittlig omsättning per dag, miljarder kronor

	Valuta-marknad	Ränte-marknad*
Avista (mdkr)	63	62
Derivat (mdkr)	87	44
Totalt (mdkr)	150	105
Andel derivat (procent)	58	41

* Avser omsättningen av räntebärande svenska värdepapper enligt Riksbankens löpande statistik.

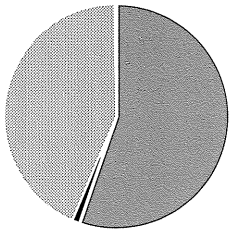
De nordiska derivatmarknaderna

Den svenska omsättningen i valuta- och räntederivat uppgår till cirka 1 procent av den globala omsättningen i dessa instrument. Den svenska derivatmarknaden dominerar i Norden, om marknadens storlek mäts som underliggande nominella belopp. När man jämför omsättningssiffror blir emellertid resultatet inte lika entydigt. Omsättningen i valutaderivat är då nästan dubbelt så stor i Danmark som i Sverige.

Den danska derivatmarknaden är mer internationaliserad än den svenska.

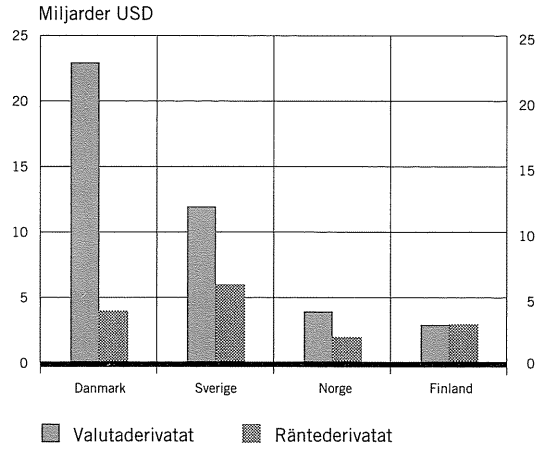
En förklaring till att den danska omsättningen är så stor i förhållande till den svenska kan vara att denna marknad är mer internationaliserad. Av undersökningen framgår nämligen att andelen utländska motparter är betydligt större i den danska valutaderivathandeln än i den svenska.
Ser man på den nordiska marknaden som en helhet uppgår omsättningen i

Diagram 2. Den svenska derivatmarknaden per den 31 mars 1995
Totalt: 7 097 miljarder kr



Räntederivat 55,8 %
Aktiederivat 0,3 %
Valutaderivat 43,9 %

Diagram 3. Valuta- och räntederivatmarknaden i Norden
Genomsnittlig omsättning per dag under april 1995



OTC-derivat till ca 4 procent av den globala omsättningen. De nordiska ländernas sammantagna omsättning i OTC-instrument är därmed lika stor som Tysklands.

Terminer och svappar dominerar

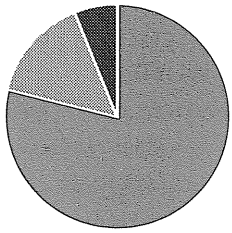
Bland derivatinstrumenten, oberoende av vilken den underliggande tillgången är, dominerar termins- och svappinstrument. Användning av valutaoptioner har ökat påtagligt under den senaste treårsperioden men både i valuta- och räntemarknaden är optionsvolymen liten i förhållande till övriga derivatinstrument.

Systemrisken i derivatmarknaden

En av Riksbankens huvuduppgifter är att verka för "ett säkert och effektivt betalningsväsende". Syftet är att kontrollera systemrisken i marknaden, dvs. motverka att riskerna i denna marknad blir av sådan omfattning att de kan rubba stabiliteten i betalningssystemet. Ett av undersökningens huvudsyften är att ge bättre underlag för sådana analyser. Med tanke på att resultaten ger en ögonblicksbild av derivatmarknaden blir det således fråga om att identifiera vad som karakteriserar en stabil respektive mindre stabil finansiell struktur. I detta avsnitt diskuteras några tänkbara riskmåtts informationsvärde och de resultat undersökningen gett.

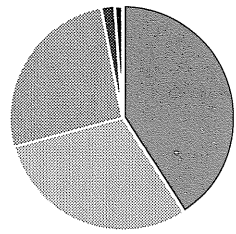
Derivatens samlade positiva marknadsvärde ger en indikation om aktörernas motparts- eller *kreditexponering* i derivat. Om aktören har ingått bindande nett-

Diagram 4. Ränte- och valutaderivat; fördelat på instrument
Utestående underliggande belopp



Terminer m m 79 %
Currency svapp 15 %
OTC-optioner 6 %

Valutaderivat: 3 117 miljarder kr



Svappar 41 %
FRA 30 %
Räntetermin 26 %
OTC-optioner 2 %
Optioner 1 %

Räntederivat: 3 962 miljarder kr

ningsavtal eller har motparter som ställt ut säkerheter för sina derivatåtaganden kan dock kreditrisken i derivatportföljen vara påtagligt mindre än marknadsvärdet anger. Det positiva marknadsvärdet av samtliga valutaderivat uppgick till 87 miljarder kronor medan motsvarande belopp för räntederivaten (enbart OTC-derivat) var 17 miljarder kronor.

Kreditriskerna i bankernas ordinarie utlåning är påtagligt större än kreditriskerna i deras derivatportfölj.

Om aktörernas åtaganden relateras till deras eget kapital får man ett mått på hur stor den potentiella kreditrisken i derivatportföljen är i relation till reserverna. Vid årsskiftet 1993/94 var det positiva marknadsvärdet i de fyra största svenska bankkoncernernas derivatportföljer i genomsnitt två gånger större än dessa bankers samlade egna kapital. Dessa bankers utlåning var samtidigt närmare femton gånger större än det egna kapitalet. Kreditriskerna i storbankernas ordinarie utlåning till allmänheten är således mångdubbelt större än kreditrisken i dessa bankers derivatportföljer.

Koncentrationen på derivatmarknaden är mycket hög.

Koncentrationen på derivatmarknaden ger upplysningar om riskspridningen på marknaden. Är koncentrationen låg, dvs. är aktörerna många och relativt jämstarka, gynnar detta marknadens förmåga att sprida risker. Är koncentrationen på derivatmarknaden hög, dvs. det finns ett fåtal nyckelaktörer, blir riskhanteringen hos dessa avgörande för marknadens stabilitet. Un-

dersökningen visar att två till tre banker svarar för 75 procent av valutaderivatmarknaden medan det krävs mellan fem och sex banker och värdepappersbolag för att få motsvarande täckning av räntederivatmarknaden. Derivatmarknaden är således mycket koncentrerad.

Interbankmarknaden dominerar derivathandeln.

Interbankhandelns andel ger kompletterande information om derivatmarknadens riskspridande egenskaper. Handeln mellan de finansiella aktörerna kan i vissa avseenden jämföras med den återförsäkring som görs av försäkringsbolagen. En omfattande handel mellan de finansiella aktörerna bör således vara positiv för stabiliteten eftersom enskilda finansiella aktörer därigenom kan sprida sina risker till andra aktörer i marknaden. Den svenska undersökningen visar att i synnerhet valutaderivat handlas på interbankmarknaden. Handeln mot annan finansiell aktör uppgick där till 80 procent. Motsvarande andel för de räntebaserade derivaten var 67 procent.

Den svenska marknaden är mycket starkt kopplad till den utländska marknaden.

Utlandsberoendet, dvs. den andel av derivathandeln som har utländska motparter, ger en indikation om i vilken utsträckning en eventuell störning utifrån kan fortplanta sig till den svenska ekonomin. Undersökningen visade att den svenska valutaderivathandeln till 79 procent hade utländska motparter. Motsvarande andel för räntederivaten var 65 procent. Den svenska marknaden är således mycket starkt kopplad till de utländska marknaderna. Detta visar hur nödvändigt det är att analysera systemrisken på derivatmarknaden från ett internationellt perspektiv – vilket var utgångspunkten för BIS uppläggning av den enkät som här kommenteras.

Fyra femtedelar av valutaderivaten har en löptid på högst ett år.

Portföljens löptidsfördelning ger information om aktörernas planeringshorisont. Normalt är längre placeringar förenade med större risk än kortare placeringar, t.ex. vad gäller möjligheten att förutse betalningssvårigheter hos en motpart. Undersökningen visar att 80 procent av valutaderivaten har en löptid på högst ett år. Motsvarande andel för räntederivaten är 58 procent. En dominerande del av derivatmarknaden är således av kortfristig karaktär.

I sin helhet förmedlar undersökningen bilden av en mycket koncentrerad marknad, där några få aktörers riskhantering avgör marknadens risknivå, samtidigt som marknaden är mycket öppen för utländsk påverkan. Kreditrisken på derivatsidan är dock påtagligt mindre än i den ordinarie utlåningen.

Undersökningens begränsningar

Undersökningen ger en bild av den svenska derivatmarknadens struktur. Som framgått kan strukturmått – koncentrationsgrad, interbankhandel, utlandskoppling m.m. – ge viss ledning att bedöma den samlade risken på derivatmarknaden. En nationell strukturundersökning har emellertid sina klara begränsningar.

- En nationell enkät gör det inte möjligt att bedöma om koncentrationen på den globala derivatmarknaden är stor eller om den domineras av ett fåtal aktörer. Detta är väsentligt för att bedöma den internationella riskspridningen. BIS internationella derivatundersökning, som publiceras senare i vår, kommer dock att möjliggöra en sådan analys.
- Genom att derivatinstrumenten avser handel i finansiella risker, vilka varierar högst påtagligt över tiden, är det rimligt att tro att användningen av derivatinstrument också visar stor variation. Denna dynamik fångas inte in i enkäten.
- Enkäten ger ingen information om hur risknivån i derivatmarknaden skulle förändra sig i ett mycket turbulent marknadsläge. Det är emellertid marknadens stabilitet under sådana förhållanden som är avgörande för systemrisken.
- De eventuella operationella och legala riskerna i derivatmarknaden fångas inte in. Ändå är det framför allt operationella risker – såsom bristande kunskaper, ansvarsfördelning och kontrollsystem – som i de flesta fall varit orsaken till att företag drabbats av större derivatförluster. Bevakning av operativa risker måste dock rimligen ske per aktör och är därför i första hand en fråga för tillsynsmyndigheterna.

Regelbunden derivatstatistik behövs

En internationell arbetsgrupp i BIS regi har under det senaste året arbetat med att ta fram ett förslag till en regelbunden derivatenkät. Intressenterna är i första hand centralbankerna, men också marknadsaktörerna själva. Det förslag som nu finns innebär att man i första fasen startar en regelbunden – sannolikt kvartalsvis – insamling av strukturinformation från de största internationella aktörerna. I ett senare skede hoppas man även kunna ta in information om hur exponeringen i den totala finansiella portföljen varierar vid skiftande yttre förutsättningar, såsom varierande ränteantaganden.