



## Euro, fusies en elektronische handel

**Auteur(s):**

Heerma, M.,  
Wal, D. van der,  
*De auteurs zijn werkzaam bij De Nederlandsche Bank.M.Heerma@DNB.nl*

**Verschenen in:**

ESB, 87e jaargang, nr. 4373, pagina 632, 6 september 2002

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

valutamarkten

*De mondiale omzetten op traditionele valutamarkten blijken aanzienlijk te zijn gedaald. Debet hieraan zijn de invoering van de euro, elektronische handel, en fusies en overnames.*

**De in april 2001 gehouden driejaarlijkse enquête naar valuta- en derivatenmarktomzetten vormt het meest omvattende onderzoek op valutagebied<sup>1</sup>. Deze enquête werd onder auspiciën van de Bank voor Internationale**

Betalingen (bis) verricht door 48 monetaire autoriteiten (in 1998 waren het er 43). Naast omzetten verzamelde men tevens uitstaande bedragen van onderling verhandelde derivaten (in tegenstelling tot beursverhandelde derivaten). Het doel van beide enquêtes is tot omvattende en internationaal consistente informatie te komen over de structuur van de valuta- en derivatenmarkt. In dit artikel beperken we ons tot het deel van de enquête dat de valutaomzet beschrijft. De uitkomsten van de enquête zijn opmerkelijk.

### Over de enquête

Aan het onderzoek naar de omzetten op valuta- en derivatenmarkten hebben wereldwijd 2530 marktdeelnemers meegewerkt. De deelnemers rapporteren op bruto, niet-geconsolideerde basis. Dat betekent dat bijvoorbeeld valuta-swaps van andere bedrijfsonderdelen met het hoofdkantoor (interne transacties) volledig meetellen. Deze bedrijfsonderdelen hadden immers ook met een externe partij zaken kunnen doen. Net als in de vorige enquêtes vormt de locatie van het kantoor van waaruit de transactie werd gesloten de basis voor de rapportage, ook als afgesloten transacties in diverse locaties werden overgeboekt naar een centrale plek. Zo worden bijvoorbeeld transacties door het lokale kantoor van de Deutsche Bank in Amsterdam bij de omzetten van Nederland geteld en niet bij die van Duitsland. Voorts waren alle transacties van belang die in april 2001, de maand van de enquête, werden afgesloten. De rapporteurs meldden omzetten voor traditionele markten (contante handel, valutaforwards en -swaps) en onderling verhandelde derivaten (valuta- en rentederivaten).

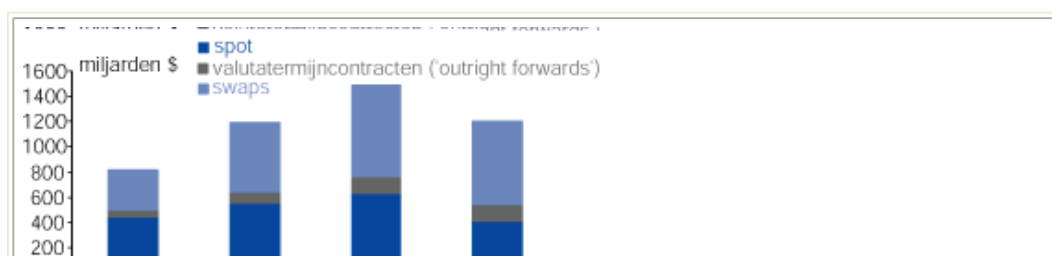
Net als in de vorige onderzoeken hebben rapporteurs aangegeven met welk soort tegenpartijen is gehandeld: andere rapporteurs (dealers), overige financiële instellingen (zoals pensioenfondsen,

verzekeraars en beleggingsinstellingen) en niet-financiële eindgebruikers (ondernemingen en

overheid). Een nieuw element in de enquête is de toevoeging van de handel in 21 munten van vooral opkomende markteconomieën (onder meer Brazilië, China, Filipijnen Hongarije, Hongkong, Indonesië, Mexico, Rusland, Taiwan, Thailand, Tsjechië).

### Uitkomsten

De mondiale omzetten op traditionele valutamarkten blijken aanzienlijk gedaald. De gemiddelde dagelijkse omzet in april 2001 bedroeg 1200 miljard Amerikaanse dollar. Dit is een daling van negentien procent ten opzichte van de dagomzet in april 1998 van 1490 miljard dollar. Een daling van veertien procent resulteert wanneer wordt gemeten met constante wisselkoersen. Dat betekent dat andere factoren dan wisselkoersmutaties verantwoordelijk zijn voor de daling van de handelsvolumina (zie onder). Uit [figuur 1](#) blijkt dat de gedaalde omzetten in scherp contrast staan met de uitkomsten uit onderzoeken van eerdere jaren. De aanhoudende stijging wordt in de enquête van 2001 onderbroken.





Figuur 1. Valutamarktomzet op wereldschaal, daggemiddelden in miljarden Amerikaanse dollars, april 2001

### Marktsegmenten

De daling was het meest uitgesproken op de contante markt. Hier daalde de dagomzet van 568 miljard tot 387 miljard dollar (ofwel met 32 procent). De omzetten bij valutaswaps vielen in mindere mate terug tot 656 miljard dollar (een daling van elf procent). Outright forwards (valutatermijntransacties) daarentegen stabiliseerden zich. Een en ander betekent dat het aandeel van valutaswaps in de totale omzet verder toenam, tot 55 procent vorig jaar, en dat van de contante handel daalde (tot 34 procent). Deze ontwikkeling doet zich al langer voor. Voorts daalde ook de omzet in minder belangrijke onderling verhandelbare producten als valutaopties tot 67 miljard dollar.

### Typen tegenpartijen

De omzetcijfers over april 2001 geven een indicatie van het belang van verschillende marktpartijen. Vooral de handel tussen de dealers (banken, effectenhuizen) liep sterk terug, tot 689 miljard dollar per dag. Voor een deel kan dit worden toegeschreven aan de inmiddels grote rol van elektronische intermediairs op de contante markt. Ook de transacties tussen de banken en niet-financiële partijen namen af, van 242 miljard tot 156 miljard dollar. Deze ontwikkeling hangt nauw samen met de trend naar concentratie in het bedrijfsleven. De handel met overige financiële instellingen steeg opvallend. Dit spoot met de toegenomen valutamarktactiviteiten van vooral institutionele beleggers.

### Hoe doet de euro het?

De Amerikaanse dollar blijft de meest dominante munt. Zo is deze valuta bij ruim negentig procent van de omzet betrokken. In 1998 was dat 87 procent (zie [tabel 1](#)). De nieuwe Europese munt vertegenwoordigde in 2001 bijna 38 procent van de totale omzet. Dit is meer dan het aandeel van de Duitse mark in 1998, maar aanzienlijk minder dan alle voorlopers van de euro tezamen (53 procent). Duidelijk is dat de overgang naar de emu de handel tussen de voormalige Europese munten heeft geëlimineerd.

**Tabel 1. Valutamarktomzet naar nationale munten, in procenten van het totaal. Aangezien bij elke valutatransactie twee valuta's zijn betrokken, telt het totaal op tot tweehonderd procent**

	1995	1998	2001
Amerikaanse dollar	83,3	87,3	90,4
Euro	-	-	37,6
Duitse mark	36,1	30,1	-
Franse frank	7,9	5,1	-
overig ems	15,7	17,3	-
Japanse yen	24,1	20,2	22,7
Britse pond	9,4	11,0	13,2
Zwitserse frank	7,3	7,1	6,1
Canadese dollar	3,4	3,6	4,5
opkomende markten	0,4	3,0	5,2
overig	12,4	15,3	20,3
totaal	200	200	200

Euro en dollar vormen met dertig procent het meest verhandelde valutapaar (zie [tabel 2](#)). Ook hier is dit aandeel groter dan de dollar en de Duitse mark voorheen, maar kleiner dan de som van de transacties tussen de dollar en alle eurovoorlopers (37 procent). De dollar en de yen zijn het op een na populairste valutapaar. Daarentegen blijft de handel tussen de euro en niet-dollar valuta's bescheiden. Kennelijk blijft de Amerikaanse dollar de spil waar de markt om draait. Wel is in enkele delen van Oost-Europa (Tsjechië, Hongarije) de rol van de euro groot.

**Tabel 2. handel in valutaparen, percentages van totaal**

	1995	1998	2001
Amerikaanse dollar			
dollar/euro		-	30
dollar/Duitse mark	22	20	-
dollar/Franse frank	4	4	-
dollar/overig ems	11	13	-
dollar/yen	21	18	20
dollar/Britse pond	7	8	11
dollar/overig	18	24	29
euro			
euro/yen	-	-	3
euro/Britse pond	-	-	2
euro/Zwitserse frank	-	-	1
euro/overig	-	-	2
Duitse mark			
mark/yen	2	2	-
mark/Britse pond	2	2	-
mark/Franse frank	3	1	-

mark/overig	7	6	
overig/overig	3	2	2
totaal	100	100	100

## Structurele factoren

Aan de terugval in de valutamarktomzet liggen verschillende structurele ontwikkelingen ten grondslag<sup>2</sup>.

### *De invoering van de euro*

Circa eenderde van de negentien procent omzetzijding wordt verklaard door de introductie van de euro. Toch is het voorbarig om te concluderen dat de euro minder gebruikt wordt dan zijn voorgangers bij elkaar. Immers, de gemeenschappelijke munt heeft het wisselen van nationale valuta's door ondernemingen en toeristen binnen de eurozone overbodig gemaakt. Voorts is de commerciële handel tussen de nationale voorlopers van de euro komen te vervallen, alsmede monetaire operaties in het kader van het Europese wisselkoersarrangement<sup>3</sup>.

Een ontwikkeling die tegelijkertijd wordt waargenomen is de toenemende polarisatie op de valutamarkten, waarbij de handel meer en meer draait om drie toonaangevende munten, namelijk dollar, euro en yen. Tenminste een van deze drie munten is bij 98 procent van de totale valutaomzet betrokken. In vergelijking met de enquête van 1998 is dit cijfer nauwelijks veranderd (indien voor de Duitse mark de euro wordt gelezen). Een belangrijk verschil is evenwel het toegenomen aandeel van drie valutaparen in de omzet. De paren euro/dollar, dollar/yen en euro/yen nemen gezamenlijk circa 53 procent van de omzet in de valutahandel voor hun rekening. In 1998 was dit aandeel nog veertig procent. Met het oog op de mogelijke toetreding van Engeland, Denemarken en Zweden en aspirant-toetreders uit het voormalig Oostblok tot de emu, zal deze ontwikkeling zich in de komende jaren vermoedelijk verder versterken.

Door verdergaande polarisatie kan de internationale rol van de euro groeien. Vooralsnog heeft de euro, als tweede munt naast de Amerikaanse dollar, terrein gewonnen als financieringsvaluta. Sinds de introductie van de Europese munt is de emissie van waardepapier luidende in euro door niet-ingezetenen fors toegenomen in vergelijking met het aandeel dat de voorgangers van de Europese munt hadden<sup>4</sup>. In de rol van investerings- en officiële reservevaluta heeft de euro nog geen duidelijk opwaartse tendens laten zien. Hier zou de internationale rol van de euro verder kunnen worden

versterkt. Zo hebben enkele monetaire autoriteiten buiten het eurogebied aangegeven hun reservepositie in euro's uit te willen breiden.

### *Elektronische handel*

Momenteel wordt circa zeventig procent van de totale omzet in de toonaangevende valuta verhandeld via een elektronisch medium. Dit percentage is volgens marktpartijen voor de interbancaire markt zelfs 85 à 90 procent. De introductie van de elektronische valutamarkt heeft zorg gedragen voor een hogere transparantie- en efficiëntiegraad in de valutahandel. Voorheen dienden marktparticipanten via een zogenaamd 'prijsontdeckingsproces' de beste prijs te achterhalen, dikwijls door verschillende handelaren te bellen of door het afsluiten van meerdere transacties. Tegenwoordig bestaat een beperkt aantal elektronische centrale markten, waar vraag en aanbod samenkomen en in één oogopslag kan worden gezien wat de beste prijs is. Voor eindgebruikers worden door banken verschillende elektronische handelssystemen aangeboden via het internet. Hoewel deze internetsystemen in vergelijking met de interbancaire systemen nog geen grote omzet kennen, lijkt ook deze vorm van elektronisch handelen snel een groter marktaandeel te verwerven. De valutastromen van eindgebruikers worden direct naar de elektronische centrale markt gekanaliseerd.

De opkomst van de elektronische handel in de valutamarkt is ten koste gegaan van bilaterale (telefonische) transacties en de handel via intermediairs. Marktparticipanten houden wel de relaties onderling en met intermediairs in stand om hierop terug te kunnen vallen in tijden van onrust op de financiële markten. Uit een onderzoek van de Zweedse centrale bank (vorig jaar) blijkt dat op dergelijke momenten niet meer 85 tot 90, maar circa 70 procent van de interbancaire transacties elektronisch wordt afgesloten.

### *Consolidatie in de bancaire sector*

Het aandeel van de interbancaire handel in de totale valutamarktomzet is in 2001 vis-à-vis 1998 met vijf procentpunt teruggevallen naar 59 procent. Ten eerste komt dit doordat het aantal op de mondiale valutamarkt actieve banken is afgenomen door fusies en overnames. In de landen die sinds 1995 deelnamen aan de enquêtes van de Bank voor Internationale Betalingen daalde het aantal rapporterende banken van 2417 in dat jaar naar 1945 banken in 2001. Een vergelijkbare ontwikkeling is zichtbaar in de lokale valutamarkten. Werd in 1998 75 procent van de lokale omzet in de vs nog verhandeld door twintig banken, in 2001 was deze markt verder geconcentreerd bij dertien banken. Voor het Verenigd Koninkrijk is het aantal banken dat 75 procent van de lokale omzet vertegenwoordigt afgenomen van 24 naar 17.

Ten tweede heeft ook een interne ontwikkeling plaatsgevonden bij banken. Voorheen waren alle lokale bijkantoren van banken in grote mate vrij om zelfstandig valutamarkttransacties uit te voeren. Tegenwoordig wordt deze stroom in grote mate centraal beheerd en uitgevoerd. Veel banken leiden de activiteiten van de lokale kantoren via het eigen elektronische handelssysteem naar het hoofdkantoor of, bij mondiale spelers, naar het centrale kasbeheer van de bank in de verschillende tijdzones. Mede door deze interne vereeningsoperaties van banken is de valutamarktomzet verder teruggelopen.

### *Ondernemingen en fondsen*

Tenslotte is ook een consolidatietrend waarneembaar in de sector voor multinationale (niet-financiële) ondernemingen. Het aandeel van de ondernemingen (inclusief overheid) in het totaal van de marktomzet daalde in 2001 ten opzichte van 1998 van zeventien naar dertien procent. Evenals bij het internationale bankwezen wordt dit mede ingegeven door de verdere centralisatie van valuta-stromen binnen

ondernemingen via interne vereveningsystemen. De behoefte aan valutamarktactiviteiten is daardoor afgenomen. De kapitaalstromen in verband met grensoverschrijdende fusies en overnames die in de jaren 1999 en 2000 sterk stegen, maskeerden in deze jaren de daling van de valutamarktactiviteiten van ondernemingen nog in enige mate. In 1999 steeg de totale omvang van deze kapitaalstromen van 710 miljard dollar in 1998 naar 1348 miljard dollar - een toename van negentig procent<sup>5</sup>. In 2000 bleef dit niveau gehandhaafd, terwijl in 2001 de omvang van de stromen daalde.

Opvallend is de toegenomen activiteit van financiële fondsen (onder andere pensioenfondsen) in de valutamarkten. Deze ontwikkeling kan in belangrijke mate worden toegeschreven aan het versoepelen van wettelijke eisen aan het fondsbeheer van institutionele beleggers. Deze wetswijzigingen hebben in diverse landen tot een grotere internationale diversificatie geleid van de beleggingen van pensioenfondsen.

## **Besluit**

De drang naar een grotere efficiëntie in de valutamarkt zal volgens verwachting leiden tot een verder toenemende concentratie in het bankwezen en een verdergaande integratie van de elektronische valutahandel. Ook de polarisatie van de valutamarkt rond drie munten zal ongetwijfeld een belangrijk thema vormen in de komende jaren. Welk effect deze ontwikkelingen zullen sorteren op de valutaomzetten en de internationale rol van de euro, zal moeten blijken uit een volgende bis-enquête.

---

1 Bank for International Settlements, Triennial central bank survey, Foreign exchange and derivatives market activity in 2001, Bazel, 2002.

2 De bevindingen in dit artikel omtrent de structurele ontwikkelingen zijn deels gebaseerd op gesprekken met banken, ondernemingen en fondsen in de eurozone, het Verenigd Koninkrijk en Zweden.

3 Met uitzondering van Denemarken dat als enige niet-eurogebruikende land deelneemt aan het huidige wisselkoersarrangement ERM-II.

4 Europese Centrale Bank, Jaarverslag 2001, Frankfurt am Main, blz 113-114.

5 M.A. Schrijvers, M&A flows and the FX market: practical experiences, Banco Nazionale del Lavoro Quarterly Review, maart 2002.