

Alendal, Leif Andreas

Research Report

Risikopremien på norske kroner

Staff Memo, No. 3/2010

Provided in Cooperation with:

Norges Bank, Oslo

Suggested Citation: Alendal, Leif Andreas (2010) : Risikopremien på norske kroner, Staff Memo, No. 3/2010, ISBN 978-82-7553-543-4, Norges Bank, Oslo, <https://hdl.handle.net/11250/2507792>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/210206>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.no>

Nr. 3 | 2010

Staff Memo

Risikopremien på norske kroner

Leif Andreas Alendal, Norges Bank Pengepolitikk, Markedsoperasjons- og analyseavdelingen

Staff Memos present reports and documentation written by staff members and affiliates of Norges Bank, the central bank of Norway. Views and conclusions expressed in Staff Memos should not be taken to represent the views of Norges Bank.

© 2010 Norges Bank

The text may be quoted or referred to, provided that due acknowledgement is given to source.

Staff Memo inneholder utredninger og dokumentasjon skrevet av Norges Banks ansatte og andre forfattere tilknyttet Norges Bank. Synspunkter og konklusjoner i arbeidene er ikke nødvendigvis representative for Norges Banks.

© 2010 Norges Bank

Det kan siteres fra eller henvises til dette arbeid, gitt at forfatter og Norges Bank oppgis som kilde.

ISSN 1504-2596 (online only)

ISBN 978-82-7553-543-4 (online only)

Risikopremien på norske kroner

Av Leif Andreas Alendal. Norges Bank Pengepolitikk, Markedsoperasjons- og analyseavdelingen.*

15. mars 2010

I analysen av valutakursen kan størrelsen på risikopremien gi nyttig informasjon. Risikopremien på kroner uttrykker forventet meravkastning ved å plassere i kroner fremfor andre valutaer. Valutakursen drives av rentedifferansen og risikopremien. Endringer i kronekursen som ikke skyldes endringer i rentedifferansen, skyldes endringer i risikopremien. Når en har et anslag på risikopremien, kan en lettere vurdere hva som har drevet denne, noe som igjen kan være til hjelp når en skal vurdere den fremtidige utviklingen i valutakursen. I dette notatet ser vi på risikopremien på norske kroner over de siste ti årene ved hjelp av valutakursanslag fra Consensus Forecasts. Risikopremien har variert over perioden, men den har vært for det meste positiv. Den har vært relativt høy siden finansuroen begynte i 2007.

De empiriske resultatene tyder på at risikopremien på kroner er relatert til utviklingen i oljeprisen og global usikkerhet i finansmarkedene. Særlig i tider med finansiell uro kan det se ut til at global finansiell usikkerhet er av betydning.

Investorer som skal investere i finansielle markeder, veier forventet avkastning av å plassere i ulike verdipapirer opp mot den risikoen som er forbundet med de forskjellige alternativene. Investorer vil kreve høyere forventet avkastning for å investere i verdipapirer med høyere risiko.

Slik er det også i valutamarkedet. Investorer vil vurdere forventet avkastning av å plassere i ulike valutaer og kan kreve høyere forventet avkastning i noen valutaer enn i andre. Hvis en valuta av en eller annen grunn er mindre attraktiv, vil investorene kreve høyere forventet avkastning – en risikopremie – for å investere i valutaen. Høyere forventet avkastning kompenserer da for den ekstra risikoen investorene føler seg utsatt for når de investerer i den aktuelle valutaen. Risikopremien kan være negativ. Det betyr i så fall at investorene er villige til – eller ønsker – å plassere i en valuta på tross av at forventet avkastning er lavere enn ved å plassere i andre valutaer. Såkalte «trygg havn»-valutaer er eksempler på valutaer som kan ha negativ risikopremie. I tider med uro i finansmarkedene kan investorer ønske å investere i verdipapirer de oppfatter som sikre, selv om dette gir en lavere forventet avkastning enn andre verdipapirer.

Risikopremien på norske kroner gir et uttrykk for forventet meravkastning av å plassere i norske kroner i forhold til andre valutaer. Vi kan anslå risikopremien ved hjelp av rentedifferansen til utlandet, dagens spotkurs på kroner og forventet fremtidig kronekurs. Forventet valutakurs kan ikke observeres direkte i markedet. Vi skal her bruke forventede kurser fra Consensus Forecasts. Anslagene gis månedlig

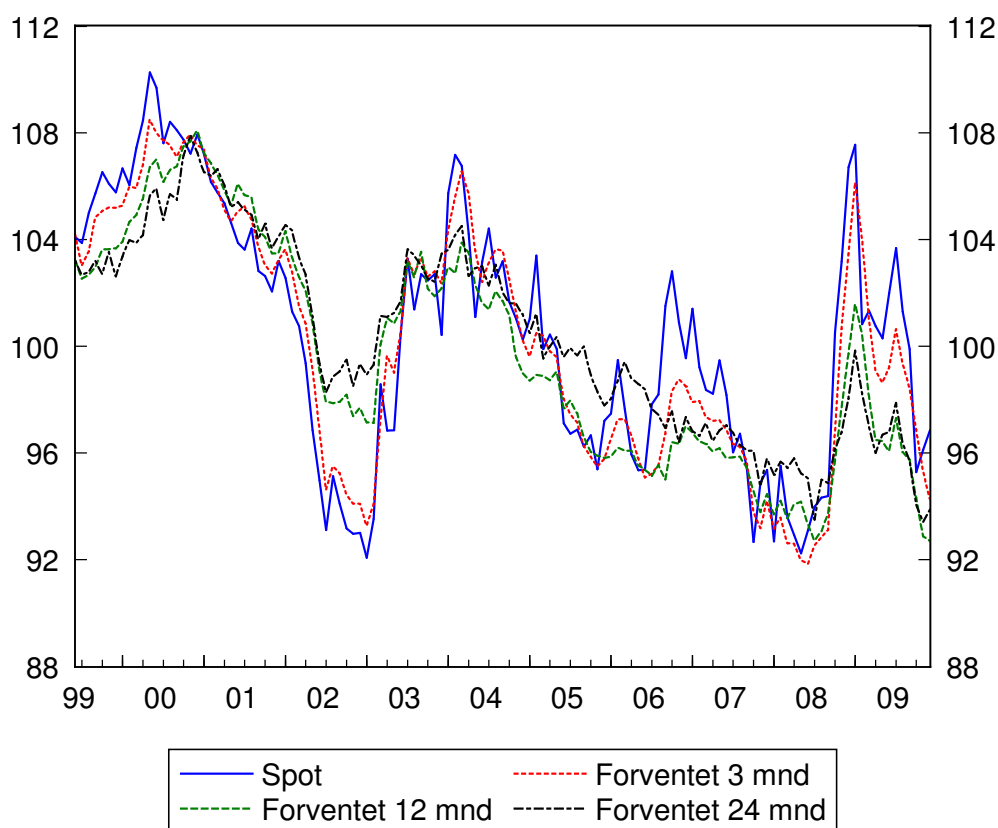
*Synspunktene i dette notatet representerer forfatterens syn og kan ikke nødvendigvis tillegges Norges Bank.

og inneholder forventet kurs på 3, 12 og 24 måneders horisont.¹

I neste avsnitt ser vi først på forventningene gitt av Consensus og sammenlikner dem med spotkursen. Deretter beregner vi risikopremien på norske kroner som en vektet premie mot andre valutaer. Gjennom finansuroen som startet på sensommeren 2007, og som eskalerte høsten 2008, svekket kronen seg. Et argument som fremheves for å forklare svekkelsen, er dårlig likviditet i markedet for norske kroner. Vi skal se at dette har gått sammen med en økning i risikopremien på norske kroner. Deretter sammenlikner vi vårt anslag på risikopremien med variable som kan tenkes å forklare denne. Særlig oljeprisen og indikatorer for internasjonal finansiell uro viser seg i perioder å kunne forklare risikopremien.

Figur 1: Spotkurs og forventninger på 3, 12 og 24 måneders horisont.* KKI. Juni 1999–desember 2009.

*Stigende kurver=svakere krone



¹Consensus Economics innhenter anslag på forskjellige makrovariable, deriblant valutakurser, fra over 240 analytikere, se www.consensuseconomics.com. Disse analytikerne er ikke markedsaktører, og det oppstår derfor et spørsmål om hvorvidt disse analytikernes forventninger er representative for forventningene som eksisterer blant dem som opererer i markedene. Vi vil her anta at Consensus-forventningene er representative for markedsaktørenes forventninger.

Forventninger om fremtidig kronekurs

Vi har beregnet risikopremien på norske kroner som en vektet premie mot euro, svenske kroner, britiske pund, amerikanske dollar og japanske yen. Disse utgjør omtrent 85 prosent av konkurransekursindeksen (KKI), som er en indeks som uttrykker den effektive verdien på norske kroner målt mot et bredt sett av andre valutaer. Figur 1 viser den beregnede indeksen på kroner, samt forventet kronekurs 3, 12 og 24 måneder fram i tid. En økning i figuren indikerer en svekkelse av kronen.

På tre måneders horisont er det lite avvik mellom forventet kurs og spotkursen. Ett unntak er i 2006, da kronen svekket seg kraftig, mens forventningene var at kronen ville styrke seg igjen raskt. Det generelt lave avviket mellom dagens kurs og forventet kurs om tre måneder gjenspeiler at dagens kurs ofte vil være en bedre gjetning på fremtidig kurs, jo kortere en ser inn i fremtiden. Det er større avvik mellom dagens kurs og forventet kurs 12 og 24 måneder fram i tid. På lengre horisont er det en tendens til at kronen forventes å svekkes når den er sterk, og at den forventes å styrkes når den er svak. På lengre horisont reflekterer forventet kronekurs i større grad forventninger om fundamentale størrelser i økonomien og i mindre grad dagens spotkurs. Mens fundamentale forhold trolig fluktuerer lite, kan spotkursen på valuta av ulike markedsmessige forhold bevege seg mye over korte perioder. Fra 2003 ser det ut som at prognosemakerne i Consensus forventet en stadig sterkere krone, selv om kursen og kursforventningene svekket seg gjennom finanskrisen.

Utviklingen i risikopremien på norske kroner fra 1999

Risikopremien på kroner – forventet meravkastning av å plassere i kroner i forhold til utenlandsk valuta – er gitt ved ligningen $rp = (i_{NOK} - i^*) - (e^e - e)$, der i_{NOK} og i^* er renten i Norge og utlandet, og e^e og e er henholdsvis forventet og faktisk valutakurs (se egen utdyping om risikopremien). Det er kombinasjonen av rentedifferansen og forventet endring i valutakursen som bestemmer forventet meravkastning (risikopremien) på kroner.

- Hvis rentedifferansen er positiv samtidig som kronen forventes å styrke seg, trekker både rentedifferansen og kronekursen i retning av forventet meravkastning av å holde kroner.
- Hvis rentedifferansen er negativ samtidig som kronen forventes å svekke seg, trekker begge i retning av forventet mindreavkastning av å holde kroner.
- Hvis rentedifferansen er positiv samtidig som kursen forventes å svekke seg, trekker rentedifferansen i retning av forventet meravkastning av å holde kroner, mens kronekursen trekker i retning av forventet mindreavkastning. Den relative forskjellen bestemmer da om risikopremien er positiv eller negativ.
- Hvis rentedifferansen er negativ samtidig som kursen forventes å styrke seg, trekker rentedifferansen i retning av forventet mindreavkastning av å holde kroner, mens kursen trekker i retning av forventet meravkastning. Igjen avgjør den relative forskjellen fortegnet på risikopremien.

Udekket renteparitet og risikopremien

Ifølge udekket renteparitet (UIP) er forventet avkastning lik i forskjellige valutaer. Avkastningen av å plassere i norske kroner er gitt ved $(1+i_{NOK})$, der i_{NOK} er renten på norske kroner. For å kunne investere i utenlandsk valuta må det først veksles om fra kroner til valuta (til valutakursen E kroner per enhet valuta). Avkastningen i utenlandsk valuta blir da $(1+i^*)/E$, der i^* er renten på utenlandsk valuta. I fremtiden veksles dette beløpet tilbake til norske kroner. Fremtidig valutakurs er usikker, men det antas at investoren har en forventning om den fremtidige kursen, E^e . Den forventede kroneavkastningen på plasseringen i utenlandsk valuta er da gitt ved $E^e(1+i^*)/E$. Udekket renteparitet innebærer at $(1+i_{NOK}) = E^e(1+i^*)/E$. Det er vanlig å skrive betingelsen på såkalt logaritmisk form, det vil si at

$$i_{NOK} \approx i^* + e^e - e, \quad (1)$$

der $e^e = \ln(E^e)$, $e = \ln(E)$ og $\ln(1+i) \approx i$.

Ifølge UIP må altså renten på norske kroner være lik renten på utenlandsk valuta pluss forventet depresiering av kronen.

UIP viser seg å holde mer på lang sikt enn på kort sikt. Én grunn til at UIP ikke nødvendigvis holder er at det kan eksistere en risikopremie på valuta. Ved å utvide UIP med en risikopremie, rp , og løse for denne, har vi

$$rp = (i_{NOK} - i^*) - (e^e - e). \quad (2)$$

Risikopremien er dermed den forventede meravkastningen av å holde norske kroner.

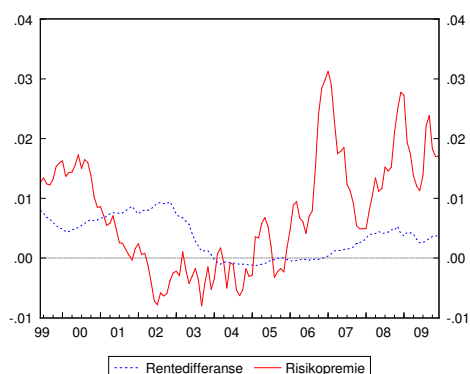
Figur 2 viser rentedifferansen (deannualisert) og risikopremien på 3, 12 og 24 måneders horisont fra 1999. Norge hadde vesentlig høyere rente enn handelspartnere i begynnelsen av perioden. Fra utgangen av 2003 til slutten av 2006 var renteforskjellen liten, mens Norge igjen har hatt noe høyere rente enn handelspartnere de siste par årene.

- I begynnelsen av perioden (1999–2000) var risikopremien positiv for alle tre horisontene. Rentedifferansen var positiv samtidig som kronen forventet å styrke seg, slik at både rentedifferansen og kronekursen trakk i retning av høyere forventet meravkastning (positiv risikopremie) på kroner.
- I 2001–2004 var bildet av risikopremien noe blandet avhengig av hvilken horisont vi ser på. På toårs sikt var risikopremien positiv gjennom hele perioden, noe som skyldtes at en positiv rentedifferanse mer enn oppveide at kursen var forventet å skulle svekke seg. På tremåneders og ettårs sikt var risikopremien positiv fram til begynnelsen av 2002, deretter var den en periode negativ.
- I 2005–2006 var risikopremien på toårs sikt negativ, på tross av en positiv rentedifferanse. Det betyr at kronen på toårs sikt var ventet å svekke

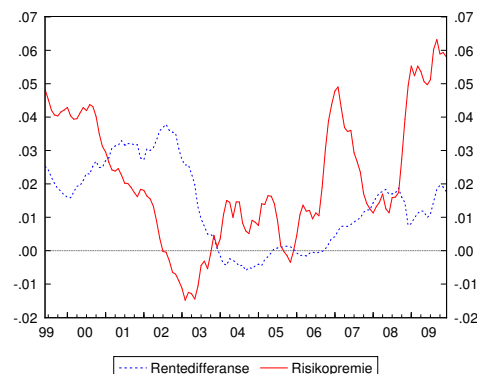
Figur 2: Vektet risikopremie* på norske kroner og deannualisert rentedifferanse†. Juni 1999–desember 2009. Prosent.

*Risikopremien er seks måneders glidende gjennomsnitt.

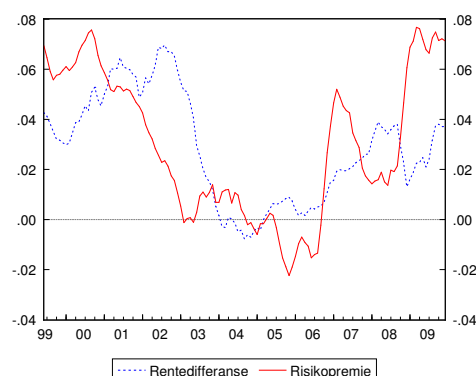
†Deannualisert rentedifferanse er forskjellen i faktiske renter av å holde norske kroner framfor utenlandsk valuta over den aktuelle horisonten.



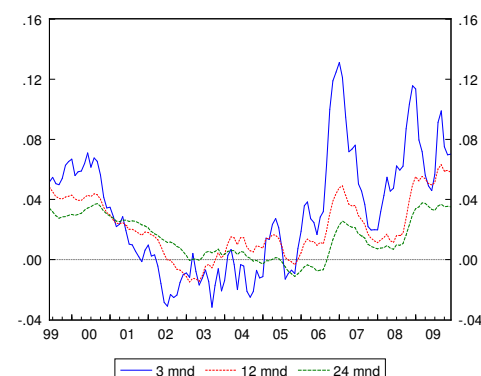
(a) 3 måneder



(b) 1 år



(c) 2 år



(d) Premie på alle horisonter, annualisert

seg mer enn rentedifferansen i denne perioden. På tremåneders og ettårs sikt var risikopremien derimot positiv over det meste av denne perioden, og høyere enn rentedifferansen. På tremåneders og ettårs sikt var kronen derfor forventet å styrke seg.

- Risikopremien økte kraftig utover i 2006 for alle horisonter. Etter et påfølgende stort fall gjennom 2007 økte risikopremien på norske kroner igjen i takt med finanskrisen. Risikopremien på norske kroner har vært høy siden krisen slo ut og fram til utgangen av 2009, for alle horisonter.

Figur 2(d) viser den annualiserte risikopremien på alle horisontene, 3, 12 og 24 måneder. Premien på de lange horisontene ligger nærmere null enn premien på kort horisont. Det kan indikere at udekket renteparitet holder bedre på lang enn på kort sikt. Dette stemmer i så fall overens med funnene til for eksempel Chinn og Meredith (2005).

Hva kan forklare risikopremien?

Siden 1999 har det i perioder vært en forholdsvis høy risikopremie på norske kroner. Særlig i perioden 2006–2007 og fra siste halvår 2008 og fram til i dag økte forventet meravkastning av å holde norske kroner raskt og mye. I begge periodene svekket spotkursen på kroner seg først raskt. Svekkelsen var imidlertid forventet å være kortvarig, slik at kronen, etter den initiale svekkelsen, var forventet å styrke seg. I tillegg til forventninger om sterkere krone, var norske renter høyere enn rentene hos handelspartnerne. Begge dro i retning av høyere risikopremie på norske kroner.

Risikopremien kan trolig forklares av investorers ønske (eller fravær av ønske) om å investere i norske kroner. I figur 3 ser vi risikopremien på 2 års horisont, sammen med oljeprisen² og den globale risikoindeksen, GRI (som forklares nærmere under).

Det er vanlig å anta at høyere oljepris vil styrke kronen.

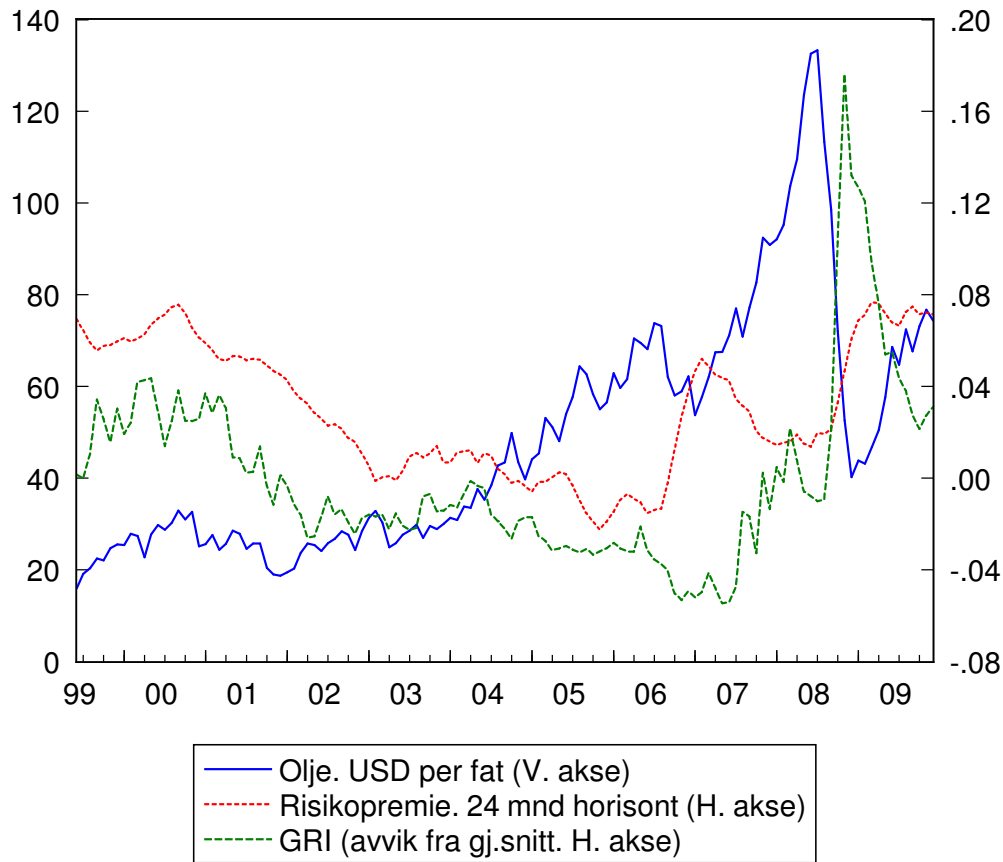
- Høyere oljepris gir bedret bytteforhold overfor utlandet, noe som ifølge økonomisk teori tilsier høyere produksjon av varer og tjenester som er skjermet fra utenlandsk konkurranse, og mindre produksjon av varer og tjenester som alternativt kan importeres. En overflytting av ressurser fra konkurranseutsatt til skjermet produksjon krever en realappresiering. Når prisene på varer og tjenester er stabile på kort sikt, vil en først og fremst observere endringer i den nominelle kursen. I Norge regulerer handlingsregelen for finanspolitikken årlig bruk av petroleumsformuen, og regelen bidrar til å dempe appresieringspresset på kronen. Likevel kan høyere oljepris føre til sterkere krone fordi høyere oljepris gir økt petroleumsformue og øker dermed det beløpet som årlig kan tas inn over statsbudsjettet og brukes til å etterspørre skjermede varer og tjenester i Fastlands-Norge.
- Høyere oljepris kan føre til økt etterspørsel etter oljerelaterte aksjer på Oslo børs og dermed til høyere etterspørsel etter kroner.
- Høyere oljepris kan gi høyere aktivitet i norsk økonomi og forventninger om en høyere rentedifferanse mot utlandet og dermed forventninger om en sterkere krone.
- Rene psykologiske effekter kan gjøre seg gjeldende; det kan for noen investorer føles «trygt» å investere i norske kroner når oljeprisen er høy.

Det er derfor rimelig å anta at økende oljepris vil styrke kronen og føre til en reduksjon i risikopremien på norske kroner (i uttrykket for risikopremien i ligningen over faller e , mens forventet fremtidig kurs forblir uendret, eller eventuelt faller mindre, alt etter hvor langvarig økningen i oljeprisen antas å være). Tolkningen er at bedre utsikter for norsk økonomi fører til at investorene forlanger lavere forventet meravkastning for å investere i norske kroner.

I figur 3 ser vi at oljeprisen viste en stadig mer stigende trend fra 1999 til sommeren 2006, samtidig som risikopremien på to års sikt viste en tilsvarende avtakende trend. Fra juli 2006 til januar 2007 falt oljeprisen, mens risikopremien økte. Fra januar 2007 til juni 2008 økte oljeprisen igjen kraftig, mens risikopremien avtok. I siste halvår 2008 falt oljeprisen igjen, samtidig som risikopremien økte.

²Spotpris, Brent Blend USD per fat.

Figur 3: Risikopremie på 2 års sikt, oljepris og GRI.



Det ser altså ut til at det er en negativ sammenheng mellom oljeprisen og risikopremien på norske kroner, idet høyere oljepris går sammen med lavere risikopremie (og motsatt). I tillegg ser oljeprisen og risikopremien ut til å ha sammenfallende vendepunkter.

Også andre forhold, som holdning til risiko og risikoutsikter generelt, kan påvirke investorenes ønske om å investere i norske kroner. Særlig i urolige tider kan investorer kreve en høyere forventet meravkastning, og dermed en høyere risikopremie, for å investere i små valutaer. Ett mål på valutausikkerhet er den globale risikoindeksen, GRI, som baserer seg på opsjonsprisene (implisitt volatilitet) på amerikanske dollar, euro og japanske yen.³ Dersom norske kroner blir betraktet som en utrygg valuta i usikre tider, vil vi forvente høyere risikopremie når GRI øker. Figur 3 viser at GRI og risikopremien begge faller fram mot 2006, i tråd med hva en skulle forvente. Fra andre halvår 2006 derimot, økte risikopremien mens GRI fortsatte å falle. Og igjennom 2007, da risikopremien falt, begynte GRI å øke. Utviklingen fra andre halvår 2006 til andre halvår 2008 ser dermed ut til å gå imot vår antakelse om at økt GRI skulle falle sammen med økt risikopremie. Men på samme tid var det betydelige utslag i oljeprisen, noe som muligens påvirket risikopremien mer enn usikkerheten i de globale valutakursene. Fra andre halvår

³Se Brousseau og Scacciavillani (1999) for utdypning.

2008 øker derimot GRI i takt med økningen i risikopremien.

Vi har tallfestet sammenhengen mellom risikopremien på norske kroner og oljeprisen og den globale usikkerhetsindikatoren GRI for perioden juni 1999–desember 2010. Vi har også sett på delperiodene juni 1999–juni 2007 og juli 2007–desember 2009, altså periodene før og under finansuroen. Resultatene er litt blandet, se tabell 1.

- Hverken oljeprisen eller GRI har hatt signifikant effekt på risikopremien på den korteste horisonten (3 måneder). Dette gjelder for alle delperiodene.
- Fram til finansuroen startet sommeren 2007, hadde kun oljeprisen signifikant effekt på risikopremien på ett- og toårs horisont.
- Etter at finansuroen startet, har kun GRI hatt signifikant effekt på risikopremien på ett- og toårshorisont. Etter at finansuroen startet har altså internasjonal risiko hatt større betydning enn oljeprisen.

Det ser dermed ut til at forventet meravkastning på kroner (risikopremien) på ett- og toårs horisont er relatert til oljeprisen og til utviklingen i global usikkerhet i finansmarkedene. Resultatene tyder på at i normale perioder er påvirkningen fra oljeprisen sterkest, mens GRI har sterkere effekt enn oljeprisen i tider med finansiell uro.

Oppsummering

Ved å benytte forventede valutakurser fra Consensus Forecasts kan en beregne en risikopremie på norske kroner. Denne har vært positiv det meste av tiden etter sommeren 1999. Dette betyr at det har eksistert en forventet meravkastning av å holde norske kroner. Risikopremien var lav, og til tider negativ, mellom 2002 og 2006. Etter at finanskrisen slo inn i 2007, har risikopremien på norske kroner økt markant. Dette kan tolkes som at norske kroner blir betraktet som mindre sikre enn andre valutaer og at investorer krever en kompensasjon for å ta risikoen ved å sitte på norske kroner. Dette taler imot antakelsen om norske kroner som en trygg havn-valuta.⁴ Trygge havner vil typisk ha en reduksjon i risikopremien i krisetider. Det ser ut til at risikopremien på kroner er relatert til utviklingen i oljeprisen og global usikkerhet i finansmarkedene. Særlig i tider med finansiell uro kan det se ut til at global finansiell usikkerhet er av betydning.

⁴Se også Flatner (2009), som heller ikke finner belegg for at norske kroner har fungert som en trygg havn-valuta under finanskrisen.

Tabell 1: Sammenhengen mellom risikopremien, oljeprisen og GRI. Månedstall. Juni 1999–desember 2009

Horisont	Estimeringsperiode	α	Δ Risiko- premie $_{t-1}$	Δ Oljepris	Δ GRI	R^2
3M	1999M06– 2007M06	0,0006 (0,66)	-0,25 (-3,13)	-0,00021 (-1,37)	-0,0001 (-0,06)	0,09
	2007M07– 2009M12	0,0002 (0,06)	-0,23 (-1,84)	0,00003 (0,16)	0,0009 (1,05)	0,06
	1999M06– 2009M12	0,0005 (0,57)	-0,24 (-3,85)	-0,00015 (-1,18)	0,0004 (0,62)	0,07
12M	1999M06– 2007M06	0,0006 (0,54)	-0,16 (-2,05)	-0,00031 (-2,04)	-0,0004 (-0,32)	0,07
	2007M07– 2009M12	0,0007 (0,26)	-0,23 (-2,18)	-0,00016 (-0,63)	0,0018 (2,10)	0,12
	1999M06– 2009M12	0,0007 (0,73)	-0,19 (-3,54)	-0,00028 (-2,24)	0,0011 (1,44)	0,08
24M	1999M06– 2007M06	0,0005 (0,36)	-0,19 (-1,89)	-0,00037 (-2,33)	-0,0002 (-0,14)	0,10
	2007M07– 2009M12	0,0011 (0,45)	-0,29 (-3,28)	-0,00035 (-1,42)	0,0021 (2,21)	0,21
	1999M06– 2009M12	0,0007 (0,66)	-0,22 (-3,25)	-0,00037 (-2,98)	0,0016 (2,00)	0,13

Likningen Δ Risikopremie $_t = \alpha + \psi \Delta$ Risikopremie $_{t-1} + \beta \Delta$ oljepris + $\gamma \Delta$ GRI er estimert ved hjelp av minste kvadraters metode (OLS), der $\Delta X_t = X_t - X_{t-1}$ for risikopremien og GRI, mens for oljeprisen er det prosentvis endring. Newey-West-justerte t-verdier i parentes. Estimerer i fet skrift er signifikante på 95-prosents nivå.

Appendiks A Utviklingen i risikopremien på andre valutaer

I dette appendikset skal vi se på risikopremien for andre utvalgte valutaer, se figur 4. Figurene viser forventet meravkastning av å holde den valuten som er nevnt sist i grafnavnet, slik at figur 4(a) viser forventet meravkastning av å holde euro framfor å holde amerikanske dollar. Rundt årtusenskiftet var det en relativt høy risikopremie på euro framfor dollar på de to lengste horisontene. Denne forventede meravkastningen på å holde euro avtok gradvis fram til midten av 2008. Da snudde den avtakende trenden brått, og risikopremien økte raskt opp til rundt null, fra rekordlave, negative verdier.

Figur 4(b) viser at risikopremien på britiske pund relativt til amerikanske dollar fulgte omtrent samme mønster som premien på euro over det meste av perioden. Men etter at finanskrisen slo inn, økte risikopremien på de to lengste horisontene for pundet til mye høyere nivåer enn det premiene på euro gjorde. I tillegg var premien på pundet lavere enn premien på euro i starten av perioden. Speilbildet av dette ser vi igjen i figur 4(c), som viser premien på britiske pund mot euro. Der ser vi at det rundt årtusenskiftet var en relativt sterk negativ premie på å holde britiske pund framfor euro. Den forventede mindreakstningen på pundet avtok så mot 2003, og de påfølgende årene fluktuerte risikopremien på pundet mot euro rundt null, helt til finanskrisen inntraff. Da økte risikopremiene på de to lengste horisontene til de høyeste nivåene siden slutten av 1990-tallet.

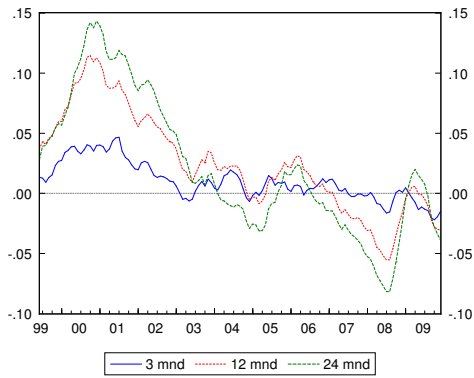
Risikopremien på japanske yen relativt til euro er vist i figur 4(d). Mot slutten av 2000 var det en forventet mindreakstning på opp mot 30 prosent av å holde japanske yen framfor euro i to år. Men denne forventede mindreakstningen avtok jevnt fram til 2004, da risikopremiene på alle tre horisontene lå rundt null. Etter dette var risikopremiene på å holde japanske yen positive, men relativt lave, fram til 2008, da premiene på de to lengste horisontene falt raskt til negative verdier.

Den forventede meravkastningen av å holde japanske yen framfor britiske pund og amerikanske dollar viser omtrent samme utvikling som den forventede meravkastningen av å holde japanske yen framfor euro, se figur 4(e) og 4(f). I begynnelsen av perioden var det en forventet mindreakstning. Denne avtok gradvis fram til 2004/2005 da risikopremien ble positiv. Videre var det en forventet meravkastning fram til 2008, da risikopremiene på de lengste horisontene igjen falt til negative verdier.

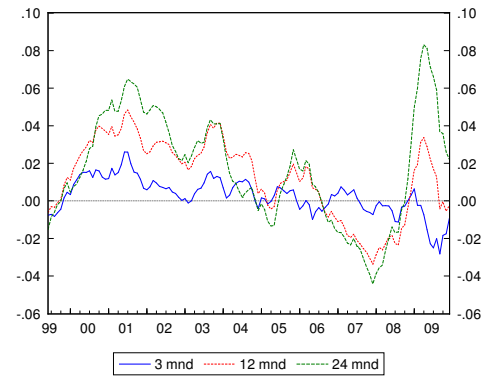
En tolkning av disse risikopremiene kan være at etter at euroen ble innført, ble det i starten krevd en positiv meravkastning på å sitte på euro framfor både amerikanske dollar, britiske pund og japanske yen. Deretter ser det ut til at dette kravet om meravkastning på euro avtok, helt til finanskrisen slo inn. Da ser det ut til at amerikanske dollar og japanske yen ble betraktet som tryggere investeringsobjekter enn både euro og britiske pund, og risikopremiene på dollar og yen falt. Vi ser også at risikopremiene som har eksistert på norske kroner over perioden, har vært relativt små sammenliknet med risikopremiene mellom japanske yen, britiske pund, euro og amerikanske dollar. Økningen i risikopremiene på norske kroner etter 2008 ser ut til å gå sammen med en økning i risikopremiene på euro og britiske pund.

Figur 4: Risikopremien på andre valutaer. Juni 1999–desember 2009. Prosent.

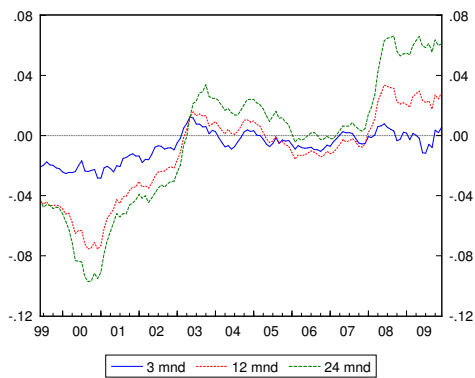
*Risikopremien er seks måneders glidende gjennomsnitt. Grafene viser forventet meravkastning på den valutaen som står nevnt sist. Altså viser figur a) USDEUR forventet meravkastning av å investere i euro framfor i dollar.



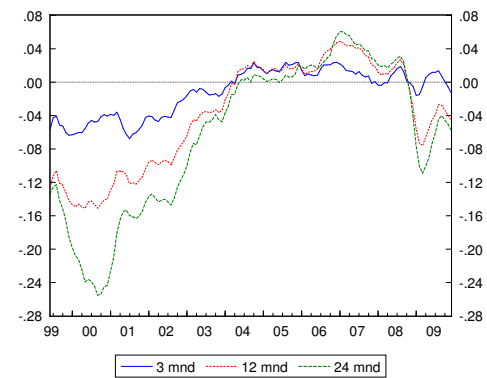
(a) USDEUR



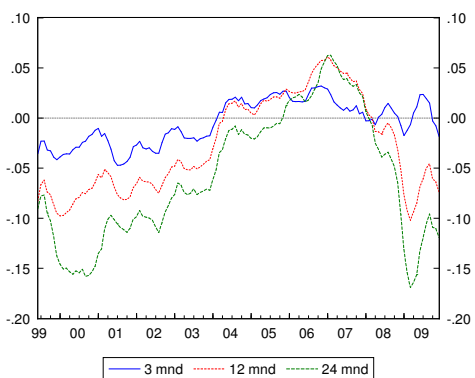
(b) USDGBP



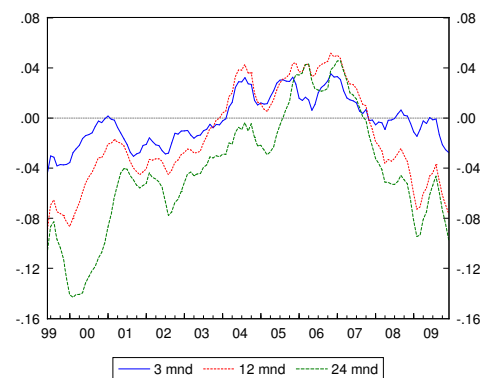
(c) EURGBP



(d) EURJPY



(e) GBPJPY



(f) USDJPY

Referanser

- [1] Brousseau, Vincent and Scacciavillani, Fabio (1999): «A global hazard index for the world foreign exchange markets». European Central Bank, Working Paper, Nr. 1, 1999.
- [2] Chinn, Menzie D. and Meredith, Guy (2005): «Testing Uncovered Interest Parity at Short and Long Horizons during the Post-Bretton Woods Era». NBER Working Paper No. 11077.
- [3] Flatner, Alexander (2009): «Norske kroner ingen trygg havn». Norges Bank, Aktuell kommentar 3/2009.