

Nr. 3 | 2009

# Aktuell kommentar

## Norske kroner ingen trygg havn

av Alexander Flatner, seniorrådgiver i Markedsoperasjons- og analyseavdelingen i Norges Bank\*

# Norske kroner ingen trygg havn

- *Siden finansuroen startet på sensommeren 2007 har det vært en tendens til at japanske yen og sveitsiske franc har fungert som såkalte "trygge havner" gjennom stort sett hele perioden, mens australske dollar, newzealandske dollar, brasilianske real, sør afrikanske rand og tyrkiske lire har utviklet seg motsatt.*
- *Amerikanske dollar ser ut til å ha utviklet seg motsatt av trygg havn-valutaer i perioden fra uroen startet og fram til Lehman Brothers-konkursen i fjor høst, men har vært en trygg havn-valuta etter dette.*
- *Fra finansuroen brøt ut på sensommeren 2007 har den norske kronen verken vært en trygg havn-valuta eller det motsatte. Det samme finner vi for britiske pund, euro, polske zloty, tsjekkiske koruna, svenske kroner, canadiske dollar og ungarske forint.*

Siden utbruddet av finansuroen sommeren 2007 har aktørene i valutamarkedet periodevis omtalt amerikanske dollar, japanske yen og sveitsiske franc som trygg havn-valutaer. Med dette menes valutaer som investorene ønsker å investere i når usikkerheten i de finansielle prisene er særlig stor og når de først og fremst plasserer sine midler med tanke på å unngå tap. En kan si at dette er valutaer som er attraktive når risikoviljen til aktørene i finansmarkedene er lav. Typisk vil disse valutaene styrke seg ved økt markedsuro og nedgang i aksjemarkedet. Motsatt kan det være en tendens til at de svekker seg når uroen avtar og aksjemarkedet stiger.

I følge aktørene i markedet har det vært en tendens til at australske dollar og newzealandske dollar har utviklet seg motsatt av trygg havn-valutaene. Norske kroner har i perioden med finansuro både blitt omtalt som en perifer valuta som aktørene ikke ønsker å være eksponert i når usikkerheten er stor, og som en trygg havn-valuta.

I denne kommentaren ser vi nærmere på hvilke valutaer som synes å ha vært trygg havn-valutaer siden finansuroen startet sommeren 2007. Vi sammenligner effektive valutakurser for USA, Japan, Sveits, Australia, New Zealand, Norge, Storbritannia, Euroområdet, Polen, Tsjekkia, Sverige, Canada, Ungarn, Brasil, Sør Afrika og Tyrkia med

- ulike indikatorer for uro i finansmarkedene
- utviklingen i det amerikanske aksjemarkedet

For alle valutaene indikerer en økning i den effektive kursen en styrking av valutaen.

## Sammenheng mellom kursutvikling og uroindikatorer

Det finnes flere indikatorer for uroen i finansmarkedene. Vi har sett nærmere på:

- a. VIX-indeksen. Denne er et mål på forventet volatilitet i aksjekursindeksen S&P 500. En økning indikerer høyere forventet volatilitet i aksjekursene. Dette antas å gjenspeile økt uro, større usikkerhet og redusert risikovilje blant aktørene. VIX-indeksen brukes av mange "tradere" som et mål på finansuroen. Vår antagelse er at det vil være en tendens til at en trygg havn-valuta styrker seg når VIX-indeksen øker (positiv korrelasjon).
- b. GRI-indeksen. Dette er en global risikoindeks basert på implisitt volatilitet utledet fra prisene på tremåneders valutaopsjoner mellom euro, dollar og japanske yen.<sup>1</sup> En høyere GRI indikerer økt uro. Vår antagelse er at det vil være en tendens til at en trygg havn-valuta styrker seg når GRI øker (positiv korrelasjon).
- c. En risikoholdningsindeks (RHI) som utgjør et gjennomsnitt av ulike indikatorer.<sup>2</sup> Høyere verdi indikerer økt risikovilje blant aktørene og redusert uro. Vår antagelse er at det vil være en tendens til at en trygg havn-valuta svekker seg når RHI øker (negativ korrelasjon).

Figur 1-6 under viser sammenhengen (fireukers korrelasjon) mellom den effektive kursen på de over nevnte valutaene og de tre uroindikatorerne.<sup>3</sup>

1 For en nærmere omtale av GRI, se Tom Bernhardsen og Øistein Røisland: "Hvilke faktorer påvirker kronekursen?" Penger og Kreditt 2000/3, [www.norges-bank.no](http://www.norges-bank.no).

2 Indeksen har samme konstruksjon som UBS sin risikoholdningsindeks. Risikoholdningsindeksen er en sammensatt indikator som søker å kvantifisere risikoviljen i markedet. En høy verdi på indeksen indikerer at aktørenes vilje til å påta seg risiko er høy. Indeksen er satt sammen av sju komponenter; implisitt volatilitet for EURUSD og USDJPY, VIX-indeksen, gullprisen i USD, avkastningen ved å investere i (amerikanske) aksjer fremfor obligasjoner, avkastningen ved å investere i (amerikanske) kreditobligasjoner fremfor statsobligasjoner, avkastningen ved å investere i obligasjoner i fremvoksende økonomier fremfor amerikanske obligasjoner og avkastningsforskjellen mellom å investere i "sikre" fremfor mer risikable aksjer.

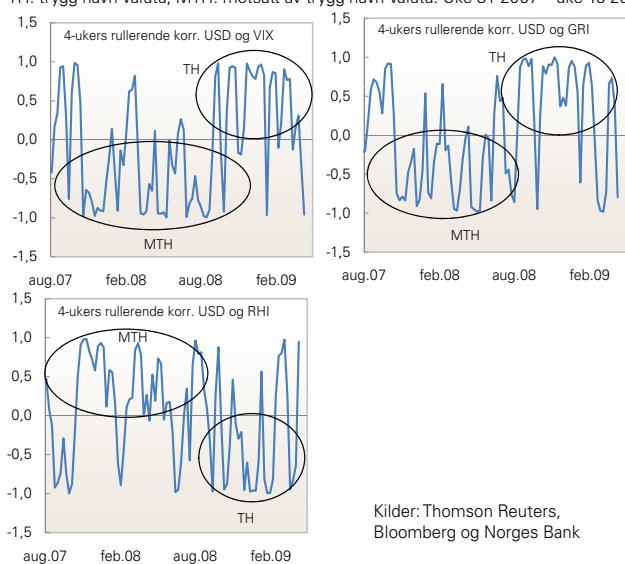
3 Vi har også sett på differansen mellom tremåneders pengemarkedsrente og forventet styringsrente de neste tre månedene i det amerikanske pengemarkedet som et mål på uro. Resultatene ga ingen informasjon om valutaene i dette notatet er trygge havner eller ikke.

Figur 1 indikerer at amerikanske dollar ikke fungerte som en trygg havn-valuta i perioden fra finansuroen brøt ut sommeren 2007 og frem til Lehman Brothers kollapset i september i fjor, men at dette har vært tilfellet etter at finansuroen eskalerte i fjor høst (i figurene indikerer TH ”trygg havn-valuta”, mens MTH indikerer ”motsatt av trygg havn-valuta”). Før Lehman Brothers-konkursen var korrelasjonen mellom dollar og uroindikatorene VIX og GRI negativ, mens korrelasjonen mellom dollar og RHI var positiv. Det vil si at dollaren svekket seg da uroen økte, noe som ikke er forenlig med at dollaren omtales som en trygg havn-valuta. En mulig forklaring kan være at kraftig nedkjøling av boligmarkedet og utsikter til en sva-

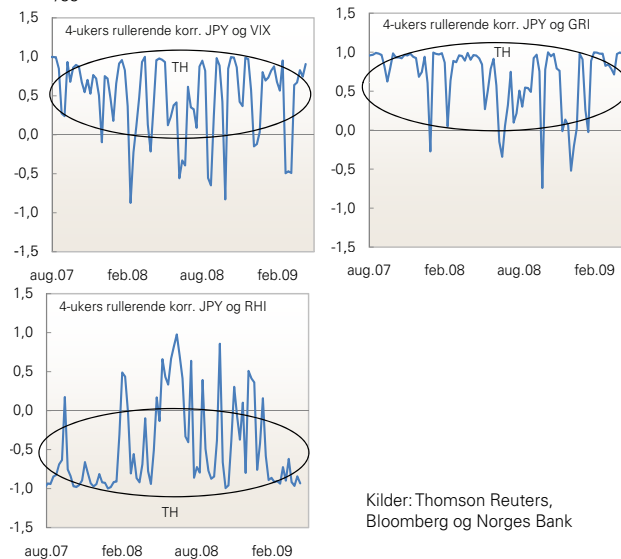
kere økonomisk utvikling bidro til salg av dollar i denne perioden. Etter kollapsen i Lehman Brothers eskalerte imidlertid finanskrisen, og aktørenes holdning til risiko ble betydelig viktigere for utviklingen i valutamarkedet enn fundamentale forhold. Siden da har tendensen vært at økt uro i finansmarkedene har bidratt til kjøp av dollar, det vil si at dollar har vært en trygg havn-valuta.

Korrelasjonene mellom japanske yen og sveitsiske franc og våre utvalgte uroindikatorer indikerer at yen og franc har fungert som trygg havn-valutaer i stort sett hele perioden siden sommeren 2007, se figur 2 og 3.

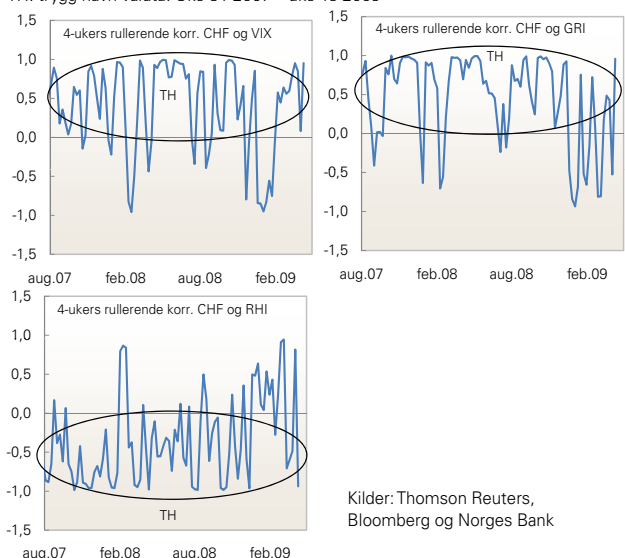
Figur 1. Rullerende fireukers korrelasjon mellom USD og VIX, GRI og RHI. TH: trygg havn-valuta, MTH: motsatt av trygg havn-valuta. Uke 31 2007 – uke 15 2009



Figur 2. Rullerende fireukers korrelasjon mellom JPY og VIX, GRI og RHI. TH: trygg havn-valuta. Uke 31 2007 – uke 15 2009



Figur 3. Rullerende fireukers korrelasjon mellom CHF og VIX, GRI og RHI. TH: trygg havn-valuta. Uke 31 2007 – uke 15 2009

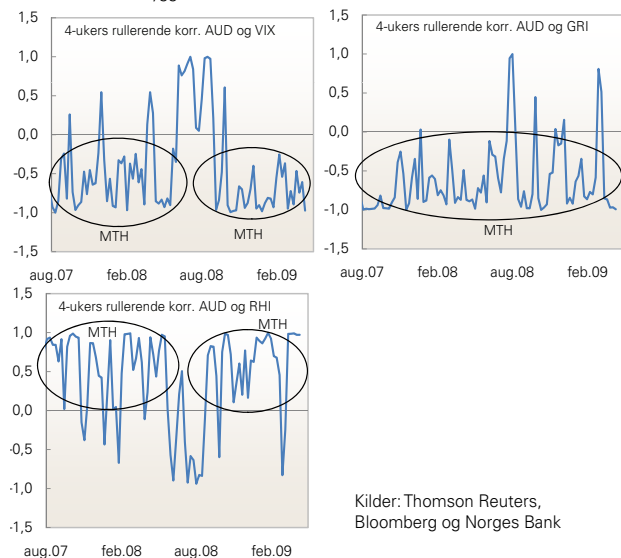


I tråd med aktørenes beskrivelse har det i store deler av perioden med finansuro vært en tendens til at australske dollar og newzealandske dollar har svekket (styrket) seg ved økt (redusert) finansuro, og at de har beveget seg motsatt av trygg havn-valutaene. Figur 4 og 5 indikerer at det stort sett har vært en negativ korrelasjon mellom australske og newzealandske dollar og uroindikatorne VIX og GRI, og en positiv korrelasjon med RHI.

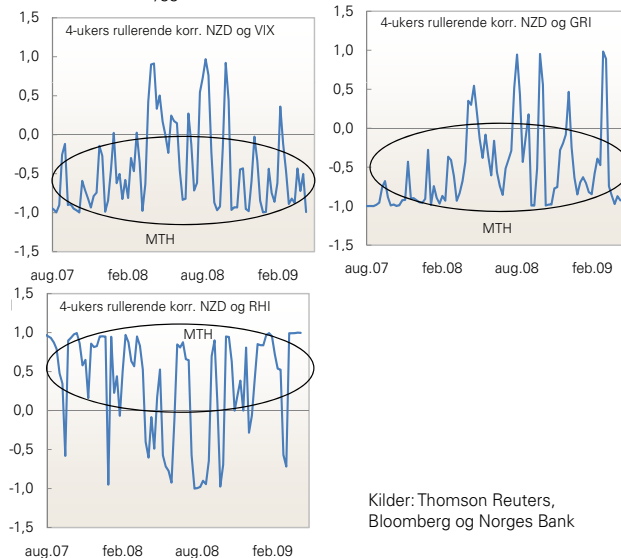
Figur 6 viser sammenhengen mellom våre tre uroindikatorer og kursen på norske kroner. I motsetning til de andre valutaene som er omtalt over, er det ingen klar sammenheng mellom uroindikatorne og kronekursen.

Enkelte aktører i markedet omtalte i fjor høst norske kroner som en perifer og lite likvid valuta som man ikke ønsket å plassere i når usikkerheten er stor. Samtidig har enkelte i inneværende år fremhevet norske kroner som en trygg havn-valuta. Bakgrunnen for dette er Norges solide finansielle stilling og forventninger om at norsk økonomi relativt sett vil klare seg bedre gjennom finanskrisen enn tilfellet er for andre land. Det er imidlertid vanskelig å belegge disse påstandene empirisk. VIX-indeksen og GRI indikerer en tendens til at kronekursen utviklet seg motsatt av trygg havn-valutaene i fjor høst. Indikatorne gir ikke støtte til at norske kroner har vært en trygg havn-valuta i inneværende år. Resultatet for Norge er mindre tyde-

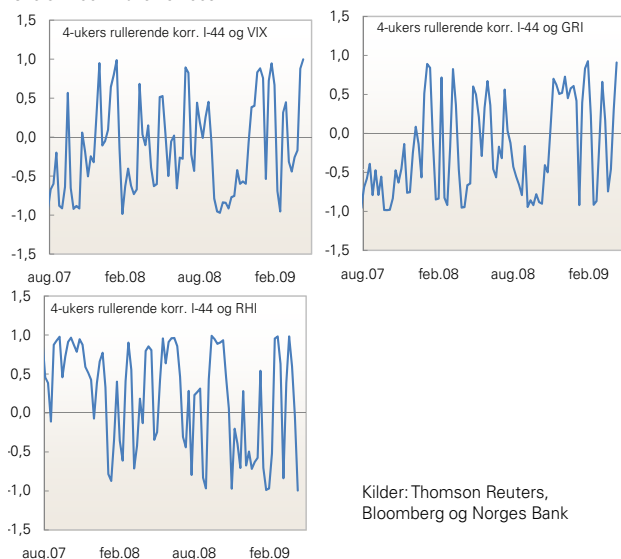
Figur 4. Rullerende fireukers korrelasjon mellom AUD og VIX, GRI og RHI. MTH: motsatt av trygg havn-valuta. Uke 31 2007 – uke 15 2009



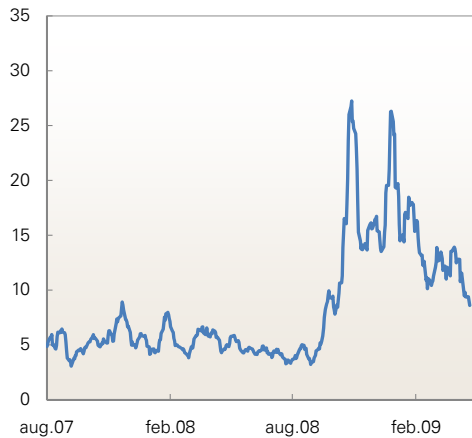
Figur 5. Rullerende fireukers korrelasjon mellom NZD og VIX, GRI og RHI. MTH: motsatt av trygg havn-valuta. Uke 31 2007 – uke 15 2009



Figur 6. Rullerende fireukers korrelasjon mellom NOK (I-44) og VIX, GRI og RHI. Uke 31 2007 – uke 15 2009



Figur 7. Daglig differanse i øre mellom høyeste og laveste kurs i EURNOK. 10-dagers gjennomsnitt. 1. august 2007 – 22. april 2009



Kilde: Thomson Reuters og Norges Bank

lig enn for de andre valutaene nevnt over, der det klart fremgår at japanske yen og sveitsiske franc har vært en trygg havn-valuta gjennom stort sett hele perioden med uro, der australske dollar og newzealandske dollar har utviklet seg motsatt av trygg havn-valutaer og der amerikanske dollar har vært en trygg havn-valuta etter Lehman Brothers-konkursen i fjor høst.

Aktiviteten i kronemarkedet må ses i lys av likviditeten i markedet. Aktørene har gitt uttrykk for at likviditeten har vært svært dårlig etter uroen i finansmarkedene eskalerte i fjor høst. Likviditet kan anses å være et mål på hvor mange kroner som kan kjøpes/selges uten å påvirke kursen i stor grad. Med dårlig likviditet menes da at kursen, for et gitt beløp, flytter seg mer enn den ville gjort ved

normale markedsforhold. I fravær av gode mål på likviditeten bruker vi den daglige forskjellen mellom høyeste og laveste omsetningskurs for kroner mot euro som et tilnærmet mål på likviditeten i norske kroner, se figur 7. Stor (liten) daglig differanse tolkes som at likviditeten i markedet er dårlig (god). Figuren indikerer at likviditeten ble markert dårligere etter eskaleringen av uroen i fjor høst. Begrenset likviditet gjør at betegnelsen trygg havn-valuta er lite dekkende for norske kroner.

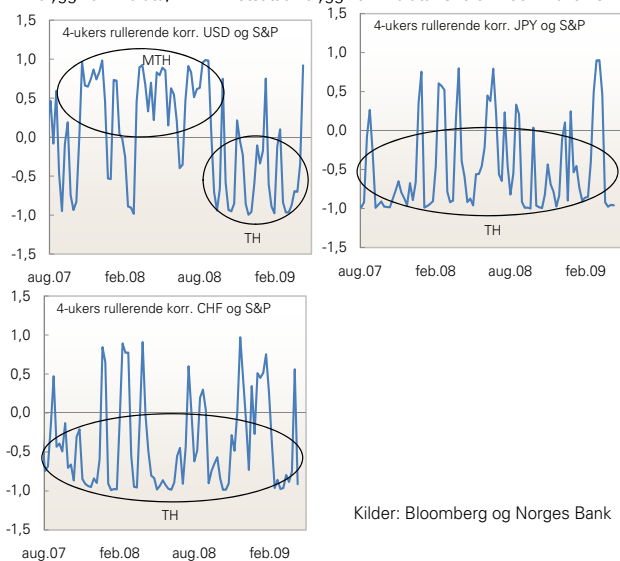
## Sammenheng mellom kursutvikling og aksjemarkedet

Lavere aksjekurser kan indikere dårligere økonomiske tider fremover. I følge flere markedsaktører har fallende aksjemarkeder bidratt til kjøp av trygg havn-valutaer.

Sammenhengen mellom amerikanske dollar, japanske yen og sveitsiske franc og utviklingen i aksjemarkedet (målt ved S&P 500) viser det samme bildet som sammenhengen mellom disse valutaene og uroindikatorerne. Siden i fjor høst har dollaren lignet på en trygg havn-valuta, ettersom fallende aksjemarkeder stort sett har gått sammen med sterkere dollar, se figur 8. Yen og franc har tilsynelatende fungert som trygg havn-valutaer i store deler av perioden med finansuro ettersom fall i aksjemarkedet stort sett har gått sammen med en styrking av disse valutaene.

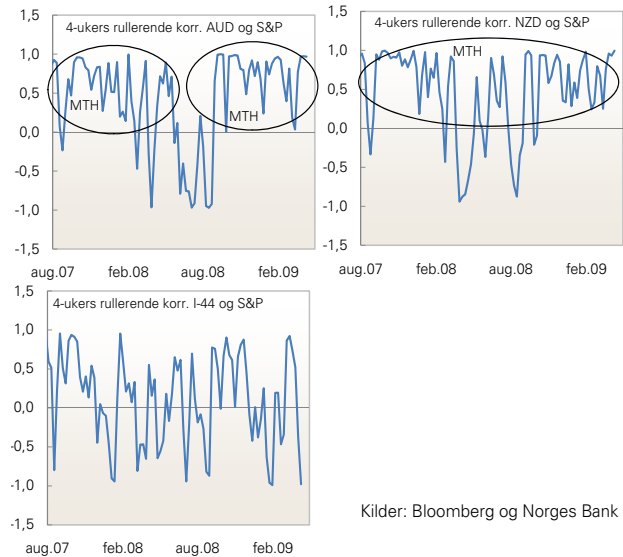
For australske og newzealandske dollar tegner aksjemarkedet det samme bildet som våre utvalgte uroindikatorer. I perioden med finansuro har det vært en tendens til at

Figur 8. Rullerende fireukers korrelasjon mellom USD, JPY, CHF og S&P 500. TH: trygg havn-valuta, MTH: motsatt av trygg havn-valuta. Uke 31 2007 – uke 15 2009



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

Figur 9. Rullerende fireukers korrelasjon mellom AUD, NZD, NOK (I-44) og S&P 500. MHT: motsatt av trygg havn-valuta. Uke 31 2007 – uke 15 2009



Kilder: Bloomberg og Norges Bank

fallende aksjemarkeder stort sett har gått sammen med en svekkelse av australske og newzealandske dollar, se figur 9.

Korrelasjonen mellom kronekursen og aksjemarkedet er mindre stabil. Figur 9 indikerer at det var en tendens i fjor høst til at fall i aksjemarkedet gikk sammen med svakere kronekurs, men at sammenhengen tidvis har vært den motsatte i inneværende år.

## Andre valutaer

Vi har også sett på tilsvarende sammenhenger for et utvalg av andre valutaer. Med utgangspunkt i tilsvarende figurer som vist over ser det ut til at britiske pund, euro, polske zloty og tsjekkiske koruna verken har vært trygg havn-valutaer eller det motsatt av trygg havn-valutaer (disse figurene er ikke vist i denne kommentaren). For svenske kroner, canadiske dollar og ungarske forint tyder enkelte av indikatorene på at det siden i fjor høst har vært en viss tendens til svekkelse når finansuroen har tiltatt og aksjemarkedet har falt, men resultatene er ikke sterke nok til å gruppere disse valutaene som motsatt av trygg havn-valutaer.

I stort sett hele perioden med finansuro har det vært en tendens til at brasilianske real, sør afrikanske rand og tyrkiske lire har svekket seg når finansuroen har tiltatt og aksjemarkedet har falt, altså det motsatte av trygg havn-valutaer.

Tabell 1 oppsummerer resultatene.

Tabell 1. Klassifisering av de ulike valutaene.

Trygg havn-valutaer	Motsatt av trygg havn-valutaer	Verken trygg havn-valuta eller motsatt av trygg havn-valuta
Japanske yen	Australske dollar	Norske kroner
Sveitsiske franc	Newzealandske dollar	Britiske pund
Amerikanske dollar, perioden etter Lehman-konkursen	Brasilianske real	Euro
	Sør Afrikanske rand	Polske zloty
	Tyrkiske lire	Tsjekkiske koruna
		Svenske kroner
		Canadiske dollar
		Ungarske forint

## Oppsummering

Det ser ut til at japanske yen og sveitsiske franc har fungert som trygg havn-valutaer i stort sett hele perioden siden finansuroen brøt ut sommeren 2007, mens dette kun har vært tilfellet for amerikanske dollar siden uroen eskalerte i fjor høst.

For australske dollar, newzealandske dollar, brasilianske real, sør afrikanske rand og tyrkiske lire har tendensen i hele perioden vært at valutaene har svekket seg når finansuroen har tiltatt og aksjemarkedet har falt. Disse valutaene har altså vært det motsatte av trygg havn-valutaer.

Vi finner ikke grunnlag for å si noe generelt om sammenhengen mellom norske kroner og uroen i finansmarkedene. Dette gjelder også for pund, euro, polske sloty, tsjekkiske koruna, svenske kroner, canadiske dollar og ungarske forint. Spesielt finner vi ikke belegg for at den norske kronen har vært en trygg havn-valuta.