

Kap. 2 Valutamarked og valutapolitikk

Ragna Alstadheim

2.1 Valutamarkedet

Valutakursen er prisen på utenlandsk valuta uttrykt i norske kroner, og den bestemmes av tilbud og etterspørsel i valutamarkedet. Tilbud og etterspørsel etter valuta er knyttet til transaksjoner i forbindelse med internasjonal handel i varer og tjenester, til betaling av renter og stønader mellom land og til internasjonale kapitaltransaksjoner (lån, investeringer, etc).

Overskudd på den norske driftsbalansen overfor utlandet gir normalt økt etterspørsel etter kroner. Hvis publikum ønsker økte fordringer denominert i valuta (finansinvesteringer i utlandet) gir dette derimot økt tilbud av kroner. Hvordan tilbud og etterspørsel etter valuta er knyttet til utenriksregnskapet utdypes nærmere i det følgende:

Utenriksregnskapet

Driftsbalansen består av netto overskudd eller underskudd i utenrikshandelen, i tillegg til netto rente- og stønadsoverføringer mellom Norge og utlandet. Driftsbalanseoverskudd overfor utlandet vil innebære at eksport til utlandet, pluss renter og stønader mottatt fra utlandet, overstiger import og rente- og stønadsbetalinger til utlandet. Kapitalbalansen beskriver endring i gjelds- og fordringsforholdet mellom Norge og utlandet. Overskudd på kapitalbalansen innebærer at kapitalinngangen til Norge er større enn kapitalutgangen fra Norge, det vil si at netto gjeld til utlandet øker. Et driftsbalanseunderskudd i forhold til utlandet innebærer definisjonsmessig en tilsvarende netto kapitalinngang til Norge fra utlandet. Netto gjeld til utlandet må øke tilsvarende driftsbalanseunderskuddet (i tillegg til omvurderinger av eksisterende netto gjeld/fordringer) for landet sett under ett: Driftsbalansen = Kapitalbalansen.

Overskudd på driftsbalansen gir normalt valutainngang

Når norske eksportører selger en vare til utlandet, får de som regel oppgjør i fremmed valuta. Denne valutaen kan de ønske å veksle om til norske kroner. Tilsvarende vil gjerne importører, som skal betale for sine varer i valuta, selge norske kroner for å kjøpe den nødvendige valutaen. Normalt vil et norsk overskudd i handelen med utlandet innebære en tilsvarende valutainngang (etterspørsel etter norske kroner mot salg av valuta). Likeledes vil netto renteinntekter knyttet til fordringer på utlandet gjerne veksles om fra valuta til kroner og gi valutainngang. Normalt gir således et lands driftsbalanseoverskudd netto etterspørsel etter landets valuta.

Økt gjeld til utlandet gir valutainngang

Normmenn som har tatt opp valutalån i utlandet, vil ofte ønske å veksle valutaen om til norske kroner. Tilsvarende vil utlendinger som ønsker å investere i Norge, trekke på sine finansielle fordringer i hjemlandet for å veksle dem om i norske kroner. Begge disse eksemplene illustrerer at netto kapitalinngang (økt gjeld til utlandet) normalt vil innebære at publikum netto etterspør kroner mot tilbud av valuta, noe som gir netto valutainngang¹⁾.

¹⁾ Kapitalutgang (eller kapitalinngang) vis a vis utlandet for landet som helhet kan i prinsippet manifestere seg som så vel økte (reduerte) valutaforordringer som økte(reduerte) kroneforordringer på utlandet. Netto fordringsøkning på utlandet vil i så fall ikke kunne knyttes direkte.

Likevekt i valutamarkedet

Valutamarkedet vil være i balanse når ønsket etterspørsel etter norske kroner med oppgjør i valuta til den gjeldende valutakursen er lik ønsket tilbud av norske kroner med oppgjør i valuta. Dersom dette ikke er tilfelle, vil en ha betalingsbalanseoverskudd eller -underskudd, og press henholdsvis oppover eller nedover på kronekursen.

Valutaintervensjoner

I et fastkursregime benyttes sentralbankens valutareserver som en buffer for å dekke over- eller underskuddsetterspørsel etter den lokale valutaen, det vil si at sentralbanken kjøper opp et eventuelt betalingsbalanseoverskudd eller dekker et eventuelt betalingsbalanseunderskudd. Betalingsbalansen gir således uttrykk for endringer i sentralbankens valutareserver. Vi har følgende sammenheng:

Driftsbalanseoverskudd i valuta =
Netto kapitalutgang i valuta (alle sektorer untatt sentralbanken) +
Sentralbankens netto kjøp av valuta.

For å kunne påvirke valutamarkedet ved intervensjoner (kjøp og salg av valuta) må sentralbanken ha valutareserver eller trekkmuligheter i utlandet. Ved helt flytende kurs vil derimot valutamarkedet klareres ved at kursen endrer seg med variasjon i tilbud og etterspørsel etter valuta. For eksempel vil overskuddsetterspørsel etter valuta gi fall i kursen på kronen inntil driftsbalanseoverskuddet har økt og/eller kapitalutgangen har falt tilstrekkelig til å klarere valutamarkedet (oppnå betalingsbalanse). Men også i et flytekursregime kan sentralbanken av og til ønske å påvirke kursen ved intervensjoner. Helt fri flyt er sjeldent.

For omtale av omsetningen i det norske valutamarkedet vises det til Svor (1992). Valutakursnoteringen i Norge foregikk inntil 30. august 1991 på Oslo Børs. Nå noterer Norges Bank daglig representative markedskurser, basert på informasjon fra telefonkonferanser med sentralbankene i Vest-Europa, Nord-Amerika og Japan. Dette omtales i Svor (1991).

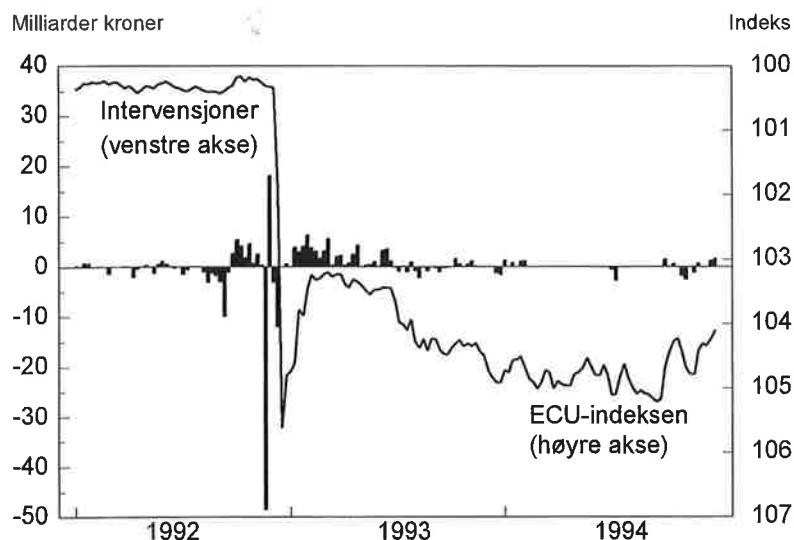
Valutakursregimer

En valutakurs kan defineres som flytende eller fast, avhengig av om sentralbanken er aktiv med intervensjoner eller ikke. Her er det glidende overganger. Selv om amerikanske dollar f.eks. oppfattes å flyte mot øvrige valutaer, hender det at det intervernes for å påvirke dollarkursen. Fastkurspolitikk må understøttes av rentepolitikken i en åpen økonomi, jf. avsnitt 2.2. Litt mer indirekte er således sentralbankens rentestyring også en indikator på om det føres fastkurspolitikk eller ikke.

En valutakurs kan holdes fast i den forstand at den knyttes til én annen valuta, eller den kan styres mot et gjennomsnitt av en gruppe valutaer, en såkalt valutakurv. Endelig kan den være fast i den forstand at en gruppe valutaer gjensidig holder fast kurs mot hverandre, slik det europeiske valutasamarbeidet i ERM er bygget opp. Når blokker av valutaer flyter mot hverandre, er det umulig å holde fast kurs i forhold til mer enn én valuta (eller en gruppe av valutaer). Valget av eventuell fastkurstilknytning er gjerne påvirket av landets eksportmarkeder og importsammensetning. I Latin-Amerika, der landene gjerne har nære handelsforbindelser med

te til valutautgang. For Norges del er nok dette lite aktuelt. Antakelig kan en anta at inntekter eller lån fra utlandet, som ikke replasseres i utlandet, stort sett veksles om til norske kroner. Tilsvarende kan en anta at inntekter opptjent i Norge, eller lån tatt opp i Norge av utlendinger, stort sett veksles om til valuta dersom de ikke reinvesteres i Norge. For internasjonale oppgjørsvalutaer som USD og DEM stiller dette seg annerledes.

Figur 2.1. Ukentlige intervensjoner + kursutvikling for NOK gjennom 1992, 1993 og 1994. Høyere indeksverdi betyr svakere kroner



Figuren illustrerer de kraftige intervensjonene (kjøp av kroner og salg av valuta) som ble utført av Norges Bank i ukene før kronen begynte å flyte i desember 1992. I prinsippet hadde Norges Bank forpliktelse til å intervenere «uendelig mye» for å holde den faste kursen. Etter hvert ble imidlertid valutautgangen så omfattende at det ikke var mulig å holde fast kurs ved hjelp av intervensjoner (understøttet av høyere pengemarkedsrenter), og fastkursordningen ble forlatt. I månedene etter at fastkursregimet ble forlatt intervenerte Norge Bank ved å kjøpe tilbake valuta, slik at valutareservene ble bygget opp igjen. Selv om en etter hvert så at en ny fastkursstilknytning av tradisjonelt slag var lite aktuelt på kort sikt, har vurderingen vært at et lite land bør tilstrebe å holde en stabil valutakurs. Det tas derfor fortsatt sikte på å dempe kursutslag ved intervensjoner, og å unngå betydelige endringer i kursleiet. Dette ble formalisert i forskriften for kronens kursordning av 06.05.94.

Tabell 2.1 Valutakursregimer.

	1982	1992	1993
Faste kurser	77 %	59 %	56 %
- knyttet til en valuta	40 %	26 %	30 %
- knyttet til en kurv	25 %	24 %	19 %
- kurssamarbeide av ERM- typen	12 %	9 %	8 %
Flytende kurser	23 %	41 %	44 %
- indikatorer eller styrt flyt	16 %	19 %	15 %
- fri flyt	7 %	22 %	29 %

Kilde: IMF.

Tabellen gir oversikt over andelen av land med henholdsvis faste og flytende valutakurser. Antall land som er med i oversikten, var 145 i 1982, 157 i 1992 og 167 i 1993. Tabellen viser at utviklingen har gått i retning av flytende kurser. Det er formelle kursregimer som er registrert her. Det er mulig å formelt sett ha fastkursregime, selv om det foretas hyppige kursjusteringer. Motsatt kan et land med formelt flytekursregime i praksis holde kursen nokså stabil.

USA, er det for eksempel vanlig å tilstrebe dollartilknytning. På den måten søker landene å unngå tilfeldige svingninger i eksport- og importpriser som følge av valutakursendringer.

Med *valutapolitikk* menes valg av kursordning, og sentralbankens bruk av virkemidler for å påvirke valutakursen. Valg av kursordning innebærer en vurdering av hvilke valutaer en eventuelt ønsker å holde fast kurs i forhold til, eller styre mot. Ambisjonsnivået for stabiliteten i valutakursen kommer til uttrykk ved hvor mye kursen tillates å svinge før sentralbanken interverner. Oppbygging og forvaltning av reservene kan også betraktes som en politikkvariabel, i og med at størrelsen på reservene reflekterer ambisjonene om å støtte valutakursen når den er utsatt for press. En kan også inkludere internasjonalt samarbeid og forpliktelser som et virkemiddel i valutapolitikken. Økt troverdighet i kurspolitikken i form av bindende avtaler med andre land om kursstabilitet overfor disse landenes valutaer, kan ha stor betydning for forventninger til kursutviklingen.

Finans- og strukturpolitikk påvirker valutamarkedet

Finanspolitikken og strukturpolitikken påvirker valutamarkedet på lengre sikt, via virkning på eksport, import og kapitalstrømmer. Valutapolitikken kan derfor ikke sees uavhengig av politikken på disse områdene, i tillegg til at valutapolitikken på kortere sikt er nært knyttet til rentepolitikken. Tidligere var direkte regulering av tilbud og etterspørsel etter valuta et hovedelement i valutapolitikken (jf. avsnitt 2.3).

Stabil valutakurs er målet for valutapolitikken i Norge

Det er regjeringen som fastlegger retningslinjene for valutapolitikken, mens Norges Bank er utøvende og rådgivende organ. I praksis har norsk valutapolitikk alltid tatt utgangspunkt i ønsket om stabil valutakurs, enten det har vært fast kurs i forhold til sølv, gull, enkeltvalutaer eller i forhold til et gjennomsnitt av flere valutaer.

Rammebetingelsene for valutapolitikken er endret i de senere årene. Avviklingen av valutareguleringene og teknologisk utvikling har gitt lavere transaksjonskostnader og større kortsiktige kapitalstrømmer. Dette har ført til at endringer i innenlandsk rentenivå i forhold til utenlandsk rentenivå raskere enn før kan slå ut i kapitalbevegelser og tilhørende valutainngang- eller utgang. Siden høsten 1986 har rentenivået vært tilpasset hensynet til en stabil valutakurs²⁾. Det har derfor vært lite rom for å benytte renten til å påvirke den innenlandske konjunkturutviklingen.

2.2 Intervensjonene og valutareservenes rolle

Virkemidlene i valutakursstyringen er Norges Banks intervensjoner i valutamarkedet og påvirkning av rentenivået via styringen av kronelikviditeten til banksystemet. Tidligere ble også valutareguleringen benyttet til å støtte opp under kurspolitikken, men i praksis er valutareguleringen nå uaktuell å benytte som ordinært virkemiddel (jf. avsnitt 2.3). Pengepolitikken og likviditetsstyringen omtales nærmere i kapittel 3.

Norges Banks valutatransaksjoner skjer via valutabankene

Norges Banks transaksjoner i valutamarkedet skjer med valutabankene som motparter. Det er valutabankene som møter publikums tilbud og etterspørsel etter valuta. Valutabankenes egne gjelds- og fordringsposisjoner i utenlandsk valuta er regulert (jf. kapittel 7), og de fleste banker opererer nok også med interne regelverk som hindrer dem i å ta åpne valutaposisjoner. Dersom bankene gjennom transaksjoner i valutamarkedene forsøker å rette opp sin overskudds- eller underskuddsposisjon i valuta, og dette bidrar til overskudds- eller underskuddsetterspørsel etter kroner mot valuta

²⁾ For en diskusjon av rentedifferanse mot utlandet og det valutakurspolitiske regime, knyttet til norske forhold, vises til Eide (1992).

Likviditetsvirkningene av en intervensjon

til gjeldende kurser, kan det bli nødvendig for Norges Bank å intervenere for å stabilisere kronekursen.

Hvis sentralbanken kjøper valuta fra valutabankene for å dempe tendensen til en sterk krone, tilføres samtidig markedet kronelikviditet. Økt kronelikviditet gir isolert sett press nedover på rentenivået, og en rentenedgang kan bidra til å svekke kronen ytterligere. Tilsvarende vil det inndras kronelikviditet når sentralbanken selger valuta og kjøper kroner, og man får press oppover på rentenivået. Dette kan styrke kronen.

Likviditetsvirkningen av sentralbankens kjøp og salg av valuta støtter derfor opp under intervensjonene i valutamarkedet ³⁾.

Sterilisering

Dersom sentralbanken derimot skulle ønske å nøytralisere likviditetsvirkningen av valutaintervensjonene ved samtidig å trekke inn eller tilføre likviditet på annen måte, ville man si at intervensjonene ble *sterilisert*. Ved sterilisering søker man å unngå rentevirkninger av valutaintervensjonene. Siden valutareservene (inklusive eventuelle låneavtaler) har en begrenset størrelse, vil det være umulig å stadig intervenere til støtte for kronen dersom den er under press, uten å la likviditetsvirkningen slå gjennom, slik at renten øker og valutautgangen på den måten stanses. På tilsvarende måte ville et appresieringspress som ble møtt med steriliserte intervensjoner, resultere i stadig voksende valutareserver. Samtidig ville utlandet bygge opp store kronefordringer på Norge. Hvis denne situasjonen har sin bakgrunn i høyere rente på norske kroner enn på valuta, vil en slik oppbygging av valutareservene virke negativt inn på vår rente- og stønadsbalanse. Steriliserte intervensjoner kan med andre ord ikke benyttes i stort omfang over lengre tid, når en ser bort fra muligheten av at sentralbankens fordringer eller gjeld skulle kunne vokse over alle grenser. Det vil si at likviditeten i markedet, og derved rentenivået på kortsiktige plasseringer, på lengre sikt er gitt når en har som mål å holde valutakursen stabil.

Kjøp og salg av valuta på termin

Sentralbanken kan imidlertid velge å støtte kronen ved intervensjoner i valutamarkedet som ikke gir *umiddelbar* likviditetsvirkning. Det kan den gjøre ved å kjøpe kroner (og selge valuta) på termin⁴⁾. Norges Bank kan også ta i bruk valutareservene i den innenlandske likviditetsstyringen. Ved å inngå valutaswapavtaler med bankene kan Norges Bank trekke inn eller tilføre kronelikviditet uten at valutakursen blir påvirket direkte.

Valutareservene

Swapavtaler

Norges Banks internasjonale reserver består av valutareserver, gull og fordringer på Valutafondet (IMF). Det framgår av tabell 2.2 under at valutareservene klart utgjør den største delen av de internasjonale reservene. I tillegg til egne valutareserver har Norges Bank såkalte swapavtaler med andre sentralbanker. Slike swapavtaler er i praksis kortsiktige trekkadganger i valuta, hvor Norges Bank stiller norske kroner som sikkerhet. De

³⁾ Merk at det ikke er publikums likviditet (pengemengden) det her er snakk om, men pengemarkedets likviditet. Pengemarkedet er markedet for fordringer i store beløp med løpetid på opptil ett år. God likviditet i dette markedet kommer til uttrykk ved store folioinnskudd fra bankene i sentralbanken. Det største volumet av transaksjoner i pengemarkedet går mellom finansinstitusjonene i form av valutaswapper (jf. kapittel 3). Publikum (private foretak utenom finansforetak, kommuner og husholdninger) sin likviditet består derimot av bankinnskudd og sedler og mynt i omløp.

⁴⁾ Å selge valuta på termin betyr å inngå avtale om salg av valuta på et bestemt fremtidig tidspunkt til en bestemt pris. Dette til forskjell fra spot-salg, der handel avtales og gjøres opp umiddelbart - men «umiddelbart» betyr oftest i praksis to dager etter. En kombinasjon av kjøp (salg) av valuta spot og salg (kjøp) av valuta på termin kalles en valutaswapavtale. I praksis innebærer det bytte av valuta i en periode. Se forøvrig avsnitt 3.3.

avtaler Norge har i dag kan kun benyttes i et regime med faste valutakurser.

Tradisjonelt har valutaintervensjonene i hovedsak vært foretatt i amerikanske dollar. Etter at den norske kronen i 1990 ble knyttet opp mot ECU-indeksen har Norges Banks valutaintervensjoner i større grad blitt foretatt i tyske mark. Intervensjoner i swapmarkedet gjøres av markedsmessige årsaker fremdeles i amerikanske dollar. Behovet for likvide valutaforandringer er derfor særlig stort i tyske mark og amerikanske dollar.

Faktorer som påvirker størrelsen på Norges Banks valutabeholdning

Endringer i Norges Banks valutabeholdning skyldes bankens egne valuta-transaksjoner, statens utenlandske låneaktivitet og omvurderinger som følger av blant annet valutakursbevegelser:

Valutaintervensjoner

- Valutaintervensjoner utgjør hoveddelen av Norges Banks valutatransaksjoner. Når Norges Bank kjøper valuta fra valutabankene for å stabilisere kronekursen, øker valutabeholdningen (jf avsnitt 2.1).

Lån i utenlandsk valuta

- Når den norske stat tar opp lån i utenlandsk valuta øker valutareservene tilsvarende. Motverdien i kroner av valutalånet godskrives statens konto i Norges Bank. På tilsvarende måte reduseres valutabeholdningen når staten nedbetaler sin valutagjeld.

Avkastning på Norges Banks verdipapirbeholdninger

- Avkastning i form av løpende renteinntekter og realiserte kursgevinster (-tap) på Norges Banks verdipapirbeholdninger påvirker størrelsen på valutareservene. Dessuten vil valutabeholdningens verdi uttrykt i norske kroner bli påvirket av endringer i kursen på plasseringsvalutaene.

Forvaltningen av Norges Banks valutabeholdning

Likviditet

Ved plassering av valutareservene legges det stor vekt på likviditet. Med det menes at valutafordringene kan realiseres på kort tid uten nevneverdig verditap. Videre stilles det strenge krav til kredittrisiko. Norges Bank investerer bare i stats- eller statsgaranterte verdipapirer utstedt av låntakere fra land i OECD-området og i verdipapirer utstedt av EU-institusjoner eller internasjonale institusjoner hvor Norge er medlem. En viss andel av reservene kan også plasseres som kortsiktige tidsinnskudd i banker med beste kredittvurdering.

Avkastning og risiko

Valget av plasseringsvaluta og løpetider innebærer en avveining mellom avkastning og risiko. Norges Banks retningslinjer for plasseringenes valutaforordeling bygger på analyser ved hjelp av en porteføljemodell hvor en minimerer valutarisikoen. I modellen måles valutarisikoen opp mot en valuta indeks som er basert på importvekter. Bakgrunnen for dette er en målsetting om å bevare reservenes internasjonale kjøpekraft i varer og tjenester best mulig. Denne tilnærmingen innebærer at en betrakter reservene som en internasjonal formue.

Når det gjelder valg av løpetid for plasseringene i de enkelte valutaer er tidshorisonten for investeringene avgjørende. For å eliminere kursrisikoen på verdipapirer må plasseringene ha en løpetid som svarer til vår planleggingshorisont. Valget av tidshorisont må nødvendigvis bli skjønnsmessig.

Norges Bank har valgt en norm for gjennomsnittlig løpetid for plasseringene som er noe lenger enn ett år. Bakgrunnen for dette er begrensninger i plasseringsalternativer med kort løpetid og at *avkastningskurven* (jf slutten av avsnitt 1.4) normalt har en positiv helning ⁵⁾.

Det som er sagt her om valg av plasseringsvaluta og løpetid gjelder fra høsten 1994 bare for netto valutareserver, det vil si den delen av valutareservene som overskyter størrelsen på statens valutagjeld. Den øvrige delen av valutareservene forvaltes nå på en slik måte at valuta- og renteespørringen på statens valutagjeld nøytraliseres. Med dette vil en oppnå at det offentlige samlede rente- og valutarisiko knyttet til finansielle aktiva og passiva reduseres. Ett prinsipp står imidlertid fast; uansett hvor stor statens valutagjeld er, må en tilstrekkelig stor andel av valutareservene forvaltes slik at de er tilgjengelige for intervensjoner på kort varsel.

Tabell 2.2 Norges Banks netto internasjonale reserver (milliarder kroner).

	1989	1990	1991	1992	1993
1. Gull og fordringer på IMF	7,2	6,5	6,5	6,3	8,1
2. Valutareserver	86,2	85,8	73,9	78,2	142,0
3. Brutto internasjonale reserver(1+2)	93,4	92,3	80,4	84,5	150,1
4. Netto terminposisjon i valuta	-11,1	-4,0	6,2	-7,1	0,0
5. Innskudd fra utenlandske banker	0,4	0,2	0,2	4,9	0,4
6. Netto internasjonale reserver(3+4-5)	81,9	88,2	86,3	72,5	149,7
7. Netto valutareserver (2+4-5)	74,7	81,6	81,6	66,2	141,6

Internasjonale reserver er definert som valutareserver pluss gull og fordringer på IMF. Netto internasjonale reserver er justert for netto terminposisjoner i valuta og fratrukket valutainnskudd fra utenlandske banker.

Tabell 2.3 Fordeling på valutaslag basert på netto valutareserver, prosentandeler.

	1989	1990	1991	1992	1993
Amerikanske dollar	27,6	27,0	17,5	20,0	17,9
Japanske yen	15,6	16,5	8,6	6,9	7,0
Tyske mark	26,8	20,0	20,2	28,2	30,6
Britiske pund	9,5	9,9	18,0	13,9	17,2
Franske franc	0,0	8,3	15,6	18,5	16,1
Den europeiske valutaenhet (ecu)	11,6	12,3	15,8	7,8	10,0
Øvrige valutaer	8,9	6,0	4,3	4,7	1,2

Fordelingen av valutareservene på valutaslag er basert på netto valutareserver, det vil si valutareserver justert for terminposisjoner og innskudd fra utenlandske banker. Det framgår av tabellen at andelen av europeiske valutaer har økt etter tilknytningen til ECU i 1990.

⁵⁾ For en nærmere omtale av forvaltningen av Norges Banks valutareserver vises til Frøseth (1993).

2.3 Avvikling av valutareguleringen⁶⁾

Etter den annen verdenskrig ble det vedtatt omfattende bestemmelser om valutaregulering i Norge. Kjernen i reguleringen var en forpliktelse til omveksling av utenlandsk valuta i Norges Bank og rasjonerings av valuta gjennom lisensiering. Reguleringen tok primært sikte på kontroll med betalingsbalansen, men skulle også støtte opp under rasjoneringsystemet for varer som ble innført etter krigen.

Reguleringene begrenses

Med den endelige avviklingen av varerasjoneringsen kort tid etter at bil-rasjoneringsen ble opphevet i 1960, ble også formålet med valutareguleringen endret. Siden transaksjoner knyttet til driftsbalansen var blitt liberalisert, var det nå kontrollen med kapitalbevegelsene over landegrensene som var det viktigste hensynet i valutareguleringen. Gjennom kontrollen med kapitalinngang og -utgang skulle valutareguleringen bidra til å skjerme de innenlandske kredittmarkeder og gjøre det mulig å fastsette rentenivået ut fra innenlandske hensyn. Man kan derfor si at fra 1963 var målet med valutareguleringen primært å bidra til selvstendighet i pengepolitikken slik at man kunne ha et annet rentenivå i Norge enn i andre land. Deler av valutareguleringen var imidlertid fremdeles motivert ut fra andre hensyn, som næringspolitiske og skattemessige hensyn.

Reguleringene omgås og mister effekt

Etter hvert som finansmarkedene ble mer utviklet, økte omgåelsesmulighetene, og valutareguleringene mistet effekt. I den grad reguleringene virket, innebar de kostnader i form av at enkelte plasseringsmuligheter og finansieringsmuligheter i utlandet i begrenset grad kunne utnyttes. Videre erfarte man at et slikt regime med delvis regulering var vanskelig å håndtere. Reguleringer på enkeltområder skapte større kapitalbevegelser på andre områder som en ikke kunne eller ville regulere, og en hadde derfor ikke den tilsktede kontrollen med de samlede kapitalbevegelsene. I løpet av 1980-årene ble det gjennomført omfattende endringer i norsk valutaregulering.

Bankene får fri adgang til å låne og plassere i valuta

I 1979 fikk bankene fri adgang til å låne og plassere i valuta, mot at deres valutarisiko ble regulert med maksimale grenser for de enkelte bankers totale eksponering i valuta i forhold til i kroner, den såkalte nullposisjonsreguleringen. Denne ble sommeren 1990 erstattet med begrensninger på nettoposisjonen i hver enkelt valuta (se avsnitt 7.2). Etter Valutalovutvalgets tilrådninger (NOU 1983:54) fikk man fra sommeren 1984 blant annet en liberalisering av både inn- og utgående porteføljainvesteringer. De gjenstående reguleringer siktet i hovedsak mot å kontrollere transaksjoner som kunne antas å være kortsiktige og virke destabiliserende på valutakursen.

En periode med innstramninger

I perioden 1984-85 økte omfanget av valutareguleringene igjen. Denne innstramningen skyldtes at Norge holdt et høyt nominelt rentenivå for å dempe inflasjonspresset, mens vi samtidig hadde overskudd på driftsbalansen. Denne situasjonen var blant annet forårsaket av høy oljepris og et skattesystem som gav lav rente etter skatt, og dermed stor etterspørsel etter kreditt. Rentnivået gav incentiver til kapitalinngang og press for høyere kronekurs. For å kunne holde rentnivået høyt uten å måtte revaluere eller bygge opp for store valutareserver var det nødvendig å begrense kapitalinngangen.

⁶⁾ For en nærmere omtale av dereguleringen av valutamarkedet vises til NOU 1989:1, Olsen (1990) og Holm og Alstadheim (1993) og Rapport fra en arbeidsgruppe 4.3.1994 nedsatt av Finansdepartementet: «Virkninger av valutarestriksjoner».

Omslag i utenriksøkonomien og nye omlegginger

Full deregulering

Norge viderefører sin fastkurslinje ved å slutte seg til Bretton Woods-avtalen

Stabilitet fram til august 1971

Høykonjunkturen som startet i 1984, gav sterk innenlandsk etterspørselsvekst. Dette forholdet, kombinert med sterk reduksjon i eksportinntektene som følge av oljeprisfallet i 1986, snudde driftsbalanseoverskuddet i 1985 til underskudd i 1986. Da omslaget i utenriksøkonomien kom, ble reguleringene igjen lagt om. Nå søkte man å åpne for langsiktig kapitalinngang, men samtidig beholdt man en del reguleringer for å hindre destabiliserende kortsiktige kapitalbevegelser. Man håpet gjennom dette å skape en viss selvstendighet i rentepolitikken. Rentenivået skulle imidlertid ikke lenger betraktes som et selvstendig mål, men som et virkemiddel i fastkurspolitikken.

I 1989 varslet regjeringen at den tok sikte på full nedbygging av valutareguleringen. Dette gjenspeilet en erkjennelse av at valutareguleringen ikke var tilstrekkelig effektiv til å gi selvstendighet i pengepolitikken og at det ikke var mulig å skille mellom «destabiliserende» kapitalbevegelser og andre kapitalbevegelser. Dessuten var de fleste tenkelige porteføljetilpasninger og tilhørende makroøkonomiske konsekvenser av disse tilpasningene uttømt under den innenlandske avreguleringen. Norske renter var høyere enn i utlandet, og det var en svak konjunkturutvikling. Først ble langsiktige kapitalbevegelser og bedriftenes transaksjoner deregulert, deretter kortsiktige kapitalbevegelser og husholdningenes transaksjoner. Husholdningenes transaksjoner og pengemarkedsinstrumenter ble først helt deregulert sommeren 1990. Samtidig fikk valutaforskriften dagens form, der alt som ikke er eksplisitt forbudt, er tillatt.

I valutaforskriftene av 12. januar 1994 er de fleste reguleringene som stod igjen i 1990 myket opp. Valutabankene har likevel fortsatt enerett til å drive ervervsmessig betalingsformidling med utlandet, og meldeplikten for alle betalinger med utlandet gjelder fremdeles.

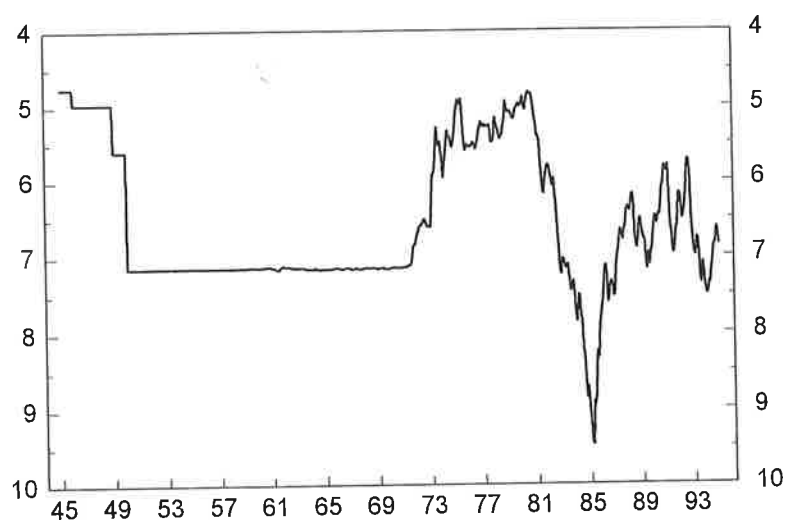
2.4 Litt valutahistorie: Internasjonal fastkurspolitikk i perioden 1945 – 1973⁷⁾

Det internasjonale valutakurssamarbeidet etter den annen verdenskrig ble utformet på bakgrunn av at mellomkrigstida hadde vært preget av depresjon, proteksjonisme og konkurrerende devalueringer. Britiske pund hadde mistet sin rolle som verdens viktigste reservevaluta, mens amerikanske dollar hadde fått en stadig mer dominerende rolle. I avtalen om det internasjonale valutafond (IMF), som ble inngått i Bretton Woods, USA i 1944, bestemte 44 allierte og nøytrale land seg for å etablere faste valutakurser mot hverandre. Norge hadde lang tradisjon med faste valutakurser, og fant det naturlig å være med. Flere land sluttet seg til etter hvert. Svingningsmarginene skulle være +/-1 prosent, og muligheten for å foreta kursjusteringer skulle være begrenset. Valutakursene skulle samtidig være knyttet til gullverdien, idet USA var forpliktet til å holde verdien på dollar fast i forhold til gull.

Da avtalen ble inngått eide USA store deler av verdens gullbeholdning, og landet hadde samtidig betalingsbalanseoverskudd. Tilliten til at gullprisen ville bli holdt fast var derfor sterk. Imidlertid gikk etter hvert USA med betalingsbalanseunderskudd, blant annet som følge av svakere vekst enn i

⁷⁾ Se vedlegg til dette kapitlet. For en nærmere omtale av norsk valutahistorie vises til Klovland (1987) og NOU 1983:39, Lov om Norges Bank og pengevesen.

Figur 2.2. NOK mot USD



Under det såkalte Bretton Woods-systemet var den norske kronen stabil mot dollaren, bortsett fra en devaluering i 1949 som kom parallelt med at Storbritannia devaluerte.

Europa og finansieringen av Vietnamkrigen. Ordningen med SDR («Special Drawing Rights») ble opprettet for å avlaste dollaren sin rolle som reservevaluta i 1968⁸⁾. Det var samtidig spenninger i kursforholdene mellom de andre valutaene på grunn av ulik kostnadsutvikling. Fra 1967 ble en rekke paritetsendringer gjennomført. I august 1971 ble Bretton Woods-systemets sammenbrudd utløst av at USA lot dollaren flyte fritt mot gull.

Smithsonian-avtalen

I desember 1971 forsøkte man å erstatte Bretton Woods-avtalen med et nytt fastkursregime. Den såkalte Smithsonian-avtalen innebar nye pariteter mellom deltakervalutaene og svingningsmarginer på $\pm 2,25$ prosent, og den innebar at gullets rolle som ankerpunkt ble fjernet. De nye paritetene viste seg imidlertid også å være vanskelige å opprettholde på grunn av forskjeller i den underliggende økonomiske utvikling mellom landene. Våren 1973 lot en rekke land valutaene sine flyte mot dollar. Siden den gangen har kursene mellom de tre hovedvalutaene - amerikanske dollar, tyske mark og japanske yen - vært flytende.

2.5 Det europeiske valutasamarbeidet

«Slangen»

EF-landene vedtok å etablere et eget valutasamarbeid i 1972, som svar på valutauroilighetene og dollarens synkende tillit som ankervaluta. Fra april 1972 lot EF-medlemmene tillatte svingningsmarginer mellom sine valutaer være $\pm 2,25$ prosent, mens de opprettet marginer på 4,5 prosent mot dollaren. Ordningen ble kalt «slangen i tunnelen». Norge sluttet seg til dette samarbeidet i mai samme år. Da Smithsonian-avtalens fastkurssystem brøt sammen året etter, fortsatte de europeiske landene sitt «slangesamarbeid» uten noen «tunnel». Tyske mark var den sterkeste valutaen i samarbeidet, og den norske kronen fulgte med tyske mark sin appresiering mot valutaer utenfor slangen. I tillegg foretok Norge en revaluering mot valu-

⁸⁾ Se f.eks Morrell (1981).

taene i slangen i 1973. Revalueringen var et svar på sterk eksport- og importprisstigning, og skjedde etter en periode med sterkt kjøpepress på kronen. I 1976 ble imidlertid den første av en lang rekke devalueringer foretatt. De regelmessige devalueringene skulle komme til å vare helt til 1986. Figur 2.3 illustrerer styrkingen av kronen mot handelspartnernes valutaer i perioden 1973-1976, og den påfølgende perioden med svekkelse av kursen.

The European Monetary System - EMS

Norge trer ut av samarbeidet og oppretter kurvordning

I 1978 ble «European Monetary System» eller EMS etablert. Norge opprettet da sin egen kurvordning, og trådte ut av samarbeidet (se avsnitt 2.6). EMS bestod opprinnelig av en plan om å opprette «the European Monetary Fund (EMF)», i tillegg til de komponentene som består i dag:

- Kursmekanismen ERM («Exchange Rate Mechanism»)
- Kredittordninger
- Oppgjørs- og regneenheten ECU

Den økonomiske og monetære union

Den 1. november 1993 trådte traktaten om den europeiske union i kraft («Maastricht-traktaten»). Dette innebar at de tre etappene for gjennomføring av den økonomiske og monetære union (ØMU) startet opp⁹. Målet med ØMU er blant annet samordning av penge- og valutapolitikken innen EU, ved opprettelse av felles sentralbank og felles pengeenhet. Fase to av ØMU begynte 1. januar 1994, med etableringen av *Det europeiske monetære institutt* (EMI), forløperen til den felles europeiske sentralbanken. Rammen for det penge- og valutapolitiske samarbeidet i fase to skal fortsatt være EMS, men koordineringen av samarbeidet skal skje via EMI. Det europeiske monetære institutts oppgave skal være å forberede fase tre i ØMU. For eksempel skal EMI vurdere hvilke pengepolitiske instrumenter som skal tas i bruk og hvordan arbeidsdelingen bør være mellom den europeiske sentralbank og de nasjonale sentralbanker.

I fase to er EU-landene forpliktet til å ikke la sentralbanken finansiere offentlige budsjettunderskudd, og landene kan ikke gi offentlige myndigheter spesielle vilkår ved finansiering i finansmarkedene. Bortsett fra disse bestemmelsene skjer det ingen suverenitetsavståelse når det gjelder gjennomføringen av økonomisk politikk i fase to. Det gis imidlertid generelle retningslinjer for gjennomføringen av den økonomiske politikken i landene, og konvergensen i den økonomiske utvikling overvåkes.

I tredje og siste fase av ØMU skal *Det europeiske system av sentralbanker* (ESSB) etableres. Dette skal etter planen skje tidligst 1. januar 1997 og senest 1. januar 1999. ESSB vil bestå av *Den europeiske sentralbank* (ESB) og medlemsstatenes nasjonale sentralbanker. Deltakelse i tredje fase i ØMU er betinget av at landene oppfyller visse krav når det gjelder offentlige finanser, rentenivå, inflasjon og valutakursstabilitet («konvergenskriteriene»).

Kursmekanismen ERM

Det smale og det brede bånd

Kursmekanismen innebar - inntil krisen i samarbeidet sommeren 1993 - at landene skulle holde svingningsmarginer på +/-2,25 prosent mot hverandres fastsatte sentralkurser (i «det smale båndet»). I prinsippet var dette det

⁹ Se f. eks Sannes (1994) for omtale av ØMU.

samme systemet som en hadde hatt under slangesamarbeidet. Italienske lire fikk ved opprettelsen dispensasjon til å ha svingningsmarginer på +/- 6,0 prosent («det brede båndet»). Storbritannia valgte å stå utenfor ERM ved starten.

Sentralkursene

Sentralkursene i ERM utgjør et såkalt paritetsgitter, det vil si en matrise av sentralkurser mellom de ulike valutaene. Endringer i sentralkursene har blitt foretatt jevnlig, og alle har medført at tyske mark har blitt revaluert i forhold til en - eller helst flere - av de øvrige valutaer. Avtalen om valutakurssamarbeidet ble revidert i 1985 og i 1987. Landene forpliktet seg da til å intervenere til støtte for hverandres valutaer, og landene fikk utvidet rett til å trekke på kreditter for å finansiere støttekjøp av sin egen valuta. Spania ble med i ERM i 1989, Storbritannia i 1990 og Portugal sommeren 1992 (alle i «det brede båndet»).

Uro i ERM

I september 1992 startet en rekke kursjusteringer innenfor ERM. Storbritannia gikk ut av ERM etter å ha deltatt i knapt to år, og italienske lire ble midlertidig trukket ut av valutasamarbeidet. Da uroen startet var det ikke foretatt kursjusteringer siden 1987, bortsett fra en devaluering av italienske lire i tilknytning til valutaens inntreden i det smale båndet i 1990. Den underliggende årsak til uroen var ulik økonomisk utvikling i landene, blant annet store forskjeller i kostnadsutvikling, og effekter av gjenforeningen av Tyskland. Det ble en belastning at den tyske pengepolitikken ble holdt stram som følge av inflasjonspress i økonomien. De øvrige land innen ERM var i en helt annen konjunkturfase, der en mer ekspansiv pengepolitikk kunne vært ønskelig. En utløsende faktor for uroen var politisk usikkerhet omkring framdriften til den planlagte økonomiske og monetære union (ØMU). Planene om å fryse valutakursene innen EU helt fast til hverandre, og å opprette en felles sentralbank, hadde gitt tillit til at paritetene kunne opprettholdes. Når gjennomføringen av ØMU ble oppfattet som mindre sannsynlig, blant annet som følge av nei-flertallet i folkeavstemningen om Maastricht-traktaten i Danmark sommeren 1992, sviktet tilliten til de svakeste valutaene innen ERM.

Svingningsmarginene blir utvidet

Selv om de tyske rentene sakte men sikkert ble satt ned gjennom våren 1993, bygget det seg opp press også mot de sterkere valutaene innen ERM. Tilliten til at disse landene var villige til å holde det høye rentenivået som fortsatt var påkrevet for å sikre stabilitet i valutamarkedet, forsvant etter hvert. Med virkning fra den 2. august 1993 ble så svingningsmarginene innen ERM utvidet til +/- 15 prosent. Etter dette har likevel medlemslandene forsøkt å begrense kursbevegelsene til de gamle svingningsmarginene. Dette er omtalt i Eide (1994).

European Currency Unit - ECU

En europeisk myntenhet

En ECU (European Currency Unit) er definert som en veiet sum av valutaene til EU-landene. Britiske pund var med i ECUen fra starten, selv om pundet ble holdt utenfor ERM. Sammensetningen av ECU ble inntil fase to av ØMU trådte i kraft vurdert hvert femte år, eller hvis en valutas effektive vekt endret seg med mer enn 25 prosent. I 1984 ble sammensetningen av ECU endret ved at greske drakmer ble tatt inn, og i 1989 ble spanske pesetas og portugisiske escudos tatt inn. Etter 1989 har sammensetningen av ECU vært som i tabell 2.4. Sammensetningen er med iverksettelsen av fase to «fastfrosset» slik at nye medlemsland i EU ikke påvirker beregningsgrunnlaget for ECU.

Tabell 2.4 Sammensetning av ECU

Valutaslag		A: Antall enheter	B: Kurs i NOK pr 09.12.92
DEM	Tyske mark	0,6242	409,0 / 100
FRF	Franske franc	1,332	119,97 / 100
GBP	Britiske pund	0,08784	10,076
ITL	Italienske lire	151,8	0,4635 / 100
NLG	Nederlandske gylde	0,2198	364,16 / 100
BEF	Belgiske franc	3,301	19,8680 / 100
LUF	Luxemburgske franc	0,130	19,8680 / 100
ESP	Spanske pesetas	6,885	5,719 / 100
DKK	Danske kroner	0,1979	105,74 / 100
IEP	Irske pund	0,008552	10,830
GRD	Greske Drakmer	1,440	3,10 / 100
PTE	Portugisiske escudos	1,393	4,596 / 100
Verdien av teoretisk ECU målt i NOK = sum (Ax B)			8,0257

ECU benyttes som regneenhet ved transaksjoner mellom EF-landenes sentralbanker, det vil si når kredittordningene benyttes og ved ytterpunktsintervensjoner (når to valutaer ligger på intervensjonsgrensene i forhold til hverandre). I praksis har landene likevel i stor grad fortsatt å intervenere i enkeltvalutaer, og de intervensjoner før valutaene når yttergrensene. ECUen spiller også en rolle i selve kursmekanismen. Landenes valutakurser skal ikke bare gjensidig holdes innenfor svingningsmarginene rundt sentralkursene mot hverandre, de skal også holdes innenfor visse grenser mot de definerte ECU-sentralkurser.

«Teoretisk» og «privat» ECU

Den beregnede (teoretiske) verdien til ECU i norske kroner i tabell 2.4 adskiller seg fra den noterte markedsverdien til såkalt privat ECU. Kursen på privat ECU noteres i valutamarkedet på linje med andre valutaer. Kursforskjellen mellom «privat» og «teoretisk» ECU kan forklares med transaksjonskostnader forbundet med å sette sammen en ECU fra de enkelte valutaene¹⁰.

2.6 Det norske kurvsystemet fra 1978 til 1990

Større stabilitet i den effektive kronekursen

Norges beslutning om å holde seg utenfor det europeiske valutasamarbeidet i 1978 var blant annet begrunnet i et ønske om større stabilitet i den effektive kronekursen. Med effektiv kronekurs menes kronekursen i forhold til et veiet gjennomsnitt av valutaene til våre handelspartnere. Hvis en stabiliserer kronekursen mot et slikt gjennomsnitt av valutaer, reduserer en virkningen på de samlede nominelle eksportinntekter og importkostnader av valutakursendringer.

Siden både Storbritannia og Sverige valgte å stå utenfor ERM, og USA betød mye for norsk utenriksøkonomi, ville stabilisering av kronen i forhold til ERM-valutaene innebære store fluktuasjoner i den effektive kronekursen. Norge valgte i stedet å knytte kronen til den såkalte kurvindeksen. Vektene i kurven gjenspeilte de enkelte lands direkte betydning for norsk utenrikshandel, målt som deres andel av summen av norsk eksport og

¹⁰) ECUens rolle i EF (EU) sitt valutakurssamarbeid er omtalt i Penger og Kreditt 1991/4, kapittel 2.

import (bilaterale handelsvekter). Amerikanske dollar ble gitt en høyere vekt enn andelen tilsa, begrunnet i valutaens betydning for petroleumsvirksomheten.

Norge gav med dette avkall på stabilitet mot de europeiske valutaer til fordel for en tilnærmet nøytral virkning av valutakursbevegelsene på konkurranseevnen. Videre gav en avkall på de avtaler om intervensjonskreditter som EMS innebar. Til gjengjeld antok en at en ville bli mindre utsatt for spekulasjoner når en var knyttet til en kurvindeks. En anså det også som en fordel å beholde en større kurspolitisk handlefrihet enn det deltakelse i EMS kunne gi ¹¹⁾.

Kolonne (1) i tabell 2.5 angir det vektsett og de valutaer som kurven opprinnelig besto av.

Tabell 2.5 Vekter i valutakurven og ECU-indeksen

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
USD	25,0	11,0	—	—	10,9
SEK	18,0	15,0	—	—	12,7
DEM	14,0	17,7	30,3	31,8	14,1
GBP	13,0	14,7	12,6	11,0	13,1
DKK	7,0	6,8	2,5	2,6	4,8
JPY	6,0	6,0	—	—	10,8
FRF	4,0	9,2	19,3	19,9	7,4
NLG	4,0	4,6	9,5	10,0	6,2
FIM	3,0	3,0	—	—	3,5
BEF	2,0	2,4	7,8	8,2	3,1
ITL	2,0	3,3	9,8	8,8	5,3
ESP	—	—	5,3	4,9	2,5
CHF	2,0	1,2	—	—	1,8
ATS	—	1,5	—	—	1,7
CAD	—	3,6	—	—	1,4
LUF	—	—	0,3	0,3	—
IEP	—	—	1,1	1,2	0,7
GRD	—	—	0,7	0,6	—
PTE	—	—	0,8	0,8	—

(1) Kurvens sammensetning des.1978 -aug.1982

(2) Kurvens sammensetning aug.1982- okt. 1990

(3) Beregnede vekter i ECU-indeksen pr 18. oktober 1990. Vekten til f. eks DEM er beregnet ved (kurs NOK pr DEM * 0,6242/kurs NOK pr teoretisk ECU)*100, der 0,6242 er antall enheter DEM hentet fra tabell 2.4

(4) Beregnede vekter i ECU-indeksen pr 9. desember 1992

(5) IMF Konkurranseevnevekter for 1993

Fra desember 1978 var kursindeksen gitt ved

$$I(t)=100 \cdot \sum_{j=1}^{12} W_j \frac{K_j(t)}{K_j(0)}$$

Der:

$I(t)$ = indeksverdi på tidspunkt t

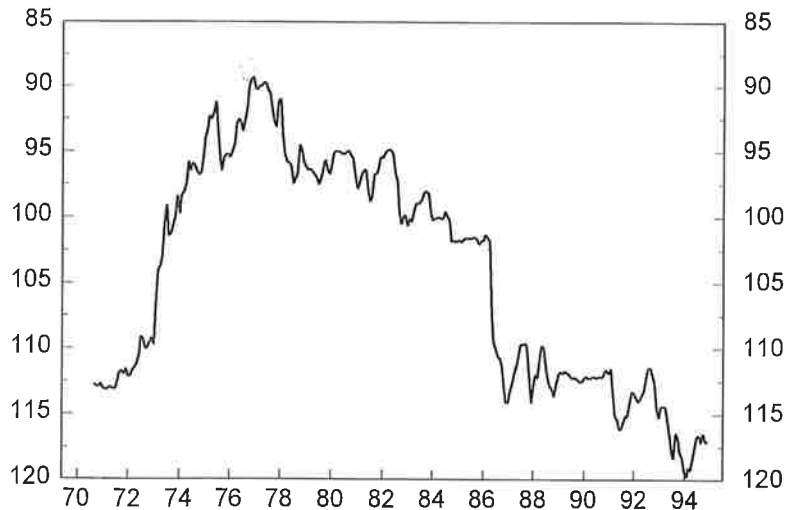
W_j = valuta j 's vekt ($0 < W_j < 1$, $\sum W_j = 1$)

$K_j(t)$ = kursen på valuta j på tidspunkt t , regnet som kroner pr. valutaenhet,

$K_j(0)$ = basiskurs på valuta j

¹¹⁾ Overgangen fra slangesamarbeidet til kurvsystemet er omtalt i Skånland (1983).

Figur 2.3. Kronen målt mot kurvindeksen



Høyere indeksverdi tilsvarer svakere krone. Vektene i kolonne (1) i tabell 5 er benyttet frem til 1.8.82, deretter vektene i kolonne (2). Indeksen er beregnet ved aritmetisk gjennomsnitt av vektene frem til og med 30.06.84, deretter geometrisk gjennomsnitt. Figuren illustrerer at en ikke oppnådde å nøytralisere virkningene av kursbevegelsene på utenriksøkonomien ved hjelp av kurvordningen fra 1978: kronen ble stadig svakere fram til 1986. Disse kursbevegelsene reflekterer den sterke pris- og lønnsveksten i Norge i forhold til handelspartnerne i perioden. Svekkelsen av den nominelle kronekursen dempet appresieringen i den reelle effektive valuta-kursen, og motvirket med andre ord delvis den stadige svekkelsen i landets kostnadmessige konkurranseevne. Etter devalueringen i 1986 holdt man kronekursen fast, men lot den fluktuere innenfor svingningsmarginene på $\pm 2,25$ prosent. Fra 1989 endret man politikk ved å intervensere mer innenfor intervensjonsgrensene, slik at kronekursen ble holdt tilnærmet helt fast til sentralverdien.

Kurvindeksen

Indeksen ble altså beregnet som et aritmetisk gjennomsnitt, og stigende indeksverdi betød svakere krone. Sentralverdien var satt lik 100, og basiskursene var gjennomsnittskurser for august 1978. Kurvindeksens sammensetning og enkeltvalutaenes vekt ble først offentliggjort i mars 1979, mens indeksverdien ble publisert fra høsten samme år. Det var ikke fastsatt noen absolutte svingningsmarginer. Svingningsmarginene ble først offentliggjort i 1985, og var da $\pm 2,25$ prosent.

Som nevnt tidligere startet en periode med en lang rekke devalueringer i 1976. Innenfor kurvordningen skjedde dette både ved endringer i vektsett, indeksens beregningsmåte, endringer i basiskursene og ved oppjustering av sentralverdien for kronen mot indeksen, jf. vedlegget til dette kapitlet.

Den 2. juli 1984 gikk man over til å beregne kursindeksen som et geometrisk gjennomsnitt:

$$I(t) = 100 \cdot \prod_{j=1}^{14} \left(\frac{K_j(t)}{K_j(0)} \right)^{w_j}$$

Ved beregning av indeksverdien som et geometrisk gjennomsnitt oppnår en at de effektive vektene til valutaene ikke endres når kursene beveger seg vekk fra basiskursene.

2.7 Tilknytningen av kronen til ECU

Europeisk prisstabilitet

Fra den 19. oktober 1990 ble kronen ensidig knyttet til teoretisk ECU. Den norske kronen skulle, til forskjell fra valutaene i ERM, ikke stabiliseres mot hver enkelt valuta innenfor ERM, men mot et aritmetisk gjennomsnitt av valutaene. Så lenge paritetene mellom ERM-valutaene ble holdt fast, ville imidlertid ECU-tilknytningen innebære en stabilisering mot hver enkelt av disse valutaene. Verdien av en teoretisk ECU i norske kroner er definert i tabell 2.4. Sentralverdien til en teoretisk ECU ble satt til 7,994 kroner. ECU-tilknytningen medførte ikke noen devaluering eller revaluering. Overgangen til aritmetisk gjennomsnitt igjen innebar at appresierende valutakurser fikk stigende vekt i indeksen (se tabell 2.5 kolonne 3 og 4).

Beslutningen om å knytte kronen til ECU ble blant annet tatt på bakgrunn av ønsket om å binde seg til europeisk monetær stabilitet og markerte et økt ambisjonsnivå når det gjelder prisstabilitet. ECU-området omfattet dessuten en større del av Norges handel i 1990 enn i 1978. I 1991 ble også svenske kroner og finske mark knyttet til ECU. Norge oppnådde dermed nokså stabile valutakurser mot en overveiende del av handelspartnerne. Likevel ble naturlig nok svingningene i den effektive kronekursen (også kalt industriens effektive kronekurs eller konkurransekursindeksen) større, se figur 2.4. Høsten 1990 inngikk Norges Bank swapavtaler med EF-landenes sentralbanker. Disse innebar en tilgang på intervensjonskreditter tilsvarende om lag 16 milliarder kroner ¹²⁾.

Uro i ERM og overgang til flytende kurser

I august 1992 begynte spekulasjoner omkring kursjusteringer innenfor ERM. Forventninger om appresiering av tyske mark mot de svakere valutaene innenfor systemet slo også ut i det norske markedet. Paritetsjusteringer innenfor ERM ville i henhold til kursordningen innebære en svekkelse av kronen mot de sterke valutaene, og det oppstod press nedover på kronekursen. Samtidig var tilliten til den svenske og spesielt den finske ECU-tilknytningen svak på grunn av kostnadsutviklingen i disse landene. Politisk uro, konjunkturedgang og store statsfinansielle problemer førte dessuten til manglende tillit til at de var villige til å bruke «rentevåpenet» til å forsvare valutakursen. Finland oppgav sin ECU-tilknytning 8. september og Sverige 19. november. Uroen flyttet seg da over i det norske markedet. Norges Bank forsvarte kronekursen ved kraftige intervensjoner (jf. figur 2.1) og svært høyt rentenivå i pengemarkedet. Etter som det viste seg umulig å få ned rentenivået uten at valutastrømmet ut, besluttet regjeringen, etter råd fra Norges Bank, å la kronen flyte fritt den 10. desember 1992.

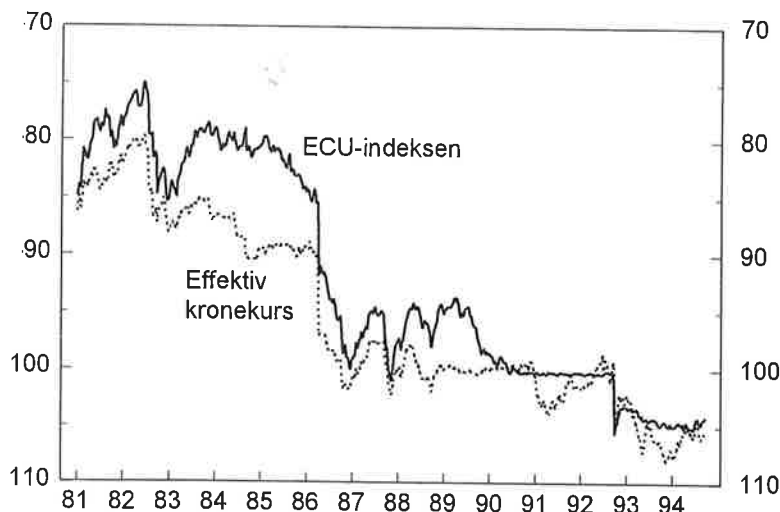
2.8 Flytende valutakurs fra 10. desember 1992

Kronekursen har vært stabil siden den ble flytende

Siden myndighetene ble tvunget til å oppgi fastkursstilknytningen, har kronekursen likevel holdt seg svært stabil mot ECU. Umiddelbart svekket den seg med 6 prosent, men har etter dette holdt seg omkring 3,5 - 5 prosent svakere enn den tidligere sentralverdien (jf. figur 2.1). Retningslinjene for valutapolitikken den første perioden etter at kronen begynte å flyte var at valutareservene skulle bygges opp igjen, og at en med sikte på ny fastkursstilknytning ikke kunne tillate å la kronens verdi synke særlig mye. Sterk

¹²⁾ Tilknytningen av kronen til ECU er omtalt i Christiansen (1990).

Figur 2.4. Den effektive kronekursen og ECU-indeksen



Stigende indeksverdi tilsvarer svakere krone. Den effektive kronekursen er konstruert som et geometrisk gjennomsnitt av handelspartnerenes valutaer veiet med IMF-vekter fra 1980. Vektene justeres årlig i forhold til utviklingen i handelsmønstret. Basiskurser i den effektive kronekursen er satt slik at indeksverdi 100 tilsvarer en ECU-kurs på 7,994. Den effektive kronekursen benyttes av det tekniske beregningsutvalget for inntektsoppgjørene (TBU) som uttrykk for valutakursbevegelsenes virkning på industriens kostnadsmessige konkurranseevne. I forhold til kurvindeksen gir den effektive kronekursen et mer nøyaktig bilde av kursutviklingens virkning på konkurranseevnen, blant annet på grunn av at vektene oppdateres årlig.

svekkelse av kronen ville dessuten innebære en fare for tiltakende prisstigning. Dette innebar at rentenivået i Norge burde holdes omkring nivået i det øvrige Europa. I løpet av første halvår 1993 hadde Norges Bank kjøpt tilbake valuta tilsvarende den valutaen som ble solgt til støtte for kronen høsten 1992.

Ingen tilbakegang til fastkursregime med snevre intervensjonsgrenser

På bakgrunn av uroen i de europeiske valutamarkedene ble det etter hvert klart at en ny fastkursilknytning av samme type som en hadde hatt før, ikke var aktuell. Ved å sette grenser for kursbevegelsene, med tilhørende plikt til å intervensere i «ubegrenset» omfang til støtte for kursene, gir man markedet en opsjon på gevinst ved valutakursfall når det er press på kursen: enten faller kursen eller den holder seg fast, men den vil uansett ikke stige. Dette eliminerer risikoen for valutatap, kostnaden ved spekulasjon begrenser seg således til rentekostnadene. Press mot valutakursen vil nødvendigvis oppstå fra tid til annen, når landene som har faste kurser mot hverandre gjennomgår ulik økonomisk utvikling og har ulik pris- og kostnadsvekst.

De nye retningslinjene for kronens kursordning og pengepolitikken

Regjeringen gav nye retningslinjer for kronens kursordning og pengepolitikken i forbindelse med fremleggelsen av Revidert nasjonalbudsjett den 6. mai 1994¹³⁾. Kronekursen er flytende, men det operative målet for Norges Banks utøvelse av pengepolitikken skal fortsatt være en stabil kronekurs

¹³⁾ Innholdet i forskriften av 6. mai 1994 er utdypet i Revidert nasjonalbudsjett 1994, der også Norges Banks tilrådning til utforming av pengepolitikk under flytende valutakurser er gjengitt. Det vises ellers til Skjæveland og Vikøren (1994).

overfor europeiske valutaer med utgangspunkt i det kursleiet kronekursen har hatt siden den begynte å flyte. Det heter videre i forskriften av 6. mai 1994 at «ved vesentlige endringer i kursen skal virkemidlene innrettes med sikte på at valutakursen etter hvert bringes tilbake til utgangsleiet. Det gjelder ikke svingningsmarginer med tilhørende plikt for Norges Bank til å intervenere i valutamarkedet». Det operative målet for pengepolitikken er i samsvar med tilrådingen fra Norges Bank, men sentralbanken anbefalte i tillegg prisstabilitet som overordnet mål for pengepolitikken. I Revidert nasjonalbudsjett for 1994 uttaler regjeringen at pengepolitikken sammen med øvrige virkemidler må innrettes slik at en oppnår en balansert økonomisk utvikling og at en pris- og kostnadsvekst på linje med eller lavere enn våre handelspartnere er en forutsetning for å oppnå dette. (Se avsnitt 1.2 om målene for pengepolitikken.)

Litteratur:

- Brekke, O. P. (1986): «Norsk valutapolitikk», Norges Banks skriftserie nr 16, Oslo.
- Christiansen, A. B. (1990): «Kronens tilknytning til ECU», *Penger og Kreditt* 1990/4, 195–198, Oslo: Norges Bank.
- Eide, L. T. (1992): «Rente, valutakurs og kurspolitisk regime», *Penger og Kreditt* 1992/1, 43–48, Oslo: Norges Bank.
- Eide, N. T. (1994): «Pengepolitikken i ERM-landene Belgia, Danmark, Frankrike og Nederland», *Penger og Kreditt* 1994/1, 1–7, Oslo: Norges Bank.
- Finansdepartementet (1994): «Virkninger av valutarestriksjoner». Rapport fra en arbeidsgruppe 4.3. 1994, Oslo: Finansdepartementet.
- Frøseth, O. C. (1993): «Forvaltningen av Norges Banks valutaeserver», *Penger og Kreditt* 1993/3, 217–220, Oslo: Norges Bank.
- Holm, Y. og Alstadheim, R. (1993): «Dereguleringen av valutamarkedet: Virkninger på kapitalbevegelsene, og betydning for valutastatistikk og -kontroll», *Penger og Kreditt* 1993/2, 146–154, Oslo: Norges Bank.
- Klovland, J. T. (1987): «Den norske kronens internasjonale verdi i langsiktig perspektiv», i Arne Jon Isachsen (red.): *Penger, Kreditt og valuta. En artikkelsamling*.
- Norges Bank (1991): «ECU som regne- og valutaenhet i EF», *Penger og Kreditt* 1991/4, 129*–138*, Oslo: Norges Bank.
- Norges Bank (1992): «Omsetningen i valutamarkedet – en undersøkelse våren 1992», *Penger og Kreditt* 1992/4, 233–240, Oslo: Norges Bank.
- NOU 1983: 39, «Lov om Norges Bank og pengevesenet».
- NOU 1983:54, «Om revisjon av valutareguleringen».
- NOU 1989:1, «Penger og Kreditt i en omstillingstid».
- Olsen, K. (1990): «Nedbygging av valutareguleringen i Norge», *Penger og Kreditt* 1990/3, 131–137, Oslo: Norges Bank.
- Revidert nasjonalbudsjett 1994: St.meld. nr. 2 (1993–94).
- Sannes, H. (1994): «Økonomisk og monetært samarbeid i EU», *Penger og Kreditt* 1994/2, 106–112, Oslo: Norges Bank.
- Skjæveland, A. og Vikøren, B. (1994): «Innretning av penge- og valutakurspolitikken – tidligere studier og nyere problemstillinger», Arbeidsnotat 7/1994, Norges Bank.
- Skånland, H. (1983): «Norsk valutapolitikk», *Penger og Kreditt* 1983/2, 124–135, Oslo: Norges Bank.
- Svor, A. (1991): «Valutakursnoteringen på Oslo Børs er avviklet», *Penger og Kreditt* 1991/3, 184–187, Oslo: Norges Bank.