

Heinonen, Kerstin

Working Paper

Raha- ja valuuttamarkkinoiden vakaus EMS-maissa

Bank of Finland Discussion Papers, No. 22/1988

Provided in Cooperation with:

Bank of Finland, Helsinki

Suggested Citation: Heinonen, Kerstin (1988) : Raha- ja valuuttamarkkinoiden vakaus EMS-maissa, Bank of Finland Discussion Papers, No. 22/1988, ISBN 951-686-169-5, Bank of Finland, Helsinki, <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-201908051331>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/211525>

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.

TIIVISTELMÄ

Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) luotiin vuonna 1979 ja sen tavoitteena on Euroopan yhteisöiden kesken vakaasti ja tasaisesti toteutettavien taloudellisten ja rahoitustaloudellisten tavoitteiden saavuttaminen. EMS:n toimintaa ja sitä, minkä EMS-järjestelmä kykenee vakaustamaan osallistuvien maiden raha- ja valuuttamarkkinoita, EMS-järjestelmän arvioidaan tähän asti toineen hyvin. Kurssivaihteluiden pienentyminen on kiistatta ollut EMS:n tärkein saavutus. Tämä on johtanut varsin lyhytaikaisten korkojen voimakkaaseen epävakauteen. Pytyykö EMS-järjestelmä myös pitkällä aikavälillä vakaustamaan kurssia riippumatta Euroopan maiden kyvystä saavuttaa tasapainoinen taloudellinen kasvu.

Kerstin Heinonen
Suomen Pankin keskuspankkipolitiikan osasto
27.10.1988

22/88

RAHA- JA VALUUTTAMARKKINOIDEN VAKAUS EMS-MAISSA

Suomen Pankin keskuskeskus
Helsinki 1988
1251 951-588-100-2
1251 0788-3873

TIIVISTELMÄ

Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) luotiin vuonna 1979 ja sen tavoitteena oli rakentaa talousyhteisömaiden kesken vyöhyke, jolla vallitsisi rahataloudellinen stabiliteetti. Selvityksessä tarkastellaan EMS:n toimintaa ja sitä, onko EMS-järjestelmä kyennyt vakauttamaan osallistuvien maiden raha- ja valuuttamarkkinoita. EMS-järjestelmän arvioidaan tähän asti toimineen hyvin. Kurssivaihteluiden pienentyminen on kiistatta ollut EMS:stä jäsenille koituva hyöty. Kurssivakaus näyttää kuitenkin useimmissa EMS-maissa johtaneen varsinkin lyhytaikaisten korkojen suurempaan epävakaisuuteen. Pystyykö EMS-järjestelmä myös pitkällä aikavälillä vakauttamaan kurseja riippuu viime kädessä Euroopan maiden kyvystä saavuttaa tasapainoinen taloudellinen kasvu.

TIIVISTELMÄ

1971 vuoden alkuun (EMS) luovutettiin
ja sen tavoitteena oli vahvistaa talouspolitiikan
kesken vakautea, jolla valittaisiin talouspolitiikan
stabiilius. Seurauksena tarkasteltiin EMS:n toiminta-
tas ja sitä, onko EMS-järjestelmä kyennyt vahvistamaan
osallistuvien maiden talous- ja valvontajärjestelmän
järjestelmän erilaisten talous- ja valvontajärjestelmien
kannattavuuden pienentymisen on kiistatonta
EMS:n jäsenille koituu hyöty. Kurssivakaus näytetään
kuitenkin osittain EMS-maissa jatkuvan vakauteen
tyypillisten korkojen suuren epävakautuksen.
Myös EMS-järjestelmä myös sisältää alustavasti
vakaustaan kurssin riippuen väliin kansainvälinen
maiden kyvyt saavuttaa tasapainoinen talouspolitiikka.

Suomen Pankin julkaisukeskus
Helsinki 1988
ISBN 951-696-169-5
ISSN 0796-3672

1. JOHDANTO

Euroopan valuttajajärjestelmä (EMS) luovutettiin vuonna 1971
ja sen tavoitteena oli vahvistaa talouspolitiikan
osallistuvien maiden talous- ja valvontajärjestelmän
stabiilius. Seurauksena tarkasteltiin EMS:n toiminta-
tas ja sitä, onko EMS-järjestelmä kyennyt vahvistamaan
osallistuvien maiden talous- ja valvontajärjestelmän
järjestelmän erilaisten talous- ja valvontajärjestelmien
kannattavuuden pienentymisen on kiistatonta
EMS:n jäsenille koituu hyöty. Kurssivakaus näytetään
kuitenkin osittain EMS-maissa jatkuvan vakauteen
tyypillisten korkojen suuren epävakautuksen.
Myös EMS-järjestelmä myös sisältää alustavasti
vakaustaan kurssin riippuen väliin kansainvälinen
maiden kyvyt saavuttaa tasapainoinen talouspolitiikka.

SISÄLLYS sivu

1.	JOHDANTO	7
2.	EMS-SOPIMUKSEN RAKENNE	7
3.	VALUUTTAKURSSIEN VAKAUS EMS-MAISSA	10
4.	EMS:N HINTAKEHITYS	13
5.	LYHYIDEN KORKOJEN VAIHTELUT	15
6.	EMS:N MERKITYS OSALLISTUVILLE MAILLE LAAJASTI ARVIOIDEN	20
7.	EMS:N INTERVENTIOMEKANISMIN MUOTOUTUMINEN	21
8.	KURSSINMUUTOKSET EMS:SSÄ	24
9.	LOPUKSI	30

LÄHDEKIRJALLISUUS

Kurssivakautta koskeva tutkimus on ollut valuttajajärjestelmän
korkokehityksen vaikutus. On todettava, että vain
harvoilla valuttajajärjestelmillä on osallistujien
talouspolitiikkaa koskevat vaikutukset. Tämä johtuu siitä, että
talouspolitiikkaa koskevat vaikutukset ovat yleensä
pieniä ja ne eivät ole riittäviä vaikuttamaan
talouspolitiikkaan.

2. EMS-sopimuksen rakenne

EMS:n sisällä on kolme keskeistä aluetta. Ensimmäinen
aluetta on talouspolitiikka, joka sisältää
kannattavuuden vahvistamisen ja valvontajärjestelmän
stabiiliuden. Toiseksi on osallistuvien maiden
välillä suhteessa toisiinsa ja suhteessa kolmanteen
EMS-valuttajajärjestelmän keskuspankin toimintaan
kansainvälinen valuuttajärjestelmä, joka pysyy muuttumattomana,
kunnes EMS:n sisällä suoritetaan uudelleenjärjestelyitä.

1. Johdanto

Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) luotiin vuonna 1979 ja sen tavoitteena oli rakentaa talousyhteisömaiden kesken vyöhyke, jolla vallitsisi rahataloudellinen stabiilitteetti. EMS:n kurssiyhteistyömekanismi on kiistatta onnistunut vakauttamaan suhteellisen hyvin lyhyen ajan kurssivaihtelut järjestelmään osallistuvien maiden valuuttojen välillä. Yhdeksään vuoteen mahtuu kuitenkin 11 kurssitasojen tarkistusta EMS:n sisällä.

Selvityksessä tarkastellaan EMS-järjestelmän toimintaa sekä EMS-järjestelyjen kykyä vakauttaa raha- ja valuuttamarkkinoita. EMS:n tekninen rakenne on varsin seikka-peräisesti käsitelty monissa julkaisuissa (kts. mm. Jän-näri 1983). Sen takia tässä pyritään lähinnä arvioimaan EMS-järjestelmän kiinteäkurssirajoitteen merkitystä osallistuville maille ja empiirisesti selvittämään sitä vaikutusta, mikä EMS:llä on ollut valuuttakurssi- ja korkokehityksen vakauteen. On mahdollista, että esim. tarve harjoittaa koordinoitua rahapolitiikkaa on vaimen-tanut paitsi valuuttojen niin myös korkojen liikkeitä, mutta yhtä todennäköistä on, että kurssivakaus on saavu-tettu lisääntyneiden korkovaihteluiden kustannuksella.

2. EMS-sopimuksen rakenne

EMS pitää sisällään kolme keskeistä elementtiä. Ensinnä-kin siihen kuuluu laskennallinen rahayksikkö ECU, joka koostuu kiinteistä määristä EMS-jäsenmaiden valuuttoja (korivaluutta). ECU:n avulla seurataan valuuttojen liik-keitä suhteessa toisiinsa ja suhteessa koriin. Kaikille EMS-valuutoille määrätään keskuspankkien toimesta viral-linen ECU-keskuskurssi, joka pysyy muuttumattomana, kunnes EMS:n sisällä suoritetaan uudelleenjärjestelyitä

("realignments"). Keskuspankit ovat myös siirtäneet osan valuuttavarannoistaan Euroopan valuuttayhteistyörahaston (EMCF) haltuun ja saaneet rahastolta vastaavan suuruisen ECU-määräisen saatavan.

Toiseksi EMS rakentuu kiinteisiin, joskin säädeltävissä oleviin valuuttakursseihin osallistuvien maiden kesken. Valuuttakurssiyhteistyöhön kuuluva valuuttakurssimekanismi (ERM) on rakennettu periaatteelle, että kunkin mukana olevan maan valuutta on sidoksissa toisen jäsenen valuttaan ja voi liikkua ainoastaan määrätyn vaihtelun alueen ("parity grid") sisällä. Päivittäiset kurssit voivat vaihdella enintään +/- 2,25% (Italian liira +/- 6 %) kahdenvälisen keskuskurssien ympärillä.

Vaikka valuuttayhteistyön jäsenet pitävätkin keskinäiset valuuttakurssinsa sallitun vaihteluvälin puitteissa, niin valuttojen annetaan kyllä vapaasti ulkopuolisiin valuttoihin nähden. EMS:iin kuuluvista maista Englanti ja Kreikka ovat jääneet ERM-järjestelmän ulkopuolelle, joten näiden maiden valuttojen liikkumavaraa ei rajata.

ERM-valuttojen kahdenvälisen kurssien järjestelmää täydentämään on kehitetty ns. divergenssi-indikaattori, jonka tarkoituksena on varoittaa aikaisessa vaiheessa valuuttakurssin mahdollisesta törmämisestä sallitun vaihtelun alueen rajoihin. Se osoittaa, mikä valuutta poikkeaa muiden kehityksestä, jotta ao. maa voisi ryhtyä korjaaviin talouspoliittisiin toimenpiteisiin.

Luottomekanismit muodostavat EMS:n kolmatta ja viimeistä elementtiä. Pakollisia interventioita varten on ERM-jäsenille kehitelty ns. erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestelmä (VSTF). Sen lisäksi on olemassa seuraavat kaikille talousyhteisön jäsenille tarkoitetut rahoitusjärjestelmät; lyhyen ajan valuuttatukijärjestely (STMS), keskipitkän ajan rahoitusjärjestely (MTFA), EY:n lainafasiliteetti sekä subventoidut rakennelainat.

VSTF-järjestelmä takaa periaatteessa ERM-jäsenille rajoittamat varat, sillä vahvan valuutan maan keskuspankki on velvollinen myöntämään interventioluoton heikon valuutan maan keskuspankille aina kun tämän valuutta saavuttaa alarajansa vahvaan valuttaan nähden. Muut rahoitusjärjestelmät eivät ole erityisesti EMS:iin liittyviä.

EMS:n avulla pyritään tiivistämään jäsenmaiden rahapolitiittista yhteistyötä ja saamaan aikaan luotettavia ja vakaita kurssisuhteita jäsenmaiden valuttojen välillä, eli pitempiaikaista kurssistabiliteettia. Pitkän aikavälin tavoitteena on EY:n rahaliitto eli Euroopan valuuttayhteistyörahaston muuntaminen Euroopan valuuttarahastoksi.¹

EMS-sopimuksen rakenne on läpikäynyt varsin vähäisiä institutionaalisia muutoksia olemassaolonsa aikana. Kesäkuussa 1985 EMS-sopimusta hieman muutettiin, jolloin mm. ECU:n merkitystä vahvistettiin, eli sallittiin, että ECU:a rajoitetusti voidaan mobilisoida interventiovaluttojen hankkimiseksi. Vuonna 1987 keskustelu EMS:n kehittämisestä vilkastui uudelleen. Syyskuussa Nyborgissa EMS-maiden valtiovarainministerit sopivat EMS-yhteistyönsä tiivistämisestä ja erityisesti siitä, että keskuspankit tietyin ehdoin voivat käyttää erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestelmää myös interventiorajojen sisäpuolella tapahtuvissa ns. intramarginaalisissa in-

¹ Vakaita valuuttakursseja ei sinänsä pidetä päämääränä vaan hyödyllisenä välitavoitteena, joka edistäisi EY-maiden kauppaa ja resurssien tehokasta käyttöä. Edistymistä kohti talousliittoa voi ainoastaan tapahtua silloin, kun maiden talouskehitys vähitellen muuttuu yhdenmukaisemmaksi ("konvergenssi"), mikä edellyttää myös eri maiden talouspolitiikan keskinäistä yhteensovittamista. EMS:n piirissä käytetään tosin usein suppeata määritelmää konvergenssi-käsitteelle; se on rahataloudellisten olojen muuttuminen yhdenmukaisiksi, mikä puolestaan johtaa hintojen ja kustannusten vakautteen.

terventioissa. Missä määrin uusi yhteistyömuoto myös käytännössä pysyvämmin tulee johtamaan Bundesbankin myöntämiin Saksan markkamääräisten luottojen vapauttamiseen VSTF:stä interventioden rahoittamiseksi, jää nähtäväksi. Loka- ja marraskuussa 1987 VSTF:ää käytettiin ensimmäisiä kertoja tähän tarkoitukseen.

Kumpikaan edellä mainitusta EMS:n kehittämiseen tähtäävä päätös ei oleellisesti muuta EMS-sopimusta. Melko yleinen käsitys onkin, ettei EMS enää nykymuodoltaan paljon voi muuttua, esim. kehittyä sitovammaksi, ilman että tällainen askel vaatisi huomattavaa poliittista aloitetta.² Tämänsuuntaisia vaatimuksia taas on aivan viime aikoina esitetty, koska EMS:n vahvistuminen on oleellinen osa Euroopassa vireillä olevia integraatiopyrkimyksiä, joihin liittyy suunnitelmia mm. yhteisestä keskuspankista ja yhteisestä valuutasta. Tämä ei kuitenkaan ole aivan lähivuosien asia. Näitä kaavailuja ajankohtaisempana kysymyksenä on selvästi mm. Englannin mukaantulo ERM:iin. Vaatimuslistalla on myös Italian liiran vaihtelualueen kaventaminen.

3. Valuuttakurssien vakaus EMS-maissa

Useissa empiirisissä tutkimuksissa on paneuduttu kysymykseen, missä määrin EMS on tuonut mukanaan kurssi-stabiliteettia jäsenmaihin. Niissä analysoidaan kurs-

² Alkuvuodesta 1986 EY pääsi periaatteelliseen yksimielisyyteen Rooman sopimusta osin muuttavasta ja osin täydentävästä uudistamispaketin sisällöstä ("Single European Act"). Yhtenäisyysasiakirja vahvistaa, että EY:n päämääränä tulee olla EY:n yhdentyminen ja rahaliiton perustaminen. Yhtenäisen markkina-alueen muodostamisen edellytyksenä on eri maiden talouspolitiikan (ml. rahapolitiikan) yhdenmukaistuminen. EY:n kommissio on jatkotoimenpiteinä kesäkuussa 1986 ns. Valkoisessa kirjassaan esittänyt toimintaohjelman sisäisten markkinoiden toteuttamiseksi sekä aikataulun pääomanliikkeiden vapauttamiseksi.

sien lyhyen ajan epävakaisuutta (variability eli vaihtelevuus) erilaisia yksinkertaisia tilastollisia määritteitä ja menetelmiä käyttäen (esim. tasovaihtelut sellaisenaan, kurssimuutosten vaihtelut, poikkeamat trendistä jne.). Lähestymistapa voidaan valita hyvin monella tavalla ja kurssit voivat olla nimellisiä, reaalisia, bilateraalisia tai effektiivisiä. Sillä, kootaanko aineisto päivittäisistä tai esim. kuukausittaisista kurssitiedoista, ei ole todettu olevan suurempaa vaikutusta tuloksiin.

Kansainvälinen valuuttarahasto on hiljattain tehnyt seikkaperäisiä empiirisiä laskelmia valuuttakurssien vaihteluista EMS:ssä (Ungerer et al 1983 ja 1987). Rahaston tutkimuksissa, kuten poikkeuksetta kaikissa muissakin tutkimuksissa, todetaan, että ERM:iin kuuluvien maiden sisäiset (intra-ERM) kurssivaihtelut ovat pienentyneet EMS:n olemassaoloaikana verrattuna vuosien 1974-78 kehitykseen. Tulos pätee riippumatta siitä, tarkastellaanko nimellisiä vaiko reaalisia kurssseja. Sen sijaan EMS:n ulkopuolelle jääneiden tärkeiden varantovaluuttojen eli dollarin, jenin ja punnan vaihtelut ovat samana ajanjaksona lisääntyneet.

Nämä tulokset tulkitaan usein suoraan osoitukseksi siitä, että EMS-järjestelmä on kyennyt vakauttamaan kurssseja. Tämä päätelmä voi kuitenkin olla ennenaikainen mitä tulee EMS:n kykyyn pitkällä aikavälillä vakauttaa kurssseja.

Lyhyen ajan kurssivaihtelevuuden pienentyminen EMS:ssä ei ole ollut yllättävää. On ollut täysin odotettavissa, että nimellinen kurssikehitys pysyy suhteellisen vakaana järjestelmässä, jonka mekanismit tähtäävät kurssivaihteluiden vaimentamiseen. EMS-valuuttojen effektiiviset kurssit eivät näytä samanlaista yleistä vaihteluiden pienentymisen trendiä koska EMS-valuuttojen vaihtelu

ulkopuolisiin valuuttoihin nähden on enimmäkseen ollut suurempaa EMS:n periodilla kuin ennen EMS:iä.

Tarkasti ottaen em. empiiriset laskelmat tuottavat tuloksena, ilman kausaalisuhdetta, vain sen, että EMS:n perustaminen ajallisesti osuu yhteen sen kanssa, että kurssivaihtelut EMS-alueella sen jälkeen pienenevät. Mitään vastaavaa ei samalla periodijaolla voida havaita muiden valuuttojen kohdalla. Enempää ei varmuudella voida päätellä EMS:n merkityksestä. Tutkimusmenetelmän puutteena on myös, ettei EMS-maille voida luoda aitoa vertailutilannetta, eli miten EMS-maiden valuutat olisivat kehittyneet vuoden 1979 jälkeen ilman EMS:iä. "Testiryhmän" (ei-ERM), eli päävaluuttojen keskinäisten kurssivaihteluiden osalta tulosten kirjavuus (esim. IMF:n tutkimuksessa ei voitu todeta mitään selvää trendiä 1979 jälkeen) taas ei ole yllättävä, ottaen huomioon ryhmän heterogeenisuus.

Giavazzi ja Giovannini (1986) ovat tosin osoittaneet, että EMS:n perustamisen jälkeen dollarin (effektiivinen kurssi) kurssinmuutokset aiheuttavat paljon pienempiä muutoksia EMS-maiden bilateraalisissa kurseissa (EMS-maiden Saksan markan kurssit) kuin ennen EMS:iä. Tämä tulos viittaa siihen, että EMS eristää jäsenmaiden valuutat ja suojaa niitä ulkopuolisilta kurssinmuutospaineilta.

Havainto, että lähinnä odottamattomat kurssimuutokset aiheuttavat taloudenpitäjille kustannuksia, on saanut eräät ekonomistit erittelemään kurssivaihteluiden ennakoitavissa olevat ja odottamattomat komponentit toisistaan sekä testaamaan onko jälkimmäisten vaihtelevuus pienentynyt ERM-valuuttojen osalta maaliskuun 1979 jälkeen. Kun tulos niissä osoittaa, että näin on käynyt, on pääteltävissä, että EMS:n sisällä kurssiepävarmuus on pienentynyt ja kurssiennusteet ovat muuttuneet luotettavimmiksi. Laaja tulkinta näiden tutkimusten tuloksista

voisi olla, että EMS on kyennyt voimistamaan odotuksia osallistuvien maiden talouspolitiikan luotettavuudesta. Rogoffin mielestä (1984) EMS on kuitenkin pikemmin parantanut bilateraalisten kurssien ennakoitavuutta kuin pysyvästi tehnyt kurseja vakaammiksi.

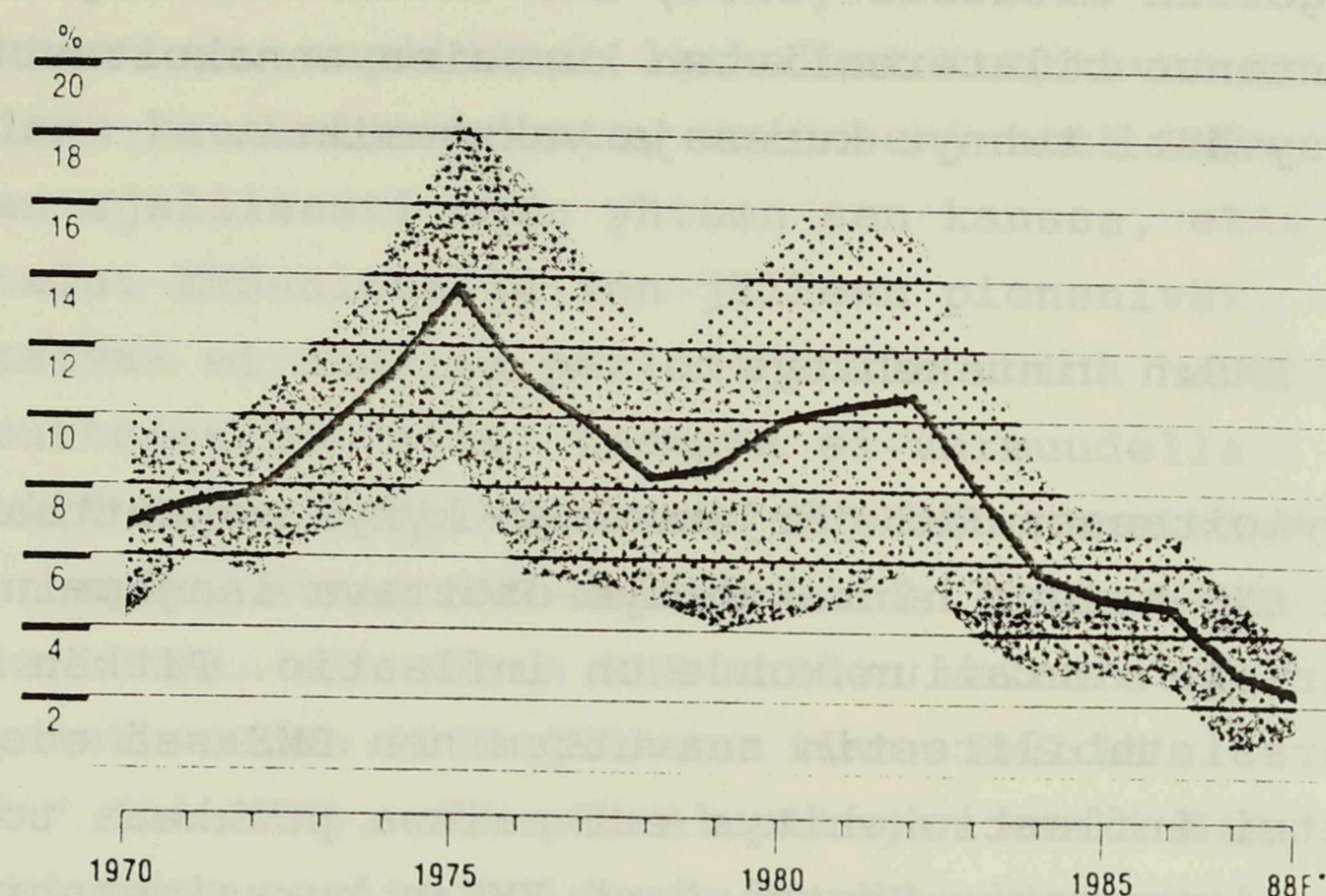
4. EMS:n hintakehitys

Arvioitaessa EMS-järjestelmän kykyä vakauttaa kurseja, on EMS-maiden hintakehitys otettava laajemmin huomioon. Tärkein vertailun kohde on inflaatio. Pitkän aikavälin kurssistabiliteetin saavuttaminen EMS:ssä edellyttäisi, ettei inflaatiokehitys eri maissa poikkeaa toisistaan mainittavasti. Käytännössä EMS:n kurssimekanismi kehittää tiettyä painetta jäsenten inflaatioerojen pienentymiselle. Alhaisimman inflaation maa, eli Saksan liittotasavalta, asettaa sen normin, mitä kohti muutkin maat orientoituvat.

Inflaation kohdalla EMS:n aikaansaannokset eivät ole olleet niin selviä. EMS:n alkuaikana inflaatio nousi ja maiden inflaatioerot jopa kasvoivat. Periodi oli tosin myös toisen öljykriisin aikaa, jolloin inflaatio maailmanlaajuisesti kiihtyi. Vasta aivan viime vuosien aikana EMS-maiden väliset inflaatioerot ovat jossain määrin kaventuneet samalla kun inflaatiovauhti yleisesti on laskenut (kuvio 1). Inflaation laantumista ei kuitenkaan voida pitää erikseen EMS:lle tunnusomaisena ilmiönä, koska näin on käynyt lähes kaikkialla, kun harjoitettu inflaation vastainen talouspolitiikka on alkanut tuottaa tulosta.

EMS:n kaltainen kiinteä valuuttayhteistyö vähentää jäsenten mahdollisuuksia harjoittaa itsenäistä talouspolitiikkaa. Käytännössä keskuskurssien ympärillä oleva vaihteluväli on kuitenkin joustoelementti EMS:ssä, joka

Kuvio 1: ERM-JÄSENTEN INFLAATIO 1970 - 1988



— BKT deflaattori
ERM-maiden keskiarvo

▨ "Konvergenssi"-aste
7 ERM-maan keskiarvo +/- standardipoikkeama

F* = OECD:n ennuste

Lähde: AMEX Bank Review No 8, 1987

antaa maille aikaa sopeutua ja sallii tietyt inflaatioerot maiden välillä. Heikkojen valuuttojen maat ovat käyttäneet tätä talouspoliittista liikkumavaraa hyväkseen ja ajoittain pitäneet kurssinsa yliarvostettuna parantaakseen reaalista kilpailukykyään. Italiaa on mm. moitittu inflaationsa viemisestä ulkomaille liiran arvonnousun muodossa. Ajan myötä korkean inflaation maiden vaihtotaseongelmat vaativat kuitenkin joko kotimaisia vakauttamistoimenpiteitä tai kurssien nimellistasojen korjauksia.

5. Lyhyiden korkojen vaihtelut

Rahataloudellinen vakaus EMS-maissa saavutetaan siinä tapauksessa, että käyttäytyminen raha- ja valuuttamarkkinoilla yleensä tasaantuu. Vaikka EMS:n saavutuksena kiistatta voidaan pitää kurssivaihteluiden pienentymistä, on silti mahdollista, että kurssivakausta on seurannut varsinkin lyhytaikaisten korkojen suurempi epävakaisuus. Kurssivaihteluiden tukahduttaminen voi johtaa korkojen suurempiin heilahduksiin. ERM-jäsenyyden hinta on silloin korkea. Tätä perustelua voidaan käyttää ERM:iin liittymistä vastaan, sillä on todennäköistä - hyvinvointinäkökohtiin viitaten - että avoimen sektorin agentit paremmin voivat suojautua kurssivaihteluita vastaan kuin taloudenpitäjät koronvaihteluilta.

Mutta ei ole itsestään selvää, että kurssiepävakaisuus pelkästään on siirtynyt kurssista korkoihin. EMS kykenee ehkä muokkamaan markkinoiden odotukset niin, että jäsenyydestä seuraa todellinen hyöty. Jos jäsenyys lisää talouspolitiikan uskottavuutta, spekulatiota kurssitasoja kohtaan ei ehkä esiinny niin usein, jolloin sekä kurssien että korkojen vaihtelu vähenee.

On joitakin haja-arvioita korkojen (joskus korkoerojen) varianssista, mutta tulokset laskelmista vaihtelevat paljon. Taylor ja Artis (1988) ovat tutkineet, missä määrin korkotason vaihtelevuus EMS-maissa on muuttunut vuoden 1979 jälkeen verrattuna vuosiin 1973-78. Tekijät eivät havainneet minkään EMS-valuutan kohdalta lisääntyntä korkovaihtelua. Vaihtelevuuden pienentyminen oli tosin huomattavaa ainoastaan Italian liiran ja Hollanin guildenin osalta. Dollarikorot osoittivat samana ajanjaksona suurempaa vaihtelua vuoden 1979 jälkeen mutta Englannin punnan korot pienempää.

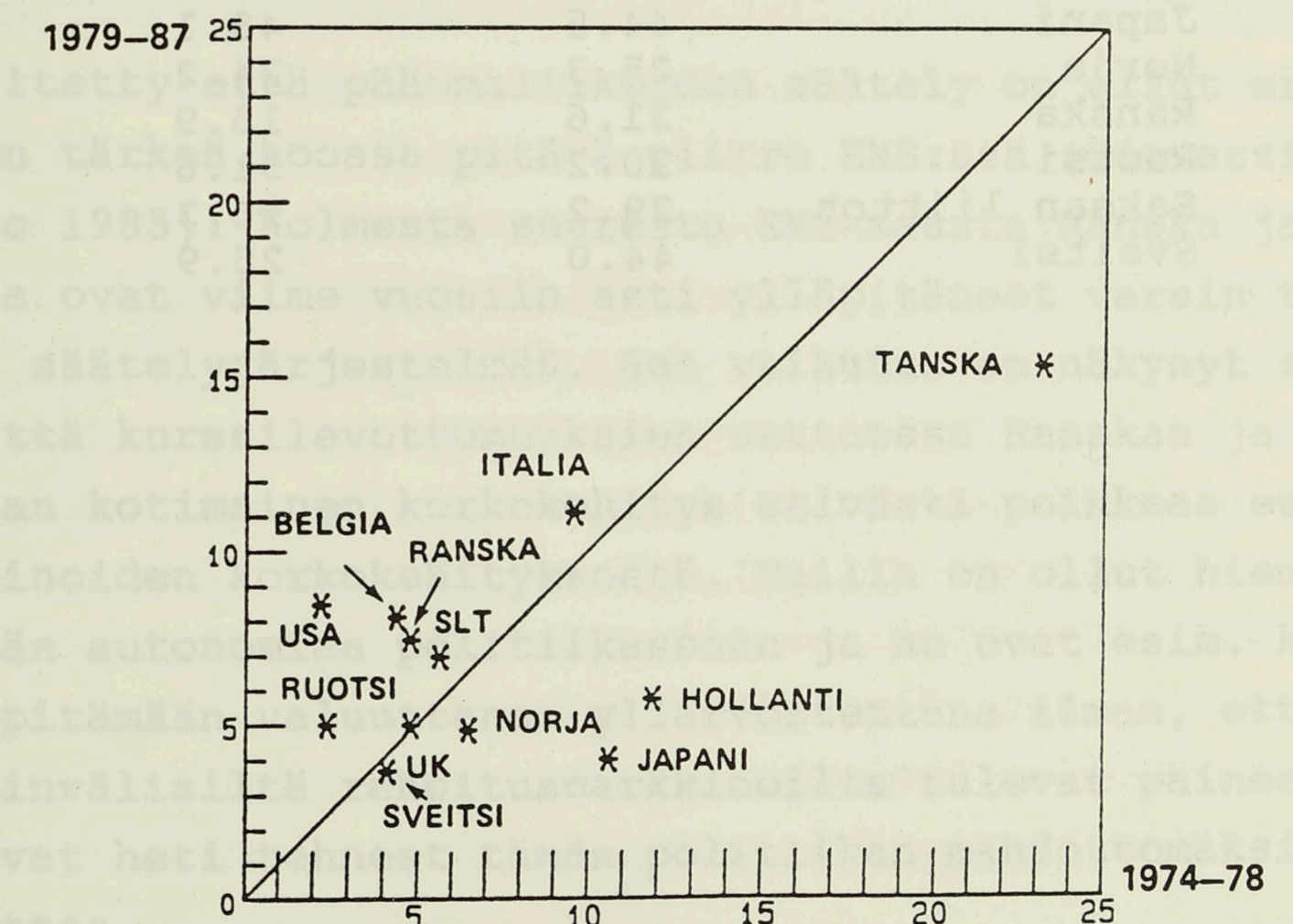
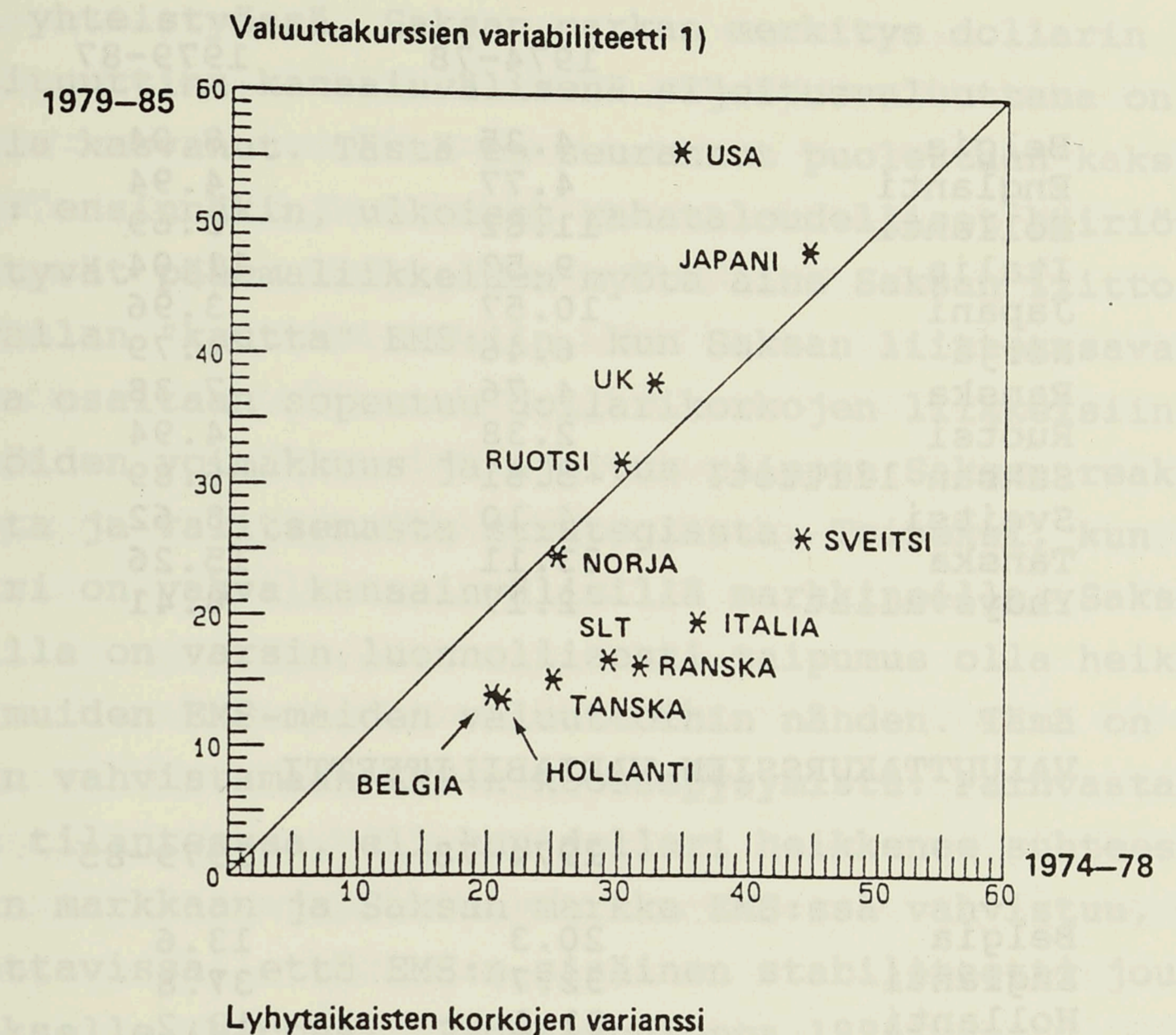
Kurssi- ja korkovaihteluiden mahdollisen trade-offin valaisemiseksi Heikki Solttila suoritti EMS-maiden ja

eräiden vertailumaiden lyhytaikaisten korkojen osalta varianssilaskelmia EMS-periodille ja periodille ennen EMS:iä. Korkojen variansseja verrattiin IMF:n laskemiin kurssivaihteluihin. Tulokset esitetään kuviossa 2. Taylor'in ja Artis'in tuloksesta poiketen Suomen Pankin laskelmat osoittivat yleensä suurempia korkovaihteluita vuoden 1979 jälkeen. EMS-maista ainoastaan Alankomaiden ja Tanskan kohdalla sekä kurssi- että korkovaihtelu oli pienempi vuoden 1979 jälkeen. Kahden vertailuryhmän maan, eli Norjan ja Sveitsin osalta, havaittiin myös sekä kurssi- että korkovaihteluiden pienenemistä.

Korkotasojen absoluuttisen vaihtelevuuden tarkasteleminen on suora, muttei ainoa tapa käsitellä korkojen ilmentämää epävakaisuutta. Korkotasojen kansalliset erot ovat tärkeitä valuuttojen kysyntään vaikuttavia tekijöitä ja korkoerojen vaikutus kurssikehitykseen on ilmeinen. Korkoeroa kasvattamalla maat voivat viivyttää ja peräti estää paineiden kehittymistä valuuttamarkkinoilla.

Monet tekijät sen sijaan määräävät EMS-maiden korkokehityksen (kts. mm. Kneeshaw, Van den Bergh 1985). Pienten EMS-maiden korkokehitys myötäilee Saksan liittotasavallan kehitystä maiden sopeuttaessa korkojaan niin, että korkoero Saksan markkaan nähden on riittävän suuri. Nimelliset korot ovat useimmissa EMS-maissa olleet korkeammat kuin Saksan liittotasavallassa, mutta useimmissa tapauksissa inflaatiokin on pysynyt korkeampana. Ranska ja Italia ovat noudattaneet itsenäisempää rahapolitiikkaa EMS:ssä. Osoituksena tästä on, että Ranskan ja Saksan lyhyet korot korreloivat enemmän (0.84) ennen EMS:iä kuin EMS:n aikana (0.66) (IMF 1986).

KUVIO 2. KURSSI- JA KORKOVAIHTELUIDEN TRADE-OFF



1) ERM:in bilateraaliset nimelliskurssit (IMF, Occasional Paper No 48)
Diagonaalilla olevilla mailla on sama keskimääräinen arvo vuosina 1979-87 (85) kuin 1974-78. Diagonaalin alapuolella (yläpuolella) olevilla mailla on alempi (korkeampi) keskimääräinen arvo 1979-87 (85) kuin 1974-78.
Mitä suurempi on etäisyys diagonaalista, sitä suurempi on periodien välinen vaihteluero.

TAULUKKO 1.

LYHYTAIKAISTEN KORKOJEN VARIANSSI

	1974-78	1979-87
Belgia	4.35	8.04
Englanti	4.77	4.94
Hollanti	11.82	5.69
Italia	9.53	11.04
Japani	10.57	3.96
Norja	6.46	4.79
Ranska	4.76	7.38
Ruotsi	2.38	4.94
Saksan liittot.	5.61	6.89
Sveitsi	4.10	3.62
Tanska	23.11	15.26
Yhdysvallat	2.17	8.41

VALUUTTAKURSSIEN VARIABILITEETTI

	1974-78	1979-85
Belgia	20.3	13.6
Englanti	32.7	37.8
Hollanti	21.1	13.2
Italia	36.0	19.3
Japani	44.5	48.1
Norja	25.3	24.2
Ranska	31.6	15.9
Ruotsi	30.2	31.6
Saksan liittot.	29.2	16.3
Sveitsi	44.0	25.9

Vakautensa takia Saksan markasta on EMS:n perustamisen jälkeen tullut keskeinen väline Euroopan rahapoliittisessa yhteistyössä. Saksan markan merkitys dollarin substituuttina kansainvälisenä sijoitusvaluuttana on samalla kasvanut. Tästä on seurannut puolestaan kaksi asiaa: ensinnäkin, ulkoiset rahataloudelliset häiriöt välittyvät pääomaliikkeiden myötä aina Saksan liittotasavallan "kautta" EMS:iin, kun Saksan liittotasavalta omalta osaltaan sopeutuu dollarikorkojen liikkeisiin. Häiriöiden voimakkuus ja ajoitus riippuu Saksan reaktioista ja valitsemasta strategiasta. Toiseksi, kun dollari on vahva kansainvälisillä markkinoilla, Saksan markalla on varsin luonnollisesti taipumus olla heikko myös muiden EMS-maiden valuuttoihin nähden. Tämä on omiaan vahvistamaan EMS:n koossapysymistä. Päinvastaisessa tilanteessa, eli kun dollari heikkenee suhteessa Saksan markkaan ja Saksan marka EMS:ssä vahvistuu, on odotettavissa, että EMS:n sisäinen stabiliteetti joutuu koetukselle (Micossi, Padoa Schioppa 1984).

On väitetty että pääomaliikkeiden säätely on ollut erityisen tärkeä koossa pitävä piirre EMS:ssä (Giavazzi, Pagano 1985). Kolmesta suuresta EMS-maasta Ranska ja Italia ovat viime vuosiin asti ylläpitäneet varsin tehokasta säätelyjärjestelmää. Sen vaikutus on näkynyt siinä, että kurssilevottomuuksien sattuessa Ranskan ja Italian kotimainen korkokehitys selvästi poikkeaa euromarkkinoiden korkokehityksestä. Mailla on ollut hieman enemmän autonomia politiikassaan ja ne ovat esim. kyenneet pitämään valuuttansa yliarvostettuna ilman, että kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta tulevat paineet olisivat heti tehneet tämän politiikan mahdottomaksi toteuttaa.

6. EMS:n merkitys osallistuville maille
laajasti arvioiden

EMS-kurssiyhteistyön ansioksi on joskus haluttu nähdä, että EMS-maiden talouspolitiikan yhteensovittaminen on voimistunut ja että talouspoliittinen ajattelu EMS-maissa on muuttunut samankaltaiseksi. Talouspoliittisessa "yhdentymisessä" on pitkälti ollut kyse yhteisestä näkemyksestä inflaationvastaisen talouspolitiikan välttämättömyydestä. Sen seurauksena rahapoliittiset tavoitteet on yleisesti ottaen kaikkialla asetettu restriktiivisiksi.

Pitkän aikavälin kurssistabiliteetin kannalta lienee tärkeintä, että taloudellinen kehitys EMS-jäsenmaissa yhdenmukaistuu ja on vakaa. Mutta EMS-maiden talouskehitys ei ole yhtä selvästi yhdenmukaistunut.

EMS:n perustamisen aikoihin saattoivat Euroopan maiden talouspolitiikan painopistealueet huomattavasti poiketa toisistaan, Saksan painottaessa inflaation hillintää ja muiden maiden työllisyyttä. Toinen öljykriisi ja tarve löytää yhteinen strategia sen seurausten lievittämiseksi lähensi EMS-maiden näkemyksiä ja yhdisti niiden talouspoliittisia tavoitteita. On silti vaikeata näyttää toteen, että koko tämä prosessi olisi EMS:n ansiota. Eikä tavoitteiden samankaltaisuus ole riittänyt viemään rahapolitiikan yhdentymiseen EMS-maissa. Kääntäen voi silti väittää, että yhteinen näkemys anti-inflatoorisen talouspolitiikan välttämättömyydestä on ollut tekijä, jolla on ollut keskeinen merkitys EMS-järjestelmän koossapysymiselle ja tähänastiselle toimivuudelle.

Perusteellinen selvitys siitä, millä tavalla EMS-maiden tapa yhdistää kiinteitä ja kelluvia kursseja on parantanut maiden kykyä torjua häiriöitä ja edistänyt maiden taloudellista vakautta, vaatisi systemaattista analyysia EMS-maiden keskinäisistä riippuvuussuhteista ja talous-

politiikan yhteensovittamisen edellytyksistä (Padoa Schioppa 1984). Jo määrällinen arvio siitä, missä määrin EMS on muovannut ja rajoittanut yksittäisten jäsenmaiden talouspoliittista liikkumavaraa, on pulmallinen.

EMS:n instrumenttivalikoima on melko suppea eivätkä instrumentit puutu pysyvästi jäsenmaiden rahamarkkinoiden oloihin. Kurssiyhteistyöhön osallistuvien maiden muu rahapoliittinen yhteistyö kuin korko- ja interventio-politiikka ei ole edes EMS:n rajaamaa. Mailla ei ole kiinteästi koordinoitua rahapolitiikkaa ja esim. Saksan liittotasavallalla, Ranskalla ja Italialla on mm. itsenäisiä kasvutavoitteita rahan määrälle.

Saksan liittotasavallan rahapolitiikka on koko EMS:n painopiste. Maan rahapolitiikka perustuu kuitenkin edelleen rahanmäärän säätelyyn ja vaikka myös Saksa viime vuosina on kiinnittänyt enemmän huomiota valuuttakurssikehitykseen, tämä on koskenut enimmäkseen EMS:n ulkopuolella olevia päävaluuttoja. Bundesbank ei juuri itse intervenoi EMS:ssä muutoin kun Saksan markan törmätessä vaihtelualueensa rajoihin. Kun muut keskuspankit interventioissaan käyttävät Saksan markkoja Saksan rahapolitiikan hoito ei tästä normaalisti häiriinny ja Bundesbank pyrkii joka tapauksessa aina steriloimaan interventioiden mahdolliset vaikutukset monetaariseen perustansa. Muiden EMS-maiden on taas ollut pakko antaa valuuttakurssitavoitteen hallita kansallista rahapolitiikkaansa (BIS 1988).

7. EMS:n interventiomekanismin muotoutuminen

Jos suppeammin yrittää arvioida kuinka EMS on muovannut maiden valuuttakurssipolitiikkaa, voi interventioiden valossa tarkastella EMS-mekanismien toimivuutta. Keskuspankkien suorittamat interventiot EMS:ssä vaikuttavat kuitenkin jäsenmaiden raha-aggregaattien muutoksiin

viiveellä ja epävarmuudella, joten niiden perusteella voi ainoastaan melko yleisellä tasolla päätellä kulloinkin EMS-maissa vallitsevista rahataloudellisista paineista.

Interventio- ja rahoitusmekanismit suunniteltiin silmällä pitäen sitä, että keskuspankkien useimmat interventiot tapahtuisivat EMS-valuutoissa bilateraalisten rajojen kohdalla. Varsinainen interventiovelvollisuus syntyykin vain, kun jonkin maan valuutta saavuttaa rajansa toiseen EMS-valuuttaan nähden. Interventiorajoilla tapahtuva keskuspankkien väliintulo rahoitetaan yleensä erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestelyn eli VSTF:n kautta.

Rajojen sisäpuolella tapahtuvia ns. intramarginaalisia interventioita ajateltiin tapahtuvan vain poikkeustapauksissa. EMS-valuuttojen käyttö tähän tarkoitukseen rajattiin tiukoilla säädöksillä. EMS-sopimuksen mukaan keskuspankit saavat niinkään pitää muiden EMS-maiden valuuttoja varannoissaan ainoastaan juoksevia menoja varten. Mikäli keskuspankit haluavat pitää suurempia määriä tai käyttää toisten EMS-maiden valuuttoja intramarginaalisissa interventioissa, siihen tarvitaan etukäteen valutan liikkeelle laskijan suostumus (eikä Nyborgin sopimus muuttanut tätä kohtaa).

Interventiomekanismi takaa sen, että lähinnä Bundesbank on voinut tarkkailla, etteivät interventiot ole ristiriidassa SLT:n rahapoliittisten tavoitteiden kanssa. Itse asiassa intervention vaikutus on melkein aina käytännössä asymmetrinen ja jää kokonaan intervenoivan maan - eikä SLT:n -harteille.

Bundesbank on sallinut muiden EMS-maiden pitää Saksan markkoja varannoissaan sillä yhteisymmärryksellä, että ne on sijoitettu euromarkkinoille. Muilla EMS-mailla onkin jaksottain ollut varteenotettavat varannot Saksan

markkoissa (enimmillään yli DEM 60 mrd. vuoden 1985 puolivälissä). Etukäteishyväksyntä ennen kuin EMS-valuuttoja voidaan käyttää intramarginaalisiin interventioihin on silti useimmiten tuntunut niin joustamattomalta järjestelyltä, että käytännöllinen vaihtoehto on ollut turvautua interventioihin dollarin kautta.

Menettelystä ei välttämättä seuraa mitään suoranaista haittaa. Periodeina, jolloin dollari on vahvistunut suhteessa Euroopan valuuttoihin, on tavallaan ollut sopivaa, että heikkoja valuuttoja tuetaan niiden kansallisilla markkinoilla myymällä dollareita. Kun tähdätään EMS-valuuttojen sisäisten kurssitasojen tasapainottamiseen saisi saman tuloksen toisaalta aikaan pienemmällä valuuttamäärällä, jos interventioissa käytettäisiin dollareiden sijasta EMS-valuuttoja.

Tähänastisten kokemusten perusteella voi todeta, että EMS on teknisesti toiminut hyvin. Tämä ei johdu siitä, että tapahtumat olisivat vastanneet odotettuja. Päinvastoin luodut interventiomekanismit osoittautuivat osittain epärelevanteiksi, mutta keskuspankit ovat muunnelleet yhteistyömuotojaan ja sopeutuneet kehitykseen.

Pakolliset interventiot, ne jotka tapahtuvat vaihteluvälisen rajalla, muodostivat aluksi huomattavan osuuden kokonaisinterventioista. Vähitellen ne kutistuivat siten hyvinkin vaatimattomiksi. Nykyään interventiot eivät enää normaalisti tapahdu rajalla vaan intramarginaalisesti.

Suora seuraus tästä on, ettei VSTF:ää juuri enää käytetä, paitsi suurten kurssilevottomuuksien tapahduttua. On väitetty, että maat eivät halua viedä tilannetta niin pitkälle, että julkinen interventiovelvoite rajalla laukeaisi. Valuuttakurssit pidetään mahdollisuuksien mukaan turvallisella etäisyydellä bilateraalisista rajoista ja maat rajoittavat itse asiassa minimiin kurs-

sinsa liikkeet toisiin EMS-valuuttoihin nähden. Valuuttakurssien tietty jousto jää käytännössä pienemmäksi kuin mitä vaihteluväli sallii.

Kurssien vaihteluväli on puskuri, joka kykenee vaimentamaan ulkoisten häiriöiden vaikutuksia ja antaa viranomaisille aikaa sopeutua. Etenkin vahvan valuutan maat korostavat mielellään, että mahdollisimman vakaa kurssitaso parhaiten pitää markkinaodotuksetkin vakaina. Vastakkain ovat aktiivinen valuuttakurssipolitiikka ja "kovan valuutan" politiikka. Jälkimmäinen suhtautuminen kurssien vaihteluihin EMS:n "parity grid":n sisällä on voittanut alaa ja EMS:ssä on siksi siirrytty kohti kasvavia intramarginaalisia interventioita. Päätargetoituus on ollut ennakkoon estää spekulatiivisten paineiden kumulointuminen. Ne voivat nopeasti kasvaa hyvin suuriksi, kun valuutta liikkuu kohti alarajaansa. Ajoittain silti tämänkin strategian puitteissa on saatettu tarvita huomattavia interventioitoimenpiteitä.

Lisäseuraus valitusta strategiasta on, että sopeutusvelvoitteen tasapuoliseen jakoon tähtäävä divergenssi-indikaattori on lähes toimintakyvytön. Näin sen käytännön merkitys on jäänyt vähäiseksi. Toisenlaisista aikomuksista huolimatta EMS:ssäkin vallitsee epäsymmetria siinä mielessä, että heikon valuutan maan on sopeuduttava eniten kurssitasojen tarkistusten yhteydessä. VSTF-tuottajajärjestelmän ja sitä hallinnoivan valuuttayhteistyörahaston (EMCF:n) merkitys on myös aiotusta merkittävästi supistunut.

8. Kurssinmuutokset EMS:ssä

EMS-maiden joukko jakaantuu helposti "heikkoihin" ja "vahvoihin" maihin, jolloin kurssinmuutosten yhteydessä keskimääräistä nopeamman inflaation maat ovat johdonmukaisesti aina devalvoimassa valuuttojaan ja vahvat

maat puolestaan revalvoimassa valuuttojaan. Tämä kuvio pätee ainakin Saksan, Hollannin, Ranskan, Italian ja Irlannin kohdalla. Kahden maan, eli Belgian ja Tanskan osalta, kuva on hieman erilainen. Vuoteen 1982 asti maat yleensä devalvoivat, mutta suunnanmuutoksen jälkeen ne siirtyivät valuuttaa vahvistamaan pyrkivälle linjalle, ja ovat sittemmin revalvoineet kurssien tarkistustilaisuuksissa.

EMS:n kaltaisessa kiinteässäkin kurssijärjestelmässä on tähän mennessä suoritettu kaikkiaan 11 sisäistä kurssirakenteen tarkistusta. Yksistään Ranskan frangin ja Saksan markan kurssi on muuttunut kuusi kertaa ja frangin kumulointunut heikkeneminen on ollut yli 27 %. Italian liiran ja Saksan markan kurssia on jouduttu muuttamaan 7 kertaa ja liira on devalvoitunut yhteensä yli 38 %. EMS:n sisäisiin järjestelyihin joudutaan, kun erot mm. inflaatiossa, maksutasetilassa tai koroissa ovat muodostuneet liian suuriksi maiden välillä. Markkinat alkavat odottaa uutta tarkistusta. Valuuttamarkkinoiden spekulatio ja siitä johtuva interventiotarve tai poliittisten näkökohtien huomiominen ratkaisevat lopullisen ajoituksen kurssienkorjaukselle. EMS-valuuttojen - joskus huomattavakin - keskuskurssien muutokset ilmevät oheisesta taulukko 2:sta.

Tarkistustilaisuudet ovat ajan myötä tulleet yhä enemmän useampia maita käsittäviksi sopeutusyrityksiksi ja kurssinmuutokset ovat usein osa maan laajempaa "toimenpidepakettia" (paitsi ettei tämä päde SLT:n osalta). Yleistarkistuksissa (5 kpl) kahden tärkeimmän valuutan, eli Saksan markan ja Ranskan frangin suhteen muutos määrää muiden valuuttojen tarkistustarvetta. Eräiden arvioiden mukaan tarkistukset toteutetaan kuitenkin nyt enemmän yhteishengessä kuin valuuttakäärmeen ja EMS:n alkuaikoina Saksan liittotasavallan tahdittamissa kurssienkor-

TAULUKKO 2.

EMS-VALUUTTOJEN KESKUSKURSSIEN MUUTOKSET¹⁾

	24.9. 1979	30.11. 1979	23.3. 1981	5.10. 1981	22.2. 1982	14.6. 1982	21.3. 1983	22.7. 1985	7.4. 1986	4.8. 1986	12.1. 1987
BEC					-8.5		+1.5	+2.0	+1.0		+2.0
DKK	-2.9	-4.8			-3.0		+2.5	+2.0	+1.0		
DEM	+2.0			+5.5		+4.25	+5.5	+2.0	+3.0		+3.0
FRF				-3.0		-5.75	-2.5	+2.0	-3.0		
ITL			-6.0	-3.0		-2.75	-2.5	-6.0			
IEP							-3.5	+2.0			
NLG				+5.5		+4.25	+3.5	+2.0	+3.0	-8.0	+2.0

1) Muutokset on laskettu prosentteina suhteessa muihin EMS-valuuttoihin.

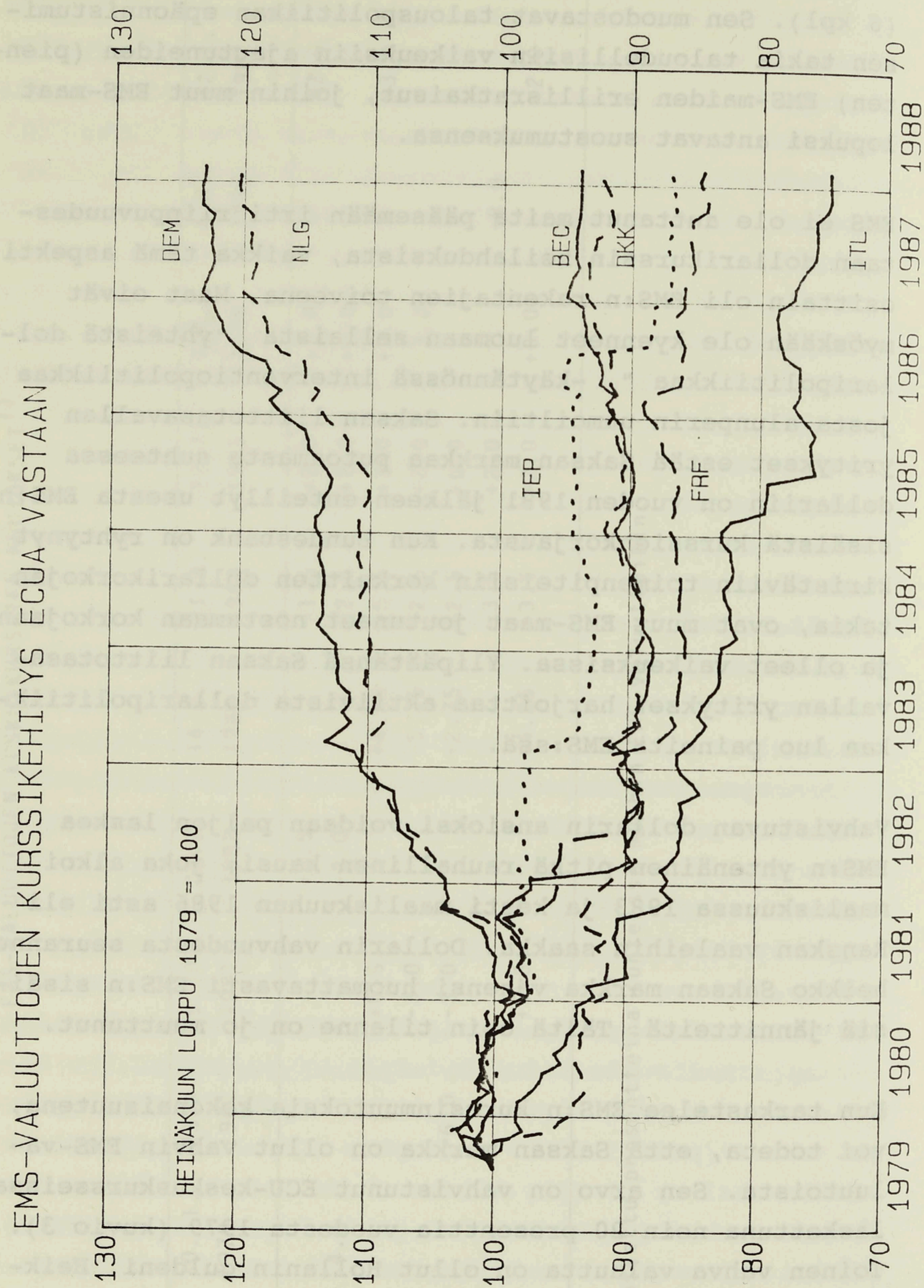
jauksissa. Lisäksi on toinen kurssienkorjausten pääryhmä (6 kpl). Sen muodostavat talouspolitiikan epäonnistumisen takia taloudellisiin vaikeuksiin ajautuneiden (pien- ten) EMS-maiden erillISRatkaisut, joihin muut EMS-maat lopuksi antavat suostumuksensa.

EMS ei ole auttanut maita pääsemään irti riippuvuudestaan dollarikurssin heilahduksista, vaikka tämä aspekti osittain oli EMS:n rakentajien toiveena. Maat eivät myöskään ole kyenneet luomaan sellaista "yhteistä dollaripolitiikkaa" -käytännössä interventio-politiikkaa - josta alunperin uumoiltiin. Saksan liittotasavallan yritykset estää Saksan markkaa putoamasta suhteessa dollariin on vuoden 1981 jälkeen enteillyt useata EMS:n sisäistä kurssienkorjausta. Kun Bundesbank on ryhtynyt kiristäviin toimenpiteisiin korkeitten dollarikorkojen takia, ovat muut EMS-maat joutuneet nostamaan korkojaan ja olleet vaikeuksissa. Ylipäättänsä Saksan liittotasavallan yritykset harjoittaa aktiivista dollaripolitiikkaa luo paineita EMS:ssä.

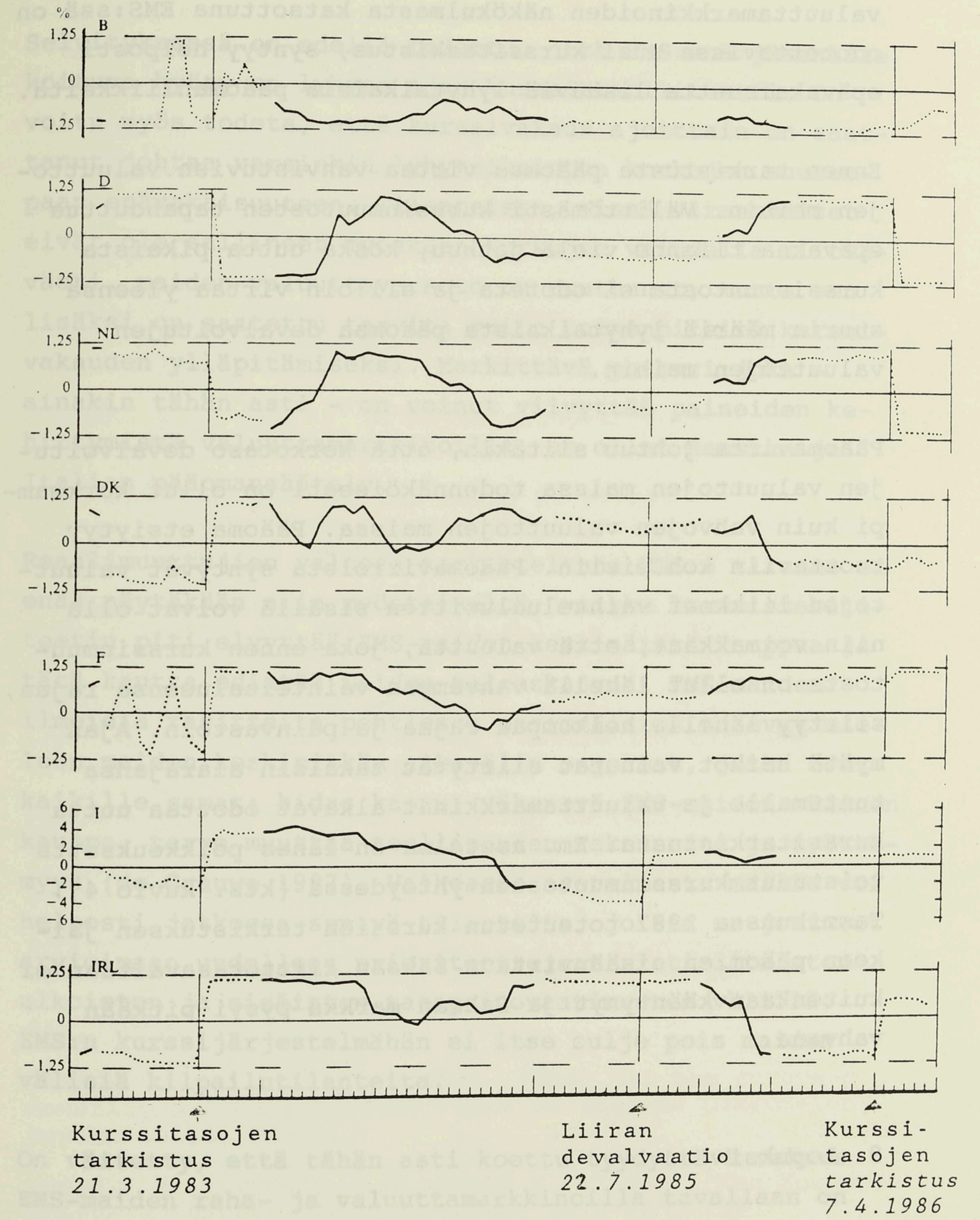
Vahvistuvan dollarin ansioksi voidaan paljon laskea EMS:n yhtenäinen pitkä rauhallinen kausi, joka alkoi maaliskuussa 1983 ja kesti maaliskuuhun 1986 asti eli Ranskan vaaleihin saakka. Dollarin vahvuudesta seurannut heikko Saksan markka vähensi huomattavasti EMS:n sisäisiä jännitteitä. Tältä osin tilanne on jo muuttunut.

Kun tarkastelee EMS:n kurssinmuutoksia kokonaisuutena, voi todeta, että Saksan markka on ollut vahvin EMS-valuutoista. Sen arvo on vahvistunut ECU-keskuskursseissa laskettuna noin 20 prosenttia vuodesta 1979 (kuvio 3). Toinen vahva valuutta on ollut Hollanin guldeni. Heikkoja EMS-valuuttoja ovat olleet Italian liira ja Ranskan frangi. Viimeksi mainittu on heikentynyt noin 15 prosenttia vuodesta 1979. Vaihtelualueensa sisällä Saksan markka on tietysti vaihdellut niin, että se on ajoittain ollut lähellä sekä ylä- että alarajaansa (kuvio 4).

KUVIO 3.



KUVIO 4. EMS-kurssit ja niiden sallittu vaihtelu



..... = kurssien päivittäiset arvot
 ————— = kurssien kuukausikeskiarvo

Lähde: European Economy No 29, 1986

Ajallisesti kurssitarkistusten molemmin puolin on piirteitä, jotka hankaloittavat rahapolitiikan hoitoa. Kun valuuttamarkkinoiden näkökulmasta katsottuna EMS:ssä on odotettavissa uusi kurssitarkistus, syntyy helposti epävakaisuutta lisääviä lyhytaikaisia pääomanliikkeitä.

Ennen tarkistusta pääomaa virtaa vahvistuvien valuuttojen maihin. Välittömästi kurssinmuutosten tapahduttua epävakaa tilanne vielä jatkuu, koska uutta pikaista kurssinmuutosta ei odoteta ja silloin virtaa yleensä suuria määriä lyhytaikaista pääomaa devalvoitujen valuuttojen maihin.

Pääomavirta johtuu siitäkin, että korkotaso devalvoitujen valuuttojen maissa todennäköisesti on ollut korkeampi kuin vahvojen valuuttojen maissa. Pääoma etsiyytuottaviin kohteisiin. Pääomavirroista syntyvät valuuttojen liikkeet vaihtelualueitten sisällä voivat olla niin voimakkaat, että valuutta, joka ennen kurssinmuutosta on ollut lähellä vahvempaa vaihtelualueensa rajaa, siirtyy lähelle heikompaa rajaa ja päinvastoin. Ajan myötä heikot valuutat siirtyvät takaisin alarajansa tuntumalle ja valuuttamarkkinat alkavat odottaa uutta kurssitarkistusta. Em. asetelma on lähes poikkeuksetta toistunut kurssinmuutosten yhteydessä (kts. kuvio 4). Tammikuussa 1987 toteutetun kurssien tarkistuksen jälkeen pääomien sisäänvirtaus Saksan liittotasavaltaan ei kuitenkaan kääntynyt ja Saksan markka pysyi pitkään vahvana.

9. Lopuksi

Useimmat arviot EMS-järjestelmän tehokkuudesta käsittävät katsauksen siitä, miten pitkälle EMS-maiden "konvergenssi" on edennyt valuuttakurssikehitykselle tärkeässä hinta- ja kustannuskehityksessä. Ne päättyvät yleensä toteamukseen, että EMS on menestynyt hyvin.

Viime kädessä kurssistabiliteetti riippuu kuitenkin sekä monetaari- että reaaliuuttujista.

Selvityksessä on edellä todettu, että EMS:stä jäsenille koitua hyöty on lyhyen ajan kurssistabiliteetti. On voitu myös todeta, että kurssivakaus ajoittain on saattanut johtaa varsinkin lyhytaikaisten korkojen suurempaan epävakaisuuteen. Tilanteissa, missä viranomaiset eivät ole sallineet myöskään korkojen vaihdella riittävästi, maiden valuuttavaranto on muuttunut, mutta sen lisäksi on saatettu tarvita muita toimenpiteitä kurssivakauden ylläpitämiseksi. Merkittävä puskuri joka - ainakin tähän asti - on voinut viivyttää paineiden kehittymistä valuuttamarkkinoilla, on ollut Ranskan ja Italian pääomansäätely.

Reaaliuuttujien valossa tarkasteltuna EMS:n tilanne ei enää näytäkään niin myönteiseltä, vaikka kurssistabiliteetin piti elvyttää EMS-maiden keskinäistä kauppaa ja tätä kautta edistää maiden talouskasvua. EMS-maiden ilmeisiä rasitteita pohtiessa ensimmäisinä tulevat mieleen maiden keskipitkän aikavälin ongelmat, jotka ovat kaikille samat; hidas kasvu, vähenevä EMS-maiden välinen kauppa, tarve muuttaa teollisuuden rakennetta ja työttömyys (de Grauwe 1987). Vaikeasta asetelmasta maille voi helposti jatkossa syntyä tilanteita, joissa ne joutuvat arvioimaan uudelleen prioriteettejaan ristiriitaisten ulkoisten ja sisäisten tasapainovaatimusten välillä. EMS:n kurssijärjestelmähän ei itse sulje pois maiden välisiä kilpailutilanteita.

On väitetty, että tähän asti koettu tyydyttävä vakaus EMS-maiden raha- ja valuuttamarkkinoilla tavallaan on osunut aikaan, jolloin poikkeuksellisen monet myönteiset seikat (maiden anti-inflatorinen politiikka, dollarin vahvuus) ovat taustalla vaikuttaneet tulokseen.

Tulevaisuus, jossa sekä Ranska että Italia ovat vapautaneet pääomanliikkeensä ja Englanti on liittynyt ERM:iin, on EMS:n koossapysymisen kannalta paljon epävarmempi mutta mielenkiintoinen. Eräiden arvioiden mukaan on EMS:ssä odotettavissa kriisien aika, toisten arvioiden mukaan EMS voi vahvistua, jos kaikki maat edelleen pyrkivät sopeuttamaan talouspolitiikkaansa Saksan liittotasavallan linjan mukaiseksi.

LÄHDEKIRJALLISUUS:

BIS, MONETARY AND ECONOMIC DEPARTMENT (1988) Exchange Market Intervention and Monetary Policy", Basle. March.

GIAVAZZI F. and GIOVANNINI A. (1986) The EMS and the Dollar Economic Policy. April.

GIAVAZZI F. and PAGANO M. (1985) Capital Controls and the European Monetary System", Occasional Paper Euromobiliare, Milano, June.

de GRAUWE P. (1987) "International Trade and Economic Growth in the European Monetary System" European Economic Review, Vol.31.

JÄNNÄRI K.V. (1983) Euroopan valuuttajärjestelmä, Suomen Pankin A-sarja, No 55.

KNEESHAW J.T. and VAN DEN BERGH P. (1985) "International Interest Rate Relationships: Policy Choices and Constraints" BIS Economic Papers No 13 January.

MICOSSI S. (1985) "The Intervention and Financing Mechanisms of the EMS and the Role of the ECU" Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, December.

MICOSSI S. and PADOA SCHIOPPA T. (1984) "Can Europeans Control Their Interest Rates?" Centre for European Policy Studies, CEPS Papers No 17.

PADOA SCHIOPPA T. (1984) "Policy cooperation and the EMS experience", in Buiter W.H. & Marston R.C., "International economic policy coordination", Centre for Economic Policy Research, NBER.

ROGOFF K. (1984) "Can exchange rate predictability be achieved without monetary convergence? -evidence from the EMS", International Finance discussion papers No 245, July.

TAYLOR M. and ARTIS M. (1988) "What has the European Monetary System achieved?" Bank of England Discussion Papers No 31, March.

UNGERER H., EVANS O. and NYBERG P. (1983) "The European Monetary System: The Experience, 1979-82", IMF Occasional Paper No 19.

UNGERER H., EVANS O., MAYER T. and YOUNG P. (1986) "The European Monetary System - Recent Developments", IMF Occasional Paper No 48.

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572

- 1/88 ESKO AURIKKO Korko- ja valuuttakurssijousto talouden sopeutumisessa. 1988. 43 s. (ISBN 951-686-144-X)
- 2/88 PAAVO PEISA ja MARKKU PULLI Yritysten verotus ja tuloksentasaus: Tilinpäätöksen määräytyminen ja kuluvaraston riittävyys. 1988. 32 s. (ISBN 951-686-145-8)
- 3/88 JUHA TARKKA and ALPO WILLMAN Exports and imports in the BQF4 quarterly model of the Finnish economy. 1988. 34 s. (ISBN 951-686-146-6)
- 4/88 ERKKI KOSKELA and MATTI VIRÉN Dynamics of the demand for money and uncertainty: the U.S. demand for money revisited. 1988. 30 s. (ISBN 951-686-147-4)
- 5/88 ARI LAHTI and MATTI VIRÉN Rational expectations in a macromodel: some comparative analyses with Finnish data. 1988. 28 s. (ISBN 951-686-148-2)
- 6/88 JOHNNY ÅKERHOLM External adjustment in small open economies - some recent experience. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-149-0)
- 7/88 HELKA JOKINEN Pääomanliikkeiden kustannuksiin vaikuttavat säädökset. 1988. 27 s. (ISBN 951-686-150-4)
- 8/88 ALPO WILLMAN Devaluation expectations and speculative attacks on the currency. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-151-2)
- 9/88 JUHANI RAATIKAINEN ja HEIKKI SOLTTILA Suomalaisten yritysten käyttäytyminen valuuttojen termiinimarkkinoilla. 1988. 27 s. (ISBN 951-686-152-0)
- 10/88 HANNELE KUOSMANEN - ILMO PYYHTIÄ - REIJO SIISKONEN The KTKV model of the economics department of the Bank of Finland. A semiannual model for forecasting world economic prospects. 1988. 85 s. (ISBN 951-686-153-9)
- 11/88 CHRISTIAN C. STARCK How are the key Finnish market interest rates determined?. 1988. 23 s. (ISBN 951-686-154-7)
- 12/88 ESKO AURIKKO Rational exchange rate and price expectations under different exchange rate regimes in Finland. 1988. 30 s. (ISBN 951-686-156-3)
- 13/88 MATTI VIRÉN Interest rates and budget deficits: cross-country evidence from the period 1924 - 1938. 1988. 17 s. (ISBN 951-686-158-X)

- 14/88 JUHA TARKKA - ALPO WILLMAN - CHRIS-MARIE RASI Production and employment in the BOF4 quarterly model of the Finnish economy. 1988. 41 s. (951-686-159-8)
- 15/88 ANNE KERTTULA - ANNE MIKKOLA Monetary policy and housing prices. 1988. 27 s. (951-686-160-1)
- 16/88 MATTI VIRÉN Determination of interest rates in small open economies: a review of recent evidence. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-161-X)
- 17/88 ALPO WILLMAN If the markka floated: simulating the BOF4 model with fixed and floating exchange rates. 1988. 40 s. (ISBN 951-686-163-6)
- 18/88 PERTTI HAAPARANTA Customs unions and national budgets. 1988. 17 s. (ISBN 951-686-164-4)
- 19/88 AMY SKOLNIK The EC internal market: an "economic United States" of Europe. 1988. 30 s. (ISBN 951-686-165-2)
- 20/88 TIMO TYRVÄINEN Wages and employment in a uniozed economy: practical implications of theoretical considerations in the context of Finland. 1988. 46 s. (ISBN 951-686-167-9)
- 21/88 PERTTI HAAPARANTA - CHRISTIAN STARCK - JOUKO VILMUNEN Kasvavien työtulojen odotukset vähentävät kotitalouksien säästämistä. 1988. 24 s. (ISBN 951-686-168-7)
- 22/88 KERSTIN HEINONEN Raha- ja valuuttamarkkinoiden vakaus EMS-maissa. 1988. 33 s. (ISBN 951-686-169-5)