

KESKUSTELUALOITTEITA DISCUSSION PAPERS

Suomen Pankin kirjasto



175554 IVA5a Kirjasto: alaholvi
SUOMEN PANKKI VAL
Euroopan valuuttajärjestelmä
Suomen Pankin Valuuttapolitiikan osasto. Keskustelu-
10/83 1983

Kaarlo V. Jännäri

EUROOPAN VALUUTTAJÄRJESTELMÄ

10 AS, V 46
ECU, EMS

9.2.1983

VP 10/83

Suomen Pankin
Valuuttapolitiikan osasto

Bank of Finland
Exchange Policy Department

Kaarlo V. Jännäri

EUROOPAN VALUUTTAJÄRJESTELMÄ

SISÄLLYSLUETTELO

Sivu

1.	Alkusanat	1
2.	Valuuttapoliittisen yhteistyön kehittyminen Euroopan talousyhteisössä ennen EMSiä	2
2.1.	Rooman sopimuksesta valuuttakäärmeeseen	2
2.2.	Valuuttakäärme ja ECn yhteiskellunta	4
3.	EMS:n syntyvaiheet; poliittiset paineet	7
4.	EMS:n tekninen rakenne	11
4.1.	Euroopan valuuttayksikkö ECU	11
4.2.	Keskuskurssien ja keskinäisten pariteettien ja sallitun vaihteluvälin rajojen määrääminen	13
4.3.	Valuuttakurssi-indikaattori eli divergenssi-indikaattori (divergence indicator)	17
5.	EMS:n interventiomekanismi sekä siihen liittyvät luottojärjestelyt ja varantojen osittainen siirto Euroopan valuuttayhteistyörahastolle FECOMille	25
5.1.	Euroopan valuuttayhteistyörahasto FECOM	25
5.2.	Varantojen viidenneksen siirto FECOMille	26
5.3.	Interventiomekanismi	29
5.4.	EMS:iin liittyvistä luottojärjestelyistä	32
5.4.1.	Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely	32
5.4.2.	Lyhyen ajan valuuttatukijärjestely	34
5.4.3.	Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely	37
5.4.4.	Muut luottojärjestelyt	39
6.	Keskuskurssien muuttamisen menettelystä	39
6.1.	Miten kurssimuutoksista päätetään	39
6.2.	Maatalouden hintapolitiikan yhteys valuuttakurssipolitiikkaan	42
6.3.	Tähänastiset kurssimuutokset EMS:ssä ja niiden opetukset	44
7.	Euroopan valuuttarahasto, EMS:n seuraava vaihe	50
8.	EMS ulkopuolisten maiden kannalta	51
8.1.	EMS ja muut valuutat	51
8.2.	EMS Suomen kannalta	55
9.	Yhteenveto ja loppupäätelmät	56
	Lähdeluettelo	

1 Alkusanat

Tämän selvityksen tarkoituksena on luoda suhteellisen yksityiskohtainen kuva Euroopan valuuttajärjestelmän eli EMSin toiminnasta, sen institutionaalisista puitteista ja kehitysnäkymistä. Selvityksessä pyritään myös kvalitatiivisiin arvioihin järjestelmän realiteetisuudesta sekä sen vaikutuksista talousyhteisön integraatioprosessin osana.

Selvitys perustuu, paitsi liitteessä mainittuihin kirjallisiin lähteisiin, kirjoittajan Deutsche Bundesbankissa ja ECn komissiossa käymiin aihetta koskeviin keskusteluihin keväällä 1980 sekä Danmarks Nationalbankin ja muiden pohjoismaiden keskuspankkien ja Kansainvälisen valuuttarahaston edustajien kanssa eri yhteyksissä vuosien varrella käytyihin keskusteluihin ja tässä yhteydessä saatuun osin julkaisemattomaan aineistoon. Selvityksessä tarkastellaan aluksi EMSiä edeltänyttä aikaa talousyhteisön valuuttapoliittisen koordinaation kannalta eli tarkastellaan talousyhteisön reaktioita Bretton Woodsin kiinteiden kurssien järjestelmän hajoamiseen. Tällöin on keskeisellä sijalla ns. valuuttakäärmeyhteistyö, johon EMSillä on runsaasti yhtymäkohtia.

Tämän jälkeen selostetaan EMSin syntyyn vaikuttaneita tekijöitä ja siirrytään itse nykyjärjestelmän eri puolien selostamiseen. Pitkin matkaa pyritään järjestelmän

teknisen kuvaamisen lisäksi selostamaan käytännön kokemuksia järjestelmän eri osien toiminnasta sekä arvioimaan niiden todellista, faktista talouspoliittista merkitystä.

Lopuksi yhteenvedossa on pyritty keräämään yhteen selvityksen pääkohdat ja -päätelmät sekä esitetään arvio järjestelmän toiminnan tuloksista, puutteista ja tulevaisuudennäkymistä.

2 Valuuttapoliittisen yhteistyön kehittyminen Euroopan talousyhteisössä ennen EMSiä

2.1 Rooman sopimuksesta valuuttakäärmeeseen

Euroopan talousyhteisön perustamisasiakirja on ns. Rooman sopimus vuodelta 1957. Sopimus astui voimaan 1.1.1958. Sopimuksen syntymisen aikoihin kiinteisiin pariarvoihin perustuva Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä oli vasta vapautumassa sodan jälkeisen ajan valuutansäännöstelytoimista kohti Kansainvälisen valuuttarahaston sopimusartiklojen edellyttämää valuuttojen vaihdettavuutta. Näin ollen ei olekaan ihme, että Rooman sopimuksessa valuuttapolitiikkaa sivutaan varsin vähän. Olemassa ollut järjestelmä sääntöineen koettiin pysyväksi ja sen oletettiin perustavan normiston myös tulevaisuuden valuuttapolitiikalle.

Rooman sopimuksen artikloissa 67-73 (pääomaliikkeet) ja 104-109 (maksutase) sivutaan valuuttapolitiikkaa ja kurssikysymyksiä ajan lähtökohdista. Huomion arvoinen on kuitenkin artikla 107, jonka 1. kohta kuuluu seuraavasti: "Jokainen jäsenvaltio hoitaa valuuttakurssipolitiikkaansa yhteistä etua koskevana ongelmana."

Valuuttajärjestelmän toiminnassa ilmenneet häiriöt edesauttoivat kuitenkin talousyhteisön institutionaalisen yhteistyökoneiston luomista myös valuuttapolitiikan alalla. Rooman sopimuksessa edellytetyn rahapoliittisen komitean (monetary committee) lisäksi perustettiin 1964 keskuspankkien pääjohtajien komitea (committee of governors of the central banks). Samassa yhteydessä yhteisön ministerineuvosto hyväksyi kansainvälistä valuuttapoliittista yhteistyötä koskevan päätöksen. Tämä päätöslausuma edellyttää etukäteiskonsultaatioita yhteisön sisällä kaikista tärkeistä jäsenmaiden valuuttapoliittisista toimista. Käytännössä tämä päätös kuitenkin on ollut merkitykseltään vähäinen.

Vuosikymmenen loppua kohti kuljettaessa valuuttajärjestelmän epävakaisuus kävi yhä ilmeisemmäksi ja myös talousyhteisössä vaatimukset "stabiilin eurooppalaisen valuuttavyöhykkeen" ja täydellisen rahaunionin ja talousliiton luomisesta voimistuivat. Tämä huipentui Luxemburgin pää- ja valtiovarainministeri Pierre Wernerin nimeä kantavan n. Wernerin raportin (1970) muodossa. Wernerin johtama työryhmä nimittäin suositteli täydellisen raha- ja talousliiton asteittaista toteuttamista 10 vuoden kuluessa. Työryhmän suositukset hyväksyttiin yhteisön tavoitteiksi alkuvuodesta 1971. Sittemmin on aikataulusta ollut pakko tinkiä eikä rahaunionin ja yleisen taloudellisen integraatioprosessin loppuun viemiselle nykyään esitetä kiinteitä aikarajoja.

Tavoitteesta sinänsä ei ole luovuttu, vaan tapahtuneet globaalitason muutokset valuuttajärjestelmässä ja

maailman taloudellisissa voimasuhteissa ovat hidastaneet edistymistä. Näin ainakin viranomaisahoilta vakuutellaan.

Pariarvojärjestelmän elokuussa 1971 romahdettua yritettiin Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän rippeitä puolustaa joulukuun 1971 ns. Smithsonian-sopimuksella perustetulla "väliaikaisella" keskuskurssijärjestelmällä, jossa sallittiin valuuttojen heilahtelu $\pm 2 \frac{1}{4}\%$ dollarimääräisestä keskuskurssistaan. Tämä merkitsi sitä, että teoriassa dollaria lukuunottamatta kaikki valuutat saattoivat toisiinsa nähden heilahdella $4 \frac{1}{2} \%$ (ns valuuttatunneli). EC-maat päättivät kuitenkin maaliskuussa 1972, että ne rajoittaisivat valuuttojen keskinäiset vaihtelut puoleen tästä eli $2 \frac{1}{4} \%$:iin. Ns. valuuttakäärme oli syntynyt. EEC-valuutat nimittäin liikkuiivat tämän päätöksen seurauksena $4 \frac{1}{2} \%$:n valuuttatunnelissa korkeintaan $2 \frac{1}{4} \%$:n levyisenä "käärmeenä".¹⁾ Nimitys valuuttakäärme jäi eloon vielä keskuskurssijärjestelmän (ja siis valuuttatunnelin) maaliskuussa 1973 tapahtuneen hajoamisen jälkeenkin.

2.2 Valuuttakäärme ja ECn yhteiskellunta

Valuuttakäärmeestä, jota keskuskurssijärjestelmän lakkautta kutsuttiin myös yhteiskellunnaksi, muodostui sitkeä eläin. Siihen kuuluvien maiden lukumäärä ja kokoonpano vaihteli useaan otteeseen, mutta se pysyi

1) Käärmeen sisällä oli vielä "mato", sillä Benelux-maat moudattivat vielä kapeampaa vaihteluväliä frangien ja floriinin välillä.

hengissä perustamisestaan 3.7.1972 aina EMS:n syntyyn asti 13.3.1979. Tosiasiassa EMS lisäksi on käytännössä hyvin lähellä valuuttakäärmettä rakenteeltaan ja toiminnaltaan.

Yhteiskellunnan kronologinen historiikki on lyhyesti seuraava.

- 07.03.72 Valuuttakäärme syntyy, mukana silloiset EEC-maat, SLT, Ranska, Italia ja Benelux
- 01.05.72 Englanti ja Irlanti liittyvät käärmeseen samoin Tanska
- 23.05.72 Norja liittyy käärmeseen
- 23.06.72 Englanti (ja Irlanti) eroaa käärmestä ja lähtee kellumaan
- 27.06.72 Tanska eroaa käärmestä
- 10.10.72 Tanska liittyy jälleen käärmeseen
- 12.02.73 Italia eroaa käärmestä ja liira kelluu
- 11.03.73 Keskuskurssijärjestelmä lakkaa ja valuuttakäärme muuttuu yhteiskellunnaksi
- 19.03.73 Ruotsi liittyy käärmeseen (DEM rev. 3%)
- 26.06.73 Kurssimuutos (DEM rev. 5.5%)
- 17.09.73 Kurssimuutos (NLG rev. 5%)
- 16.11.73 Kurssimuutos (NOK rev. 5%)
- 19.01.74 Ranska eroaa käärmestä
- 10.07.75 Ranska liittyy käärmeseen
- 15.03.76 Ranska eroaa käärmestä
- 18.10.76 Kurssimuutoksia käärmeen sisällä (DEM rev. 2%, NOK ja SEK dev. 1% ja DKK dev. 4%)
- 04.04.77 Kurssimuutoksia käärmeen sisällä (SEK dev. 6%, DKK ja NOK dev. 3%).

- 29.08.77 Ruotsi eroaa käärmeeestä devalvoiden samalla 10%. Käärmeen sisällä DKK ja NOK dev. 5%
- 13.02.78 Kurssimuutos käärmeen sisällä (NOK dev.8%)
- 16.10.78 Kurssimuutoksia käärmeen sisällä (DEM rev. 4%, NLG, BEF rev. 2%)
- 12.12.78 Norja eroaa käärmeeestä
- 13.03.79 EMS syntyy ja korvaa käärmeen.

Yhteiskellunta perustui keskinäisten pariteettien periaatteelle. Kunkin osallistuvan maan valuutalle oli määrätty toisiinsa nähden keskuskurssit (pariteetit) ja keskinäisten kurssien sallitus ylä- ja alarajat. Keskuskurssiin nähden sallittu liikkuma-ala oli mainittu $\pm 2 \frac{1}{4} \%$. Aluksi laskennallisena yhteisenä nimitäjänä toimi SDR, myöhemmin Euroopan valuuttalaskentayksikkö EMUA (European Monetary Unit of Account). Sen käyttö oli täysin laskennallista (ts. sen avulla laskettiin teoreettinen EMUA keskuskurssi kullekin osallistuvalla valuutalla).¹⁾ EC:n ulkopuoliset maat Norja ja Ruotsi osallistuivat mukana ollessaan yhteistyöhön muodollisesti assosioituneina, mutta käytännössä lähes täysivaltaisina ja EC-maiden kanssa tasavertaisina jäseninä. Itävalta ja ajoittain Sveitsi ovat ulkopuolisin omin toimenpitein pitkälti seurailleet yhteiskelluntamaita (so. lähinnä DEMiä) valuuttakurssipoliitikassaan. Sveitsi halusi aikanaan muodollisempaakin yhteistyötä käärmemaiden kanssa, mutta Ranskan vastustus esti Sveitsin liittymisen järjestelmään.

1) EC:n laskentayksiköistä (ml. EMUA) tarkemmin tekijän muistio per 5.1.1977 "Euroopan talousyhteisön laskentayksiköistä."

Kuten edellä olevasta tekstistä ja kronologiasta ilmenee oli valuuttakäärmeen historia varsin ailahteleva. Järjestelmän jäsenyydessä ja sisäisessä kurssirakenteessa tapahtui muutoksia useaan otteeseen. Viime vuosikymmenen valuutta- ja talousolot huomioon ottaen tämä ei ollut mikään ihme. Pikemminkin on huomion arvoista, että järjestelmä pysyi niinkin hyvin koossa kuin pysyi.

Käärmeen ydinjoukon muodostivat DEM, Benelux-maiden valuutat ja DKK. Näiden valuuttojen keskinäistä

merkittävyttä verrattaessa on helppo havaita käärmeen ensi sijaisesti olleen DEM-keskeinen valuuttablokki Saksan Liittotasavallasta taloudellisesti melko riippuvat maat sitoivat valuuttansa arvon DEMiin ja seurasivat sen liikkeitä kolmansiin maihin nähden. Yhteiskellunnan piirteitä järjestelmälle kuitenkin loivat yhteiset luotto- ja interventiomekanismit sekä sisäistä kurssirakennetta säätelevä kollektiivinen päätöksentekojärjestelmä. Tässä yhteydessä ei kuitenkaan puututa niihin tarkemmin, sillä ne periytyivät lähes sellaisinaan (joskin laajennettuina) EMS:iin ja ne käsitellään siinä yhteydessä.

3 EMSin syntyvaiheet; poliittiset paineet

Euroopan valuuttajärjestelmän synty oli ensi sijaisesti poliittisen tahdon ilmaus. Teknokraatit vastustivat ja vastustavat osin vieläkin järjestelmää. Eräänlaisena

julkisena pelinavauksena järjestelmän aikaansaamiseksi voidaan pitää EC-komission puheenjohtajan Roy Jenkinsin 27.10.1977 Firenzessä pitämää puhetta. Puheessaan Jenkins esitti "hyppäystä" kohti EEC:n rahaliittoa. Perustelut hyppäyksen tarpeellisuudelle olivat keskeisesti poliittiset. Ilman rahaliittoa ei ole yhtenäisyyttä. Rahaliitto on integraation osa ja edellytys. ECn huippukokous 5.-6.12.1977 vahvisti rahaliiton edelleen olevan talousyhteisön tavoitteena. Mitään konkreettista ei asian hyväksi tässä vaiheessa kuitenkaan tehty. Ehkei olisi tehtykään pitkään aikaan, ellei Ranskan presidenttinä tuolloin olisi toiminut Valéry Giscard d'Estaing ja Saksan Liittotasavallan liittokanslerina Helmut Schmidt. He olivat molemmat entisiä valtiovarainministereitä ja olivat henkilökohtaisesti olleet keskeisesti mukana Bretton Woods-valuuttajärjestelmän romahdusta seuranneissa valuuttareformikeskusteluissa. Nämä keskustelut ns. kahdenkymmenenkomiteassa eivät johtaneet mihinkään konkreettiseen. Näiltä ajoilta periytyi kuitenkin sekä Giscardin että Schmidtin vakaa harrastus valuuttastabiliteetin edistämiseen.

Schmidtin sanotaan noihin aikoihin (1977-78) peräti kyllästyneen dollarin kurssin jatkuvaan heilahteluun (silloin dollari lähinnä heikkeni) ja Yhdysvaltojen talouspolitiikan heikkouteen. Turvatakseen Saksan kauppaetuja ja osoittaakseen ECn voimaa, hän näin ollen halusi luotavaksi laajan eurooppalaisen valuuttablokin, joka yhtenäisenä ja vakaana yhteisin interventioin pystyisi pitämään myös dollarimarkkinat entistä rauhallisempina. Giscard oli Schmidtin kanssa käymiensä

keskustelujen jälkeen ja vaikutettuaan joihinkin Schmidtin suunnitelman yksityiskohtiin, valmis asettamaan koko henkilökohtaisen arvovaltansa liittokanslerin ajatusten tueksi. Gisgardin ja Ranskan kannalta oli kuitenkin välttämätöntä, että uusi valuuttajärjestely eroaisi aiemmasta valuuttakäärmeestä, josta Ranska jo kahdesti oli joutunut valuuttansa heikkouden vuoksi eroamaan.

EC:n korkeimman poliittisen tason neuvotteluissa 6.-7.7.1978 Bremenissä sovittiinkin Gisgardin ja Schmidtin kaavailujen pohjalta luotavaksi vuoden loppuun mennessä eurooppalainen valuuttajärjestely.

Virkamiestason valmistelujen jälkeen ECn ministerineuvosto hyväksyi 5.12.1978 resoluution Euroopan valuuttajärjestelmän EMSin perustamisesta. Järjestelmä ei kuitenkaan aloittanut toimintaansa vuoden 1979 alusta kuten alunperin oli tarkoitus, vaan vasta 13.3.1979. Viivästys johtui ECn maatalouspolitiikkaan keskeisesti vaikuttavien valuuttatasausmaksujen käsittelyn aiheuttamastakiistasta. Käytännössä valuuttajärjestelmään mukaan ilmoittautuneet maat, Saksan Liittotasavalta, Ranska, Italia, Hollanti, Belgia-Luxemburg, Tanska ja Irlanti tosin pitivät valuuttojensa keskinäiset kurssit sovituissa puitteissa jo vuoden alusta lähtien.

Englanti jäi siis ainoana silloisena ECn jäsenmaana järjestelmän kurssipoliittisen yhteistyön ulkopuolelle. Englanti on sen sijaan mukana järjestelmän muissa kuin

kurssipoliittisissa yhteistyömekanismeissa ja on ilmoittanut periaatteessa olevansa valmis liittymään myös kurssiyhteistyöhön, kun tilanne punnan osalta sen sallii. Näiltä osin tilanne on tätä kirjoitettaessa muuttumaton. ECn jäseneksi EMSin perustamisen jälkeen liittynyt Kreikka ei myöskään ole mukana, mutta on sekin ilmaissut aikomuksenaan olevan myöhemmin liittyyä myös EMSiin.

EMSin toiminta perustuu muodollisesti 13.3.1979 osallistuvien maiden keskuspankkien välillä tehtyyn sopimukseen sekä samana päivänä Euroopan valuuttayhteistyörahaston FECOMin. (European Monetary Co-operation Fund eli EMCF, josta yleisimmin käytetään sen ranskankielistä lyhennettä FECOM) johtokunnassa tehtyihin päätöksiin. (FECOMista tarkemmin kohdassa 5.1.)

FECOMin johtokunta koostuu keskuspankkien pääjohtajista, joten EMS on muodollisesti pitkälti keskuspankkien välinen sopimus. Se on kuitenkin syntynyt poliittisen elimen ECn ministerineuvoston resoluution pohjalta ja EMS on kuten edellä on selvitetty tulosta korkeimman tason poliittisesta tahdosta, jota keskuspankit sitten ovat, osin vastentahtoisesti, joutuneet toteuttamaan. Tästä aiheutuu jatkuvasti tiettyä kitkaa järjestelmän toimivuudelle sikäli, etteivät EMSistä vastuussa olevat elimet eli keskuspankit välttämättä ole kovinkaan innostuneita järjestelmän kehittämistä. EMSin kehittämisen voidaan esim. pelätä heikentävän keskuspankkien itsenäisyyttä valtiovaltaan ja ECn sihteeristöön nähden.

4 EMSin tekninen rakenne
4.1. Euroopan valuuttayksikkö ECU

EMSin teknisen rakenteen kannalta merkittävin ero valuuttakäärmeeseen nähden on Euroopan valuuttayksikön eli ECU:n (European Currency Unit) luominen järjestelmän laskentayksiköksi ja referenssipisteeksi. ECU:n arvo on määritelty valuuttakorin avulla. Valittu kori on sama, jota käytettiin Euroopan laskentayksikön EUAn (European Unit of Account) määrittelemiseksi. EUA:ta puolestaan oli käytetty vuodesta 1975 tiliyksikkönä EC:n eri tarkoituksiin.¹⁾ Korin valuuttapainot laskettiin alunperin vuosien 1969-73 BKT-osuuksien ja EC:n sisäisen kaupan osuuksien keskiarvon perusteella, mutta painot ovat tästä kurssikehityksen myötä tietysti muuttuneet. Suhteelliset painot muutettiin absoluuttisiksi valuuttamääriksi asettamalla EUA syntymishetkellään samanarvoiseksi Kansainvälisen valuuttarahaston erityisnosto-oikeuden SDR:n kanssa. Muodostettiin siis valuuttakori joka syntymishetkellään vastasi arvoltaan SDR:ää, mutta valuuttakorin koostumuksen ollessa erilainen kuin SDR:llä ovat niiden kurssit luonnollisesti ajan myötä eronneet toisistaan. ECU:n rakenne on seuraava:

Taulukko 1 ECU:n rakenne

	Absoluuttinen valuuttamäärä	Suhteellinen osuus %:na eräinä ajankohtina		
		69-73 painot	1.3.79	16.12.82
DEM	0,828	27,3	33,02	35,83
FRF	1,15	19,5	19,80	17,59
GBP	0,0885	17,5	13,25	15,07
ITL	109	14,0	9,58	8,17
NLG	0,286	9,0	10,56	11,22
BEF	3,66	7,9	9,23	8,06
DKK	0,217	3,0	3,10	2,66
IEP	0,00759	1,5	1,11	1,09
LUX ²⁾	0,14	0,3	0,35	0,31
ECU	1	100	100	100

1) EEC:n laskentayksiköistä ks. alaviite sivulla 6.

2) Luxemburgin frangille ei ilmeisesti ole virallista SWIFT-lyhennettä, joten tässä selvityksessä siitä on käytetty lyhennettä LUX. Belgian ja Luxemburgin talousliitosta johtuen Belgian ja Luxemburgin frangit ovat samanarvoiset.

ECU on siis edellä olevien valuuttamäärien summa ja sen tämän hetkinen markka-arvo on noin mk 5,10.

Kuten taulukosta 1. ilmenee on kiinteänä pidetyn korin suhteellisissa painoissa tapahtunut vuosien varrella melkoisesti muutoksia. Vahvojen valuuttojen (erityisesti DEM) suhteellinen osuus on kasvanut heikkenevien (erityisesti ITL) kustannuksella. ECU:n kokoonpano ei kuitenkaan välttämättä ole pysyvä, vaan sen koostumusta voidaan muuttaa viiden vuoden välein ja useamminkin, jos jonkin valuutan suhteellinen osuus muuttuu alkuperäisestä yli 25%. Muutos voidaan kuitenkin tehdä vain yksimielisellä päätöksellä.

EC:n laajeneminen muodostaa ECU:n koostumuksen kannalta ongelman. Kreikan liityttyä yhteisöön on periaatteessa sovittu Drakman lisäämisestä ECU-koriin vuoden 1986 alusta. Siihen mennessä lienevät kuitenkin Portugali ja ehkä myös Espanja ECn jäseninä, jolloin herää kysymys niidenkin valuuttojen lisäämisestä koriin. Mitä useampia valuttoja korissa on, sitä vaikeampi sen administointi on. Erityisesti markkinoiden ymmärtämys ja luottamus kovin monimutkaisiin "keinovaluuttoihin" on vaikeasti saavutettavissa. Onkin alkanut esiintyä paineita, joko ECU:n pitämisestä pysyvästi nykyisistä valuutoista koostuvana tai sitten sen arvostamisesta itsenäisesti siten, että "1 ECU = ECU 1". Jälkimmäinen vaihtoehto ei kuitenkaan liene pitkään aikaan mahdollinen, koska se ei ole yhteensovitettavissa EMSiin sisältyvän valuuttakurssi-indikaattori eli divergenssi-indikaattori (divergence indicator) käytännön kanssa.

Divergenssi-indikaattoria selvitetään tarkemmin jatkossa kohdassa 4.3. Korin jäädyttäminen nykyiset valuutat ja valuuttamäärät käsittäväksi ei sekään ole kovin ideaalinen ratkaisu jos oletetaan eräiden valuuttojen (lähinnä DEM) jatkavan suhteellista vahvistumistaan. Uusien EC-maiden täysipainoinen osallistuminen EMSiin edellyttäisi lisäksi teknisestikin niidenkin valuuttojen sisällyttämistä ECUun, muuten ei kurssimekanismi nyky muodossaan voisi toimia.

4.2 Keskuskurssien ja keskinäisten pariteettien ja sallitun vaihteluvälin rajojen määrittäminen

Kullekin EMS-valuutalle on määritetty ECU-keskuskurssi. EMSin sisällä 12.6.1982 tapahtuneen viimeisimmän kurssitarkistuksen jälkeen keskuskurssit ovat seuraavat.

Taulukko 2 EMS-valuuttojen ECU-keskuskurssit 14.6.1982 lähtien

Valuutta	Keskuskurssi per ECU
BEF/Lux	44,9704
DKK	8,2340
DEM	2,33379
FRF	6,61387
ITL	1 350,27
IEP	0,691011
NLG	2,57971
GBP ¹⁾	0,560453

Keskuskurssien kautta voidaan valuutoille laskea niiden keskinäiset pariteetit eli keskinäiset bilateraaliset

1) Punnan osalta keskuskurssi on "viitteellinen" ja on tarpeen divergenssi-indikaattorin laskemiseksi muille valuutoille (ks. 4.3)

keskuskurssit. Sallittu vaihteluväli bilateraalisten keskuskurssien ympärillä on $\pm 2,25$ %, Italian liiran osalta kuitenkin ± 6 %. EMSin perustamisen yhteydessä sovittiin, että ns. heikommät valuatat voisivat aluksi noudattaa laajempaa 6 %:n vaihteluväliä.

Tämän väliaikaissäännöksen, jota Italian kohdalta edelleenkin sovelletaan, tarkoituksena oli helpottaa Italian ja Englannin mukaantuloa järjestelmään. Englantia tämä sen paremmin kuin muutkaan ns. heikoille (Italia, UK, Irlanti) tarjotut liittymisedut (erityisluotot, joista tarkemmin kohdassa 5.4.4) ei vakuuttanut, vaan se jäi järjestelmän ulkopuolelle. Tästä on järjestelmälle aiheutunut teknisiä ongelmia punnan kuitenkin kuuluessa osana ECUun.

Taulukossa 3 on luetteloitu EMS-kurssiyhteistyöhön osallistuvien maiden valuuttojen bilateraaliset keskuskurssit sekä sallitun vaihtelun alueen ylä- ja alarajat, ns. interventiorajat. Rajoja kutsutaan interventiorajoiksi siksi, että kukin osallistuva maa on velvoitettu intervenoimaan valuuttamarkkinoilla estääkseen bilateraalisin keskuskurssin poikkeamisen yllä näiden rajojen. Mekanismin toimintaa voi havainnollistaa seuraavalla esimerkillä.

Oletetaan, että lähtötilanteessa kaikki valuatat ovat keskuskurssissaan.

Taulukko 3 Bilateraaliset keskuskurssit ja interventiorajat EMSissä 14.6.1982 alkaen toistaiseksi

		100 BFL/Lux	100 DKK	100 DEM	100 FRF	1000 ITL	1 IEP	100 NLG
BEF/Lux	Y	-	558,60	1 970,85	695,40	35,360	66,560	1 782,85
	K	-	546,154	1 926,93	679,941	33,3047	65,0792	1 743,23
	A	-	534,00	1 884,00	664,80	31,365	63,6315	1 704,45
DKK	Y	18,726	-	360,83	127,33	6,475	12,1870	326,45
	K	18,3098	-	352,817	124,496	6,09804	11,9159	319,183
	A	17,903	-	344,97	121,73	5,743	11,6509	312,08
DEM	Y	5,303	28,990	-	36,090	1,835	3,454	92,525
	K	5,18961	28,3433	-	35,2863	1,72839	3,37736	90,4673
	A	5,074	27,715	-	34,500	1,628	3,302	88,455
FRF	Y	15,042	82,150	289,850	-	5,2010	9,7890	262,21
	K	14,7072	80,3239	283,396	-	4,89818	9,57129	256,38
	A	14,380	78,535	277,090	-	4,6130	9,3585	250,67
ITL	Y	3 188,0	17 412,0	61 433,0	21 677,0	-	2 074,80	55 577,0
	K	3 002,58	16 398,7	57 857,4	20 415,7	-	1 954,05	52 341,9
	A	2 828,0	15 444,0	54 490,0	19 277,0	-	1 840,32	49 296,0
IEP	Y	1,57155	8,5830	30,2845	10,6855	0,54338	-	27,3975
	K	1,53659	8,39216	29,6090	10,4479	0,511758	-	26,7864
	A	1,50241	8,2055	28,9520	10,2155	0,48197	-	26,1915
NLG	Y	5,8570	32,0425	113,05	39,8925	2,02850	3,8180	-
	K	5,73646	31,3300	110,537	39,0045	1,91051	3,73324	-
	A	5,6090	30,6325	108,0775	38,1375	1,79925	3,6500	-

Y= yläinterventioraja, K=bilateraalinen keskuskurssi, A=alainterventioraja
Taulukon lukemisen helpottamiseksi seuraava esimerkki. 100 DKK on, jos DKK ja BEF ovat bilate-
raalisessa keskuskurssissaan BEF 546,154. DKK voi vahvistua BEFiin nähden korkeintaan niin paljon,
että 100 DKK on BEF 558,60 (yläinterventioraja). DKK voi heikentyä BEFiin nähden korkeintaan niin
paljon, että DKK 100 on BEF 534,00 (alainterventioraja).

Belgian frangi alkaa vahvistua muiden valuuttojen pysytellessä keskinäisesti keskuskursseissaan. Belgian frangi voi tällöin vahvistua muihin nähden 2,25 %.

Jos kuitenkin samanaikaisesti esim. Ranskan frangi heikkenisi vaikkapa 1 %:n merkitsisi tämä sitä, että Belgian frangi voi vahvistua vain 1,25 %, sillä tällöin Belgian ja Ranskan frangien välinen ero on saavuttanut sallitun maksimin 2,25 %. Tyypillinen tilanne EMSssä tietysti onkin tämäntapainen eli joidenkin valuuttojen arvo on hieman keskuskurssien yläpuolella, joidenkin vähän alapuolella. Esimerkkitapauksessa Belgian frangi ei siis enää voi vahvistua. Se voi toisaalta heikentyä 1,25 + 2,25 %:lla eli 3,5 %, jos oletamme, että Ranskan frangi ja muut valuutat pysyttelevät paikoillaan. Käytännössä valuuttojen ryhmittäminen keskuskurssien ympärille merkitseekin sitä, että yksittäisen valuutan kurssin mahdollinen muutos toisiinsa nähden on 4,5 ja 2,25 %:n välillä ja useimmiten lähempänä 2,25 % kuin 4,5 %:ia.

Italian liiran osalta sama mekanismi merkitsee sitä, että sen vaihteluväli on käytännössä jossakin 9 3/4 ja 12 %:n välillä, useimmiten lähempänä 9 3/4 %:ia. Liira voi olla korkeintaan 6 % heikointa valuuttaa vahvempi tai korkeintaan 6 % vahvinta heikompi. Yleisesti ottaen voidaan sanoa, että mitä pienempi on heikoimman ja vahvimman valuutan välinen ero sitä lähempänä on kolmansien valuuttojen muutosmahdollisuus teoreettista maksimiaan.

Jos kaikki valuutat X:ää lukuunottamatta pysyttelevät bilateraalisissa keskuskursseissaan, on valuutan X mahdollinen vaihteluväli $\pm 2 \frac{1}{4} \%$ eli kaikkiaan $4 \frac{1}{2} \%$. Toisena ääritapauksena on, että valuutta Y on heikentynyt $2,25 \%$ muihin nähden, jolloin muut valuutat eivät voi liikkua kuin kohti valuuttaa Y, ja niiden sallitun muutoksen maksimi on tässä tapauksessa $2,25 \%$.

Käytännössä on tietysti mahdollista ja jopa oletettavaa, että jonkin valuutan kurssin muutos johtaa myös muiden valuuttojen välisten kurssien muutoksiin. Erityisesti suurten maiden valuuttojen (varsinkin DEM) voi olettaa vetävän pieniä mukanaan, joten niille vaihteluväli käytännössä lienee jonkin verran väljempi kuin pienten maiden valuutoilla.

Edellä kuvattu EMS:n kurssimekanismi on käytännöllisesti katsoen identtinen ns. valuuttakäärmeessä sovelletun järjestelmän kanssa. EMS ei olisikaan kurssiteknisesti muuta kuin uudelleen kastettu valuuttakäärme, ellei pariteettiristikkoa ja bilateraalisia vaihtelurajoja täydentämään olisi luotu valuuttakurssi-indikaattoria eli divergenssi-indikaattoria.

4.3 Valuuttakurssi-indikaattori eli divergenssi-indikaattori (divergence indicator)

EMSiä luotaessa valuuttakäärmeeseen kuulumattomat maat (eritoten Ranska) vastustivat käärmeen valuuttakurssimekanismin siirtämistä sellaisenaan EMSiin. Katsottiin, että bilateraaliin pariteetteihin ja niiden puolustamiseen rakentuva järjestelmä oli luonteeltaan deflatorinen. Jos jokin valuutta saavuttaisi interventiorajansa

johonkin toiseen valuuttaan nähden merkitsisi interventio heikentyneen valuutan kohdalta reservien menetystä ja kiristäisi rahamarkkinoita tässä maassa. Näin intervention aiheuttama sopeutusrasite jäi lähinnä "heikon" maan harteille.

Käärmemäisen järjestelmän kannattajat (erityisesti SLT) puolestaan katsoivat, että interventiovelvoite aiheutti "vahvassa" maassa puolestaan rahamarkkinoiden keventymistä luoden täten inflatorisia paineita. Inflatorinen paine vahvassa maassa tasapainotti näin ollen heikon maan deflaatiopainetta ja järjestelmä oli täten suhteellisen symmetrinen.

Käärmeen ulkopuoliset maat kannattivat EMSin interventiomekanismin perustumista ECU-määräisen keskuskurssin poikkeamaan normista. Kullekin maalle olisi ECU-keskuskurssinsa ympärillä sallittu vaihtelualue ja jokainen maa olisi velvoitettu pitämään valuuttansa ECU-arvon sallituissa rajoissa. Tällaisessa järjestelmässä interventiorasite ja -velvoite ei välttämättä kohdistuisi aina "heikoimpaan", vaan siihen maahan, jonka valuutta eniten poikkesi sen ECU-keskuskurssista.

Jos tällaisessa järjestelmässä valuutta x vahvistuisi ECUun nähden interventiopisteeseensä, se olisi velvollinen ostamaan muiden EMS-maiden valuuttoja estääkseen valuuttansa kurssin lisävahvistumisen ECUun nähden. X-maalle syntyvät saatavat muissa EMS-valuutoissa maa x voisi "saattaa maksuun" vain jos sen valuutta heikkenisi niin paljon, että sen olisi ryhdyttävä tukemaan valuuttaansa valuuttamyynnein.

On tietysti selvää, että tällainen "ranskalainen" järjestelmä olisi ollut radikaalisti erilainen interventiovastuun suhteen kuin valuuttakäärmeessä. Jokin valuutta saattaisi heiketä tai vahvistua interventiorajalle ilman, että mikään muu valuutta välttämättä olisi vastakkaisella interventiorajalla. Järjestelmä "rankaisisi vain poikkeavaa".

Erityisesti saksalaisten oli mahdotonta hyväksyä tämänkaltaista mekanismia. Jos korkean inflaation maat muodostaisivat enemmistön EMSissä ja ECUssa, niin olisi oletettavaa, että vähemmistöön jäävän alhaisen inflaation maan (tai maiden) valuutta vahvistuisi ja näin interventiovelvoite lankeaisi yksipuolisesti tälle maalle ja lisäisi inflatorisia paineita tässä maassa ja siten koko järjestelmässä. Kun lisäksi vahva maa ei voisi hyödyntää saataviaan heikoilta, ellei itse heikkenisi vielä enemmän kuin nämä, ei heikoilla mailla olisi edes mitään interventioveloista johtuvaa intressiä tiukentaa sisäistä talouspolitiikkaansa. Järjestelmä siis potentiaalisesti rankaisisi hyvettä ja palkitsisi pahantapaista elämää.

Edellä kuvatun kahden päänäkemyksen yhteensovittaminen ei ollut kovin helppoa, mutta asia ratkaistiin lopulta Belgian esittämän kompromissin pohjalta. EMSin interventiomekanismi perustui bilateraalsiin keskuskursseihin käärmeeen tapaan, mutta sen lisäksi poikkeamat ECU-keskuskurssista tulisi ottaa huomioon ja jos merkittäviä poikkeamia esiintyi poikkeavan maan (maiden)

odotettiin ryhtyvän toimiin (presumption to act) niiden korjaamiseksi. Tarvittaessa on poikkeavan maan konsultoitava muiden EMS-maiden kanssa tilanteen korjaamisesta

ECU-keskuskurssista poikkeamisen mittaamiseksi luotiin divergenssi-indikaattorikäsite. Odotus toimiin ryhtymisestä syntyy kun jokin EMS-valuutta heikkenee tai vahvistuu 75 % sallitusta maksimistaan (threshold of divergence) suhteessa ECU-keskuskurssiinsa, kun oletetaan, että asianomainen valuutta on vastakkaisella puolella interventioaluettaan kaikkiin muihin EMS-valuuttoihin nähden. Lähtökohtana on siis se, että oletetaan ensinnä, että valuutta x on vahvistunut/heikentynyt muihin EMS-valuuttoihin nähden 2,25 % ja muut ovat siis pysyneet keskinäisissä pariteeteissaan. Tällöin on mahdollista laskea valuutalle x näitä ääripisteitä vastaavat ECU-arvot. Koska kunkin EMS-valuutan paino ECUssa on erilainen merkitsee tämä sitä, että laskennalliset ääripisteet ECU-arvoille ovat prosentti-poikkeamina ECU-keskuskurssista laskettuina erilaiset kaikille valuutoille. Mitä suurempi maan paino ECUssa, sitä enemmän luonnollisesti valuutan arvon muutos vaikuttaa myös ECUn arvoon ja näin ollen divergenssiraja saavutetaan pienemmällä ECU-kurssin muutoksella kuin mitä tapahtuu pienen maan ollessa kyseessä.

Menetelmää pyritään selventämään oheisella laskuesimerkillä, jossa Belgian frangia käytetään esimerkkivaluuttana. Belgian ja Luxemburgin rahaunionin vuoksi on Luxemburgin frangi laskelmassa sisällytetty Belgian frangiin.

Taulukko 4

	Rivi 1 ECUn koostumus	Rivi 2 Rivi 1 BEFssä, kun kun kaikki kes- kuskurssissaan	Rivi 3 Rivi 2 kun BEF on muihin nähden vahv. 2,25 %
BEF/Lux	3,80	3,80	3,80
NLG	0,286	4,9856	4,8747
DKK	0,217	1,1852	1,1588
DEM	0,828	15,9550	15,5995
ITL ¹⁾	109,00	3,6302	3,5485
FRF	1,15	7,8193	7,6452
GBP ³⁾	0,0885	7,1012	6,9414
IEP	0,00759	0,4940	0,4830
	1 ECU	44,9704	44,0511

ECU on siis yhtä kuin BEF 44,9704, jos kaikki EMS-valuutat ovat keskuskurssissaan. Jos BEF vahvistuu muihin nähden 2,25 % ja muut pysyttelevät bilateraalisisissa keskuskursseissaan saadaan ECUn laskennalliseksi BEF-arvoksi 44,0511 eli ECU on heikentynyt BEFiin nähden 2,04 %. Kaikilla muille valuutoille voidaan samalla menetelmällä laskea vastaava arvo. On selvää, että arvo on sitä pienempi mitä suurempi ao. valuutan paino on ECUssa ja päinvastoin. Divergenssiraja (threshold of divergence) on 75 % laskennallisesta maksimipoikkeamasta. Siis BEFin osalta esim. $\frac{75}{100} \times 2,04$ eli $\pm 1,53\%$. Vastaavat arvot muille valuutoille ovat

- 1) Pyöristysten vuoksi luvut eivät aivan täsmää.
- 2) Italian liiran osalta Rivi 3 on laskennallinen.
- 3) Punnan osalta Rivit 2 ja 3 laskennallisia.

tätä kirjoitettaessa DEM $\pm 1,13\%$, FRF $\pm 1,36\%$, NLG $\pm 1,52\%$, DKK $\pm 1,64\%$, IEP $\pm 1,67\%$, ja ITL $\pm 4,08\%$ (laajempi väli) ja laskennallisesti GBP:n osalta $\pm 1,46\%$. Divergenssi-indikaattori lasketaan vallitsevan markkinahintatason ja ECU keskuskurssin suhteena seuraavaan tapaan. Esimerkkinä taas BEF.

Olkoon BEFin markkinakurssi 44,80, tällöin BEF vahvistunut keskuskurssiinsa nähden

$$\frac{44,9704 - 44,8}{44,9704} \times 100 = 0,38 \%$$

Divergenssi-indikaattorin arvon on tällöin

$$\frac{0,38}{2,04} \times 100 = 18,6 \%$$

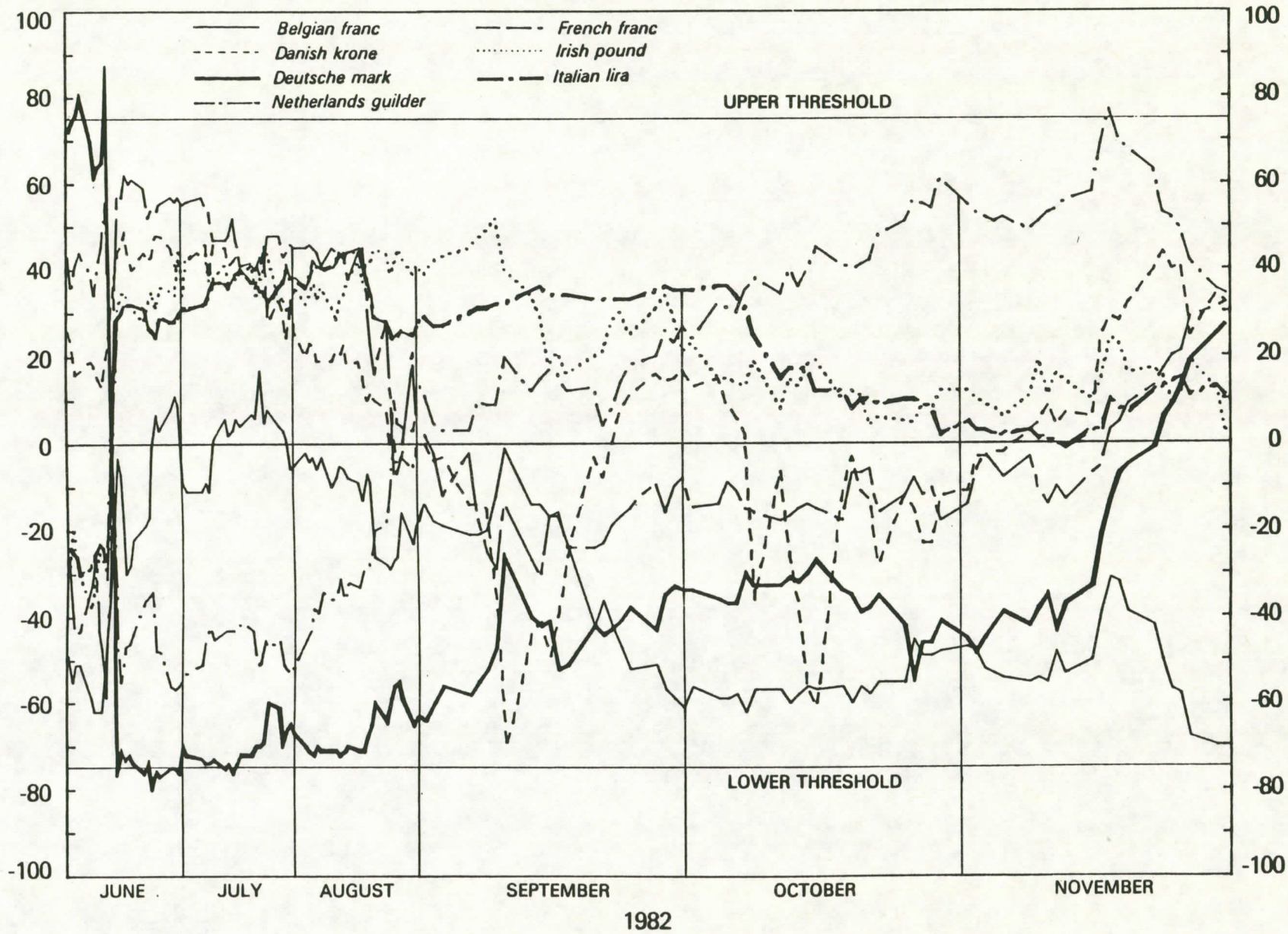
eli huomattavasti alle sallitun arvon 75 %.

Laskelmissa on huomattava, että punnan ja liiran osalta otetaan mukaan niiden poikkeama bilateraalisista keskus-kursseista vain 2,25 %:iin asti; ts. jos niiden markkinakurssit eroavat enemmän kuin 2,25% laskennallisista keskus-kursseista pitää laskelmia tältä osin korjata punnan ja/tai liiran kurssin ylityksen määrällä "oikean" divergenssi-indikaattorin arvon määrittelemiseksi. Liiran omaa divergenssi-indikaattoria laskettaessa otetaan luonnollisesti huomioon sen laajempi bilateraalinen vaihteluväli. Kuviossa 1 nähdään divergenssi-indikaattorin kehitys ajalla kesäkuu-marraskuu 1982.

Matemaattisesti on osoitettavissa, että divergenssi-indikaattorin laskentamenetelmä näennäisestä tasapuolisuudesta huolimatta jonkin verran suosii suuria

Kuvio 1
EUROPEAN MONETARY SYSTEM: DIVERGENCE INDICATORS

(Based on noon quotations in London)



maita, joiden valuutan paino ECUsa on suuri, sallien näille valuutoille hieman suuremman liikkumavapauden kuin pienille. Ero on kuitenkin niin pieni, ettei sillä voi katsoa olevan käytännön merkitystä. Käytännössä jonkin verran merkitystä on sillä, että kaksi suurta valuuttaa (lähinnä DEM ja FRF) voivat koordinoimalla omaa keskinäistä kurssikehitystään estää kumpakaan lähestymästä divergenssirajaansa. Pitämällä keskinäisen kurssinsa vakaana niiden yhteinen paino ECUsa takaa sen, ettei ECU:n kehitys pääse suuresti eroamaan niiden kehityksestä.

Divergenssi-indikaattori on EMSin olemassaolon aikana useimpien valuuttojen osalta kerran tai useammin saavuttanut 75 %:n kynnyksarvonsa ja lyhytaikaisia kynnyksarvon ylityksiäkin on tapahtunut. Odotus toimiin ryhtymisestä (presumption to act) on siis toteutunut useampaan otteeseen ja myös tilanteissa, joissa ao. valuutta ei bilateraalisten keskuskurssien osalta ole yhdenkään valuutan osalta saavuttanut pakollista interventioipistettä. Se minkälaisiin toimiin kynnyksarvon saavuttaneen maan odotetaan ryhtyvän on jätetty tarkemmin määrittelemättä. Kyse ei siis välttämättä ole interventioista valuuttamarkkinoilla (ns. intra-marginaalinen interventio), vaikka sitäkin käytännössä on usein käytetty. Marginaalien sisäinen interventio edellyttää tietysti koordinoitua asioista sopimista niiden maiden kanssa, joiden valuutta interventioihin aiotaan käyttää.

Muina mahdollisina toimenpiteinä kynnyksarvotilanteissa ovat kotimaiset raha- tai muut talouspoliittiset toimet tahi keskuskurssien muuttaminen. Käytännössä esim.

kotimaisen keskuspankkirahan perus- tai marginaalikoron muutos onkin ollut varsin tavallinen reaktio kynnyksarvotilanteeseen. Joissakin tapauksissa myös keskuskurssimuutoksia on toimeenpantu tilanteessa, jossa jokin maa on ollut kynnyksarvossaan. Tämän ei kuitenkaan ole tarvinnut olla ratkaisevana syynä kurssimuutoksiin. Pariteettien muuttamismekanismiin palataan jäljempänä kohdassa 6.

Divergenssi-indikaattorin merkitystä arvioitaessa on melko lähellä ajatus siitä, että se on melko monimutkainen tekninen komplikaatio, jonka käytännöllinen merkitys on vähäinen, ja että se on ollut tarpeen valuuttakäärmeen naamioimiseksi ja uudelleen nimeämiseksi EMSksi. Tämä ajatus lienee kurssiteknisessä mielessä melko totuudenmukainen. EMSin syntyhistorian ja sisäisten paineiden taustaa vasten on toisaalta todettava, että divergenssi-indikaattori on poliittisesti ja potentiaalisesti myös pelkästään valuuttapoliittisesti merkittävä innovaatio, jolla ns. sopeutussymmetriaa on pystytty ainakin teoriassa parantamaan. Käytäntö on myös osoittanut, että EMS-maat ovat viivyttelemättä ryhtyneet erinäisiin talouspoliittisiin toimiin kynnyksarvotilanteissa ja esimerkiksi vaihtelun alueen sisäpuolella ja useammassa kuin yhdessä valuutassa tapahtuvassa (eli intra-marginaalisen ja diversifioidun) intervention tekniikasta ovat osallistuneet keskuspankit saaneet tässä yhteydessä arvokkaita kokemuksia, joita kenties voidaan hyödyntää, jos ja kun EMSiä kehitetään eteenpäin. Kaiken kaikkiaan siihen kuitenkin liittyy, varsinkin kun otetaan huomioon punnan ja liiran aseman edellyttämät tarvittavat korjaustoimenpiteet, tietty keinotekoisuuden leima eikä divergenssi-indikaattori olekaan saavuttanut EMSssä kovin keskeistä roolia.

5 EMSin interventiomekanismi sekä siihen liittyvät luottojärjestelyt ja varantojen osittainen siirto FECOMille

5.1 Euroopan valuuttayhteistyörahasto FECOM

Euroopan valuuttayhteistyörahasto (European Monetary Co-operation Fund, EMCF, josta yleisesti käytetään sen ranskankielistä lyhennettä FECOM) perustettiin jo 1973 hoitamaan valuuttakäärmeen sisäisiin luottoihin liittyviä kirjanpitoa toimia. Sen perustamisella tähdättiin myös ainakin implisiittisesti ECn yhteisen keskuspankin rakennustyön aloittamiseen. Rahasto oli aluksi, ja suureksi osaksi on edelleenkin, olemassa vain paperilla. Rahaston hallintoneuvosto (Board of Governors) muodostuu ECn keskuspankkien pääjohtajista (+ tarvittaessa Luxemburgin edustaja, lisäksi ECn komission edustajalla on läsnäolo-oikeus). Hallintoneuvosto on siis yhteneväinen keskuspankkien pääjohtajien komitean kanssa ja käytännössä kokouksetkin ovat yhteisiä.

Periaatteessa on päätetty, että rahaston väliaikainen toimipaikka on Luxemburgissa, kunnes päätös lopullisesta sijoituspaikasta tehdään. Lopullisina sijoituspaikkoina on mainittu Luxemburgin ohella Bryssel ja Strassburg. Käytännössä rahastolla on Luxemburgissa postilokero, ei muuta. Rahastolla ei ole ainuttakaan omaa työntekijää, vaan sen toiminnot hoitaa kokonaisuudessaan Kansainvälisen järjestelypankin BISin tarkoitukseen varaama henkilöstö (joiden on kaikkien oltava EC-maiden kansalaisia) Baselissa, EChen kuulumattomassa Sveitsissä. EC maksaa BISille korvausta niistä kuluista, joita BISille tästä toiminnasta aiheutuu.

Järjestely on ennen kaikkea käytännöllinen. Keskuspankkien pääjohtajat tapaavat toisensa säännönmukaisesti BISn kuukausikokouksissa ja siinä yhteydessä on helppo pitää samalla FECOMin hallintoneuvoston ja ECn keskuspankkien pääjohtajien komitean kokoukset. Lisäksi kaikilla keskuspankeilla on läheiset ja vilkkaat käytännön tason yhteydet BISiin, joten tilitapah- tumien ja interventiotransaktioiden kaikenpuolinen hoito Baselin kautta on kaikille helppo vaihtoehto.

FECOM on tarkoitus aikanaan korvata Euroopan valuutta- rahastolla (European Monetary Fund eli EMF, ks. tarkemmin luku 7) ja jos tähän joskus päästäisiin tulee varmasti ajankohtaistumaan tarve siirtää FECOMin toiminnot johonkin EC-maahan ja hankkia sille oma henkilökunta, mutta ainakin toistaiseksi tilanne on nykyisellään todettu hyvin tarkoitustaan vastaavaksi ja joustavaksi. Liiallinen byrokritisointi on saatettu välttää.

5.2 Varantojen viidenneksen siirto FECOMille

Tärkeänä osana EMSin luomisessa oli EMS-maiden sopimus valuuttavarantojensa osittaisesta siirtämisestä Euroopan valuuttayhteistyörahaston haltuun. FECOMiin siirrettiin 20 % kunkin maan keskuspankin dollari- ja kultavarannoista. Dollarien osalta on kyse bruttovarannosta. Keskuspankit saivat FECOMilta vastaavan ECU-määräisen saatavan. Varantoja FECOMille talletettaessa dollarit arvostetaan markkinakurssiin ja kulta kuuden

edellisen kuukauden keskimarkkinahintaan Lontoossa tai laskentakauden alkua edeltävän periodin toiseksi viimeisen päivän markkinahintaan, jos se on 6 kkn keskihintaa alempi.

FECOM-siirrot tehdään kolmen kuukauden välein uudistettavien swap-sopimusten muodossa, siirrettävä kulta ja dollarit jäävät fyysisesti, FECOMin lukuun, ao. keskuspankin hoidettavaksi. Kolmen kuukauden swap-jaksojen päättyessä suoritetaan talletettavien määrien tarpeelliset tarkistukset eli talletukset korjataan vastaamaan 20 % kokonaisvarannoista ja niiden arvostus korjataan markkinatilanteen mukaiseksi.

FECOM-talletukset ovat siis swappeja ja fyysisestikin varannot jäävät ao. keskuspankin haltuun ja hoitoon. Tämä merkitsee tietysti sitä, että FECOMin kautta luoduissa ECUissa on silmänkääntötempun makua. Osa varannoista siirretään näennäisesti, ei kuitenkaan juridisesti (omistusoikeus ei siirry) eikä fyysisesti, FECOMille ja näitä varantoja kutsutaan sitten ECUiksi. EMSiä luonnosteltaessa oli pyrkimyksenä siirtää varannot juridisestikin FECOMin haltuun, mutta useimpien keskuspankkien oli tätä mahdotonta hyväksyä ja niin turvauduttiin valittuun, osin näennäiseen ratkaisuun.

Periaatteellisesti ja poliittisesti varantojen ohjaamisella FECOMiin on tietysti oma arvonsa. Käytännössäkään tämä ei ole täysin vailla merkitystä, sillä kultavarantojen osan sijoittaminen FECOMiin monetisoi

tämän kultavarannon osan markkinahintaan ECUiksi, jotka ovat keskuspankkien käytettävissä EMS-interventioihin. Tällä tavoin voi sanoa EMS-keskuspankkien hyötyvän FECOM-kultaswapeistaan, koska tämä varannon osa muuten erittäin todennäköisesti olisi jäädytetty käyttämättömäksi.

Kullan arvostaminen edellä selostetulla tavalla markkinahintaan aiheuttaa luonnollisesti sen ongelman, että kullan markkinahinnan pitemmän aikaa laskiessa kulta voi FECOMissa tulla yliarvostetuksi, koska arvostusperusteena käytetty hinta aina laahaa ajallisesti jäljessä. Näin on muutaman kerran tapahtunutkin, mutta ongelma on sikäli pieni, että kolmen kuukauden välein tapahtuva arvostus takaa sen, ettei "katteettomia" ECUja voi tulla luoduksi kovin pitkäksi aikaa. Eri asia on, että markkinahintaperusteinen arvostus kultavarannoille on sikäli epärealistinen, ettei käytännössä liene mahdollista realisoida suuria kultavarantoja romahduttamatta markkinahintaa.

FECOMin kautta tapahtuvaan varantojen siirtoon osallistuu myös Englanti. Käytännössä tämä on merkinnyt sitä, että Englanti on tallettanut 20 % varannostaan FECOMiin. Se ei ole osallistunut mihinkään FECOMin välityksellä tehtyihin valuuttatransaktioihin muiden maiden kanssa. Kreikka, jolla ECn jäsenenä on automaattisesti paikka kaikissa ECn elimissä, siis myös FECOMin hallintoneuvostossa, ei sen sijaan osallistu toistaiseksi lainkaan EMSin käytännön työhön, vaikka osallistuukin tasa-arvoisena jäsenenä päättävien elinten toimintaan.

Kaiken kaikkiaan ECUja on tällä hetkellä yli 40 miljardia ja määrä vaihtelee vuosineljänneksittäin kullan arvon ja EMS-maiden bruttodollarivarantojen kehityksen mukaan.

5.3 Interventiomekanismi

EMSiä luotaessa ajateltiin sen avulla siirryttävän entistä enemmän EMS-valuutoissa tapahtuvaan interventioon. Näin on osittain tapahtunutkin. Interventio dollareissa on kuitenkin edelleen hyvin yleistä silloinkin, kun on kyse EMSin sisäisen kurssitason ylläpitämiseksi harjoitetusta interventiosta. Alunperin oli tarkoituksena myös dollari-interventioiden koordinoiminen ts. jonkinlaisen yhteisen dollari-kurssipolitiikan luominen. Tästä ei ole käytännössä tullut mitään.

Neljä kertaa päivässä tapahtuvat keskuspankkien väliset puhelinkonferenssit valuuttamarkkinatapahtumista ovat lähinnä informaationvaihtoa palvelevia eivätkä merkitse varsinaista interventioiden koordinoimista. Periaatteessa pyrkimys dollari-interventioiden ja dollaripolitiikan yhdenmukaistamiseen on edelleen olemassa, mutta asiasta käydyt ja edelleen käytävät periaatteelliset, teoreettiset ja käytännöllisetkään keskustelut eivät ole johtaneet mihinkään konkreettisiin tuloksiin.

Varsinainen interventiovelvoite syntyy vain, kun jokin valuutta saavuttaa interventiorajansa toiseen EMS-valuuttaan nähden. Tällöin keskuspankki, jonka valuutta on heikentynyt, on velvoitettu myymään vahvistunutta valuuttaa omaansa vastaan ja päinvastoin vahvistuneen valuutan maan keskuspankki on velvoitettu ostamaan omalla valuutallaan heikentynyttä valuuttaa estääkseen interventiorajan rikkoutumisen. Interventiorajoilla

tapahtuva interventio tapahtuu näin ollen ao. valuutoissa ja se rahoitetaan pääsääntöisesti FECOMin kautta ns. erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestelyn puitteissa (luottojärjestelyistä tarkemmin kohdassa 5.4). FECOMin kautta tapahtuvassa interventiossa muodostuu intervenoiville keskuspankeille ECU-määräinen saatava/velka. Kurssiriski interventioista on näin ollen jaettu eikä jää yksinomaan velkaantuvan maan harteille, sillä etukäteen ei ole selvää mikä on ECU:n arvo ao. valuutoissa, kun interventiotilit tasataan. Jos tilanne johtaisi esim. vahvistuneen valuutan revalvoimiseen, merkitsisi tämä samalla sen ECU-arvon nousua (kurssien muutosmekanismista tarkemmin kohdassa 6), jolloin sen ECU-määräisen saatavan arvo omassa valuutassa on laskenut. Heikentyneen valuutan ehkä devalvoituessa ECUun nähden, sen ECU-määräinen velka omassa valuutassa olisi taas noussut.

Suurin osa interventioista tapahtuu kuitenkin intramarginaalisesti, interventiorajojen sisäpuolella. EMS-maat pyrkivät estämään valuuttojansa joutumasta liian lähelle interventiorajoja eli interventiopisteitä estääkseen turhat spekulatiopaineet ja joskus myös estääkseen divergenssi-indikaattorin ylittämästä tai lähestymästä liikkaa sallittua rajaansa. Ylipäätään pyrkimyksenä on mahdollisimman vakaan EMSin sisäisen kurssitason ylläpitäminen.

Intramarginaalinen interventio tapahtuu usein dollarin kautta tai käyttämällä keskuspankkien toisissa EMS-valuutoissa olevia likvidejä varantoja. FECOMin kautta

finanssioidaan intra-marginaalisia interventioita ainoastaan, jos interventiotarpeet ovat erittäin suuria. Normaalit päivittäiset pikkuheilahtelut pyritään siis pitämään kurissa turvautumatta FECOMin luotokoneistoon.

Interventioiden laajuudesta on vaikeata saada täsmällistä tietoa ja on selvää, että niiden laajuus vaihtelee voimakkaasti markkinatilanteen muutosten mukana. BISin mukaan interventiot FECOMin kautta 1.4.81-31.3.82 välisenä aikana olivat ECU 8.5 miljardia. Kokonaisuutena interventiot vuositasolla lienevät huomattavasti suuremmat ja ne nousevat tiukoissa spekulatiotilanteissa miljardeihin päivässä. Deutsche Bundesbankin mukaan FECOM-operaatiot kasvattivat Saksan liittotasavallan varantoja vuonna 1980 DEM 10 miljardilla ja DEM 15 miljardilla vuonna 1981. Viime kesänä ja keväänä EMSin sisäisten paineiden ollessa suuria olivat interventiot myös FECOMin kautta laajoja ja Ranska lainasi DEMejä noin miljardilla ECulla FECOMin kautta.

Interventioiden laajuudesta puhuminen on aina jonkin verran epämääräistä, mutta erityisesti se on sitä tilanteessa, jossa EMSin sisällä on paineita ja samanaikaisesti dollarin kurssi on voimakkaan liikkeen alaisena. Niinpä esim. dollarin voimakasta vahvistumista pyrittiin Euroopassa kesällä 1982 hidastamaan myymällä dollareita. Samanaikaisesti EMSin sisäiset paineet vahvistivat DEMiä ja keskuspankit intervenoivat myymällä markkoja. Näin Bundesbank samaan aikaan ilmeisesti sekä osti että möi valuuttaansa interventiotarkoituksessa. Kuten aiemmin on jo todettu EMS onkin luonut

puitteet diversifioidun intra-marginaalisen intervention harjoittelulle. Yrityksistä huolimatta ei kuitenkaan ole pystytty luomaan tarkkoja sääntöjä interventioiden kaikenpuoliseksi koordinoimiseksi tai niiden kokonaisvaikutuksen mittaamiseksi ja arvioimiseksi.

Jos, niinkuin Euroopassa yleisesti toivotaan, USA muuttaisi valuuttamarkkinainterventioiden suhteen kielteistä asennoitumistaan ja interventioyhteistyö amerikkalaisten kanssa saataisiin taas käyntiin, joutuisi myös EMSin sisäinen interventiomekanismi uusien haasteiden eteen.

5.4 EMSiin liittyvistä luottojärjestelyistä

5.4.1 Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely

Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely (very short-term financing, VSTF) on keskuspankkien välinen rajaton interventioluottojärjestelmä ja on suoraa perua valuuttakäärmeestä. Se toimii FECOMin välityksellä ja on tarkoitettu EC-valuutoissa tapahtuvan intervention rahoittamiseen. VSTF merkitsee siis sitä, että esim. Danmarks Nationalbankilla on rajaton lyhytaikainen DEM-luotto Bundesbankista. Luotto-operaatiot suoritetaan ECU-määräisinä, mikä jakaa valuuttariskin edellä (kohdassa 5.3) mainitulla tavalla. Luotoista maksettava korko on ns. ECU-korko, joka on EMS-maiden keskuspankkien peruskorkojen painotettu keskiarvo. Painoina keskiarvoja laskettaessa käytetään kunkin valuutan painoa ECU-korissa.

VSTF-luotot maksetaan 45 päivän (valuuttakäärmeessä aika oli 30 pv) kuluessa sen kuukauden lopusta, jonka kuukauden aikana velka on syntynyt. Takaisinmaksuaikaa voidaan automaattisesti pidentää vielä kolmella kuukaudella edellyttäen, ettei luottosumma ylitä lyhyen ajan valuuttajärjestelylle (ks. 5.4.2) asetettuja rajoja. Näitä rajoja voidaan nostaa ja maksuaikoja pidentää mikäli osapuolet niin sopivat.

Luotot voidaan maksaa FECOMiin talletetuilla ECUilla tai muilla varannon erillä. ECUja ei yhdenkään keskuspankin kuitenkaan tarvitse hyväksyä maksuksi enemmän kuin 50 % siitä määrästä mitä sen oma ECU-talletus FECOMissa on. Tämä sääntö ei ole käytännössä osoittautunut kovin merkittäväksi, vaan keskuspankit ovat osoittaneet suurta joustavuutta maksumenetelmien suhteen. ECU-rajoitussääntö lienee tullut EMSiin mukaan alunperin Bundesbankin vaatimuksesta. Ilmeisesti pelättiin, että kaikki ECUT muuten vähitellen virtaisivat Saksaan ja aiheuttaisivat rahapoliittisen kontrollin kannalta vaikeuksia. Käytännössä nämä pelot ovat osoittautuneet aiheettomiksi, sillä DEM ei suinkaan ole jatkuvasti ollut EMSin vahvin valuutta, vaan aika ajoin Bundesbank on itsekin käyttänyt tukiluottoa.

ECUja käytettäessä vastaanottava maa saa ECUille, jotka ylittävät sen omien alkuperäisten varantotalletusten määrän, FECOMilta ECU-koron. Samalla tavoin ECUja käyttänyt maa maksaa FECOMille ECU-korkoa ECUjen nettokäytöstä. Korkomekanismi on siis samankaltainen kuin Kansainvälisen valuuttarahaston erityisnosto-oikeus (SDR) tileillä.

Luottojen takaisinmaksu on usein pyritty suorittamaan varantojen (pl. kulta) koostumuksen suhteessa. Tästä on mielenkiintoisena kuriositeettina seurannut se, että EMS-maat ovat aktiivisesti käyttäneet SDR-varantojaan keskinäisten luottojensa maksamiseen. Tämä on osaltaan aktivoinut SDRää varantovälineenä.

Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely on, kuten edellä kohdasta 5.3 ilmenee, ollut varsin vilkkaasti käytössä. Tässä mielessä se onkin poikkeus EMSiin liittyvien luottojärjestelyjen joukossa, sillä muita luottojärjestelyjä ei ole käytetty lainkaan tai vain hyvin rajoitetusti. Voineekin sanoa, että EMSiä luotaessa kovasti mainostetut luottojärjestelyt ovat VSTMFää lukuunottamatta osoittautuneet lähinnä koristeiksi, joilla tietysti on potentiaalisesti käytännöllistäkin merkitystä.

5.4.2 Lyhyen ajan valuuttatukijärjestely

Lyhyen ajan valuuttatukijärjestely (Short-term monetary support, STMS) on tarkoitettu väliaikaisten odottamattomien tai kausiluontoisten maksutasetasapainottomuuksien ja varantovaikeuksien rahoittamiseen. Se on myös muodoltaan keskuspankkien välinen sopimus ja juontaa juurensa jo EMSiä edeltäneeseen aikaan. EMSin perustamisen yhteydessä sen luottoraameja ja -aikoja lisättiin.

Järjestelyn aktivoimisesta päättää keskuspankkien pääjohtajien komitea jonkin keskuspankin esitettyä pyynnön luotosta järjestelyn puitteissa. Järjestelyä ei ole

EMSin olemassaoloaikana kertaakaan käytetty, joten sen aktivoimisprosessista ei ole varsinaista kokemusta. Ennen EMSiä Italia on kerran käyttänyt järjestelyä 1974. Sääntöjen mukaan luoton saanti on suhteellisen automaattista, kun anoja esittää, että luotto on tarpeen tilapäisen häiriön rahoittamiseksi ja asianomainen maa on valmis komitean suorittamaan maansa talouden tutkintaan.

STMS-luotot voivat olla esim. keskuspankkien välisten swappien tai talletuksien muodossa ja ne määritellään yleensä lainattavassa valuutassa paitsi erittäin lyhyen ajan luottojärjestelyn kautta pidennyksenä syntyvien luottojen osalta, jotka kuten edellä kohdassa 5.4.1 on todettu ovat ECU-määräisiä. Korke määritellään sopimuksen mukaan paitsi ECUjen osalta, joilloin käytetään ECU-korkoa. Luottoaika on kolme kuukautta, mutta luotot voidaan luotonottajakeskuspankin pyynnöstä uudistaa kahdeksi kolmikuukautiskaudeksi eli siis yhteensä luoton enimmäisrajaksi muodostuu yhdeksän kuukautta. Maksettuaan luoton takaisin asianomaisen maan on periaatteessa pidättäydyttävä uuden STMS-luoton otosta vähintään samaksi ajaksi kuin mitä sillä oli luottoa käytettävissä.

Kullakin keskuspankille on määritelty sekä velkoja että velallisosuutensa järjestelyssä. Nämä osuudet ilmaisevat maksimiluotonanto ja -saanti velvollisuuden ja mahdollisuuden. Näiden osuuksien lisäksi järjestelyyn liittyy ns. "rallonge" eräänlainen lisäosuus, joka on käytettävissä yli normaalien osuuksien. Yksittäinen maa

voi yleensä periaatteessa kuitenkin saada lainaksi korkeintaan puolet lisäosuuden kokonaismäärästä. Rahoitus tapahtuu pääsääntöisesti rahoitusosuuksien suhteessa, mutta maiden erilaisesta varanto- ja vaihtotase- asemasta riippuen jakoperusteista voidaan sopia myös tilanteen mukaan. Huonoon maksutase- ja valuuttavaranto- tilanteeseen vedoten voi yksittäinen keskuspankki kieltäytyä rahoitusosuutensa maksamisesta ja voi myös pyytää jo maksamansa osuuden ennen aikaista takaisinmaksua. Tällaisissa tapauksissa tämän maan osuus jaetaan muiden rahoittajien vastuulle. Luotonanto- ja saantiosuudet ja rallonge ilmenevät oheisesta taulukosta 5.

Taulukko 5 Lyhyen ajan valuuttatukijärjestely (mrd ECUa)

Keskuspankki	Luotonanto- osuus	Luotonsaanti- osuus	%
Deutsche Bundesbank	3 480	1 740	22,03
Banque de France	3 480	1 740	22,03
Bank of England ¹⁾	3 480	1 740	22,03
Banca d'Italia	2 320	1 160	14,67
Banque Nationale de Belgique	1 160	580	7,34
Nederlandsche Bank	1 160	580	7,34
Danmarks Nationalbank	520	260	3,29
Central Bank of Ireland	200	100	1,27
Osuudet yhteensä	15 800	7 900	100,00
Lisäosuudet eli rallonge	8 800	8 800	
Kaikki yhteensä	24 600	16 700	

1) Englannin osuus astuu voimaan vasta, kun se liittyy kokonaan mukaan EMS-yhteistyöhön. Siihen asti sen osuudet ovat ECU 1 460 ja ECU 720 miljoonaa.

Kuten taulukosta ilmenee, ovat järjestelyn kautta saatavat luotot potentiaalisesti melko suuria, kun rallonge otetaan huomioon. SLTn ja Ranskan osalta maksimiluotto olisi ECU 1 740 milj. + ECU 4 400 milj. = ECU 6 140 miljoonaa, joka vastaa lähes puolta Ranskan nykyvaluuttavarannosta (pl. kulta) ja SLTnkin osalta vastaava luku olisi noin 15 %. Pienten maiden osalta niiden maksiminosto olisi yleensä vielä paljon suurempikin suhteessa valuuttavarantoon.

Käytännössä luottojärjestelyä ei kuitenkaan ole käytetty mikä tuntuu melko ymmärrettävältä sikäli, että erittäin lyhyen ajan luottojärjestely automaattisena ja rajattomana kattaa kaikki interventiotarpeet ja suojaa valuuttavarannon äkillistä putoamista vastaan. Erittäin lyhyen luoton pituus on kuitenkin niin pitkä, että sen aikana EMS-keskuspankit yleensä pystyvät saattamaan varantonsa kuntoon tarvittaessa vaikkapa pitkäaikaisella tai keskipitkällä markkinaluotonotolla kuten esimerkiksi Ranska teki kesällä 1982.

Lyhyen ajan valuuttatukijärjestelyn olemassaololla saattaa tietysti olla oma tärkeä psykologinen merkityksensä, mutta toistaiseksi sillä ei ole ollut tosi käyttöä. Voi tietysti kuvitella, että tulevaisuudessa sen käyttö saattaisi aktivoitua, jos dollarin heikentyminen johtaa EMSin sisäisten paineiden kasvuun.

5.4.3 Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely

Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely (Medium-term financial assistance, MTFA) periytyy senkin EMSiä.

edeltäneeltä ajalta, mutta EMSiä perustettaessa myös sitä laajennettiin. Järjestely on edellä kuvatuista järjestelyistä poiketen ECn neuvoston eikä siis keskuspankkien hallinnassa. Järjestelyn tarkoituksena on myöntää maksutasevaikeuksista kärsivälle EC-maalle luottoa tilanteen korjaamiseksi 2-5 vuodeksi. Luotot ovat ECU-määräisiä ja niihin liittyy IMF:n valmiusluottojen ta-painen talouspoliittinen ehdollisuus.

Kullakin maalla on velvollisuus luotottaa järjestelyä taulukon 6. osoittamalla tavalla. Järjestelyn kokonaisummasta ECU 14.1 mrd voi yksittäinen maa saada lainaksi puolet.

Taulukko 6. Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely

	milj. ECU	%
SLT	3 105	22.02
Belgia	1 000	7.09
Tanska	465	3.30
Ranska	3 105	22.02
Irlanti	180	1.28
Italia	2 070	14.68
Luxemburg	35	0.25
Alankomaat	1 035	7.34
Englanti	<u>3 105</u>	<u>22.02</u>
	14 100	100.00

ECn ja Kansainvälisen järjestelypankin, BISin, välillä on tehty sopimus, jonka puitteissa BIS on lupautunut tarvittaessa ottamaan rahoitettavakseen tiettyyn rajaan asti osan MTF:stä, mikäli jokin rahoitukseen osallistuvista maista joutuisi maksutasevaikeuksiin. Tällaisissa tapauksissa ao. maan keskuspankki ja BIS sopisivat BIS:n rahoitusosuuden ehdoista ja yksityiskohdista.

5.4.4 Muut luottojärjestelyt

EMSiä perustettaessa luvattiin ns. vähemmin kehittyneille EC-maille subventoitua lainaa niiden talouksien rakenteen ja potentiaalın vahvistamiseksi sekä yhteisön sisäisen taloudellisen lähentymisen (konvergenssi) edistämiseksi. Näillä vähemmin kehittyneillä mailla tarkoitettiin Irlantia ja Italiaa sekä Englantia. Kun Englanti ei lähtenyt mukaan EMSiin täysipainoisena jäsenenä, se ei voinut saada näitä lainoja, joten käytännössä vain Italia ja Irlanti ovat hyötäneet tästä järjestelystä. Ne ovatkin molemmat saaneet näitä subventoituja rakennelainoja. (Lainojen yhteismäärä lienee ECU 1 mrd ja ne ovat jakautuneet siten, että 85 % on mennyt Italialle ja 15 % Irlannille).

Englannille on luvattu, että se voisi saada näitä lainoja, jos se myöhemmin liittyisi mukaan EMS-kurssiyhteistyöhön. Tämä porkkana on kuitenkin liian pieni riittääkseen houkuttelemaan Englantia mukaan, mutta mikäli Englannin täysjäsenyys EMSissä muista syistä ajankohtaistuisi, pyrkisi Englanti luultavasti muistuttamaan tästä vanhasta lupauksesta.

6 Keskuskurssien muuttamismenettelystä

6.1 Miten kurssimuutoksista päätetään

Vaikka EMSillä olikin tarkoitus luoda "Eurooppaan vyöhyke, jolla valitsee valuuttastabiliteetti", ei järjestelmällä kuitenkaan pyritty kurssien ehdottomaan kiinteyteen. Kurssimuutokset nähtiin jo alunperin mahdollisiksi ja tarpeellisiksi osallistuvien maiden vain

vähitellen "konvergoituessa" kohti yhtenäistä talouskehitystä, jota leimaisivat korkea kasvu ja työllisyys sekä alhainen inflaatio. Kurssimuutos on kuitenkin mahdollinen vain yhteisestä päätöksestä. Käytännössä tämä siis merkitsee sitä, ettei yksittäinen maa omalla yksipuolisella päätöksellään voi muuttaa valuuttansa ulkoista arvoa muihin EMS-valuuttoihin nähden.

Päätökset mahdollisista muutoksista tehdään yleensä ECn valtiovarainministereiden kokousten yhteydessä. Näiden säännöllisten kokousten ajankohdan lähestyessä aiheutuu usein spekulatiopainetta valuuttamarkkinoilla, kun valuuttamarkkinaosapuolilla on odotuksia kurssimuutosten suhteen. Päätöksiä voidaan tehdä myös ylimääräisten juuri tätä tarkoitusta varten lyhyellä varoistusasajalla ja salaa kokoonkutsuttujen kokousten yhteydessä. Tällä tavoin valuuttamarkkinat voidaan ikäänkuin "yllättää" ja pyrkiä minimoimaan spekulatiivisia ylilyöntejä.

Kurssipäätösten "monikansallistaminen" on tietysti merkinnyt sitä, että päätösten tekeminen on vaikeutunut, sillä osallistuvilla mailla saattaa olla toisistaan poikkeavia käsityksiä "sopivista" valuuttakursseista ja käytännössä onkin ajoittain osoittautunut vaikeaksi päästä yhteisymmärrykseen. Tämä johtuu paitsi näkemyseroista oikean kurssitason suhteen myös siitä, että samalla on sovittava siitä miten muutokset teknisesti ECU:n suhteen mitoitetaan. Tällä taas on heijastuksensa esim. maatalouspolitiikkaan tavalla, jota selvitetään kohdassa 6.2.

Haluttu efektiivinen kurssimuutos yksittäisen valuutan (valuuttojen) osalta voidaan suorittaa monella tavalla. Esimerkiksi oletetaan, että vallitsee yksimielisyys siitä, että DEMiä olisi vahvistettava muihin valuuttoihin nähden. Tämä voidaan teknisesti saavuttaa revalvoimalla DEM ECU:n suhteen tai devalvoimalla muut valuutat ECU:n suhteen tai jakamalla muutos re- ja devalvoimoihin sovitussa suhteessa.

Kun asia on näin (ja tässä vaiheessa vielä unohtaen maatalouspoliittiset komplikaatiot), on selvää, että kurssimuutostilanteessa näennäisten de- ja revalvoimaintiprosenttien jako saattaa olla poliittisesti hyvinkin vaikeata. Heikkenevät valuutat näkisivät kernaasti, että kurssimuutos näkyisi muodollisesti vain vahvistuvan valuutan vahvistumisena ja päinvastoin.

Suurin valuuttapoliittinen vaikeus kurssimuutostilanteissa lienee aina kuitenkin sopiminen oikeasta reaalisesta kurssitasosta. Yksikään maa ei mielellään soisi toiselle kurssimuutoksella liian suurta kilpailuetua ja toisaalta muutosten voi pelätä myös vähentävän luottamusta järjestelmän pysyvyyteen yleensä sekä kiihdyttävän inflatorisia odotuksia. Tämän taas voi argumentoida aiheuttavan koko järjestelmässä deflatorista vinoutta, kun kurssimuutoksien ei sallita tapahtua tarpeeksi usein ja tarpeeksi suurina. Tähän mennessä suoritettujen kuuden EMSin sisäisen kurssirakenteen muutoksen taustahistoriaa valaistaan kohdassa 6.3.

6.2 Maatalouden hintapolitiikan yhteys valuuttakurssipolitiikkaan

EC:n keskeisiä saavutuksia on sen yhteinen maatalouspolitiikka. Maataloustuotteiden hinnoista ja tuotantotavoitteista sovitaan koko yhteisöä varten kollektiivisesti. Maatalouden tuottajahinnat sovitaan periaatteessa yhteneviksi kaikissa jäsenmaissa. Tämä oli suhteellisen yksinkertaista kiinteiden valuuttakurssien vallitessa 1960-luvulla. Kiinteiden kurssien järjestelmän romahdettua hinnoittelumekanismi joutui uusien haasteiden eteen.

Jotta hinnat olisivat jatkuvasti olleet yhteneväiset kaikissa maissa, olisi kotimaisten hintojen tarvinnut antaa jatkuvasti muutua valuuttakurssimuutosten mukana, jotta hinnat yhteisessä valuutassa (tai laskentayksikössä) laskettuna olisivat säilyneet ennallaan. Näin kotimaisten hintojen heikkenevän valuutan maassa olisi pitänyt nousta ja vahvistuvan valuutan maassa laskea kurssimuutosten mukana. Kelluvien valuuttakurssien maailmassa kurssimuutokset olivat päivittäisiä, joten maatalouden hintapolitiikan kannalta tilanne eittämättä muodostui mahdottomaksi.

Tilanteen korjaamiseksi pystytettiin mittava byrokratia administroimaan maatalouden valuuttatasausmaksuja (Monetary Compensatory Amounts eli MCAs). Nämä valuuttatasausmaksut tulivat tarpeellisiksi ns. vihreitten valuuttakurssien ja markkinakurssien eron tasoittamiseksi. Vihreillä valuuttakursseilla tarkoitetaan sitä,

että maatalouden osalta sovittiin sovellettavaksi tiettyjä kiinteitä valuuttakursseja. Vihreiden ja päivän markkinakurssien eroista johtuvien potentiaalisten kurssivoittojen ja -tappioiden sekä niillä keinottelun ehkäisemiseksi oli EC-maiden sisäisille rajoille pystytettävä tavallaan uudet tullimuurit eli maataloustuotteiden vienti ja tuonti EC-maasta toiseen saatettiin valuutantasausmaksuilla saman hintaiseksi. Maa, jonka valuutta oli vahvistunut vihreään kurssiin verrattuna sai maatalousviennilleen tukea ja päivastoin. Asian monimutkaistamiseksi ovat vihreät kurssit eri tuotteiden osalta lisäksi usein eronneet toisistaan. Vihreitä kurseja tosin muutettiin aika ajoin lähemmäs markkinakurseja, mutta eroja ei yleensä kurottu kokonaan umpeen. Niinpä 1970-luvun puolivälissä lähes 10% ECn budjetista meni MCAiden rahoittamiseen.

EMSiä perustettaessa sovittiin periaatteessa siitä, että MCAt olisi purettava ja että maataloushinnat määriteltäisiin ECUissa. Tämä merkitsisi vihreistä kurseista luopumista. Tässä ei kuitenkaan ole täysin onnistuttu, vaikka vihreät kurssit nyttemmin seuraavat ECU keskuskurseja ja niiden muutoksia entistä huomattavasti joustavammin.

Pyrkimys vihreiden kurssien eliminoimiseen vaikeuttaa valuuttakurssimuutosten toteuttamista EMSissä, koska kuten edellä kohdassa 6.1 on selostettu keskuskurssimuutokset järjestelmän teknisestä luonteesta johtuen aiheuttavat muutoksia kunkin valuutan ECU-keskuskurssiin.

Jos vihreitä kursseja ja valuutantasausmaksuja halutaan välttää merkitsee taas jokainen ECU-keskuskurssin muutos tarvetta muuttaa kotimaan rahan määräisiä maataloustuotteiden tuottajahintoja. On helppo kuvitella, etteivät EC-maiden MTKt katsele hyvällä sitä, että heidän tuottajahintojaan muutetaan joidenkin valuuttapoliittisten toimenpiteiden seurauksena yllättäen alaspäin (ylöspäin nosto ei liene yhtä vaikea niellä), varsinkin kun kurssimuutos saattaa johtua jonkun muun kuin oman maan kurssipoliittisista tarpeista.

Käytännössä tämä vaikeus on esiintynyt erityisesti Tanskan valuuttakurssimuutosten yhteydessä (ks. jäljempänä 6.3). Isojen EC-maiden on ollut vaikeata suostua Tanskan devalvointipyyntöihin, koska niillä olisi ollut näiden maiden maatalouspolitiikan kannalta se ikävä vaikutus, että tuottajahintoja olisi ollut laskettava. Tanskan (ja myös Belgian) devalvaatiot ovatkin osaksi juuri tästä syystä jääneet pienemmiksi kuin mitä tanskalaiset itse olivat esittäneet ja halunneet. Onkin selvää, että kurssimuutosten kytkentä maatalouspolitiikkaan on omiaan vaikeuttamaan joustavan ja puhtaasti valuuttapoliittisista lähtökohdista lähtevän kurssipolitiikan harjoittamista EMSin puitteissa.

6.3 Tähänastiset kurssimuutokset EMSissä ja niiden opetukset

Tähän mennessä (tammikuu 1983) on EMSin sisällä suoritettu kuusi keskuskurssien uudelleen järjestelyä (central rate realignments), jotka kronologisesti voidaan esittää esim. seuraavasti.

- 23.09.1979 DEM revalvoidaan 2 % ja DKK devalvoidaan 3 % muihin EMS-valuuttoihin nähden
- 29.11.1979 DKK devalvoidaan 5 %
- 22.03.1981 ITL devalvoidaan 6 %
- 04.10.1981 DEM ja NLG revalvoidaan 5.5 % ja FRF ja ITL devalvoidaan 3 % muihin nähden
- 21.02.1982 BEF devalvoidaan 8.5 % ja DKK 3 %
- 12.06.1982 DEM ja NLG revalvoidaan 4,25 % ja FRF devalvoidaan 5.75 % ja ITL devalvoidaan 2.75 % muihin nähden.

Kronologia vaikuttaa melko selvälukuiselta, mutta asiat voidaan ilmaista monella eri tavalla. Otetaan esimerkiksi viimeisin 12.6.1982 tapahtunut muutos. Tuolloin tapahtuneet muutokset voidaan ilmaista kuten yllä, mutta voidaan myös sanoa, että

- DEM ja NGL revalvoitiin 4,25 % suhteessa DKKhon, BEFiin, LUXiin ja IEPiin
- FRF devalvoitiin 5.75 % suhteessa DKKhon, BEFiin, LUXiin ja IEPiin
- ITL devalvoitiin 2.75 % suhteessa DKKhon, BEFiin, LUXiin ja IEPiin
- DKKin, BEFin, LUXin ja IEPin keskinäiset bilateraaliset keskuskurssit säilyivät ennallaan.

Asia voidaan ilmaista myös suhteessa ECU-keskuskursseihin. Niiden muutokset 12.6.1982 ilmenevät taulukosta 7.

Taulukko 7. ECU-keskuskurssien muutokset 12.6.1982

	Vanha keskus- kurssi	Uusi keskus- kurssi	% muutos
BEF/LUX	44,6963	44,9704	-0,61
DKK	8,18382	8,2340	-0,61
DEM	2,41815	2,33379	+3,61
FRF	6,19564	6,61387	-6,32
ITL	1 305,13	1 350,27	-3,34
IEP	0,686799	0,691011	-0,61
NLG	2,67296	2,57971	+3,61
GBP ¹⁾	0,557037	0,560453	-0,61

1) GBP:n osalta kurssi on laskennallinen.

Kuten taulukon muutos-sarakkeesta ilmenee ovat ECU-keskuskursseista lasketut prosentit erilaiset kuin bilateraalisisistä keskuskursseista lasketut ja taulukosta havaitaan myöskin, että uusien ECU-keskuskurssien laskeminen on edellyttänyt myös Englannin punnan laskennalliseen keskuskurssiin kajoamista. Tässä luvussa läpikäyty kurssien muutosmenettely esimerkkeineen osoittaneekin selvästi, että EMSin sisäinen kurssienmuuttamismekanismi on melko monimutkainen ja edellyttää moninaisia päätöksiä, joilla on muutankin kuin suoranaisesti kurssipoliittista merkitystä.

Arvioitaessa mekanismin toimivuutta tapahtuneiden muutosten valossa voi todeta kurssimuutosprosessin toimineen tyydyttävästi, muttei kitkatta. Edellä on jo viitattu siihen, että Tanskalla ja Belgiassa on ollut vaikeuksia saada haluamiaan devalvaatioprosentteja hyväksytyiksi. Sanotaan niiden esim. 21.2.1982 halunneen

devalvoida BEF 11 % ja DKK 7 %. Lopputuloksena oli 8.5 ja 3 %. Samoin on suurempien muutospakettien kuten 4.10.1981 ja 12.6.1982 yhteydessä käyty kiistoja siitä kuka muodollisesti de- ja kuka revalvoi ja miten de- ja revalvaatiot jaetaan halutun kokonaisveikutuksen saamiseksi ja miten tämä otetaan huomioon ECU-keskuskursseissa ja vihreissä kursseissa.

Valuuttamarkkinanäkökulmasta asiaa tarkasteltaessa voidaan melko tyypillisenä asioiden kulkuna esittää seuraava tapahtumaketju. Välittömästi kurssimuutoksen tapahduttua suuria määriä lyhytaikaista pääomaa virtaa valuuttoihin, jotka ennen kurssimuutosta olivat heikkoja, sillä näiden maiden korkotasoa on tyypillisesti korkeampi kuin vahvoissa maissa ja välittömästi kurssimuutoksen tapahduttua on turha pelätä pikaista keskuskurssimuutosta. Pääoman virtaaminen devalvoituihin valuuttoihin vahvistaa niitä EMSin sisällä niin, että ne ovat lähellä sallitun vaihtelun alueensa vahvempaa rajaa. Kun samat valuutat (valuutta) yleensä ennen kurssimuutosta on ollut lähellä heikomman vaihtelun alueensa rajaa, merkitsee tämä vaihtelun alueen sisällä heikosta vahvaksi siirtyminen sitä, että faktinen välitön devalvoituminen (revalvoituminen vahvojen osalta) on pienempi kuin muodollinen devalvoituprosentti. Ajankomaksi valuuttamarkkinat alkavat odottaa uutta kurssitarkistusta ja heikot valuutat siirtyvät, mahdollisista korkoeroista piittaamatta, taas EMSin heikommalle laidalle, josta ne sitten taas hypähtävät vahvemmalle puolelle kurssimuutoksen tapahduttua. Kyseessä on siis tavallaan tasapainoilumekanismi, jossa markkinaosapuolet pyrkivät optimoimaan korko- ja kurssivoittojensa yhdistelmän. Keskuspankit toimivat sitten järjestelmän maksumiehinä.

Edellä hahmoteltu kuva on vahvasti pelkistetty eikä tilanne käytännössä ole näin yksiselitteinen, mutta, yleisesti myönnetään, että järjestelmä on omiaan luomaan mahdollisuuksia suhteellisen riskittömään spekulointiin tavalla, joka voimistaa lyhytaikaisia pääomaliikkeitä ja vaikeuttaa keskuspankkien mahdollisuuksia raha- ja valuuttapolitiikan hoidossa. Tästä aiheutuvien haittojen uskotaan kuitenkin korvautuvan kurssi-stabiliteetin mukanaan tuoman siunauksellisuuden kautta.

Kurssistabiliteetti on koettu EMS-maiden välisen tiiviin taloudellisen kanssakäymisen ja erityisesti ulkomaankaupan kannalta tärkeäksi. EMS-maiden ulkomaankaupasta huomattava osa suuntautuukin toisiin EMS-maihin. Esimerkiksi vuonna 1980 toisten EMS-maiden osuus oli Belgian viennistä 63% ja tuonnista 55%. Irlannin, jonka luvut ovat alhaisimmat sen talouden suuntautuessa paljolti Englantiin, osalta vastaavat luvut olivat 32% ja 20%. Huomattavaa on, että kolmen suuren EMS-maan SLTn, Ranskan ja Italian kunkin ulkomaankaupasta yli 40% käytiin muiden EMS-maiden kanssa. EMS-maiden ulkomaankaupan laskutusvaluuttojen kohdalla EMS-valuuttojen (ml. maan oma valuutta) osuus on huomattavasti kauppasuuksia korkeampi ollen Irlantia lukuunottamatta kaikilla runsaasti yli puolet. (Tässä yhteydessä voinee mielenkiintoisena sivuhuomiona todeta, että Tanskan viennistä 47% ja tuonnista 27% laskutettiin Tanskan kruunuissa vuonna 1980.)

Tarkasteltaessa EMSin kurssimuutoksia kokonaisuutena aikavälillä 13.3.79-12.6.82 voidaan todeta muiden EMS-valuuttojen heikentyneen DEMiin nähden seuraavasti

ITL 26,5 %, DKK 25 %, FRF ja BRF 22,5 %, IEP 12 % ja NLG 2 %. Samana ajanjaksona kuluttajahinnat Tanskassa nousivat yli 40 %, Ranskassa noin 50 %, Italiassa ja Irlannissa n. 70 %, kun hinnat Belgiassa ja Alankomaisissa nousivat runsaat 20 % ja SLT:ssä noin 20 %. Kurssimuutokset näyttäisivät näin ollen suurin piirtein kattaneen, eräitä poikkeuksia lukuunottamatta, inflaatioeroista johtuvat kilpailukykyt muutokset. EMSin voi siis sanoa sopeutuneen inflaatioeroihin eikä se ole tuonut mukanaan toivottua inflaatiovauhtien konvergenssia kohti SLT:n alhaista tasoa; päinvastoin inflaatioerot EMS-maiden välillä ovat kasvaneet ja kurssimuutokset ovat vain osittain korjanneet tilannetta. Eräiden valuuttojen osalta suurehkojen korjaukset kurssitasossa näyttäisivät inflaatioerojen perusteella olevan mahdollisia.

EMSin vaikutukset osallistuvien maiden rahapolitiikkaan ovat olleet varsin ilmeiset. DEMin ollessa de facto EMSin johtava valuutta ovat muut maat joutuneet melko pitkälle sopeuttamaan korkojaan pitääkseen korkoeron DEMiin nähden tarpeeksi positiivisena. SLT:n oltua nousvien dollarikorkojen aikana pakoitettu nostamaan korkotasoaan hidastaakseen dollarin vahvistumista pakotti tämä muut EMS-maat nostamaan korkojaan tasolle, joka suhdannepoliittisesti oli kaikkea muuta kuin toivottava.

Kun ottaa huomioon ne taloudelliset ristipaineet ja sen taloudellisen konvergenssin puutteen, jotka ovat vallinneet EMSin neljän tähänastisen vuoden aikana, voi EMSin koossapysymistä pitää yllättävän hyvänä saavutuksena. Toisaalta voi sanoa, että mennyt ajanjakso on ollut kuitenkin melko helppo EMSin koossapitämisen kannalta. Järjestelmän vahva valuutta DEM on nimittäin yleisesti ottaen ollut heikko lähes koko tämän ajanjakson ajan, sillä SLT:n vaihtotaseasema on ollut suhteellisen heikko ja dollari on vahvistunut myös DEMiin nähden voimakkaasti.

Tämä kehitys näyttäisi nyt olevan päättymässä, sillä dollari on kääntynyt laskuun ja SLTn vaihtotaseasemakin on vahvistunut. Tilanteen kehittyessä tähän suuntaan on oletettavissa, että jossakin vaiheessa yleinen valuuttamarkkinapaine suuntautuu dollareista DEMiin vahvistaen sitä voimakkaasti. Tällöin voi muiden EMS-maiden käydä hyvin vaikeaksi pitää valuuttaansa kiinteästi sidoksissa DEMiin menettämättä liiaksi kilpailukykyään ja aiheuttamatta talouksiensa reaalille toimintakyvylle muuta vahinkoa. Voineekin olettaa, että vasta tällöisen tilanteen syntyminen näyttää onko EMSillä tarpeeksi vastustuskykyä ja joustavuutta selviytyä talouden rautaisten lakien puristuksessa.

7 Euroopan valuuttarahasto, EMSin seuraava vaihe

EMSiä perustettaessa todettiin, että FECOM kahden vuoden kuluessa muutettaisiin Euroopan valuuttarahastoksi (European Monetary Fund eli EMF), jota vähitellen kehiteltäisiin ECn rahoitusjärjestelmän keskeiseksi. Ajatus oli jäsentymätön ja tarkoituksellisen epämääräinen, sillä EMSin tulevaisuudesta ja EMFin roolista tässä kokonaisuudessa vallitsi silloin, kuten vieläkin, kovin erilaisia käsityksiä EC-maiden välillä ja niiden sisälläkin. Useimmilla poliittisilla päätöksentekijöillä ja ECn komissiolla lienee ollut mielessä visio EMSistä tienä kohti täydellistä rahunio-
nia ja EMFistä Euroopan Keskuspankin alkiona. Prosessi nähtiin pitkänä, mutta kuitenkin edistyvänä.

Monilla oli kuitenkin jo EMSiä perustettaessa mielessä vaatimattomat tavoitteet EMFin suhteen ja jo alunperin se nähtiin vain jonkinlaisena eurooppalaisena IMFnä, joka olisi lähinnä raha- ja valuuttapoliittinen keskustelu- ja neuvottelufoorumi ja joka tarvittaessa voisi myöntää jäsenilleen maksutaserahoitusluottoja IMF:n luottojen tapaan.

EMS:n käytännön työn alettua keskustelut pitkän tähtäyksen kehityslinjoista kuitenkin jäivät taka-alalle. Valuuttapoliittisten päättäjien aika täyttyi aivan riittävästi päivän ongelmista eikä taivaanrannan katsojalle juuri jäänyt aikaa varsinkaan, kun mielipiteet siitä, mitä taivaanrannan takana tulisi löytyä kävivät voimakkaasti ristiin. Niinpä EMFin perustamista ensin lykättiin vuodella ja sittemmin määräämättömäksi ajaksi. Onkin selvää, ettei edellytyksiä EMS:n toisen vaiheen aloittamiselle ole näköpiirissä, vaan keskuspankeilla tulee olemaan täysi työ nykyisenkin järjestelmän koossa pitämisessä. Vasta kun taloudellinen taantuma EC:ssä ja maailmantaloudessa on voitettu ja edellytykset luotu EC:n sisäiselle taloudelliselle konvergenssille alhaisen inflaation, vakaan kasvun ja korkean työllisyyden oloissa, on mahdollista ajatella utopian rakentamista realistiselta pohjalta. Tavoitteena EMFin luomisesta ei ole luovuttu, mutta se on ajatuksena siirretty reserviin.

8 EMS ulkopuolisten maiden kannalta

8.1 EMS ja muuta valuutat

EMS:n täysivaltaiseksi jäseneksi pääseminen edellyttää luonnollisesti jäsenyyttä EC:ssä. EC-maista Englanti on, kuten edellä on todettu, jättäytynyt pois EMS-kurssiyhteistyöstä ja Kreikka ei ole toistaiseksi lainkaan mukana EMS:ssä. Portugalin ja Espanjan EC-jäsenyyden ajankohtaistuessa lienee oletettavaa, etteivät nekkään ainakaan aluksi liity EMS:iin. Onhan näiden maiden taloudellinen kehitysaste ja inflaatiovauhti niin erilainen kuin vanhojen EC-maiden, että niiden lienee parasta ensin totutella EC-yhteistyöhön yleensä ennen kuin lähtevät mukaan EMS:iin. EMS:n kehittymisen kannalta on kuitenkin pitkällä tähtäyksellä välttämätöntä, että kaikki EC-maat ovat mukana. Ilman kaikkia EC-maita ei EMS:iä voi kehittää osana EC:n integraatiopoliittikkaa kohti todellista rahaunionia. Voi tietysti

olla, ettei tähän todellisuudessa halutakaan ja että vähitellen ambitioastetta juhlapuhetasollakin lasketaan niin, että EMS nähdään ainoastaan DEM-johtoisena ryhmäkelluntana, jonkalainen sen edeltäjä valuuttakäärme avoimesti oli.

ECn ulkopuoliset maat eivät voi tulla EMSin jäseniksi. Eurooppalaiset maat, joilla on läheiset taloudelliset suhteet EChen voisivat kuitenkin periaatteessa osallistua EMSin valuuttakurssi- ja interventioyhteistyöhön. Läheisillä eurooppalaisilla mailla lienee tässä yhteydessä tarkoitettu lähinnä Itävaltaa ja Sveitsiä sekä Ruotsia ja Norjaa, joskin lienee varmaa, ettei Suomeenkaan mukaantuloa vastustettaisi. Yksikään maa ei kuitenkaan ole ryhtynyt EMSin muodolliseksi ulkojäseneksi. Tälle on luonnollisesti monta selitystä, joista osa poliittisia ja arvovaltakysymyksilläkin on oma osuutensa.

Sveitsi ja Itävalta ovat de facto hyvin pitkälti pyrkineet seuraamaan kurssipolitiikassaan EMSiä ja erityisesti DEMiä. Ne eivät kuitenkaan ole muodollisesti assosioituneet siihen, sillä ulkojäseninä ne joutuisivat alistamaan kurssipoliittisen päätöksentekonsa pitkälti EMSin elimille voimatta itse vaikuttaa järjestelmän kehittämiseen ja voimatta olla mukana esim. luottojärjestelyissä erittäin lyhyen ajan valuuttatuki- luottoa lukuunottamatta. Rajaton interventioluottomahdollisuus olisikin ainoa etu muodollisesta ulkojäsenyydestä "itsenäiseen" EMSin seurantaan verrattuna. Näin

ollen ei olekaan mikään ihme, että Itävalta ja Sveitsi, joiden ulkomaankaupasta valtaosa on EMS-maiden kanssa ja joille EMS siksi on luonnollinen valuuttakurssipoliittinen referenssiryhmä, ovat valinneet omaehtoisen EMSin seurannan tien. Tämä valinta on säilyttänyt päätösvapauden niiden omassa hallussa, joskin CHF:n osalta vapaus on tietysti markkinavoimien puristuksessa rajoitetumpaa kuin ATSn osalta, antaen kuitenkin talouselämälle tietyn kurssistabiliteettitakuun, kun yleisesti on ollut tiedossa, että oman valuutan kurssia suhteessa DEMiin (ja EMSiin) pyritään pitämään melko vakaana. Käytännössä ATS onkin pysynyt hyvin stabiilina DEMin suhteen vahvistuen kuitenkin hitaasti. Neljän viime vuoden aikana vahvistuminen on ollut noin 4 %. Sveitsin osalta pyrkimys kurssistabiliteettiin DEMin suhteen ei ole onnistunut yhtä hyvin, sillä CHF:n kansainvälinen rooli on tehnyt keskuspankille mahdottomaksi estää melko voimakkaitakin kurssivaihteluja (- 5 %/+ 14 %). Itävallan "vahvan valuutan" politiikka on tuottanut varsin hyviä tuloksia ja sen taloudellinen kehitys on ollut teollisuusmaiden joukossa poikkeuksellisen suotuisa.

Norjan ja Ruotsin kauppavaihto ei ole niin EC-painotteista kuin Itävallan ja Sveitsin. Näin ollen ei EMSin seuraaminen valuuttapolitiikassa ole niille luonnostaan lankeava ratkaisu. Ne ovatkin Suomen tavoin valinneet kurssipoliittiseksi ratkaisukseen ulkomaankauppapainoihin perustuvan valuuttaindeksin. Taulukossa 8 on esitetty Ruotsin ja Norjan sekä Suomen valuuttaindeksien painorakenne. Sekä Ruotsissa että erityisesti Norjassa on toisinaan esitetty ajatuksia EMSiin assosioutumisesta. Molemmilla mailla on valuuttakäärmeen ajoilta

kokemusta EMSin kaltaisesta kurssi- ja interventioyhteistyöstä. On tuskin kuitenkaan luultavaa, että lähentymistä EMSiin voisi tapahtua nykytilanteessa, vaikka lehtitietojen mukaan ECn taholta on hiljattain ainakin Ruotsille tätä ehdotettu.

Taulukko 8 Pohjoismaiden valuuttakorien painot (%) tammikuussa 1983

Valuutta	Ruotsi	Norja	Suomi
DEM	16,9	17,7	13,2
FRF	5,6	9,2	4,2
NLG	5,1	4,6	3,7
BEF	3,7	2,4	2,2
DKK	8,9	6,8	3,7
ITL	3,6	3,3	2,4
ATS	1,7	1,5	
CHF	2,4	1,2	2,0
SEK		15,0	16,6
NOK	9,2		3,6
FIM	7,4	3,0	
ESP	1,2		
JPY	2,7	6,0	2,3
CAD	1,1	3,6	
GBP	13,1	14,7	13,1
USD	17,4	11,0	9,5
SUR			23,5
Yhteensä	100,0	100,0	100,0

EMS-valuuttojen paino sekä Norjan että Ruotsin korissa on 44 % ja jos mukaan otetaan CHF ja ATS nousee paino 48 %iin. Välillisesti EMSin painoa vielä lisää EMS-valuuttojen sisältyminen huomattavalla painolla pohjoismaisten naapureiden valuuttakoreihin. Näin laskien

EMSin paino nousee yli puoleen. Tämä merkitsee sitä, että EMSin sisäisesti pysyessä vakaana on sen valuuttojen suurella painolla Ruotsin ja Norjan valuuttakoreissa kruunujen kurssia stabiloiva vaikutus varsinkin, jos uskaltaa olettaa, että ulkopuolelle jäävien USDn, GBPn ja JPYn kurssimuutokset osin kumoavat toisiaan.

8.2 EMS Suomen kannalta

Mitä edellä on sanottu Norjasta ja Ruotsista pätee pitkälti myös Suomeen. Huomattava ero piilee tietysti siinä, että Suomen valuuttakorissa EMS-valuuttojen paino on pienempi eli 29 % (Sveitsi mukaan laskien 31 %). Epäsuorasti EMSin paino Suomenkin korissa on lähes puolet, sillä Ruotsin ja Norjan valuuttakorien EMS-painotteisuuden lisäksi on empiirisesti ollut pääteltävissä, että Neuvostoliitto soveltaa ruplan ulkoista arvoa määriteltäessä korilaskentamenetelmää, jossa EMSin paino lienee noin neljännes.

Vakaa EMS vaikuttaa näin ollen vakauttavasti valuuttakurssiliikkeisiin myös Suomessa ja vähentää näin jonkin verran valuuttakurssiepävarmuutta. EMSin sisäisen stabiliteetin kuitenkin ollessa vähemmän kuin täydellistä ei sen vakauttavaa vaikutusta pidä yliarvioida. EMS-maiden osuuden Suomen ulkomaankaupasta ollessa vajaa kolmannes ei Suomella ole erityistä intressiä harkita valuuttakurssipolitiikkansa kytkemistä nykyistä kiinteämmin EMSiin, vaan nykyinen käytäntö vastaa paremmin etujamme.

9 Yhteenveto ja loppupäätelmät

EMS ei ole ainakaan toistaiseksi osoittautunut merkittäväksi askeleeksi kohti EC:n rahaliittoa. Se ei myöskään näytä edistäneen osallistuvien maiden talouksien konvergenssia eikä ole tuonut mukanaan pitempiaikaista valuuttastabiliteettiä, vaan EMS:n puitteissa on tehty jo kuusi kurssimuutoksia edellyttänyt järjestelyä. EMS on kuitenkin lyhyellä tähtäimellä stabiloinut osallistuvien maiden valuuttojen kurssien välisiä heilahteluja pitämällä muutokset kurssijärjestelyjen väliaikoina pieninä. Tällä seikalla on oma merkityksensä kun muistetaan, että EMS-maiden ulkomaankaupasta toisten EMS-maiden osuus on erittäin suuri.

EMS:n pluspuolelle on useissa osallistuvissa maissa laskettu myös sen "kurinpidollinen" vaikutus eli on katsottu, että ilman EMS-jäsenyyttä inflaatio olisi ollut toteutunuttakin korkeampi ja olisi jouduttu devalvaatiokierteeseen. Katsotaan siis, että vaikkei EMS olekaan tuonut mukanaan toivottua talouksien konvergenssia olisi tilanne ilman sitä vielä pahempi. Erityisesti pienissä EMS-maissa on myös tietoisuus EMS:iin liittyvistä rajattomista valuuttamarkkinainterventiomahdollisuuksista poistanut osan spekulatiivisesta paineesta valuuttavarantoa kohtaan. Kun keskuspankeilla lyhyellä tähtäimellä ei ole varantorajoitteita, tiedetään, ettei spekulatiivinen paine yksinään voi pakottaa kurssimuutokseen. Esimerkiksi Ruotsin syksyn 1982 devalvaation jälkimainigeissa ei Tanskan keskuspankki luultavimmin olisi pystynyt puolustamaan kruununsa kurssitasoa, ellei sillä olisi ollut käytössään EMS:n interventioluottomekanismi. Näin mukana

olo EMSissä antaa viranomaisille aikaa toimenpiteiden valmistelulle. EMSin monikansallinen päätöksenteko antaa lisäksi mahdollisuuden siihen vetoamalla hillitä kurssimuutosvaatimuksia kotimaassa.

Teknisesti EMS on toiminut hyvin. Sitä perustettaessa luotu divergenssi-indikaattori ei tosin ole osoittanut kovinkaan merkittäväksi innovaatioksi. Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestelyä lukuunottamatta ei EMSin yhteyteen luodulla tukiluottoverkostolla ole ollut toistaiseksi käyttöä. EMS onkin toiminut pitkälti vanhan valuuttakäärmeen tapaan. Se on itse asiassa valuuttakäärme, jota on koristeltu parilla teknisesti monimutkaisella, mutta sinänsä vähemmän tarpeellisella lisälaitteella.

EMSiä perustettaessa tehdyt päätökset sen kehittämisestä ja Euroopan valuuttayhteistyörahaston muuntamisesta Euroopan valuuttarahastoksi ovat toistaiseksi jääneet vaille toteutusta ja näyttää siltä, ettei lähivuosina liene odotettavissakaan olosuhteita, joissa EMSin kehittäminen nykyistä sitovammaksi ja keskusjohtoisemmaksi olisi mahdollista.

ECn laajeneminen ja Englannin pysyttely EMSin kurssi-yhteistyön ulkopuolella vaikeuttanevat jatkossa yhä enemmän yrityksiä luoda EMSistä koko ECn kattava valuuttapoliittinen yhteistyömekanismi. Kreikan liittymisen ja Espanjan ja Portugalin odotettu mukaantulo EChen monimutkaistanevat vielä entisestään maatalouspolitiikan ongelmia yhteisössä. Maataloushintojen ja

EMSin välinen kytkentä ei ole omiaan helpottamaan uusien jäsenmaiden mahdollisuuksia osallistua EMSiin. Euroopan valuuttayksikön arvostusmenettelyn pysyvyys tai sen muuttaminen ovat tulevaisuudessa myös muodostuva ongelmaksiksi, jota ei liene helppo ratkaista.

Viime aikojen valuuttamarkkinakehitys, dollarin kurssin kääntyminen laskuun ja korkojen aleneminen sekä DEMin aseman vahvistuminen saattaa olla johtamassa vaiheeseen, jossa EMSin sisäisten paineiden hillitseminen käy tähän astista vaikeammaksi. On ilmeistä, että nykyisen laajuisen ja muotoisen EMSin koossapitäminen tulee olemaan erittäin vaikea tehtävä. Tätäkin taustaa vasten näyttäisi ilmeiseltä, ettei ole syytä odottaa mitään suurempaa edistystä ECn valuuttayhteistyön edelleen kehittämistyössä. Pikemminkin lienee varauduttava EMSin nykymekanismia murentaviin valuuttakriiseihin. Ainakin nykyääntöjen puitteissa tapahtuvien kurssimuutosten todennäköisyys näyttäisi kasvavan. Kurssimuutosten väliajan lyhentyessä ja muutosten suuruuden kasvaessa puhe EMSistä eurooppalaisena kurssistabiliteetin vyöhykkeenä alkaisi kuullostaa entistä ontommalta ja paineet koko järjestelmän hajoamisen suuntaan kasvaisivat.

EMSin todellinen tulikoe lieneekin näin ollen vasta edessäpäin. Jos järjestelmä selviää koossa edessä olevista vaikeuksista, on toisaalta olemassa hyvät edellytykset rakentaa sen pohjalle laajempaakin yhteistyötä jos ja kun maailmantalous ja maailmankauppa elpyvät. Tasapainoisemman talouskehityksen oloissa

EMS voisi antaa tärkeän panoksen myös kansainvälisen valuuttajärjestelmän vakauttamispyrkimyksille. Ajatus kolminapaisesta USA, Japani, EMS valuuttajärjestelmästä, jossa nämä kolme läheisessä yhteistyössä koor-dinoisivat talouspolitiikkansa vakaan talouskasvun ja valuuttakurssikehityksen turvaamiseksi, saisi ehkä uutta tuulta purjeisiinsa. Tällainen kehitys olisi luonnollisesti myös EMSin ulkopuolisten pienten eurooppalaisten maiden, kuten Suomen kannalta tervetullutta.

ECn teknokraateilla tähän astisen kokemuksen EMSistä luulisi antavan ainakin sen opetuksen, ettei pyrkimys valuuttaunioniin ole mahdollista ennenkuin taloudellinen integraatio ja konvergenssi on viety muilla alueilla huomattavasti nykyistä pitemmälle. Yhteinen raha edellyttää yhtenäistä taloutta.

Lähdeluettelo:

- Bank of England: Intervention arrangements in the European Monetary System, Bank of England Quarterly Bulletin, Volume 19, No 2, June 1979
- Baquiast, Henri: The European Monetary System and International Monetary Relations, artikkelimoniste 1979
- BIS: Vuosikirjat 1979-1982
- Brunner, Karl: Reflections on the State of International Monetary Policy, Banca Nazionale del Lavoro, Quarterly Review, No 131, December 1979
- Choi, D.: Reserve Intervention in the EMS: Simulation with the Newly Estimated LINK Exchange Rate Model, LINK-moniste, NY, March 1980
- Choi, D. ja Rolley, D.: Reserve Intervention in the EMS: Simulations with the LINK Exchange Rate Model, LINK-moniste Helsinki July 1979
- Dalgaard, Henning: Overdrevne forstillingen om, hvor store kursjusteringer de økonomiske forskell nødvendiggor; Europa, No 4, April 1979
- Deutsche Bundesbank: The European Monetary System, Structure and operation, Monthly Report, Vol. 31, No 3, March 1979
- Deutsche Bundesbank: Monthly Reports, vuosilta 1979-1982
- Emerson Michael: The European Monetary System in the Broader Setting of the Community's Economic and Political Development, Seminaarimoniste, Brookings Institution, 18-19 April 1979
- European Communities: European Monetary Fund, Preparatory Studies, November 1981, Notes by the Commission to the Monetary Committee
- European Communities: Compendium of Community Monetary Texts, 1979
- European Communities: The European Monetary System, Offprint of European Economy, No 3, July 1979
- IMF: Vuosikirjat 1979-1982, IFS, lukuisat rahaston sisäiset muistiot ja tiedotteet
- Jännäri, Kaarlo V.: Euroopan Talousyhteisön laskentayksiköistä; Suomen Pankin sisäinen muistio 5.1.1977
- McMahon, Christopher: The Long Run Implications of EMS, Bank of England, artikkelimoniste, April 1979
- Padoa-Schioppa, Tomasso: What Contribution has the EMS made and can it now make in an unsettled period? Moniste, puhe, Financial Times Conference, Rome, 10-11 December 1981
- Page, S.A.B.: The Development of the EMS; National Institute Economic Review 1982:4

Rey, Jean-Jacques: The European Monetary System, Common Market Law Review, 1979

Salop, Joanne: The Divergence Indicator: Technical issues; IMF, DM/81/59, ei julkaistu, sisäinen muistio, 11.8.1981

Triffin, Robert: The European Monetary System and the Dollar in the Framework of the World Monetary System; Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review No 142, September 1982

Triffin, Robert: Suggestions for an American Response to EMS, seminaarimoniste, Brookings Institution, 18-19 April 1979

Vries, Tom de: On the Meaning and Future of the European Monetary System; Princeton University, Essays in International Finance No 138, September 1980

Ypersele de Strihou, Jacques van: Operating Principles and Procedures of the European Monetary System, seminaarimoniste, Brookings Institution, 18-19 April 1979

Lisäksi lukuisat artikkelit ja kommentit taloudellisessa lehdistössä, joista tärkeimpinä mainittakoon, The Economist, Financial Times, International Herald Tribune, Veckanc Affärer jne.