

Kaarlo V. Jännäri

SUOMEN PANKKI
Kirjasto

Euroopan valuutta- järjestelmä

Suomen Pankki

Helsinki 1983

ALKUSANAT

Tässä selvityksessä kuvataan Euroopan talousyhteisön valuuttakurssiyhteistyömekanismiin eli Euroopan valuuttajärjestelmän (European Monetary System, EMS) toimintaa. Selvitys on pääosin kirjoitettu muun työn ohessa loppuvuodesta 1982. Näin ollen maaliskuun lopulla 1983 tapahtuneet kurssinmuutokset EMS:n sisällä ja niihin liittyvät tapahtumat eivät olleet tiedossa selvitystä laadittaessa. Nämä muutokset on kuitenkin pyritty otamaan huomioon eräissä tekstilisäyksissä. Eräät selvitykseen sisältyvät taulukot ja laskelmat perustuvat kuitenkin ennen maaliskuun 1983 kurssinmuutosta vallinneisiin kurssiin. Tällä ei kuitenkaan ole vaikutusta itse järjestelmän periaatteiden kuvauksen kannalta.

Olen saanut arvokkaita kommentteja useilta työtovereiltani ja kollegoilta ni Suomen Pankissa sekä eräissä muissa keskuspankeissa ja kansainvälisissä järjestöissä. Konekirjoitustyön ovat suorittaneet Maija Kokkola ja Anna-Liisa Talvitie. Heille kaikille esitän parhaat kiitokseni.

Huhtikuussa 1983

Kaarlo V. Jännäri

SISÄLLYS

1	Johdanto	7
2	Valuuttapoliittisen yhteistyön kehittyminen Euroopan talousyhteisössä ennen EMS:ää	8
	2.1 Rooman sopimuksesta valuuttakäärmeeseen	8
	2.2 Valuuttakäärme ja EC:n yhteiskellunta	9
3	EMS:n syntyvaiheet; poliittiset paineet	12
4	EMS:n tekninen rakenne	14
	4.1 Euroopan valuuttayksikkö ECU	14
	4.2 Keskuskurssien, keskinäisten pariteettien ja sallitun vaihteluvälin rajojen määrääminen	16
	4.3 Valuuttakurssi-indikaattori eli divergenssi-indikaattori (divergence indicator)	19
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	27
	5.4 EMS:ään liittyvistä luottojärjestelyistä	29
	5.4.1 Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely	29
	5.4.2 Lyhyen ajan valuuttatukijärjestely	31
	5.4.3 Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely	33
	5.4.4 Muut luottojärjestelyt	33
6	Keskuskurssien muuttamismenettelystä	35
	6.1 Miten kurssinmuutoksista päätetään?	35
	6.2 Maatalouden hintapolitiikan yhteys valuuttakurssi-politiikkaan	36
	6.3 Tähänastiset kurssinmuutokset EMS:ssä ja niiden opetukset	38
7	Euroopan valuuttarahasto, EMS:n seuraava vaihe	43
8	EMS ulkopuolisten maiden kannalta	44
	8.1 EMS ja muut valuutat	44
	8.2 EMS Suomen kannalta	46
9	Yhteenveto ja loppupäätelmät	48
	Lähdeluettelo	51
	Summary	53

1 JOHDANTO

Tämän selvityksen tarkoituksena on luoda suhteellisen yksityiskohtainen kuva Euroopan valuuttajärjestelmän eli EMS:n toiminnasta, sen institutionaalisisista puitteista ja kehitysnäkymistä. Selvityksessä pyritään myös arvioimaan kvalitatiivisesti järjestelmän realistisuutta ja vaikutuksia talousyhteisön integraatioprosessiin.

Selvitys perustuu, paitsi liitteessä mainittuihin kirjallisiin lähteisiin, kirjoittajan Deutsche Bundesbankissa ja EC:n komissiossa keväällä 1980 käymiin aihetta koskeviin keskusteluihin sekä vuosien varrella eri yhteyksissä käytyihin keskusteluihin Danmarks Nationalbankin ja muiden pohjoismaiden keskuspankkien ja Kansainvälisen valuuttarahaston edustajien kanssa. Lisäksi olen keskustelujen yhteydessä saanut osin julkaisematonta aineistoa. Selvityksessä tarkastellaan aluksi EMS:ää edeltänyttä aikaa talousyhteisön valuuttapoliittisen koordinaation kannalta eli tarkastellaan talousyhteisön reaktioita Bretton Woodsin kiinteiden kurssien järjestelmän hajoamiseen. Tällöin on keskeisellä sijalla ns. valuuttakäärmeysteistyö, johon EMS:llä on runsaasti yhtymäkohtia.

Tämän jälkeen selostetaan EMS:n syntyyn vaikuttaneita tekijöitä ja siirrytään itse nykyjärjestelmän eri puolien selostamiseen. Pitkin matkaa pyritään järjestelmän teknisen kuvaamisen lisäksi selostamaan käytännön kokemuksia siitä, miten järjestelmän eri osat toimivat, 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 EMS:ÄÄ

2.1 Rooman sopimuksesta valuuttakäärmeeseen

Euroopan talousyhteisön perustamisasiakirja on ns. Rooman sopimus vuodelta 1957. Sopimus tuli voimaan 1.1.1958. Sopimuksen syntymisen aikoihin kiinteisiin pariarvoihin perustuva Bretton Woodsin valuuttajärjestelmä oli vasta vapautumassa sodan jälkeisen ajan valuutansäännöstelytoimista ja siirtymässä kohti valuuttojen vaihdettavuutta, jota Kansainvälisen valuuttarahaston sopimusartiklat edellyttivät. Näin ollen ei olekaan ihme, että Rooman sopimuksessa valuuttapolitiikkaa sivutaan varsin vähän. Olemassa ollutta järjestelmää sääntöineen pidettiin pysyvänä, ja sen oletettiin perustavan normiston myös tulevaisuuden valuuttapolitiikalle.

Rooman sopimuksen artikloissa 67 — 73 (pääomanliikkeet) 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 auttoivat 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, että kaikista tärkeistä jäsenmaiden valuuttapoliittisista toimista konsultoidaan ennakolta yhteisön sisällä. Käytännössä tämä päätös kuitenkin on ollut merkitykseltään vähäinen.

Vuosikymmenen loppua kohti kuljettaessa valuuttajärjestelmän epävakaisuus kävi yhä ilmeisemmäksi, ja myös talousyhteisössä voimistuivat vaatimukset "stabiilin eurooppalaisen valuuttavyöhykkeen" sekä täydellisen rahaunionin ja talousliiton luomisesta. Tämä huipentui Luxemburgin pää- ja valtiovarainministeri Pierre Wernerin nimeä kantavaan ns. Wernerin raporttiin (1970). Wernerin johtama työryhmä nimittäin suosittelee, että täydellinen raha- ja talousliitto toteutetaan asteittain 10 vuoden kuluessa. Työryhmän suositukset hyväksyttiin yhteisön tavoitteiksi alkuvuodesta 1971. Sitten on aikataulusta ollut pakko tinkiä, eikä rahaunionin ja yleisen taloudellisen integraatioprosessin loppuun viemiselle nykyään esitetä kiinteitä aikarajoja.

Tavoitteesta sinänsä ei ole luovuttu, vaan valuuttajärjestelmän ja maailman taloudellisten voimasuhteiden globaalit muutokset ovat hidastaneet edistymistä. Näin ainakin viranomaiset vakuuttelevat.

Pariarvojärjestelmän romahdettua elokuussa 1971 yritettiin Bretton Woodsin valuuttajärjestelmän rippeitä puolustaa "väliaikaisella" keskuskurssijärjestelmällä, joka oli perustettu joulukuun 1971 ns. Smithsonian-sopimuksella. Järjestelmässä sallittiin valuuttojen heilahtelu $\pm 2 \frac{1}{4}$ % dollarimääräisestä keskuskurssistaan. Tämä merkitsi sitä, että teoriassa dollaria lukuun ottamatta 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 $2 \frac{1}{4}$ prosenttiin. Ns. valuuttakäärme oli syntynyt. EEC-valuutat nimittäin liikkuvat tämän päätöksen vuoksi $4 \frac{1}{2}$ prosentin valuuttatunnelissa enintään $2 \frac{1}{4}$ prosentin levyisenä "käärmeenä".¹ Nimitys "valuuttakäärme" jäi eloon vielä senkin jälkeen, kun keskuskurssijärjestelmä (ja siis valuuttatunneli) maaliskuussa 1973 hajosi.

2.2 Valuuttakäärme ja EC:n yhteiskellunta

Valuuttakäärmeestä, jota keskuskurssijärjestelmän lakattua kutsuttiin myös yhteiskellunnaksi, tuli sitkeä eläin. Käärmeeseen kuuluvien maiden lukumäärä ja kokoonpano vaihteli useaan otteeseen, mutta se pysyi hengissä perustamisestaan 3.7.1972 aina EMS:n syntyyn asti 13.3.1979. Tosi-asiassa EMS lisäksi on käytännössä hyvin lähellä valuuttakäärmettä rakenteeltaan ja toiminnaltaan.

1. Käärmeen sisällä oli vielä "mato", sillä Benelux-maat noudattivat vielä kapeampaa vaihteluväliä frangien ja floriniin välillä.

Yhteiskellunnan kronologinen historiikki on lyhyesti seuraava:

- 7. 3.72 Valuuttakäärme syntyy; mukana silloiset EEC-maat, Saksan liittotasavalta, Ranska, Italia ja Benelux-maat.
- 1. 5.72 Englanti ja Irlanti liittyvät käärmeseen, samoin Tanska.
- 23. 5.72 Norja liittyy käärmeseen.
- 23. 6.72 Englanti (ja Irlanti) eroaa käärmestä ja lähtee kellumaan.
- 27. 6.72 Tanska eroaa käärmestä.
- 10.10.72 Tanska liittyy jälleen käärmeseen.
- 12. 2.73 Italia eroaa käärmestä ja liira kelluu.
- 11. 3.73 Keskuskurssijärjestelmä lakkaa ja valuuttakäärme muuttuu yhteiskellunnaksi.
- 19. 3.73 Ruotsi liittyy käärmeseen (DEM rev. 3 %).
- 26. 6.73 Kurssinmuutos (DEM rev. 5.5 %).
- 17. 9.73 Kurssinmuutos (NLG rev. 5 %).
- 16.11.73 Kurssinmuutos (NOK rev. 5 %).
- 19. 1.74 Ranska eroaa käärmestä.
- 10. 7.75 Ranska liittyy käärmeseen.
- 15. 3.76 Ranska eroaa käärmestä.
- 18.10.76 Kurssinmuutoksia käärmeen sisällä (DEM rev. 2 %, NOK ja SEK dev. 1 % ja DKK dev. 4 %).
- 4. 4.77 Kurssinmuutoksia käärmeen sisällä (SEK dev. 6 %, DKK ja NOK dev. 3 %)
- 29. 8.77 Ruotsi eroaa käärmestä ja devalvoi samalla 10 %. Käärmeen sisällä DKK ja NOK dev. 5 %.
- 13. 2.78 Kurssinmuutos käärmeen sisällä (NOK dev. 8 %)
- 16.10.78 Kurssinmuutoksia käärmeen sisällä (DEM rev. 4 %, NLG, BEF rev. 2 %).
- 12.12.78 Norja eroaa käärmestä.
- 13. 3.79 EMS syntyy ja korvaa käärmeen.

Yhteiskellunta perustui keskinäisten pariteettien periaatteelle. Kunkin osallistuvan maan valuutalle oli määrätty toisiinsa nähden keskuskurssit (pariteetit) ja keskinäisten kurssien sallitut ylä- ja alarajat. Keskuskurssiin nähden sallittu liikkuma-ala oli mainitut $\pm 2 \frac{1}{4}$ %. Aluksi laskennallisena yhteisenä nimittäjänä 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 Ollessaan mukana EC:n ulkopuoliset maat Norja ja Ruotsi osallistuivat yhteistyöhön muodollisesti assosioituneina, mutta käytännössä lähes täysivaltaisina ja EC-maiden kanssa tasavertaisina jäseninä. Itävalta ja ajoittain Sveitsi ovat ulkopuolisia omin toimin pitkälti seurailleet yhteiskelluntamaita (so. lähinnä DEM:ä) valuuttakurssipolitiikassaan. Sveitsi halusi aikanaan muodollisempaakin yhteistyötä käärmemaiden kanssa, mutta Ranskan vastustus esti Sveitsin liittymisen järjestelmään.

1. EC:n laskentayksiköistä (myös EMUA:sta) 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. Jos otetaan huomioon viime vuosikymmenen valuutta- ja talousolot, 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. Kun verrataan näiden valuuttojen keskinäistä merkittävyyttä, on helppo havaita, että käärme on ensisijaisesti ollut DEM-keskeinen valuuttablokki. Saksan liittotasavallasta taloudellisesti melko riippuvat maat sitoivat valuuttansa arvon Saksan markkaan ja seurasivat sen liikkeitä kolmannsiin maihin nähden. Yhteiskellunnan piirteitä järjestelmälle kuitenkin loivat yhteiset luotto- ja interventiomekanismit¹ sekä kollektiivinen päätöksentekojärjestelmä, joka sääteli sisäistä kurssirakennetta. Tässä yhteydessä ei kuitenkaan puututa niihin tarkemmin, sillä ne periytyivät lähes sellaisinaan (joskin laajennettuina) EMS:ään, ja ne käsitellään siinä yhteydessä.

1. Selvityksessä käytetään runsaasti sanoja "interventio" ja "intervenoida". Interventioilla tarkoitetaan keskuspankkien valuuttamarkkinoilla tapahtuvia valuuttojen ostoja ja myyntejä, joiden tarkoituksena on vaikuttaa markkinoiden kurssikehitykseen.

3 EMS:N SYNTYVAIHEET; POLIITTISET PAINEET

Euroopan valuuttajärjestelmän synty oli ensisijaisesti poliittisen tahdon ilmaus. Teknokraatit vastustivat ja vastustavat osin vieläkin järjestelmää. Eräänlaisena julkisena pelinavauksena järjestelmän aikaansaamiseksi voidaan pitää puhetta, jonka EC-komission puheenjohtaja Roy Jenkins piti 27.10.1977 Firenzessä. Puheessaan Jenkins esitti "hyppäystä" kohti EC:n rahaliittoa. Hyppäyksen tarpeellisuuden perustelut olivat keskeisesti poliittiset. Ilman rahaliittoa ei ole yhtenäisyyttä. Rahaliitto on integraation osa ja edellytys. EC:n huippukokous 5. – 6.12.1977 vahvisti, että rahaliitto oli edelleen 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 valuuttareformikeskusteluissa, jotka seurasivat Bretton Woods -valuuttajärjestelmän romahdusta. Nämä keskustelut ns. kahdenkymmenenkomiteassa eivät johtaneet mihinkään konkreettiseen. Näiltä ajoilta periytyi kuitenkin sekä Giscard d'Estaingin 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 kauppaehtuja ja osoittaakseen EC:n voimaa hän näin ollen halusi luotavaksi laajan eurooppalaisen valuuttablokin, joka yhtenäisenä ja vakaana yhteisin interventioin pystyisi pitämään myös dollarimarkkinat entistä rauhallisempina. Giscard d'Estaing oli, käytyään keskusteluja Schmidtin kanssa ja vaikutettuaan joihinkin Schmidtin suunnitelman yksityiskohtiin, valmis asettamaan koko henkilökohtaisen arvovaltansa liittokanslerin ajatusten tueksi. Giscard d'Estaingin ja Ranskan kannalta oli kuitenkin välttämätöntä, että uusi valuuttajärjestely eroaisi aiemmasta valuuttakärmeestä, josta Ranska jo kahdesti oli joutunut valuuttansa heikkouden vuoksi eroamaan.

EC:n korkeimman poliittisen tason neuvotteluissa 6. — 7.7.1978 Bremnessä sovittiinkin eurooppalaisesta valuuttajärjestelystä, joka luotaisiin Giscard d'Estaingin ja Schmidtin kaavailujen pohjalta vuoden loppuun mennessä.

Virkamiestason valmistelujen jälkeen EC:n ministerineuvosto hyväksyi 5.12.1978 resoluution Euroopan valuuttajärjestelmän EMS:n perustamisesta. Järjestelmä ei kuitenkaan aloittanut toimintaansa vuoden 1979 alusta, kuten alun perin oli tarkoitus, vaan vasta 13.3.1979. Viivästys johtui kiistasta, jonka aiheutti EC:n maatalouspolitiikkaan keskeisesti vaikuttavien valuuttatasausmaksujen käsittely. Käytännössä valuuttajärjestelmään mukaan ilmoittautuneet maat — Saksan liittotasavalta, Ranska, Italia, Hollanti, Belgia, Luxemburg, Tanska ja Irlanti — tosin pitivät valuuttojensa keskinäiset kurssit sovituissa rajoissa jo vuoden alusta lähtien.

Englanti jäi siis ainoana silloisena EC:n jäsenmaana järjestelmän kurssipoliittisen yhteistyön ulkopuolelle. Englanti on sen sijaan mukana järjestelmän muissa kuin kurssipoliittisissa yhteistyömekanismissa ja on ilmoittanut periaatteessa olevansa valmis liittymään myös kurssiyhteistyöhön, kun punnan tilanne sen sallii. Toistaiseksi Englanti ei ole liittynyt. EMS:n perustamisen jälkeen EC:n jäseneksi liittynyt Kreikka ei myöskään ole mukana, mutta sekin on ilmaissut aikovansa myöhemmin liittyä myös EMS:ään.

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

FECOMin johtokunta koostuu keskuspankkien pääjohtajista, joten EMS on muodollisesti pitkälti keskuspankkien välinen sopimus. Se on kuitenkin syntynyt poliittisen elimen EC:n 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 EMS:stä vastuussa olevat elimet eli keskuspankit välttämättä ole kovinkaan innostuneita kehittämään järjestelmää. EMS:n kehittymisen voidaan esimerkiksi pelätä heikentävän keskuspankkien itsenäisyyttä valtiovaltaan ja EC:n sihteeristöön nähden.

4 EMS:N TEKNINEN RAKENNE

4.1 Euroopan valuuttayksikkö ECU

EMS:n 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, jonka avulla määriteltiin Euroopan laskentayksikkö EUA (European Unit of Account). EUA:ta puolestaan oli käytetty vuodesta 1975 tiliyksikkönä EC:n eri tarkoituksiin).¹ Korin valuuttapainot laskettiin alun perin vuosien 1969 – 73 bruttokansantuoteosuuksien ja EC:n sisäisen kaupan osuuksien keskiarvon perusteella, mutta painot ovat tästä kurssikehityksen vuoksi tietysti muuttuneet. Suhteelliset painot muutettiin absoluuttisiksi valuuttamääräksi asettamalla EUA syntyhetkellään samanarvoiseksi Kansainvälisen valuuttarahaston erityisnosto-oikeuden, SDR:n kanssa. Muodostettiin siis valuuttakori, joka syntyhetkellään vastasi arvoltaan SDR:ää, mutta koska valuuttakorin koostumus oli erilainen kuin SDR:n, ovat SDR:n ja valuuttakorin kurssit luonnollisesti ajan myötä eronneet toisistaan. ECU:n rakenne on seuraava:

1. EC:n laskentayksiköistä ks. alaviite sivulla 10.

Taulukko 1. ECU:n rakenne

	Absoluuttinen valuuttamäärä	Suhteellinen osuus (%) eräinä ajankohtina		
		69 – 73 painot	1.3.1979	21.3.1983
DEM	0,828	27,3	33,02	37,38
FRF	1,15	19,5	19,80	16,93
GBP	0,0885	17,5	13,25	14,05
ITL	109	14,0	9,58	7,86
NLG	0,286	9,0	10,56	11,46
BEF	3,66	7,9	9,23	8,25
DKK	0,217	3,0	3,10	2,70
IEP	0,00759	1,5	1,11	1,06
LUX ¹	0,14	0,3	0,35	0,31
ECU	1	100	100	100

ECU on siis edellä olevien valuuttamäärien summa ja sen tämänhetkinen markka-arvo on noin 5,00 mk.

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 on ECU:n koostumuksen kannalta ongelma. Kreikan liityttyä yhteisöön on periaatteessa sovittu drakman lisäämisestä ECU-koriin vuoden 1986 alusta. Siihen mennessä lienevät kuitenkin Portugali ja ehkä myös Espanja EC:n jäseniä, jolloin herää kysymys niidenkin valuuttojen lisäämisestä koriin. Mitä useampia valuttoja korissa on, sitä vaikeampi sen administroida on. Erityisesti markkinoiden ymmärtäminen ja luottamus kovin monimutkaisiin "keinovaluuttoihin" on vaikeasti saavutettavissa. Onkin alkanut esiintyä paineita joko ECU:n pitämisestä pysyvästi nykyisistä valuutoista koostuvana tai sitten sen arvostamisesta itenäisesti siten, että "1 ECU = ECU 1". Jälkimmäinen vaihtoehto ei kuiten-

1. Luxemburgin frangille ei ilmeisesti ole virallista SWIFT-lyhennettä, joten tässä selvityksessä siitä on käytetty lyhennettä LUX. Belgian ja Luxemburgin talousliiton takia Belgian ja Luxemburgin frangit ovat samanarvoiset.

kaan liene pitkään aikaan mahdollinen, koska se ei ole sovitettavissa yhteen EMS:ään sisältyvän valuuttakurssi-indikaattorin eli divergenssi-indikaattorin (divergence indicator) kanssa. Divergenssi-indikaattoria selvitetään tarkemmin kohdassa 4.3. Korin jäädyttäminen siten, että se käsittäisi nykyiset valuutat ja valuuttamäärät, ei sekään ole kovin ideaalinen ratkaisu, jos oletetaan eräiden valuuttojen (varsinkin Saksan markan) edelleen vahvistuvan suhteellisesti. Uusien EC-maiden täysipainoinen osallistuminen EMS:ään edellyttäisi lisäksi myös teknisesti niidenkin valuuttojen sisällyttämistä ECU:hun, muuten ei kurssimekanismi nyky muodossaan voisi toimia.

4.2 Keskuskurssien, keskinäisten pariteettien ja sallitun vaihteluvälin rajojen määrittäminen

Kullekin EMS-valuutalle on määritelty ECU-keskuskurssi. EMS:n sisällä 21.3.1983 tapahtuneen viimeisimmän kurssitarkistuksen jälkeen keskuskurssit ovat seuraavat:

Taulukko 2. EMS-valuuttojen ECU-keskuskurssit 21.3.1983 lähtien

Valuutta	Keskuskurssi per ECU
BEF/LUX	44,3662
DKK	8,04412
DEM	2,21515
FRF	6,79271
ITL	1386,78
IEP	0,71705
NLG	2,49587
GBP ¹	0,629848

Keskuskurssien kautta voidaan valuutoille laskea keskinäiset pariteetit eli keskinäiset bilateraaliset keskuskurssit. Sallittu vaihteluväli bilateraalisten keskuskurssien ympärillä on $\pm 2,25\%$, Italian liiralla kuitenkin $\pm 6\%$. EMS:n perustamisen yhteydessä sovittiin, että ns. heikommat valuutat voisivat aluksi noudattaa laajempaa 6 prosentin vaihteluväliä.

Tällä väliaikaissäännöksellä, jota Italian liiraan edelleenkin sovelletaan, pyrittiin helpottamaan Italian ja Englannin mukaantuloa järjestelmään. Eng-

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

lantia tämä ei vakuuttanut sen paremmin kuin muutkaan ns. heikoille (Italia, UK, Irlanti) tarjotut liittymisedut (erityisluotot, joista tarkemmin kohdassa 5.4.4), vaan se jäi järjestelmän ulkopuolelle. Tästä on järjestelmälle aiheutunut teknisiä ongelmia, koska punta kuitenkin kuuluu osana ECU:hun.

Taulukossa 3 on lueteltu EMS-kurssiyhteistyöhön osallistuvien maiden valuuttojen bilateraaliset keskuskurssit sekä sallitun vaihtelualueen ylä- ja alarajat, ns. interventiorajat. Rajoja kutsutaan interventiorajoiksi siksi, että kukin osallistuva maa on velvollinen intervenoimaan valuuttamarkkinoilla estääkseen bilateraalisia keskuskurseja poikkeamasta yli näiden rajojen. Mekanismin toimintaa voi havainnollistaa seuraavalla esimerkillä:

Oletetaan, että lähtötilanteessa kaikki valuutat ovat keskuskurssissaan.

Belgian frangi alkaa vahvistua, mutta muut valuutat pysyttelevät keskinäisesti keskuskurseissaan. Belgian frangi voi tällöin vahvistua muihin nähden 2,25 %. Jos kuitenkin samanaikaisesti esim. Ranskan frangi heikkenisi vaikkapa 1 prosentin, 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 EMS:ssä 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 % 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 toisiin nähden on 4,5 ja 2,25 prosentin välillä ja useimmiten lähempänä 2,25 prosenttia kuin 4,5 prosenttia.

Italian liiran osalta sama mekanismi merkitsee sitä, että sen vaihteluväli on käytännössä jossakin 9 3/4 ja 12 prosentin välillä, useimmiten lähempänä 9 3/4 prosenttia. Liira voi olla enintään 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 muutosmahdollisuuden teoreettinen maksimi.

Jos kaikki valuutat X:ää lukuun ottamatta pysyttelevät bilateraalisisissa keskuskurseissaan, on valuutan X mahdollinen vaihteluväli $\pm 2 \frac{1}{4}$ % eli kaikkiaan 4 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 muutoksiin myös muiden valuuttojen välisissä kurseissa. Erityisesti suurten maiden valuuttojen (varsinkin Saksan markan) voi olettaa vetävän pieniä mukanaan, joten niiden vaihteluväli käytännössä lienee jonkin verran väljempi kuin pienten maiden valuutoilla.

Taulukko 3. Bilateraaliset keskuskurssit ja interventiorajat EMS:ssä 21.3.1983 lähtien

		100 BEF/Lux	100 DKK	100 DEM	100 FRF	1000 ITL	1 IEP	100 NLG
BEF/Lux	Y	—	564,10	2 048,35	668,0	33,970	63,2810	1 818,0
	K	—	551,536	2 002,85	653,144	31,9922	61,8732	1 777,58
	A	—	539,30	1 958,50	638,60	30,130	60,4965	1 738,0
DKK	Y	18,543	—	371,40	121,11	6,159	11,4735	329,63
	K	18,1312	—	363,141	118,423	5,80057	11,2184	322,297
	A	17,727	—	355,06	115,78	5,463	10,9687	315,13
DEM	Y	5,106	28,165	—	33,350	1,696	3,160	90,77
	K	4,99288	27,5375	—	32,6107	1,59733	3,08925	88,7526
	A	4,882	26,925	—	31,885	1,504	3,021	86,78
FRF	Y	15,659	86,365	313,63	—	5,2010	9,6885	278,35
	K	15,3106	84,4432	306,648	—	4,89819	9,47313	272,158
	A	14,97	82,565	299,85	—	4,6130	9,2625	266,10
ITL	Y	3 318,9	18 305,0	66 473,0	21 677,0	—	2 053,53	58 997,0
	K	3 125,76	17 239,7	62 604,3	20 415,7	—	1 934,01	55 563,0
	A	2 943,8	16 236,0	58 960,0	19 277,0	—	1 821,45	52 329,0
IEP	Y	1,6530	9,1168	33,1015	10,7964	0,549015	—	29,3832
	K	1,61621	8,91396	32,3703	10,5562	0,517061	—	28,7295
	A	1,5803	8,7157	31,6455	10,3214	0,486968	—	28,0904
NLG	Y	5,7535	31,7325	115,235	37,58	1,911	3,560	—
	K	5,62561	31,0273	112,673	36,7434	1,79976	3,48075	—
	A	5,5005	30,3375	110,1675	35,925	1,695	3,403	—

Y = yläinterventioraja, K = bilateraalinen keskuskurssi, A = alainterventioraja.

Taulukon lukemisen helpottamiseksi seuraava esimerkki: 100 DKK:ta on, jos DKK ja BEF ovat bilateraalissa keskuskurssissaan, BEF 551,536. DKK voi vahvistua BEF:ään nähden enintään niin paljon, että 100 DKK:ta on BEF 564,10 (yläinterventioraja); DKK voi heikentyä BEF:ään nähden enintään niin paljon, että DKK 100 on BEF 539,30 (alainterventioraja).

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)

EMS:ää luotaessa valuuttakäärmeeseen kuulumattomat maat (eritoten Ranska) vastustivat sitä, että käärmeen valuuttakurssimekanismi siirretään sellaisenaan EMS:ään. Katsottiin, että bilateraalisiin pariteetteihin ja niiden puolustamiseen rakentuva järjestelmä oli luonteeltaan deflatorinen. Jos jokin valuutta saavuttaisi interventiorajansa johonkin toiseen valuuttaan nähden, merkitsisi interventio heikentyneelle valuutalle reservien menetystä ja kiristäisi tämän maan rahamarkkinoita. Näin intervention aiheuttama sopeutusrasite jäi lähinnä "heikon" maan harteille.

Käärmemäisen järjestelmän kannattajat (erityisesti Saksan liittotasavalta) taas katsoivat, että interventiovelvoite puolestaan kevensi "vahvassa" maassa rahamarkkinoita ja loi täten inflatorisia paineita. Inflatorinen paine vahvassa maassa tasapainotti näin ollen heikon maan deflaatiopainetta, ja järjestelmä oli täten suhteellisen symmetrinen.

Käärmeen ulkopuoliset maat kannattivat EMS:n 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 ECU:hun nähden interventiopisteesensä, se olisi velvollinen ostamaan muiden EMS-maiden valuuttoja estääkseen valuuttansa kurssin lisävahvistumisen ECU:hun nähden. Saatavat, jotka X-maalle syntyvät muissa EMS-valuutoissa, se voisi "saattaa maksuun" vain, jos sen valuutta heikkenisi niin paljon, että sen olisi ryhdyttävä tukemaan valuuttaansa valuuttamyynnin.

On tietysti selvää, että tällainen "ranskalainen" järjestelmä olisi ollut radikaalisti erilainen interventiovastuun osalta kuin valuuttakäärme. 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 suuren inflaation maat muodostaisivat enemmistön EMS:ssä ja ECU:ssa, niin olisi oletettavaa, että vähemmistöön jäävän vähäisen inflaation maan (tai maiden) valuutta vahvistuisi. 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 interventiovelvoista johtuvaa intressiä tiukentaa sisäistä talouspolitiikkaansa. Järjestelmä siis potentiaalisesti rankaisisi hyvettä ja palkitsisi pahantapaista elämää.

Edellä kuvatun kahden päänäkemyksen yhteen sovittaminen ei ollut kovin helppoa, mutta asia ratkaistiin lopulta Belgian esittämän kompromissin pohjalta. EMS:n interventiomekanismi perustui bilateraalisiin keskuskurssihin käärmeeen tapaan, mutta sen lisäksi poikkeamat ECU-keskuskurssista tulisi ottaa huomioon; jos merkittäviä poikkeamia esiintyi, poikkeavan maan (poikkeavien maiden) odotettiin ryhtyvän toimiin (presumption to act) niiden korjaamiseksi. Tarvittaessa on poikkeavan maan neuvoteltava muiden EMS-maiden kanssa tilanteen korjaamisesta.

ECU-keskuskurssista poikkeamista mittaamaan luotiin divergenssi-indikaattori. Odotus toimiin ryhtymisestä syntyy, kun jokin EMS-valuutta heikkenee tai vahvistuu 75 % sallitusta maksimistaan (threshold of divergence) suhteessa ECU-keskuskurssiinsa. Lisäksi oletetaan, että asianomainen valuutta on vastakkaisella puolella interventioaluettaan kaikkiin muihin EMS-valuuttoihin nähden. Lähtökohtana on siis se, että oletetaan ensin, että valuutta X on vahvistunut tai 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 ECU:ssa on erilainen, merkitsee tämä sitä, että ECU-arvojen laskennalliset ääripisteet ovat prosenttipoikkeamina erilaiset kaikille valuutoille, kun ne lasketaan ECU-keskuskurssista. Mitä suurempi on maan paino ECU:ssa, sitä enemmän luonnollisesti valuutan arvon muutos vaikuttaa myös ECU:n arvoon. Näin ollen divergenssiraja saavutetaan pienemmällä ECU-kurssin muutoksella kuin pienen maan ollessa kyseessä.

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

Taulukko 4.1

	Rivi 1 ECU:n koostumus	Rivi 2 Rivi 1 BEF:ssä, kun kaikki keskuskursseissaan	Rivi 3 Rivi 2, kun BEF on muihin nähden vahvistunut 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 ²	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 ¹, jos kaikki EMS-valuutat ovat keskuskursseissaan. Jos BEF vahvistuu muihin nähden 2,25 % ja muut pysyttelevät bilateraalissa keskuskursseissaan, saadaan ECU:n laskennalliseksi BEF-arvoksi 44,0511, eli ECU on heikentynyt BEF:ään nähden 2,04 %. Kaikille muille valuutoille voidaan samalla menetelmällä laskea vastaava arvo. On selvää, että arvo on sitä pienempi mitä suurempi kulloisenkin valuutan paino on ECU:ssa ja päinvastoin. Divergenssiraja (threshold of divergence) on 75 % laskennallisesta maksimipoikkeamasta — siis BEF:n osalta esim. $\frac{75}{100} \times 2.04$ eli $\pm 1,53$ %. Muiden valuuttojen vastaavat arvot ovat 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) sekä laskennallisesti GBP:n osalta $\pm 1,46$ %. Divergenssi-indikaattori lasketaan vallitsevan markkinahintatason ja ECU-keskuskurssin suhteena seuraavaan tapaan (esimerkkinä taas BEF):

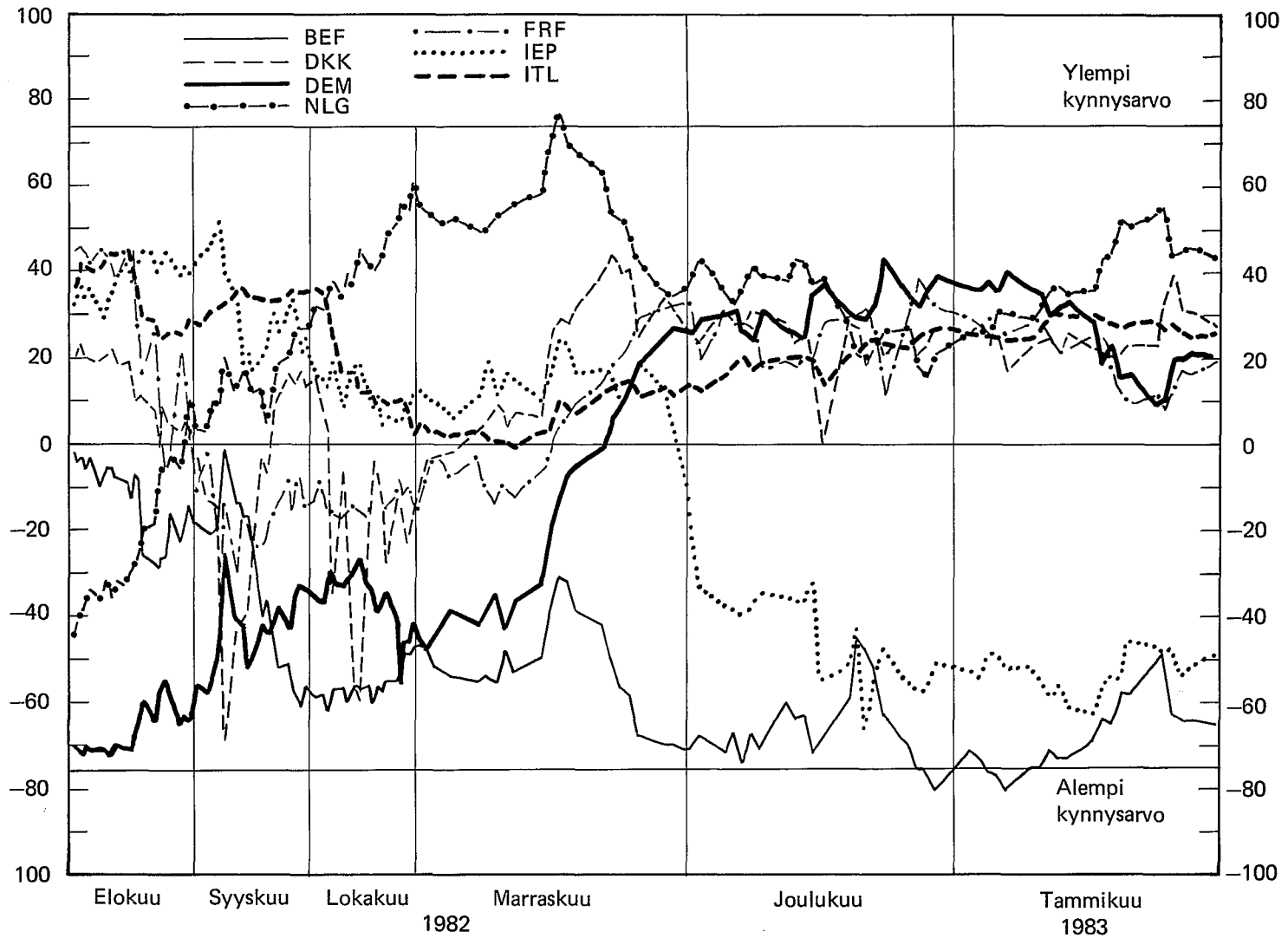
1. Laskelma on tehty ennen 21.3.1983 valinneiden kurssien mukaan. Viimeisen kurssinmuutoksen myötä luvut jonkin verran muuttuvat, mutta laskelmien periaate ei ole muuttunut. Pyörästysten vuoksi luvut eivät aivan täsmää.

2. Italian liiran osalta rivi 3 on laskennallinen.

3. Punnan osalta rivit 2 ja 3 ovat laskennallisia.

Kuvio 1.

EMS: DIVERGENSSI-INDIKAATTORIN KEHITYS, ELOKUU 1982 – TAMMIKUU 1983



Lähde: IMF

Olkoon BEF:n markkinakurssi 44,80; tällöin BEF on vahvistunut keskuskurssiinsa nähden

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

Divergenssi-indikaattorin arvo 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 bilateraalista keskuskurseista vain 2,25 prosenttiin asti; ts. jos niiden markkinakurssit eroavat enemmän kuin 2,25 % laskennallisista keskuskurseista, pitää laskelmia tältä osin korjata punnan tai liiran tai molempien kurssin ylityksen määrällä, jotta "oikea" divergenssi-indikaattorin arvo voitaisiin määritellä. Liiran omaa divergenssi-indikaattoria laskettaessa otetaan luonnollisesti huomioon sen laajempi bilateraalinen vaihteluväli. Kuviossa 1 nähdään divergenssi-indikaattorin kehitys ajalla elokuu 1982 – tammikuu 1983.

Matemaattisesti on osoitettavissa, että divergenssi-indikaattorin laskentamenetelmä – näennäisestä tasapainoisuudestaan huolimatta – jonkin verran suosii suuria maita, joiden valuutan paino ECU:ssa on suuri. Menetelmä sallii 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 Saksan markka ja Ranskan frangi) voivat koordinoimalla omaa keskinäistä kurssikehitystään estää kumpaakaan lähestymästä divergenssirajaansa. Jos Ranska ja Saksa pitävät keskinäisen kurssinsa vakaana, niiden yhteinen paino ECU:ssa takaa sen, ettei ECU:n kehitys pääse suuresti eroamaan niiden kehityksestä.

Divergenssi-indikaattori on EMS:n olemassaolon aikana useimpien valuuttojen osalta kerran tai useammin saavuttanut 75 prosentin kynnyсарvonsa, ja lyhytaikaisia kynnyсарvon ylityksiäkin on tapahtunut. Odotus toimiin ryhtymisestä (presumption to act) on siis toteutunut useampaan otteeseen ja myös tilanteissa, joissa valuutta ei bilateraalisten keskuskurssien osalta ole yhdenkään valuutan osalta saavuttanut pakollista interventio pistettä.

Se minkälaisiin toimiin kynnysarvon saavuttaneen maan odotetaan ryhtyvän, on jätetty tarkemmin määrittelemättä. Kyse ei siis välttämättä ole interventioista valuuttamarkkinoilla (ns. intramarginaalinen interventio), vaikka sitäkin käytännössä on usein käytetty. Marginaalien sisäinen interventio edellyttää tietysti koordinoitua asioista sopimista niiden maiden kanssa, joiden valuuttaa interventioihin aiotaan käyttää.

Muina mahdollisina toimenpiteinä kynnysarvotilanteissa ovat kotimaiset raha- tai muut talouspoliittiset toimet tahi keskuskurssien muuttaminen. Käytännössä esim. kotimaisen keskuspankkirahan perus- tai marginaalikoron muutos onkin ollut varsin tavallinen reaktio kynnysarvotilanteeseen. Joissakin tapauksissa myös keskuskurssinmuutos on toimeenpantu tilanteessa, jossa jokin maa on ollut kynnysarvossaan. Tämän ei kuitenkaan ole tarvinnut olla ratkaisevana syynä kurssinmuutoksiin. 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 EMS:ksi. Tämä ajatus lie-nee kurssiteknisessä mielessä melko totuudenmukainen. EMS:n 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 kynnysarvotilanteissa. Esimerkiksi vaihtelualueen sisäisen monen valuutan intervention tekniikasta (eli intramarginaalinen ja diversifioitu interventio) ovat osallistuneet keskuspankit saaneet tässä yhteydessä arvokkaita kokemuksia, joita kenties voidaan hyödyntää, jos ja kun EMS:ää kehitetään eteenpäin. Kaiken kaikkiaan siihen kuitenkin liittyy – varsinkin kun otetaan huomioon punnan ja liiran aseman edellyttämät tarvittavat korjaukset – tietty keinotekoisuuden leima, eikä divergenssi-indikaattori olekaan saavuttanut EMS:ssä kovin keskeistä roolia.

5 EMS:N 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 sisäisten luottojen kirjanpitoa. Sen perustamisen tarkoituksena oli myös — ainakin implisiittisesti — aloittaa EC:n yhteisen keskuspankin rakentaminen. Rahasto oli aluksi, ja suureksi osaksi on edelleenkin, olemassa vain paperilla. Rahaston hallintoneuvostoon (Board of Governors) kuuluvat EC:n keskuspankkien pääjohtajat (+ tarvittaessa Luxemburgin edustaja, lisäksi EC:n 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 vain postilokero. Rahastolla ei ole ainuttakaan omaa työntekijää, vaan sen toiminnot hoitaa kokonaisuudessaan Kansainvälisen järjestelypankin BIS:n tarkoitukseen varaama henkilöstö Baselissa, EC:hen kuulumattomassa Sveitsissä (kaikkien henkilöstöön kuuluvien on oltava EC-maiden kansalaisia). EC maksaa BIS:lle korvausta niistä kuluista, joita BIS:lle tästä toiminnasta aiheutuu.

Järjestely on ennen kaikkea käytännöllinen. Keskuspankkien pääjohtajat tapaavat toisensa säännönmukaisesti BIS:n kuukausikokouksissa, ja siinä yhteydessä on helppo pitää samalla FECOMin hallintoneuvoston ja EC:n keskuspankkien pääjohtajien komitean kokoukset. Lisäksi kaikilla keskuspankeilla on läheiset ja vilkkaat käytännön tason yhteydet BIS:ään, joten

tilitapahtumien ja interventiotransaktioiden kaikenpuolinen hoito Baselin kautta on kaikille helppo vaihtoehto.

FECOM on tarkoitus aikanaan korvata Euroopan valuuttarahastolla (European Monetary Fund eli EMF, ks. tarkemmin luku 7), ja jos tähän joskus päästäisiin, käy varmasti ajankohtaiseksi 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 byrokratisoituminen on saatettu välttää.

5.2 Varantojen viidenneksen siirto FECOMille

Tärkeänä osana EMS:n luomisessa oli EMS-maiden sopimus siitä, että niiden valuuttavarannot siirretään osittain 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 FECOMiin talletettaessa dollarit arvostetaan markkinakurssin mukaan ja kulta kuuden edellisen kuukauden Lontoon keskimarkkinahinnan mukaan tai laskentakauden alkua edeltävän periodin toiseksi viimeisen päivän markkinahinnan mukaan, jos se on 6 kuukauden keskihintaa alempi.

FECOM-siirrot tehdään kolmen kuukauden välein uudistettavin swap-sopimuksin. Siirrettävä kulta ja dollarit jäävät fyysisesti — FECOMin lukuun — ao. keskuspankin hoidettavaksi. Kolmen kuukauden swap-jaksojen päättyessä suoritetaan talletettavien määrien tarpeelliset tarkistukset: talletukset korjataan vastaamaan 20 % kokonaisvarannoista, ja niiden arvostus korjataan markkinatilanteen mukaiseksi.

FECOM-talletukset ovat siis "swappeja", ja fyysisestikin varannot jäävät keskuspankin haltuun ja hoitoon. Tämä merkitsee tietysti sitä, että FECOMin kautta luoduissa ECU:issa on silmänkääntötempun makua. Osa varannoista siirretään näennäisesti — ei kuitenkaan juridisesti (omistusoikeus ei siirry) eikä fyysisesti — FECOMille, ja näitä varantoja kutsutaan sitten ECU:iksi. EMS:ää luonnosteltaessa oli pyrkimyksenä siirtää varannot juridisestikin FECOMin haltuun, mutta useimpien keskuspankkien oli tätä mahdoton hyväksyä. Niinpä 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 markkinahintaan ECU:iksi, 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 selostetulla tavalla markkinahinnan mukaan aiheuttaa luonnollisesti sen ongelman, että kullon markkinahinnan pitkän aikaa las-
kiessa kulta voi FECOMissa tulla yliarvostetuksi, koska arvostusperustee-
na käytetty hinta aina laahaa ajallisesti jäljessä. Näin on muutaman kerran
tapahtunutkin. Ongelma on kuitenkin pieni, koska kolmen kuukauden
välein tapahtuva arvostus takaa sen, ettei "katteettomia" ECU:ita voi luoda
kovin pitkäksi aikaa. Eri asia on kultavarantojen markkinaperusteisen ar-
vostamisen epärealistisuus, sikäli ettei käytännössä liene mahdollista reali-
soida suuria kultavarantoja romahduttamatta markkinahintaa.

FECOMin kautta tapahtuvaan varantojen siirtoon osallistuu myös Englan-
ti. Käytännössä tämä on merkinnyt sitä, että Englanti on tallettanut 20 %
varannostaan FECOMiin. Se ei ole osallistunut mihinkään FECOMin väli-
tyksellä tehtyihin valuuttatransaktioihin muiden maiden kanssa. Kreikka,
jolla EC:n jäsenmaana on automaattisesti paikka kaikissa EC:n elimissä (siis
myös FECOMin hallintoneuvostossa), ei sen sijaan osallistu toistaiseksi
lainkaan EMS:n käytännön työhön, vaikka osallistuukin tasa-arvoisena jä-
senenä päättävien elinten toimintaan.

Kaiken kaikkiaan ECU:ita on tällä hetkellä yli 40 miljardia, ja määrä vai-
htelee vuosineljänneksittäin kullon arvon ja EMS-maiden bruttodollarivaran-
tojen kehityksen mukaan.

5.3 Interventiomekanismi

EMS:ää luotaessa ajateltiin sen avulla siirryttävän entistä enemmän EMS-
valuuttoina tapahtuvaan interventioon. Näin on osittain tapahtunutkin.
Interventio dollareina on kuitenkin edelleen hyvin yleistä silloinkin, kun
on kyse interventioista, jolla ylläpidetään EMS:n sisäistä kurssitasoa. Alun
perin oli tarkoituksena myös dollari-interventioiden koordinoiminen, ts.
jonkinlaisen yhteisen dollari-kurssipolitiikan luominen. Tästä ei ole käy-
tännössä tullut mitään.

Keskuspankkien välillä neljä kertaa päivässä käytävät puhelinneuvottelut
valuuttamarkkinatapahtumista palvelevat lähinnä informaationvaihtoa
eivätkä merkitse varsinaista interventioiden koordinoimista. Periaatteessa

edelleen pyritään dollari-interventioiden ja dollaripolitiikan yhdenmukais-
tamiseen, mutta asiasta käydyt ja edelleen käytävät periaatteelliset, teo-
reettiset 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 velvollinen myymään vahvistunutta
valuuttaa omaansa vastaan, ja päinvastoin vahvistuneen valuutan maan
keskuspankki on velvollinen ostamaan omalla valuutallaan heikentyntä
valuuttaa estääkseen interventiorajan rikkoutumisen. Interventiorajoilla
tapahtuva interventio suoritetaan näin ollen ao. valuuttoina, ja se rahoite-
taan yleensä FECOMin kautta ns. erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjeste-
lyllä (luottojärjestelyistä tarkemmin kohdassa 5.4). FECOMin kautta ta-
pahtuvassa interventiossa syntyy intervenoiville keskuspankeille ECU-
määräinen saatava tai velka. Kurssiriski interventioista on näin ollen jaettu
eikä jää yksinomaan velkaantuvan maan harteille. Etukäteen ei ole nimit-
tään selvää, mikä on ECU:n arvo minäkin valuuttana, kun interventiotilit
tasataan. Jos tilanne johtaisi esim. vahvistuneen valuutan revalvoimiseen,
merkitsisi tämä samalla sen ECU-arvon nousua (kurssien muutosmekanis-
mista tarkemmin kohdassa 6), jolloin sen ECU-määräisen saatavan arvo
omana valuuttana on laskenut. Heikentyneen valuutan ehkä devalvoituessa
ECU:hun nähden sen ECU-määräinen velka omana valuuttana olisi taas
noussut.

Suurin osa interventioista tapahtuu kuitenkin intramarginaalisesti, inter-
ventiorajojen sisäpuolella. EMS-maat pyrkivät estämään valuuttojansa
joutumasta liian lähelle interventiorajoja eli interventiopisteitä. Näin
estetään turhat spekulatiopaineet ja joskus myös se, että divergenssi-indi-
kaattori ylittää sallitun rajansa tai lähestyy sitä liikaa. Ylipäätään pyrki-
myksenä on pitää yllä mahdollisimman vakaata EMS:n sisäistä kurssita-
soa.

Intramarginaalinen interventio tapahtuu usein dollarin kautta tai käyttä-
mällä keskuspankkien toisina EMS-valuuttoina olevia likvidejä varantoja.
FECOMin kautta finansioidaan intramarginaalisia interventioita ainoas-
taan, jos interventiotarpeet ovat erittäin suuria. Normaalit päivittäiset pik-
ku heilahtelut pyritään siis pitämään kurissa turvautumatta FECOMin
luottokoneistoon.

Interventioiden laajuudesta on vaikeata saada täsmällistä tietoa, ja on sel-
vää, että niiden laajuus vaihtelee huomattavasti markkinatilanteen muutos-
ten mukana. BIS:n mukaan interventiot FECOMin kautta 1.4.81 – 31.3.82

olivat ECU 8.5 miljardia. Kaiken kaikkiaan vuotuiset interventiot lienevät huomattavasti suuremmat, ja ne nousevat tiukoissa spekulatiotilanteissa miljardeihin päivässä. Deutsche Bundesbankin mukaan FECOM-operaatiot kasvattivat Saksan liittotasavallan varantoja 10 miljardia Saksan markkaa vuonna 1980 ja 15 miljardia vuonna 1981. Viime kesänä ja keväänä EMS:n sisäisten paineiden ollessa suuria olivat interventiot myös FECOMin kautta laajoja, ja Ranska lainasi Saksan markkoja noin miljardilla ECU:lla FECOMin kautta. Nämä luvut lienee roimasti ylitetty maaliskuun 1983 EMS-kriisin yhteydessä.

Interventioiden laajuudesta puhuminen on aina jonkin verran epämääräistä — erityisen epämääräistä se on silloin, kun EMS:n sisällä on paineita, ja samanaikaisesti dollarin kurssi on voimakkaassa liikkeessä. Niinpä esim. dollarin huomattavaa vahvistumista pyrittiin Euroopassa kesällä 1982 hidastamaan myymällä dollareita. Samanaikaisesti EMS:n sisäiset paineet vahvistivat Saksan markkaa, ja keskuspankit intervenoivat myymällä markkoja. Näin Bundesbank samaan aikaan ilmeisesti sekä osti että valuuksaansa interventiotarkoituksessa. Kuten aiemmin on jo todettu, EMS onkin luonut puitteet diversifioidun intramarginaalisen intervention harjoittelulle. Yrityksistä huolimatta ei kuitenkaan ole pystytty luomaan tarkkoja sääntöjä interventioiden kaikenpuoliseksi koordinoimiseksi tai niiden kokonaisvaikutuksen mittaamiseksi ja arvioimiseksi.

Jos — niin kuin Euroopassa yleisesti toivotaan — USA muuttaisi kielteisen asennoitumisensa valuuttamarkkinainterventioihin ja interventioyhteistyö amerikkalaisten kanssa saataisiin taas käyntiin, joutuisi myös EMS:n sisäinen interventiomekanismi uusien haasteiden eteen.

5.4 EMS:ään liittyvistä luottojärjestelyistä

5.4.1 Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely

Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely (Very short-term financing, VSTF) on keskuspankkien välinen rajaton interventioluottojärjestelmä, joka on suoraa perua valuuttakäärmeestä. Se toimii FECOMin välityksellä ja on tarkoitettu EC-valuuttojen intervention rahoittamiseen. VSTF merkitsee siis, että esim. Danmarks Nationalbankilla on rajaton lyhytaikainen D-markkaluotto Bundesbankista. Luotto-operaatiot suoritetaan ECU-määräisinä, mikä jakaa valuuttariskin 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 kuluessa sen kuukauden lopusta, jonka aikana velka on syntynyt (valuuttakäärmeessä aika oli 30 pv). 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, jos osapuolet niin sopivat.

Luotot voidaan maksaa FECOMiin talletetuilla ECU:illa tai muilla varannon erillä. ECU:ita 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 maksumenetelmissä. ECU-rajoitussääntö lienee tullut EMS:ään mukaan alun perin Bundesbankin vaatimuksesta. Ilmeisesti pelättiin, että kaikki ECU:t muuten vähitellen virtaisivat Saksaan ja aiheuttaisivat rahapoliittisen kontrollin kannalta vaikeuksia. Käytännössä nämä pelot ovat osoittautuneet aiheettomiksi, sillä Saksan markka ei suinkaan ole jatkuvasti ollut EMS:n vahvin valuutta, vaan aika ajoin Bundesbank on itsekin käyttänyt tukiluottoa.

ECU:ita käytettäessä vastaanottava maa saa FECOMilta ECU-koron siitä määrästä, joka ylittää sen omien alkuperäisten varantotalletusten määrän. Samalla tavoin ECU:ita käyttänyt maa maksaa FECOMille ECU-korkoa ECU:iden nettokäytöstä. Korkomekanismi on siis samankaltainen kuin Kansainvälisen valuuttarahaston erityisnosto-oikeustileillä (SDR-tileillä).

Luotot on usein pyritty maksamaan takaisin 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 lisännyt SDR:n käyttöä varantovälineenä.

Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestely on ollut varsin vilkkaasti käytössä, kuten edellä kohdasta 5.3 ilmenee. Tässä mielessä se onkin poikkeus EMS:ään liittyvien luottojärjestelyjen joukossa, sillä muita luottojärjestelyjä ei ole käytetty lainkaan tai vain hyvin rajoitetusti. Voineekin sanoa, että EMS:ää luotaessa kovasti mainostetut luottojärjestelyt ovat – VSTF:ää lukuun ottamatta – 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 rahoittamaan väliaikaisia odottamattomia tai kausiluonteisia maksutasetasapainottomuuksia ja varantovaikeuksia. Se on myös muodoltaan keskuspankkien välinen sopimus ja juontaa juurensa jo EMS:ää edeltäneeseen aikaan. EMS:n perustamisen yhteydessä sen luottoraameja ja -aikoja lisättiin.

Järjestelyn aktivoimisesta päättää keskuspankkien pääjohtajien komitea, kun jokin keskuspankki on esittänyt luottopyynnön järjestelyn puitteissa. Järjestelyä ei ole EMS:n olemassaoloaikana kertaakaan käytetty, joten sen aktivoimisprosessista ei ole varsinaista kokemusta. Ennen EMS:ää 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 siihen, että komitea tutkii sen talouden.

STMS-luotot voivat olla esim. keskuspankkien välisiä swappeja tai talletuksia. Ne määritellään yleensä lainattavana valuuttana, paitsi erittäin lyhyen ajan luottojärjestelyllä pidennyksenä syntyvät luotot, jotka kuten edellä kohdassa 5.4.1 on todettu, ovat ECU-määräisiä. Korke määritellään sopimuksen mukaan, paitsi ECU:ille, joille käytetään ECU-korkoa. Luottoaika on kolme kuukautta, mutta luotot voidaan luotonottajakeskuspankin pyynnöstä uudistaa kahdeksi kolmikuukautiskaudeksi, eli siis yhteensä luoton enimmäisraja on yhdeksän kuukautta. Kun asianomainen maa on maksanut luoton takaisin, on sen periaatteessa pidättäydyttävä ottamasta uutta STMS-luottoa vähintään yhtä pitkäksi ajaksi kuin sillä oli luottoa käytettävissään.

Kullekin keskuspankille on määritelty sekä velkoja- että velallisuusuu- tensa järjestelyssä. Nämä osuudet ilmaisevat maksimiluotonantovelvollisuuden ja -saantioikeuden ja -mahdollisuuden. Näiden osuuksien lisäksi järjeste- lyyn liittyy ns. "rallonge" – eräänlainen lisäosuus, joka on käytettävissä yli normaalien osuuksien. Yksittäinen maa voi yleensä periaatteessa kui- tenkin saada lainaksi enintään puolet lisäosuuden kokonaismäärästä. Ra- hoitus tapahtuu yleensä rahoitusosuuksien suhteessa, mutta maiden eri- laisen varanto- ja vaihtotaseaseman mukaan näistä jakoperusteista voidaan niin sovittaessa myös poiketa. Huonoon maksutase- ja valuuttavarantoti- lanteeseen vedoten voi yksittäinen keskuspankki kieltäytyä rahoitusosuu- tensa maksamisesta ja voi myös pyytää jo maksamansa osuuden ennen- aikaista takaisinmaksua. Tällaisissa tapauksissa tämän maan osuus jaetaan muiden rahoittajien vastuulle. Luotonanto- ja luotonsaantiosuudet ja rallonge ilmenevät taulukosta 5.

Taulukko 5. Lyhyen ajan valuuttatukijärjestely (mrd. ECU:ta)

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	

Kuten taulukosta ilmenee, ovat järjestelyllä saatavat luotot potentiaalisesti melko suuria, kun rallonge otetaan huomioon. Saksan liittotasavallan ja Ranskan maksimiluotto olisi ECU 1 740 milj. + ECU 4 400 milj. = ECU 6 140 miljoonaa, joka vastaa lähes puolta Ranskan nykyvaluuttavarannosta (kultaa lukuun ottamatta). Liittotasavallankin vastaava luku olisi noin 15 %. Pienten maiden maksiminosto olisi yleensä vielä paljon suurempikin suhteessa valuuttavarantoon.

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

Lyhyen ajan valuuttatukijärjestelyllä saattaa tietysti olla oma tärkeä psykologinen merkityksensä, mutta toistaiseksi sillä ei ole ollut todellista käyttöä. Voi tietysti kuvitella, että tulevaisuudessa sen käyttö saattaisi lisääntyä, jos dollarin heikentyminen kasvattaa EMS:n sisäisiä paineita.

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

5.4.3 Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely

Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely (Medium-term financial assistance, MTFA) periytyy sekin EMS:ää edeltäneeltä ajalta, mutta EMS:ää perustettaessa myös sitä laajennettiin. Järjestely on kuvatuista järjestelyistä poiketen EC:n neuvoston eikä siis keskuspankkien hallinnassa. Järjestelyn tarkoituksena on myöntää maksutasevaikeuksista kärsivälle EC-maalle luottoa 2 – 5 vuodeksi tilanteen korjaamista varten. Luotot ovat ECU-määräisiä ja niihin liittyy IMF:n valmiusluottojen tapainen talouspoliittinen ehdollisuus.

Kullakin maalla on velvollisuus luotottaa järjestelyä taulukon 6 osoittamalla tavalla. Järjestelyn kokonaissummasta, ECU 14,1 mrd, voi yksittäinen maa saada lainaksi puolet.

Taulukko 6. Keskipitkän ajan rahoitusjärjestely

	milj. ECU	%
Saksan liittotasavalta	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	3 105	22,02
	14 100	100,00

EC:n ja Kansainvälisen järjestelypankin, BIS:n, välillä on tehty sopimus, jossa BIS on lupautunut tarvittaessa ottamaan rahoitettavakseen tiettyyn rajaan asti osan MTFA:sta, jos jokin rahoitukseen osallistuvista maista joutuisi maksutasevaikeuksiin. Tällaisissa tapauksissa maan keskuspankki ja BIS sopisivat BIS:n rahoitusosuuden ehdoista ja yksityiskohdista.

5.4.4 Muut luottojärjestelyt

EMS:ää perustettaessa luvattiin ns. vähemmän kehittyneille EC-maille subventoitua lainaa vahvistamaan talouden rakennetta ja potentiaalia sekä edistämään yhteisön sisäistä taloudellista lähentymistä (konvergenssi). Näillä vähemmän kehittyneillä mailla tarkoitettiin Irlantia ja Italiaa sekä Englantia. Koska Englanti ei lähtenyt mukaan EMS:ään täysipainoisena

jäsenenä, se ei voinut saada näitä lainoja. Käytännössä siis 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 houkuttelemaan Englantia mukaan, mutta mikäli Englannin täysjäsenyys EMS:ssä muista syistä ajankohtaistuisi, pyrkisi Englanti luultavasti muistuttamaan tästä vanhasta lupauksesta.

6 KESKUSKURSSIEN MUUTTAMISMENETTELYSTÄ

6.1 Miten kurssinmuutoksista päätetään?

Vaikka EMS:llä olikin tarkoitus luoda "Eurooppaan vyöhyke, jolla vallitsee valuuttastabiliteetti", ei järjestelmällä kuitenkaan pyritty kurssien ehdottomaan kiinteyteen. Kurssinmuutokset nähtiin jo alun perin mahdollisiksi ja tarpeellisiksi, samalla kun osallistuvat maat vain vähitellen "konvergoituivat" kohti yhtenäistä talouskehitystä, jota leimaisivat korkea kasvu ja työllisyys sekä alhainen inflaatio. Kurssinmuutos on kuitenkin mahdollinen vain yhteisestä päätöksestä. Käytännössä tämä siis merkitsee sitä, ettei yksittäinen maa voi omalla yksipuolisella päätöksellään muuttaa valuuttansa ulkoista arvoa muihin EMS-valuuttoihin nähden.

Päätökset kurssinmuutoksista tapahtuvat yleensä rahapoliittisen komitean kokouksessa, joka on kutsuttu koolle jonkin maan aloitteesta, ja sitä seuraavassa valtiovarainministereiden ja keskuspankkien pääjohtajien kokouksessa. Kokoukset kutsutaan koolle yleensä viikonlopuksi siten, että rahapoliittinen komitea kokoontuu lauantaina ja ministerit ja keskuspankkien johtajat sunnuntaina. Ministereiden tehtävänä on siunata rahapoliittisen komitean päätösehdotus, ja jos komitea ei ole päässyt yhteisesti hyväksytyyn suositukseen, ministerikokouksen tehtävänä on komitean puheenjohtajan suosituksen pohjalta etsiä ratkaisua. Uusimman kurssinmuutospäätöksen yhteydessä valtiovarainministerit eivät päässeet yhteisymmärrykseen sunnuntaina 20.3.1983 vaan päätös siirtyi maanantaihin. Tämä ilmentää päätöksenteon vaikeutta erityisesti tilanteessa, jossa myös poliittiset arvovaltakysymykset ovat mukana.

Kurssipäätösten "monikansallistaminen" on tietysti merkinnyt sitä, että on entistä vaikeampaa tehdä päätöksiä, sillä osallistuvilla mailla saattaa olla toisistaan poikkeavia käsityksiä "sopivista" valuuttakursseista. Käytännössä onkin ajoittain osoittautunut vaikeaksi päästä yhteisymmärrykseen. Tämä johtuu paitsi siitä, että oikeasta kurssitasosta on näkemyseroja

myös siitä, että samalla on sovittava, miten muutokset teknisesti ECU:ssa mitoitetaan. Tämä taas heijastuu esim. maatalouspolitiikkaan (tarkemmin kohdassa 6.2).

Yksittäisen valuutan (valuuttojen) haluttu efektiivinen kurssinmuutos voidaan suorittaa monella tavalla. Oletetaan esimerkiksi, että vallitsee yksimielisyys siitä, että D-markkaa olisi vahvistettava muihin valuuttoihin nähden. Tämä voidaan teknisesti saavuttaa revalvoimalla markka ECU:n suhteen tai devalvoimalla muut valuutat ECU:n suhteen tai jakamalla muutos re- ja devalvoimoihin sovitussa suhteessa.

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

Suurin valuuttapoliittinen vaikeus kurssinmuutoksissa lienee aina kuitenkin sopiminen oikeasta reaalisesta kurssitasosta. Yksikään maa ei mielellään soisi toiselle kurssinmuutokselle liian suurta kilpailuetua; toisaalta voi pelätä, että muutokset myös vähentävät luottamusta järjestelmän pysyvyyteen yleensä sekä kiihdyttävät inflatorisia odotuksia. Tämän taas voi argumentoida aiheuttavan koko järjestelmässä deflatorista vinoutta, kun kurssinmuutoksia ei sallita tarpeeksi usein ja tarpeeksi suurina. Tähän mennessä on suoritettu seitsemän EMS:n sisäistä kurssirakenteen muutosta, joiden tapaushistoriaa 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, mutta järjestelmän romahdettua hinnoittelumeکانismi joutui uusien haasteiden eteen.

Jotta hinnat olisivat jatkuvasti olleet yhtenevät kaikissa maissa, olisi kotimaisten hintojen tarvinnut antaa jatkuvasti muuttua valuuttakurssinmuutosten mukana. Tällöin hinnat yhteisenä valuuttana (tai laskentayksikkönä) laskettuina olisivat säilyneet ennallaan. Näin kotimaisten hintojen heikkenevän valuutan maassa olisi pitänyt nousta ja vahvistuvan valuutan maassa laskea kurssinmuutosten mukana. Kelluvien valuuttakurssien

maailmassa kurssinmuutokset olivat päivittäisiä, joten maatalouden hintapolitiikan kannalta tilanne eittämättä muodostui mahdottomaksi.

Tilanteen korjaamiseksi pystytettiin mittava byrokratia administroimaan maatalouden valuutantasausmaksuja (Monetary compensatory amounts eli MCAs). Nämä valuutantasausmaksut tulivat tarpeellisiksi, jotta tasoitetaisiin ns. vihreitten valuuttakurssien ja markkinakurssien eroa. Vihreillä valuuttakursseilla tarkoitetaan sitä, että maataloudessa sovittiin sovellettavaksi tiettyjä kiinteitä valuuttakursseja. Jotta ehkäistäisiin vihreiden ja päivän markkinakurssien eroista johtuvia potentiaalisia kurssivoittoja ja -tapioita sekä niillä keinottelua, oli EC-maiden sisäisille rajoille pystytettävä tavallaan uudet tullimuurit, eli maataloustuotteiden vienti ja tuonti EC-maasta toiseen saatettiin valuutantasausmaksuilla samanhintaiseksi. Maa jonka valuutta oli vahvistunut vihreään kurssiin verrattuna, sai maatalousviennilleen tukea ja päinvastoin. Asian monimutkaistamiseksi ovat eri tuotteiden vihreät kurssit lisäksi usein eronneet toisistaan. Vihreitä kurssia tosin muutettiin aika ajoin lähemmäksi markkinakursseja, mutta eroja ei yleensä kurottu kokonaan umpeen. Niinpä 1970-luvun puolivälissä lähes 10 % EC:n budjetista meni valuutantasausmaksujen rahoittamiseen.

EMS:ää perustettaessa sovittiin periaatteessa siitä, että MCA:t olisi purettava ja että maataloushinnat määriteltäisiin ECU:ina. Tämä merkitsisi vihreistä kurseista luopumista. Tässä ei kuitenkaan ole täysin onnistuttu, vaikka vihreät kurssit nyttemmin seuraavat ECU-keskuskursseja ja niiden muutoksia entistä huomattavasti joustavammin.

Pyrkimys vihreitten kurssien eliminoimiseen vaikeuttaa valuuttakurssinmuutosten toteuttamista EMS:ssä, koska — kuten edellä kohdassa 6.1 on selostettu — keskuskurssinmuutokset aiheuttavat muutoksia kunkin valutan ECU-keskuskurssiin järjestelmän teknisen luonteen vuoksi.

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

Käytännössä tämä vaikeus on esiintynyt ainakin Tanskan valuuttakurssinmuutosten yhteydessä (ks. jäljempänä 6.3). Isojen EC-maiden lienee ollut vaikeata suostua Tanskan devalvointipyyntöihin, koska niillä olisi ollut

näiden maiden maatalouspolitiikan kannalta se ikävä vaikutus, että tuottajaintoja olisi ollut laskettava. Sanotaankin, että Tanskan (ja myös Belgian) devalvaatiot olisivat osaksi juuri tästä syystä jääneet pienemmiksi kuin nämä itse olivat esittäneet ja halunneet. Onkin selvää, että kurssinmuutosten kytkentä maatalouspolitiikkaan on omiaan vaikeuttamaan joustavan ja puhtaasti valuuttapolitiittisista lähtökohdista lähtevän kurssipolitiikan harjoittamista EMS:ssä.

6.3 Tähänastiset kurssinmuutokset EMS:ssä ja niiden opetukset

Huhtikuuhun 1983 mennessä on EMS:n sisällä suoritettu seitsemän keskuskurssien uudelleenjärjestelyä (central rate realignments), jotka kronologisesti voidaan esittää esimerkiksi seuraavasti:

23. 9.1979	DEM:ää revalvoidaan 2 % ja DKK:ta devalvoidaan 3 % muihin EMS-valuuttoihin nähden.
29.11.1979	DKK:ta devalvoidaan 5 %.
22. 3.1981	ITL:ää devalvoidaan 6 %.
4.10.1981	DEM:ää ja NLG:tä revalvoidaan 5,5 % ja FRF:ää ja ITL:ää devalvoidaan 3 % muihin nähden.
21. 2.1982	BRF:ää devalvoidaan 8,5 % ja DKK:ta 3 %.
12. 6.1982	DEM:ää ja NLG:tä revalvoidaan 4,25 % ja FRF:ää devalvoidaan 5,75 % ja ITL:ää devalvoidaan 2,75 % muihin nähden.
21. 3.1983	DEM:ää revalvoidaan 5,5 %, NLG:tä 3,5 %, DKK:ta 2,5 % ja BEF:ää 1,5 %: FRF:ää devalvoidaan 2,5 %, ITL:ää 2,5 % ja IEP:tä 3,5 %.

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

- DEM:ää ja NLG:tä revalvoitiin 4,25 % suhteessa DKK:hon, BEF:ään, LUX:ään ja IEP:hen.
- FRF:ää devalvoitiin 5,75 % suhteessa DKK:hon, BEF:ään, LUX:ään ja IEP:hen.
- ITL:ää devalvoitiin 2,75 % suhteessa DKK:hon, BEF:ään, LUX:ään ja IEP:hen.
- DKK:n, BEF:n, LUX:n ja IEP:n keskinäiset bilateraaliset keskuskurssit säilyivät ennallaan.

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

Taulukko 7. ECU-keskuskurssien muutokset 12.6.1982

Valuutta	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

Kuten taulukon muutossarakkeesta ilmenee, ovat ECU-keskuskursseista lasketut prosentit erilaiset kuin bilateraalista keskuskursseista lasketut. Taulukosta havaitaan myös, että uusien ECU-keskuskurssien laskeminen on edellyttänyt myös Englannin punnan laskennalliseen keskuskurssiin kajoamista. Tässä luvussa läpikäyty kurssien muutosmenettely esimerkkeineen osoittaneekin selvästi, että EMS:n sisäinen kurssienmuuttamismekanismi on melko monimutkainen ja edellyttää moninaisia päätöksiä, joilla on muutakin kuin suoranaisesti kurssipoliittista merkitystä.

Kun arvioidaan mekanismin toimivuutta tapahtuneiden muutosten valossa, voidaan kurssinmuutosprosessin todeta toimineen tyydyttävästi muttei kitkatta. Edellä on jo viitattu siihen, että Tanskalla ja Belgiassa on ollut vaikeuksia saada haluamiaan devalvaatioprosentteja hyväksytyiksi. Niiden sanotaan esimerkiksi 21.2.1982 halunneen devalvoida BEF:ää 11 % ja DKK:ta 7 %. Lopputuloksena oli 8,5 % ja 3 %. Samoin on suurempien muutospakettien yhteydessä — kuten 4.10.1981, 12.6.1982 ja 21.3.1983 — käyty kiistoja siitä, kuka muodollisesti devalvoi ja kuka revalvoi ja miten de- ja revalvaatiot jaetaan halutun kokonaisvaikutuksen saamiseksi sekä miten tämä otetaan huomioon ECU-keskuskursseissa ja vihreissä kursseissa. Korostetusti nämä vaikeudet ilmenivät maaliskuussa 1983, jolloin Ranskan ja Saksan liittotasavallan välillä oli suuria vaikeuksia revalvaatio- ja devalvaatioprosenttien jaosta. Koko EMS-järjestelmä oli vähällä kaatua tähän kiistaan.

Valuuttamarkkinoiden näkökulmasta asiaa tarkasteltaessa voidaan melko tyypillisenä asioiden kulkuna esittää seuraava tapahtumaketju: välittömästi kurssinmuutoksen tapahduttua suuria määriä lyhytaikaista pääomaa virtaa valuuttoihin. Ennen kurssinmuutosta valuutat olivat heikkoja, sillä

1. GBP:n kurssi on laskennallinen.

näiden maiden korkotaso on tyypillisesti korkeampi kuin vahvoissa maissa, ja välittömästi kurssinmuutoksen tapahduttua on turha pelätä pikaista keskuskurssinmuutosta. Pääoman virtaaminen devalvoituihin valuuttoihin vahvistaa niitä EMS:n sisällä niin, että ne ovat lähellä sallitun vaihtelualueensa vahvempaa rajaa. Kun samat valuutat (valuutta) yleensä ennen kurssinmuutosta ovat olleet lähellä heikompaa vaihtelualueensa rajaa, merkitsee tämä vaihtelualueen sisällä heikosta vahvaksi siirtyminen sitä, että faktinen välitön devalvoituminen (revalvoituminen vahvojen osalta) on pienempi kuin muodollinen devalvoituprosentti. Ajan myötä valuuttamarkkinat alkavat odottaa uutta kurssintarkistusta, ja heikot valuutat siirtyvät – mahdollisista korkoeroista piittaamatta – taas EMS:n heikommalle laidalle, josta ne sitten taas hypähtävät vahvemmalle puolelle kurssinmuutoksen 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 pääomanliikkeitä ja vaikeuttaa keskuspankkien mahdollisuuksia raha- ja valuuttapolitiikan hoidossa. Tästä aiheutuvien haittojen uskotaan kuitenkin korvautuvan kurssistabiliteetin mukanaan tuomalla siunauksellisuuudella.

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 vastaavat luvut, jotka ovat alhaisimmat, koska maan talous suuntautuu paljolti Englantiin, olivat 32 % ja 20 %. Huomattavaa on, että kolmen suuren EMS-maan – Saksan liittotasavallan, Ranskan ja Italian – kunkin ulkomaankaupasta yli 40 % käytiin muiden EMS-maiden kanssa. EMS-maiden ulkomaankaupan laskutusvaluuttojen kohdalla EMS-valuuttojen (myös maan oma valuutta) osuus on huomattavasti kauppasuusia suurempi: niiden osuus oli Irlantia lukuun ottamatta kaikilla runsaasti yli puolet. (Tässä yhteydessä voinee mielenkiintoisena sivuhuomiona todeta, että vuonna 1980 Tanskan viennistä 47 % ja tuonnista 27 % laskutettiin Tanskan kruunuina.)

Tarkasteltaessa EMS:n kurssinmuutoksia kokonaisuutena 13.3.79 – 12.6.82 voidaan todeta muiden EMS-valuuttojen heikentyneen Saksan markkaan verrattuna 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 noin 70 %, kun hinnat Belgiassa ja Alankomaissa nousivat runsaat 20 % ja Saksan liittotasavallassa noin 20 %. Kurssinmuutokset näyttäisivät näin ollen suurin piirtein kattaneen, eräitä poikkeuksia lukuun ottamatta, inflaatioeroista johtuvat kilpailukyvyn muutokset. EMS:n voi siis sanoa sopeutuneen inflaatioeroihin, eikä se ole tuonut mukanaan toivottua inflaatiovauhtien konvergenssia kohti Saksan liittotasavallan alhaista tasoa; päinvastoin inflaatioerot EMS-maiden välillä ovat kasvaneet, ja kurssinmuutokset ovat vain osittain korjanneet tilannetta. Eräiden valuuttojen suurehkokin kurssitason korjaukset näyttäisivät inflaatioerojen perusteella olevan mahdollisia. Maaliskuun 1983 muutokset korjasivat tilannetta jonkin verran, mutta muutospaineita on edelleen.

EMS:n vaikutukset osallistuvien maiden rahapolitiikkaan ovat olleet varsin ilmeiset. Koska Saksan markka on itseasiassa EMS:n johtava valuutta, ovat muut maat joutuneet melko pitkälle sopeuttamaan korkojaan, jotta ne voisivat pitää korkoeron Saksan markkaan nähden tarpeeksi positiivisena. Koska Saksan liittotasavallan täytyi nousevien dollarikorkojen aikana nostaa 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 EMS:n neljän tähänastisen vuoden aikana, voi EMS:n koossa pysymistä pitää yllättävän hyvänä saavutuksena. Toisaalta voi sanoa, että mennyt ajanjakso on ollut kuitenkin melko helppo EMS:n koossa pitämisen kannalta. Järjestelmän vahva valuutta, Saksan markka, on nimittäin yleisesti ottaen ollut heikko lähes koko tänä ajanjaksona, sillä liittotasavallan vaihtotaseasema on ollut suhteellisen heikko ja dollari on vahvistunut myös Saksan markkaan nähden voimakkaasti.

Tämä kehitys näyttäisi nyt olevan päättymässä, sillä dollarin on ennustettu kääntyvän laskuun ja Saksan liittotasavallan vaihtotaseasemakin on vahvistunut. Tilanteen kehittyessä tähän suuntaan on oletettavissa, että jossakin vaiheessa yleinen valuuttamarkkinapaine suuntautuu dollareista Saksan markkaan ja vahvistaa sitä voimakkaasti. Tällöin muiden EMS-maiden voi olla hyvin vaikeaa pitää valuuttaansa kiinteästi sidoksissa Saksan markkaan menettämättä liiaksi kilpailukykyään ja aiheuttamatta talouksiensa reaaliselle toimintakyvylle muuta vahinkoa. Voineekin olettaa, että vasta tällaisen tilanteen syntyminen näyttää, onko EMS:llä tarpeeksi vastustuskykyä ja joustavuutta selviytyä talouden rautaisten lakien puristuksessa.

Tapahtumat 19. – 21.3.1983 antoivat osittain vastauksen esitettyyn kysymykseen. EMS kesti, vaikka rakoilikin. Päätöksenteon vaikeus oli kuitenkin sitä luokkaa, että voi kysyä, kestäisikö EMS enää toista kertaa moista koettelemusta. Ellei maaliskuun kurssinkorjauksilla päästy tilanteeseen, joka stabiloi kurssit pitkäksi ajaksi, on EMS:llä vaikeuksia edelleenkin. Stabiilitteetti taas edellyttäisi EMS-talouksien konvergenssia, niiden taloudellisen kehityksen yhdenmukaistumista inflaation, kasvun, tuottavuuden jne. suhteen. Onnistuminen edellyttää nykyisen suoritustason parantamista.

7 EUROOPAN VALUUTTARAHASTO, EMS:N SEURAAVA VAIHE

EMS:ää perustettaessa todettiin, että kahden vuoden kuluessa FECOM muutettaisiin Euroopan valuuttarahastoksi (European Monetary Fund eli EMF), jota vähitellen kehiteltäisiin EC:n rahoitusjärjestelmän keskuksiksi. Ajatus oli jäsentymätön ja tarkoituksellisen epämääräinen, sillä EMS:n tulevaisuudesta ja EMF:n roolista tässä kokonaisuudessa vallitsi silloin, kuten vieläkin, kovin erilaisia käsityksiä EC-maiden välillä ja niiden sisälläkin. Useimmilla poliittisilla päätöksentekijöillä ja EC:n komissiolla lienee ollut mielessä näky EMS:stä tienä kohti täydellistä rahaunionia ja EMF:stä Euroopan keskuspankin alkiona. Prosessi nähtiin pitkänä, mutta kuitenkin edistyvänä.

Monilla oli kuitenkin jo EMS:ää perustettaessa mielessä vaatimattomat tavoitteet EMF:n suhteen. Jo alun perin se nähtiin vain jonkinlaisena eurooppalaisena IMF:nä, 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 aikavälin kehityslinjoista kuitenkin jäivät taka-alalle. Valuuttapoliittisten päättäjien aika täyttyi aivan riittävästi päivän ongelmista, eikä taivaanrannan katselulle juuri jäänyt aikaa – varsinkin kun mielipiteet siitä, mitä taivaanrannan takaa tulisi löytyä, kävivät voimakkaasti ristiin. Niinpä EMF:n 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 koossapitämisessä. Vasta kun taloudellinen taantuma EC:ssä ja maailmantaloudessa on voitettu ja luotu edellytykset EC:n sisäiselle taloudelliselle konvergenssille alhaisen inflaation, vakaan kasvun ja korkean työllisyyden oloissa, on mahdollista ajatella utopian rakentamista realistiselta pohjalta. EMF:n luomisesta ei ole luovuttu, mutta se on ajatuksena siirretty reserviin.

8 EMS ULKOPUOLISTEN MAIDEN KANNALTA

8.1 EMS ja muut 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 nekään ainakaan aluksi liity EMS:ään. Onhan näiden maiden taloudellinen kehitysaste ja inflaatiouauhti niin erilainen kuin vanhojen EC-maiden, että niiden lienee parasta ensin totutella EC-yhteistyöhön yleensä, ennen kuin lähtevät mukaan EMS:ään. EMS:n kehittymisen kannalta on kuitenkin ajan mittaan välttämätöntä, että kaikki EC-maat ovat mukana: ilman kaikkia EC-maita ei EMS:ää voi kehittää EC:n integraatiopolitiikan osana kohti todellista rahaunionia. Voi tietysti olla, ettei tähän todellisuudessa halutakaan ja että vähitellen ambitiotasoa juhlapuheissakin alennetaan niin, että EMS:ää pidetään ainoastaan Saksan markan johtamana ryhmäkelluntana, jonkalainen sen edeltäjä valuuttakäärme avoimesti oli.

EC:n ulkopuoliset maat eivät voi tulla EMS:n jäseniksi. Ne Euroopan maat, joilla on läheiset taloudelliset suhteet EC:hen, voisivat kuitenkin periaatteessa osallistua EMS:n valuuttakurssi- ja interventioyhteistyöhön. Läheisillä eurooppalaisilla mailla lienee tässä yhteydessä tarkoitettu lähinnä Itävaltaa ja Sveitsiä sekä Ruotsia ja Norjaa, joskin voinee olettaa, ettei Suomenkaan mukaantuloa vastustettaisi. Yksikään maa ei kuitenkaan ole ryhtynyt EMS:n muodolliseksi ulkojäseneksi. Tälle on luonnollisesti monta selitystä, joista osa on poliittisia, ja arvovaltakysymyksilläkin on oma osuutensa.

Sveitsi ja Itävalta ovat itse asiassa hyvin pitkälti pyrkineet seuraamaan kurssipolitiikassaan EMS:ää ja erityisesti Saksan markkaa. Ne eivät kuitenkaan ole muodollisesti assosioituneet siihen, sillä ulkojäsenenä ne joutui-

sivat alistamaan kurssipoliittisen päätöksentekonsa pitkälti EMS:n elimille. Tällöin ne eivät itse voisi vaikuttaa järjestelmän kehittämiseen ja olla mukana esim. luottojärjestelyissä erittäin lyhyen ajan valuuttatukiluottoa lukuun ottamatta. Rajaton interventioluottomahdollisuus olisikin ainoa etu muodollisesta ulkojäsenyydestä "itsenäiseen" EMS:n seurantaan verrattuna. Näin ollen ei olekaan mikään ihme, että Itävalta ja Sveitsi, joiden ulkomaankaupasta valtaosa käydään EMS-maiden kanssa ja joille EMS siksi on luonnollinen valuuttakurssipoliittinen referenssiryhmä, ovat valinneet omaehtoisen EMS:n seurannan tien. Tämä valinta on säilyttänyt päätösvapauden niiden omassa hallussa, joskin Sveitsin frangin vapaus on tietysti markkinavoimien puristuksessa rajoitetumpaa kuin Itävallan šillingin vapaus. Valinta on kuitenkin antanut talouselämälle tietyn kurssistabiiliteettitakuun, kun yleisesti on ollut tiedossa, että oman valuutan kurssi suhteessa Saksan markkaan (ja EMS:ään) pyritään pitämään melko vakaina. Käytännössä Itävallan šillinki onkin pysynyt hyvin stabiilina Saksan markan suhteen vahvistuen kuitenkin hitaasti. Neljän viime vuoden aikana vahvistuminen on ollut noin 4 %. Sveitsin pyrkimys kurssistabiiliteettiin Saksan markan suhteen ei ole onnistunut yhtä hyvin, sillä Sveitsin frangin kansainvälinen rooli on tehnyt keskuspankille mahdottomaksi estää melko voimakkaitakin kurssinvaihteluja (-5 %:sta +14 %:iin). Itävallan "vahvan valuutan" politiikka on tuottanut varsin hyviä tuloksia, ja sen taloudellinen kehitys on ollut teollisuusmaiden joukossa poikkeuksellisen suotuista.

Norjan ja Ruotsin kauppavaihto ei ole niin EC-painotteista kuin Itävallan ja Sveitsin. Näin ollen ei EMS:n seuraaminen valuuttapolitiikassa ole niille luonnostaan lankeava ratkaisu. Ne ovatkin Suomen tavoin valinneet kurssipoliittiseksi ratkaisukseensa ulkomaankauppapainoihin perustuvan valuuttaindeksin. Taulukossa 8 on esitetty Ruotsin, Norjan ja Suomen valuuttaindeksien painorakenne. Sekä Ruotsissa että erityisesti Norjassa on toisinaan esitetty ajatuksia EMS:ään assosioitumisesta. Molemmilla mailla on valuuttakäärmeen ajoilta kokemuksia EMS:n kaltaisesta kurssi- ja interventioyhteistyöstä. On tuskin kuitenkaan luultavaa, että lähentymistä EMS:ään voisi tapahtua nykytilanteessa, vaikka lehtitietojen mukaan EC on hiljattain ainakin Ruotsille tätä ehdottanut.

Taulukko 8. Pohjoismaiden valuuttakorien painot (%) huhtikuussa 1983

Valuutta	Ruotsi	Norja	Suomi
DEM	16,6	17,7	13,2
FRF	5,6	9,2	4,1
NLG	5,2	4,6	3,6
BEF	3,7	2,4	2,2
DKK	8,5	6,8	3,6
ITL	3,7	3,3	2,4
ATS	1,6	1,5	
CHF	2,3	1,2	2,0
SEK		15,0	16,4
NOK	9,3		3,8
FIM	7,4	3,0	
ESP	1,2		
JPY	2,7	6,0	2,4
CAD	1,1	3,6	
GBP	13,0	14,7	13,2
USD	18,1	11,0	8,9
SUR			24,2
Yhteensä	100,0	100,0	100,0

EMS-valuuttojen paino on Norjan korissa 44 % ja Ruotsin korissa 43 %, ja jos mukaan otetaan Sveitsin frangi ja Itävallan šillinki, nousee paino kummallakin 47 prosenttiin. Välillisesti EMS:n painoa vielä lisää se, että EMS-valuutat sisältyvät huomattavalla painolla pohjoismaisten naapureiden valuuttakoreihin. Näin laskien EMS:n paino nousee yli puoleen. Tämä merkitsee sitä, että kun EMS pysyy sisäisesti vakaana, on sen valuuttojen suurella painolla Ruotsin ja Norjan valuuttakoreissa kruunujen kurssia stabiiloiva vaikutus, varsinkin jos uskaltaa olettaa, että ulkopuolelle jäävien Yhdysvaltain dollarin, Ison-Britannian punnan ja Japanin jenin kurssinmuutokset 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, 29 % (Sveitsi mukaan luettuna 31 %). Epäsuorasti EMS:n paino Suomenkin korissa on lähes puolet, sillä Ruotsin ja Norjan valuuttakorien EMS-painotteisuuden lisäksi on empiirisesti ollut pääteltävissä, että Neuvostoliitto on soveltanut ruflan ulkoista arvoa määrittellessään korilaskentamenetelmää, jossa EMS:n paino lienee noin neljännes.

Vakaa EMS vaikuttaa näin ollen vakauttavasti valuuttakurssiliikkeisiin myös Suomessa ja vähentää näin jonkin verran valuuttakurssiepävarmuutta. Koska EMS:n sisäinen stabiilitteetti ei kuitenkaan ole täydellistä, ei sen vakauttavaa vaikutusta pidä yliarvioida. Koska EMS-maiden osuus Suomen ulkomaankaupasta on vain vajaa kolmannes, ei Suomella ole erityistä intressiä harkita valuuttakurssipolitiikkansa kytkemistä nykyistä kiinteämmin EMS:ään, 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 pitempiaikaisia valuuttastabiliteettiä, vaan EMS:n perusteella on tehty jo kuusi kurssinmuutoksia edellyttänyt järjestelyä. EMS on kuitenkin lyhyellä aikavälillä stabiloinut osallistuvien maiden valuuttojen kurssien välisiä heilahteluja pitämällä muutokset kurssijärjestelyjen väliaikoina pieninä. Tällä 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 vaikka EMS ei olekaan tuonut mukanaan toivottua talouksien konvergenssia, olisi tilanne ilman sitä vielä pahempi. Erityisesti pienissä EMS-maissa on myös tietoisuus EMS:n rajattomista valuuttamarkkinainterventiomahdollisuuksista poistanut osan spekulatiivisesta paineesta valuuttavarantoa kohtaan. Kun keskuspankeilla lyhyellä aikavälillä ei ole varantorajoitteita, tiedetään että spekulatiivinen paine yksinään voi pakottaa kurssinmuutokseen. Esimerkiksi Ruotsin devalvaation jälkimainingeissa syksyllä 1982 olisi Tanskan keskuspankki luultavimmin joutunut suuriin vaikeuksiin puolustaessaan kruununsa kurssitasoa, ellei sillä olisi ollut käytössään EMS:n interventioluottomekanismit. Näin mukanaolo EMS:ssä antaa viranomaisille aikaa valmistella toimenpiteitä. EMS:n monikansallinen päätöksenteko antaa lisäksi mahdollisuuden hillitä kurssinmuutosvaatimuksia kotimaassa siihen vetoamalla.

Teknisesti EMS on toiminut hyvin. Sitä perustettaessa luotu divergenssi-indikaattori ei tosin ole osoittautunut kovinkaan merkittäväksi innovaatioksi. Erittäin lyhyen ajan valuuttatukijärjestelyä lukuun ottamatta ei EMS:n yhteyden luodulla tukiluottoverkolla ole ollut toistaiseksi käyt-

töä. EMS onkin toiminut pitkälti vanhan valuuttakäärmeen tapaan. Se on itse asiassa valuuttakäärme, jota on koristeltu parilla teknisesti monimutkaisella, mutta sinänsä melko tarpeettomalla lisälaitteella.

EMS:ää perustettaessa tehdyt päätökset järjestelmän kehittämisestä ja Euroopan valuuttayhteistyörahaston muuntamisesta Euroopan valuuttarahastoksi ovat toistaiseksi jääneet vaille toteutusta. Lisäksi näyttää siltä, ettei lähivuosina liene odotettavissakaan olosuhteita, joissa olisi mahdollista kehittää EMS nykyistä sitovammaksi ja keskusjohtoisemmaksi.

Se että EC laajenee ja Englanti pysyttelee EMS:n kurssiyhteistyön ulkopuolella, vaikeuttanee tulevaisuudessa yhä enemmän yrityksiä luoda EMS:stä koko EC:n kattava valuuttapoliittinen yhteistyömekanismi. Kreikan liittyminen sekä Espanjan ja Portugalin odotettu mukaantulo EC:hen luultavasti monimutkaistaa vielä entisestään maatalouspolitiikan ongelmia yhteisössä. Maataloushintojen ja EMS:n välinen kytkentä ei ole omiaan helpottamaan uusien jäsenmaiden mahdollisuuksia osallistua EMS:ään. Euroopan valuuttayksikön noteerausmenettelyn pysyvyys tai sen muuttaminen muodostuvat myös tulevaisuudessa ongelmaksi, jota ei liene helppo ratkaista.

Viime aikojen valuuttamarkkinakehitys, dollarin kurssin mahdollinen kääntyminen laskuun ja korkojen aleneminen sekä Saksan markan aseman vahvistuminen saattavat olla johtamassa vaiheeseen, jossa EMS:n sisäisten paineiden hillitseminen käy tähänastista vaikeammaksi. On ilmeistä, että nykyisen laajuisen ja muotoisen EMS:n koossapitäminen tulee olemaan erittäin vaikea tehtävä. Tätäkin taustaa vasten näyttäisi ilmeiseltä, ettei ole syytä odottaa mitään suurempaa edistystä EC:n valuuttayhteistyön edelleenkehittämisessä. — Pikemminkin lienee varauduttava EMS:n nykymekanismia murentaviin valuuttakriiseihin. Ainakin nykysääntöjen perusteella tehtävien kurssinmuutosten todennäköisyys näyttäisi kasvavan. Kurssinmuutosten väliajan lyhentyessä ja muutosten suuruuden kasvaessa puhe EMS:stä eurooppalaisena kurssistabiliteetin vyöhykkeenä alkaisi kuulostaa entistä ontommalta, ja paineet koko järjestelmän hajoamisen suuntaan kasvaisivat. Maaliskuun 1983 valuuttakriisi EMS:n sisällä ei tässä mielessä enteillyt hyvää.

EMS:n todellinen tulikoe lieneekin näin ollen vasta edessäpäin. Jos järjestelmä selviää yhtenäisenä 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 kolminapai-

sesta USA-Japani-EMS-valuuttajärjestelmästä, jossa nämä kolme läheisessä yhteistyössä koordinoisivat talouspolitiikkansa turvatakseen vakaan talouskasvun ja valuuttakurssikehityksen, saisi ehkä uutta tuulta purjeisiinsa. Tällainen kehitys olisi luonnollisesti myös EMS:n ulkopuolisten pienten eurooppalaisten maiden kuten Suomen kannalta tervetullutta.

EC:n teknokraateille tähänastisen kokemuksen EMS:stä luulisi antavan ainakin sen opetuksen, ettei pyrkimys valuuttaunioniin ole mahdollista, ennen kuin 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 nødvendiggør, 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, Tommaso: 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.
- de Vries, Tom: On the Meaning and Future of the European Monetary System, Princeton University, Essays in International Finance, No 138, September 1980.
- van Ypersele de Strihou, Jacques: Operating Principles and Procedures of the European Monetary System, seminaarimoniste, Brookings Institution, 18 – 19 April 1979.
- Lisäksi lukuisat artikkelit ja kommentit taloudellisessa lehdistössä. Niistä tärkeimpinä mainittakoon The Economist, Financial Times, International Herald Tribune ja Veckans Affärer.

The European Monetary System (EMS)

by Kaarlo V. Jännäri

SUMMARY

The author briefly reviews the history of monetary cooperation in the European Community before the introduction of the EMS. The predecessor of the EMS, the European currency "snake", is of central importance in this context. After a few short remarks on the political and economic circumstances that led to the establishment of the EMS, the main elements of the system are described in some detail. The European Currency Unit (the ECU), the divergence indicator, and the credit and intervention mechanisms of the system are discussed as well as the transfer of part of the participating countries reserves to the European Monetary Cooperation Fund (EMCF or FECOM). Plans to develop FECOM into the European Monetary Fund are mentioned.

The history of currency alignments within the EMS is described and reference is also made to the agri-monetary complexities involved. The relationship of the EMS to other currencies is touched upon. Special reference is made to the fact that the direct and indirect weight of the EMS-currencies in the currency baskets of Finland, Norway and Sweden is fairly high and that therefore a stable EMS would also have a stabilizing effect on currency movements in these countries. Unfortunately, the convergence of economic performances and policies within the EMS-area has been rather limited. So far seven exchange rate realignments have taken place and pressures for further changes remain, making the notion of "zone of monetary stability in Europe" somewhat ambiguous.

The author concludes by noting that the EMS is very close in composition to the defunct currency snake and that internal pressures within the system can develop and overwhelm it. This danger would be all the greater if the US dollar were to weaken strongly against the deutschemark, the leading currency of the EMS.

The enlargement of the European Community to include Greece and later also Spain and Portugal, together with the continued insistence of the United Kingdom on remaining outside the exchange rate cooperation within the EMS exacerbates the problems of developing the EMS towards eventual monetary union. It also complicates the valuation of the ECU, "the pillar of the system". Currency realignments have already changed the internal weight composition of the unit considerably.

If the EMS survives the difficult times ahead and if, in addition, a trend towards long-awaited economic convergence does emerge, the EMS could potentially serve as an important vehicle for bringing about a more stable international monetary system. A tripartite international monetary system based on common understandings and coordinated policies between the United States (the dollar), Japan (the Yen) and the European Community (the ECU) could offer a way out of the present, less-than-satisfactory, state of international monetary affairs.

SUOMEN PANKIN JULKAISUJA

Sarja A (ISSN 0355 – 6034)

(1 – 35. Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, "Taloudellisia Selvityksiä", artikkelikokoelmia vuosilta 1942 – 1972, suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081 – 9514)

36. Tuomas Sukselainen: Finnish Export Performance in 1961 – 1972. A Constant-Market-Shares Approach. 1974. 74 s. (ISBN 951–686–018–4)

37. Sirkka Hämäläinen: Palkansaajatalouksien säästämisestä. Suomen Pankin säästämistiedustelu vuodelta 1969. 1974. 53 s. (ISBN 951–686–020–6)

38. Heikki Koskenkylä – Ilmo Pyyhtiä: Energiavaltaisuus investointikriteerinä. 1974. 52 s. (ISBN 951–686–021–4)

39. Heikki Koskenkylä – Ilmo Pyyhtiä: Pääomakerroin, työn tuottavuus ja työpaikan hinta Suomen teollisuudessa vuosina 1960 – 1973. 1975. 71 s. (ISBN 951–686–025–7)

40. Alpo Willman: Suhdanneherkkyys, omavaraisuus ja ympäristövaikutusten kriteeri investointikriteereinä. (Lisälukuna J.P. Cunningham: Energy-intensity as an Investment Criterion.) 1975. 89 s. (ISBN 951–686–026–5)

41. Reino Airikkala – Tuomas Sukselainen (toim.): Suomen maksutaseen kehityslinjat vuosina 1950 – 1974. 1976. 120 s. (ISBN 951–686–027–3)

42. Heikki Koskenkylä – Ilmo Pyyhtiä: Kokonaistaloudellisten ja liiketaloudellisten investointikriteerien merkitys kasvu- ja rakennepoliitikassa. 1976. 67 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-034-6)
43. Tapio Peura: Suomen ulkomaankaupan hinnat vuosina 1950 – 1974. 1977. 87 s. (ISBN 951-686-037-0)
44. Terhi Kivilahti: Suomen kaupasta ja maksujärjestelmästä muiden itäryhmän maiden kuin SNTL:n kanssa. 1977. 126 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-038-9)
45. Simo Lahtinen: Tuotanto, työ ja energia Suomen teollisuudessa vuosina 1900 – 1975. 1977. 78 s. (ISBN 951-686-040-0)
46. Koroista ja korkopolitiikasta Suomessa (Ralf Pauli: Suomen korkojärjestelmän pääpiirteet ja korkopolitiikka vuosina 1960 – 1975; Olavi Rantala: Korkotaso ja korkorakenne Suomessa vuosina 1960 – 1975; Jorma Hietalahti: Teollisuuden korkomenot ja velkojen korkotaso vuosina 1960 – 1973). 1978. 77 s. (ISBN 951-686-041-9)
47. Jarmo Pesola – Timo Tyrväinen: Palveluelinkeinojen investoinnit vuosina 1953 – 1975. 1978. 107 s. (ISBN 951-686-047-8)
48. Heikki Koskenkylä – Kari Pekonen: Työttömyys ja tuotannon rakenne Suomen kansantaloudessa. 1979. 122 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-051-6)
49. Inkeri Hirvensalo: Suomen ja SNTL:n välinen clearing-maksujärjestelmä. 1979. 125 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-053-2)
50. Tapio Peura: Teollisuuden kansainvälinen kilpailukyky. 1979. 128 s. (ISBN 951-686-055-9)
51. Alpo Willman: Julkiset menot vuosina 1950 – 1977. Kasvu- ja rakennepoliittinen tarkastelu. 1980. 125 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-062-1)
52. Hannu Halttunen – Juhani Hirvonen – Heikki Koskenkylä – Alpo Willman: Yhteenveto Ruotsin kansantalouden pitkän aikavälin näkymistä tehdyistä selvityksistä. 1981. 165 s. (ISBN 951-686-065-6)

53. Tom Nordman: Vientiä koskevat erityisjärjestelyt Suomessa. 1981. 181 s. (ISBN 951-686-070-2)
54. Juhani Laurila: Ulkomaiset pääomanliikkeet 1970-luvulla. 1982. 117 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-078-8)
55. Kaarlo V. Jännäri: Euroopan valuuttajärjestelmä. 1983. 54 s. (Englanninkielinen tiivistelmä.) (ISBN 951-686-084-2)