

**KESKUSTELUALOITTEITA**  
**DISCUSSION PAPERS**

Ahti Huomo

VALUUTANSÄÄNNÖSTELYN TALOUSPOLIITTINEN  
KÄYTTÖ ERÄISSÄ OECD-MAISSA

*IVAS, VAG*

*valuuttasäännötely*

4.8.1986

VP 8/86

**Suomen Pankin**  
**Valuuttapolitiikan osasto**

**Bank of Finland**  
**Exchange Policy Department**

Ahti Huomo

VALUUTANSÄÄNNÖSTELYN TALOUSPOLIITTINEN  
KÄYTTÖ ERÄISSÄ OECD-MAISSA

TIIVISTELMÄ

Saksan liittotasavalta, Hollanti ja Australia torjuivat tilapäisillä pääomanliikkeiden esteillä liiallista pääomantuontia 1970-luvun alkupuoliskolla. Rahapolitiikan suojelussa onnistuttiin vain osittain - esteet tehosivat korkojohteisiin pääomanliikkeisiin, mutta menestys oli luonteeltaan lähinnä "teknistä", tietty kanava voitiin tilapäisesti sulkea. Valuuttakurssiodotuksiin perustuvia pääomanliikkeitä ei esteillä voitu juuri torjua. Pysyvät, määrälliset esteet eivät osoittautuneet yhtään tehokkaammiksi. Niihin turvautuivat Australia ja Tanska. Pääomanliikkeiden esteet eivät kyenneet rajoittamaan riittävästi pääoman vientiä eivätkä estämään valuuttakurssipaineiden purkautumista 1970-luvun jälkimmäisellä puoliskolla, kun inflaationvastaisen talouspolitiikan "policy-mix'issä" epäonnistuttiin.

VALUUTANSÄÄNNÖSTELYN TALOUSPOLIITTINEN  
KÄYTTÖ ERÄISSÄ OECD-MAISSA

Johdanto

1. Valuutansäännöstelyn talouspoliittinen  
käyttö: yleistä
  - 1.1 Kysymys rahapolitiikan itsenäisyydestä ja  
suojustumiskeinojen valinnasta
  - 1.2 Rahapolitiikan rooli valituissa OECD-maissa
2. Saksan liittotasavalta
  - 2.1 Vuodet 1968-75
  - 2.2 Vuodet 1976-85
  - 2.3 Valuutansäännöstelyn tehokkuus
3. Hollanti
  - 3.1 Vuodet 1970-76
  - 3.2 Vuodet 1977-85
  - 3.3 Valuutansäännöstelyn tehokkuus
4. Tanska
  - 4.1 Vuodet 1969-76
  - 4.2 Vuodet 1977-85
  - 4.3 Valuutansäännöstelyn tehokkuus
5. Australia
  - 5.1 Vuodet 1969-75
  - 5.2 Vuodet 1976-85
  - 5.3 Valuutansäännöstelyn tehokkuus
6. Loppupäätelmiä
7. Lähdeluettelo

## Johdanto

Seuraavassa selvityksessä on tarkoituksena pohtia, eräitä OECD-maita esimerkkeinä käyttäen, minkälaista roolia valuutansäännöstely on näytellyt talouspolitiikassa. Maat on valittu siten, että niiden kokemuksista voisi olla hyötyä siinä keskustelussa, jota Suomessa käydään. Tämän vuoksi valitut maat ovat pääasiassa pieniä avoimia talouksia, jotka ovat käyttäneet valuutansäännöstelyä osana talouspolitiikkaa. Toisaalta, mukaan on haluttu saada kokemuksia erilaisista valuutansäännöstelymuodoista ja talouden reaktiosta niihin. Tämän vuoksi tyypillisten, pienten avoimien talouksien rinnalle on yhdeksi esimerkkimaaksi valittu Saksan liittotasavalta. Tämän maan mukanaoloa puolustaa myös se, että maan valuutansäännöstelystä ja niiden vaikutuksista on saatavissa varsin paljon tietoa. Lisäksi Saksan liittotasavalta ehkä parhaiten vastaa "tyyppitapausta", jossa yksittäinen maa on valuutansäännöstelyssä mennyt varsin pitkälle rahapolitiikkansa autonomian suojelemiseksi.

Muut tarkastelun kohteena olevat maat ovat Hollanti, Tanska ja Australia. Viimeksimainittu olisi, aikaan sovelletun valuutan säännöstelyn laajuuden, rahoitusmarkkinoiden kehitysasteen ja ehkä talouspolitiikan luonteenkin kannalta paras yksittäinen vertailumaa Suomelle.

Hollanti on vaihtotaseeltaan perinteisesti ylijäämäinen maa, joka on yleensä suhtautunut liberaalisti valuutansäännöstelyyn, mutta on toisaalta tarvittaessa turvautunut tilapäisiin pääomanliikkeiden esteisiin. Esteet on kohdistettu nimenomaan pääomantuontiin.

Tanska on vaihtotaseeltaan tyypillinen alijäämämaa. Se on mielenkiintoinen esimerkkimaa myös siksi, että se on valuutansäännöstelyssä onnistunut irrottautumaan maaryhmästä, jota valuutansäännöstelyä seuraavat kansainväliset piirit ovat jo vuosia nimittäneet "pohjoismaisiksi dirigisteiksi".

Selvityksessä on pyritty kartoittamaan valuutansäännöstelyn käyttöä laajassa merkityksessä. Koska tarkasteltavina olevat maat eivät kuitenkaan ole kovin paljon puuttuneet valuutansäännöstelyllä juokseviin maksuihin, painopiste tässä tarkastelussa on pääomanliikkeiden esteissä.

# 1. Valuutansäännöstelyn talouspoliittinen käyttö: yleistä

## 1.1 Kysymys rahapolitiikan itsenäisyydestä ja suojauskeinojen valinnasta

Valuutansäännöstelyn on sanottu lisäävän rahapolitiikan autonomiaa. Tämän väittämän on katsottu pitävän paikkansa kiinteäkurssisessa valuuttajärjestelmässä lyhyellä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä pieni avoin talous joutuu ottamaan hintatason, hintojen muutoksen ja korot annettuna sen jälkeen, kun maa on valinnut maaryhmän tai maan, minkä valuuttakurssia se seuraa. Tämä yhteys ei riipu siitä ovatko pääomanliikkeet suuria vaiko vähäisiä.

Lyhyellä aikavälillä rahapolitiikan vapausasteet ovat periaatteessa suuremmat. Rahamäärän muutoksilla voidaan pyrkiä vaikuttamaan aktiviteettiin ja työllisyyteen. Ongelmia syntyy silloin, kun rahamäärää muutetaan tilanteessa, jossa maan ulkoinen ja sisäinen tasapaino ovat eri suuntaan poissa tasapainosta (maassa on työttömyyttä ja vaihtotase on alijäämäinen tai vaihtotaseen ylijäämään yhdistyy samanaikainen inflaatiopaine). Tällaisissa tapauksissa pääomanliikkeet pyrkivät kumoamaan rahapolitiikan toimenpiteitä ja siten rajoittavat rahapolitiikan autonomiaa.

Jos rahaviranomaisilla on käytössään riittävä rahapolitiittinen arsenaali, ne voivat tilapäisesti neutraloida pääomanliikkeiden vaikutukset. Koska nämä toimet samalla estävät korkotason muutosten aiheuttamat, pääomanliikkeitä rajoittavat vaikutukset, viranomaiset voivat parhaiten turvautua niihin silloin, kun pääomanliikkeet ovat luonteeltaan koraautuvia (reversible), rajoitettuja ja tilapäisiä.

Tällaisia, lähinnä suhdanneluonteisia pääomanliikkeitä vastaan voidaan taistella myös rahoitustoimin, esimerkiksi niin, että pääomaa ohjataan aktiivisesti ulos maasta tai että valtio tai keskuspankki ottavat tarvittaessa tilapäisesti lainaa ulkomailta.

Mitä suurempia pääomanliikkeet ovat ja mitä pysyvämmänlaatuisista häiriöistä on kysymys, sitä tavallisempaa on pääomanliikkeiden säätelyn käyttö rahapolitiikan itsenäisyyden suojelijana.

Käytännössä maat yleensä käyttävät samanaikaisesti sekä rahapolitiikan, rahoituspolitiikan että valuutansäännöstelyn keinoja torjuessaan häiriöpääomanliikkeitä.

## 1.2 Rahapolitiikan rooli valituissa OECD-maissa eri ajanjaksoilla<sup>1)</sup>

OECD-maissa aktiiviset kysynnänsäätelytoimenpiteet ajoittuivat selvimmän ajanjaksoon, joka alkaa seitsemänkymmenluvun vaihteesta ja päättyy saman vuosikymmenen puolivälin paikkeille. OECD on maakohtaisissa talouskatsauksissaan korostanut sitä, että pääpaino suhdanteiden tasausrakenteissa on ollut finanssipolitiikalla, rahapolitiikalla on ollut lähinnä tätä tukeva rooli.

Rahapolitiikalla oli seitsemänkymmenluvun alkupuolisella eri maissa erilaiset tavoitteet. Saksan liittotasavalta pyrki pitämään maan inflaatiovauhdin kansainvälistä vauhtia hitaampana. Poliitiikka oli

---

<sup>1)</sup> Maittaista taloudellista kehitystä ja talouspolitiikan linjaa arvioitaessa apuna on käytetty OECD:n Economic Surveys -maatutkimuksia.

luonteeltaan pikemminkin pidemmän ajan politiikkaa kuin suhdannetilanteeseen liittyvää. Kuitenkin Liittotasavalta pyrki samalla myös "hienosäätämään" rahapolitiikkansa suhdannetilanteen mukaan. Australiassa ja Hollannissa pääomanliikepaineiden alkusyy oli yleisestä suhdannekehityksestä poikkeava suhdanneura. Häiriöpääomanliikkeet liittyivät usein toimenpiteisiin, joita viranomaiset tekivät suhdanteiden ylikuumentumisen estämiseksi. Osa pääomanliikkeistä oli luonteeltaan spekulatiivisia.

Tanskalla oli maan ulkoisen tasapainon palauttamiseen koskeva talouspoliittinen tavoite. Rahapolitiikka joutui pääomanliikkeiden kanssa ristiriitaan, kun taloutta alettiin öljykriisin yhteydessä elvyttää. Myös Hollannissa pääomanliikkeet rajoittivat "öljylaman" torjuntapyrkimyksiä.

Seitsenkymmenluvun jälkipuoliskolla suuri osa OECD-maista omaksui, Saksan liittotasavallan esimerkkiä noudattaen, talouspolitiikkansa tavoitteeksi inflaation saamisen kuriin keskipitkällä aikavälillä. Samalla suhdanteiden tasaamispyrkimykset vähenivät. Monen maan osalta inflaationvastaisen politiikan selkärankana oli maan valuutan sitominen Saksan markkaan. Maat pyrkivät hyötymään vahvaan valuuttakurssiin liittyvästä, itseään vahvistavasta kehityksestä ("virtuous circle"). Kuitenkin edellytykset tällaisen politiikan harjoittamiselle olivat usein heikot ja maat joutuivat ylläpitämään kireämpää rahapolitiikkaa kuin mitä pelkkä kotimainen tasapaino olisi edellyttänyt. Kun valuuttayhteistyötä myöhemmin tehostettiin EMS:in puitteissa, maittainen liikumavara supistui entisestään.



Edellä kuvattu rahapolitiikan tavoitteiden muuttuminen heijastuu oheisessa selvityksessä sekä aikaperiodin jakoon että aiheen käsittelyyn. Ensimmäinen ajanjakso päättyy 1970-luvun puolivälin paikkeille ja siinä analyysissä korostetaan valuutansäännöstyötoimenpiteiden ajoitusta ja välineiden "tekniikkaa". Jälkimmäisen jakson tarkastelussa kiinnitetään erityistä huomiota siihen, millaisia politiikkavaihteluita viranomaiset tekivät, kun valuutansäännöstelyä luovuttiin tai sitä asteittain purettiin.

## 2. Saksan liittotasavalta

### 2.1 Vuodet 1968-75

Saksan liittotasavalta oli kuusikymmenluvun alussa saanut konkreettisesti kokea, miten huonosti nopeasti liikkuvat, suuret pääomavirrat ja kiinteä, mutta muutettavissa oleva valuuttakurssijärjestelmä sopivat yhteen. Toisaalta nämä Liittotasavallan (ja Hollannin) valuuttakurssimuutoksiin liittyneet laajat valuuttamarkkinahäiriöt ja EEC:n maatalouden hintapolitiikan aiheuttamat rajoitukset lukitsivat kurssit, niin ettei valuuttakurssimuutoksista ja niihin liittyvistä pääomanliikkeistä aiheutunut ongelmia moniin vuosiin. Paineet valuuttakursseja kohtaan lisääntyivät kuitenkin uudelleen vuosikymmenen lopulla. Ensinnäkin, kustannuspaineinflaation voimistuttua viranomaisilla oli vaikeampaa hallita samanaikaisesti vaihtotasetta ja suhteellisia hintoja kuin perinteisen kysyntäpaineinflaation aikana.

Toisaalta, Yhdysvaltojen vaihtotasevajeiden laajamittainen rahoittaminen dollareilla johti voimakkaisiin revalvaatiopaineisiin ns. vahvoja valuuttoja kohtaan.<sup>1)</sup>

Inflaatiovauhti oli kiivennyt asteittain ylöspäin 1960-luvun puolivälistä lähtien useimmissa Euroopan maissa sekä Yhdysvalloissa. Saksan liittotasavallassa sen sijaan hintojen nousu oli suhteellisen hidasta ja vuoden 1967 laman aikana se pysähtyi lähes kokonaan. Tällainen kehitys ja samanaikaiset vaihtotaseen ylijäämät aiheuttivat voimakkaita revalvaatiopaineita Saksan markkaa kohtaan. Viranomaiset pidättäytyivät kuitenkin kurssimuutoksista. Pääomantuonti alkoi voimakkaasti lisätä rahan tarjontaa Liittotasavallassa vuoden 1968 lopulla.

Ensivaiheessa viranomaiset pyrkivät ohjaamaan pääomantuontia ulos liikepankkien kanssa tekemien termioperaatioiden kautta. Lisäksi keskuspankki yritti ylläpitää tarkoituksellisen kevyttä rahapolitiikkaa. Pankkien kautta tapahtuvaa pääomantuontia alettiin jarruttaa myös pääomanliikkeiden esteillä. Ulkomaalaisten pankkisaatavien lisäyksille asetettiin 100 %:n minimireservivaatimus.<sup>2)</sup> Ulkomaalaisten hallussa oleville pankkitalletuksille kiellettiin myös maksamasta korkoa. Lisäksi ulkomaalaisten tekemät pankkitalletukset tulivat luvanvaraisiksi.

---

1) Fleming, J. (1973) s. 138

2) Kotimaisia pankkitalletuksia koskeva vastaava talletusvaatimus oli voimassa ainoastaan vuonna 1970, heinä-elokuussa.

"Tarkoituksellisesti keveä" rahapolitiikka oli ris-tiriidassa rahapolitiikan pitkän aikavälin tavoit-teen, inflaation kurissapitämisen kanssa. Lisäksi meneillään oleva suhdannenousun voimistuminen edel-lytti rahapolitiikan kiristämistä. Kansainvälisten korkojen nousu vuoden 1969 alkupuolella näytti anta-van tilaa politiikan tiukentamiselle.

Rahapolitiikan kiristyminen tapahtui kuitenkin toi-sin kuin mitä viranomaiset olivat kaavailleet. Va-luutansäätelykoneisto ei pystynyt estämään voimakas-ta pääomantuontivirtaa. Pankit spekuloidivat termiini-operaatioista saamallaan dollareilla Saksan markkaa vastaan. Pankkisektoriin kohdistetut pääomanliikkei-den esteet olivat riittämättömiä, minkä lisäksi suu-ri osa pääomantuonnista ohjautui suoraan ohi pankki-sektorin. Eräiden laskelmien mukaan vuoden 1969 tou-kokuussa, kun spekulatio oli voimakkaimmillaan, lä-hes 75 % pääomantuonnista tapahtui yritysten vienti- ja tuontimaksujen siirtojen kautta.<sup>1)</sup>

Rahapolitiikka kiristyi vasta sen jälkeen, kun va-luuttakurssi revalvoitiin vuoden 1969 lokakuussa runsaalla 9 prosentilla, ja valuuttakurssimuutoksen jälkeen pääomaa virtasi tuntuvasti ulos maasta. Kurssipaineiden purkauduttua myös pääomantuonnin esteet poistettiin. (Purkutoimien jälkeen valuutan-säännöstely oli yhtä liberaalia kuin se oli ollut vapaimmillaan 1950-luvun lopussa).

---

1) Rosenberg, M. (1983) s. 52

Pääomanliikkeiden vapauttaminen ajoittui samaan aikaan kuin rahan määrä alkoi muutenkin uudelleen lisääntyä ja inflaatio nostaa päätään. Keskuspankki tiukensi otettaan kotimaisista rahamarkkinoista, mutta pankit ja yritykset vastasivat näihin toimiin lisäämällä ulkomaista luotonottoa. Pääomantuontiin houkutteli myös korkotason lasku ulkomailla. Vuoden 1970 alkupuolella keskuspankki otti uudelleen käyttöön ulkomaisiin pankkisaataviin (niiden kasvuun) kohdistuvan minimireservivaatimuksen (30 prosenttia). Pankit kiersivät tätä määräystä tekemällä ulkomaalaisten kanssa arvopaperikauppoja takaisinosto-oikeudella. Jotta tämä toiminta saataisiin kuriin, keskuspankki ilmoitti toukokuussa, että pankkien keskuspankkivelkarajoja supistettaisiin samalla määrällä kuin näitä arvopaperikauppoja tehdään.

Rahapolitiikan kiertotoimet siirtyivät tämän jälkeen yrityssektoriin. Yritykset alkoivat ottaa entistä enemmän suoraan ulkomaista lainaa. Suuri osa luotoista järjestettiin saksalaisten pankkien Luxemburgissa olevien tytäryhtiöiden kautta. Revalvaatiopainneiden annettiin purkautua touko-joulukuussa 1971, jolloin markan annettiin kellua.<sup>1)</sup>

---

1) Rahapolitiikan kiertotoimet eivät liittyneet yksin Liittotasavaltaan. Toisaalta maat eivät olleet yksin valuuttakurssipaineiden kanssa. EC-maat pyrkivät löytämään yhteisiä keinoja kiinteäkurssijärjestelmän suojelemiseksi. Kun Liittotasavalta, Belgia ja Hollanti toukokuussa 1971 sulkiivat valuuttamarkkinansa, EC-komissio vetosi jäsenmaihiin, olemassa olevien kurssien säilyttämiseksi ja suositti spekulatiivisen kriisin torjumista säätelemällä Euromarkkinoita jäsenmaiden keskuspankkien yhteisillä toimilla. Jäsenmaiden tuli vähentää kotimaista likviditeettiä ja laajentaa valuuttakurssiansa ja dollarikurssin välistä vaihteluväliä samalla kun EC-maiden välisten kurssien vaihteluväliä piti supistaa. Saksan liittotasavalta ja Hollanti eivät suostuneet ehdotuksiin, vaan antoivat valuuttansa yhteisesti kellua. Ranska ja Italia säilyttivät kiinteän kurssin, kun taas Belgia turvautui osittain kaksikurssijärjestelmään.

Saksan markan kellunta oli sikäli säädeltyä, että kellunnan myötä pääomanliikkeiden esteitä lisättiin. Näkyvin toimi oli komissiomaksun (negatiivisen koron) määrääminen ulkomaalaisille talletuksille. Kelluntapäätökseen liittyi myös varsinaisen kelluntavaiheen jälkeen voimaantulleen, yrittysten pääomantuontiin sovelletun käteistalletusvaatimuksen toteutuminen. Edelliseen, vuonna 1969 tapahtuneeseen markan kelluttamiseen verrattuna tilanne oli erilainen paitsi sen vuoksi, että kellunta oli nyt "liikaista", aloite pääomantuonnin esteiden käyttämisestä kellunnan yhteydessä tuli ulkomailta.<sup>2)</sup>

Ns. Smithsonian sopimuksella tunnetun uuden, kiinteisiin kursseihin perustuvan valuuttakurssijärjestelyn käyttöönotto merkitsi sitä, että valuuttakurssivaihteluvaraa lisättiin. Tämä antoi periaatteessa keskuspankeille enemmän liikkumatilaa ja vähensi valuuttasäätelytoimenpiteiden tarvetta. Saksan markan kohdalla tämä joustovara kuitenkin menetettiin varsin nopeasti. Vuoden 1972 alkupuolella pankkeihin kohdistettu minimireservivaatimus nostettiin kolmesatakymmenestä neljäänkymmeneen prosenttiin.

---

2) Kun markan kelluntapäätös tehtiin toukokuussa vuonna 1971, EC:n ministerineuvosto osoitti ymmärtävänsä syyt markan kelluttamiseen. Samalla se kuitenkin vaati, että Liittotasavallan viranomaiset ryhtyisivät toimiin tehostaakseen valuuttakurssipolitiikkaansa, jotta liiallinen pääomantuontitulva voitaisiin pysähdyttää ja sen vaikutukset kotimaiseen rahamarkkinatilanteeseen neutraloida. Ministerineuvoston vaatimuksen voidaan katsoa heijastavan joko sitä, että neuvosto ei ymmärtänyt kelluvien kurssien ideaa tai että neuvosto ei luottanut siihen, että Liittotasavallan viranomaiset olisivat antaneet valuuttakurssin määräytyä kokonaan markkinoilla. Jälkimmäinen tulkinta osoittautui oikeaksi: kun markan arvon nousu osoittautui odotettua suuremmaksi, valmistelut pääomantuontiesteiden asettamiseksi saivat lisävauhtia. (Walter, N. 1976 ss. 164-165).

Yrityssektorin ulkomaiseen luotonottoon kohdistettiin jo edellä mainittu neljänkymmenen prosentin käteistalletusvaatimus (bardepot). Saksalaiset yritykset pystyivät kuitenkin välttämään tätäkin toimenpidettä laskemalla liikkeelle ulkomailta arvopapereita sekä lisäämällä kauppaluottojen käyttöä. Nämä rahoitusmuodot eivät olleet talletusvaatimusten alaisia. Vuoden 1972 heinäkuussa minimireservivaatimuksia nostettiin 60 prosenttiin ja käteistalletusvaatimus 50 prosenttiin. Lisäksi kotimaisten kiintäkorkoisten arvopapereiden myynti ulkomaille asetettiin luvanvaraiseksi.<sup>1)</sup>

Revalvaatiopaineet Saksan markkaa kohtaan jatkuivat, ja aikaisemmin tehdyt toimenpiteet pääomanliikkeiden estämiseksi osoittautuivat riittämättömiksi. Viranomaiset ulottivat säätelytoimet tärkeimpiin, vielä vapaana oleviin rahoitusmuotoihin. Kaikkien kotimaisten arvopapereiden myynti ulkomaille tuli luvanvaraiseksi. Myös rahoituslainat, jotka ylittivät tietyn määrän edellyttivät lupaa. Viranomaiset edellyttivät myös, ettei viennin tai tuonnin maksuaikoja muutettaisi ilman viranomaisen hyväksymistä.

Neljän vuoden aikana valuutansäätely oli Saksan liittotasavallassa muuttunut maailman liberaaleimmasta erääksi Länsi-Euroopan tiukimmin rajoitetuista. Esteet eivät kuitenkaan riittäneet suojelemaan markkaa spekulatiopaineilta. Maaliskuussa 1973 markka jätti lopullisesti kiinteäkurssijärjestelmän

<sup>1)</sup> Vastaavanlainen pääomantuonti oli yleensä maailmalla luvanvaraista. Liittotasavallan toimenpiteiden ajoittumiseen vaikutti se, että Sveitsi, Saksan liittotasavallan ohella ainoa jäljellä oleva kiinteäkorkoisten arvopapereiden myyntiin liberaalisti suhtautuva maa oli juuri aikaisemmin tehnyt oman luvanedellytyspyyntönsä.

ja alkoi kellua. Uusi valuuttakurssijärjestelmä antoi viranomaisille mahdollisuuden saada rahamäärän kasvu paremmin kontrolliin. Rahapolitiikkaa kiristettiinkin tuntuvasti.

Vuoden 1973 lokakuussa öljykriisin puhkeamisen yhteydessä Saksan markkaan suhteessa dollariin kohdistui voimakas devalvaatiopaine. Viranomaiset ryhtyivät toimiin purkaakseen pääomantuonnin esteet. Vuoden 1974 alussa luovuttiin käteistalletusvaatimuksesta ja suurimmasta osaa voimassa olevista määrällisistä pääomanliikkeiden esteistä. Koronmaksukiello peruttiin vuoden 1975 syyskuussa. Ainoa merkittävä määrällinen rajoitus, joka jäi voimaan, koski rahamarkkinapapereiden ja obligaatioiden (joiden juoksu-aika oli neljä vuotta tai sen alle) ostoa. Se edellytti edelleenkin lupaa. Rajoituksen syynä oli viranomaisten halu jarruttaa Saksan markan reservivaluutta-aseman kasvua.

## 2.2 Vuodet 1976-85

Kelluviin valuuttakursseihin siirtyminen ja interventiopolitiikan aktiivinen käyttäminen vähensivät pääomanliikkeiden säätelyn roolia talouspolitiikassa. Viranomaisten suhtautuminen itse talouspolitiikkaan oli muuttumassa. Yhä yleisemmin alettiin uskoa, ettei valuuttakurssijärjestelmän muuttaminen antanut viranomaisille vapaita käsiä harjoittaa aktiivisesti kotimaisiin tavoitteisiin pohjautuvaa talouspolitiikkaa. Päinvastoin, viranomaiset näkivät, että politiikka tuli yhä enemmän sitoa pitkän aikavälin rahamäärän tavoitteisiin ja antaa näiden tavoitteiden rajoittaa talouspolitiikan aktiviteettia.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> Thygesen (1982) s. 353

Saksan liittotasavalta oli tiennäyttäjä monetaristisen talouspolitiikan käyttäjänä. Poliitiikan kulmakivenä oli vaikuttaa rahatavoitteiden julkaisemisella hintaodotuksiin ja palkkavaatimuksiin. Viranomaiset asettivat ilmoituspolitiikallaan epäsuorat normit hinnoille ja palkoille. Menettely on luonteeltaan eräänlaista vapaaehtoista tulopolitiikkaa.<sup>1)</sup>

Keskuspankin rahatavoitteet ja Liittotasavallan velvoitteet valuuttakäärmeessä ja EMS:ssä auttoivat epäilemättä vakauttamaan dollarin ja muiden valuuttojen välisiä suhteita. Osittain tätä edesauttoi se, että viranomaiset olivat keskuspankkirahatavoitteen valinnassa päätyneet sellaiseen rahakäsitteeseen, joka jätti pankkien reservit tavoitteen ulkopuolelle. Suuretkaan keskuspankin tekemät interventiot muiden Euroopan maiden valuuttojen tukemiseksi tai dollarin kurssimuutosten rajoittamiseksi eivät oleellisesti vaikuttaneet rahamäärälle asetettuihin tavoitteisiin.

Sikäli kun inflaatiovauhti Liittotasavallassa oli alhaisempi kuin muissa maissa, viranomaisten oli annettava markan kurssin revalvoitua ajoittain, jos ne halusivat pitää kiinni rahanmäärätavoitteistaan. Voidaan kuitenkin sanoa, että Liittotasavallan valitsema monetarismin muoto näytti eristävän hyvin kotimaiset rahamarkkinat sellaisilta rajuilta häiriöiltä, jotka olivat olleet ominaisia 1970-luvun alkupuolelle.<sup>2)</sup>

---

1) Thygesen (1982) s. 354

2) Thygesen (1982) s. 355



Kahdeksankymmenluvun alussa, toisen öljykriisin jälkimainingeissa, kun Liittotasavallan vaihtotase heikkeni tuntuvasti, viranomaiset ryhtyivät toimiin jäljellä olevien määrällisten pääomanliikkeiden esteiden purkamiseksi. Rahamarkkinapapereiden ja obli-gaatioiden ostolupavaatimus kumottiin vuonna 1981.

Vuosina 1982-84 vaihtotaseylijäämät eivät korkeiden dollarikorkojen vuoksi aiheuttaneet mainittavaa re-valvaatiopainetta markkaa kohtaan.

### 2.3 Valuutansäätelyn tehokkuus

Valuutansäätelyn tehokkuudesta Liittotasavallassa on oltu eri mieltä. Erään arvostetun ekonometri-sen tutkimuksen mukaan pääomanliikkeiden esteiden asteittainen tiukentaminen kompensoitui nopeasti pääomantuontina niiden kanavien kautta, joita ei säädelty.<sup>1)</sup> Toisaalta suhteelliset korkoerot Liitto-tasavallan ja euromarkkinoiden välillä kasvoivat vuosina 1970-73, jolloin valuutansäätely oli laajimmillaan. Erään asiantuntijan mukaan edellä mainitut näkemykset voidaan yhdistää siten, että esteet antoivat viranomaisille tilapäisesti aikaa saada rahapolitiikka paremmin kontrolliin. Tätä aikaa ei kuitenkaan voitu, haluttu tai osattu käyt-tää hyväksi. Markkinat olivat havainneet, ettei ta-louspolitiikan ristiriidoista selvitä ilman tuntuvia kurssimuutoksia. Markkinoiden innovaatiokyky riitti siihen, että esteet kierrettiin sitä mukaa kun niitä asetettiin. Valuuttakurssia ja kiinteäkurssijärjes-telmää ei pystytty suojelemaan valuutansäätelyllä.<sup>2)</sup>

---

1) Hewson and Sakakibara (1975)

2) Rosenberg, (1983) ss. 54-55

Yksittäisten valuutansäätelytoimien tehokkuudesta voidaan todeta, että esimerkiksi pankkien reservivaatimusta arvosteltiin paitsi tehottomuudesta myös puolueellisuudesta. Koska euro-pankit eivät olleet reservivaatimusten alaisia, määräys asetti saksalaiset pankit huonoon kilpailuasemaan. Reservivaatimusten teho oli kyseenalainen, sillä sitä mukaa kun rahapolitiikka kiristettiin, pääomavirta euromarkkinoilta lisääntyi.<sup>1)</sup>

Yrityksiä velvoittava käteistalletusvaatimus osoitautui sen sijaan suhteellisen tehokkaaksi esteeksi silloin, kun pääomanliikkeet olivat korkojoustavia. Välineen haittapuolena oli se, ettei talletusvaatimusta voitu riittävän joustavasti muuttaa. Jos vaatimus ei riittänyt kattamaan korkoeroja, sillä ei myöskään ollut tehoa pääomanliikkeen esteenä. Järjestelyn rajaamiseen liittyi myös ongelmia. Niinpä esimerkiksi pienet yritykset ja kotitaloudet, jotka eivät aikaisemmin olleet ottaneet ulkomaista luottoa, ottivat sitä, jos talletusvaatimuksen sovellutusraja oli asetettu suhteellisen korkealle. Tällaista käytäntöä edistivät osittain myös pankit välittämällä euroluottoja asiakkaille, joilla ei normaalisti ole pääsyä kansainvälisille markkinoille.<sup>2)</sup>

Ulkomaisille talletuksille asetettu koronmaksukiello sekä negatiivinen korko olivat viranomaisten mielestä teknisesti tehokkaita keinoja, erityisesti edistämään viranomaisten pyrkimyksiä rajoittaa Saksan markan käyttöä reservivaluuttana.<sup>3)</sup>

---

1) OECD (1982) s. 52  
2) OECD (1982) s. 30  
3) OECD (1982) s. 42

Vuoden 1973 alkupuolella käyttöönotetun lupamenettelyn tarkoituksena oli tehostaa pääomantuontikontrollia. Viranomaiset ovat todenneet, että käteistalletusjärjestely ja lupamenettely tukivat hyvin toisiaan. Yritykset eivät viranomaisten mukaan aina noudattaneet lupavaatimusta, koska määräyksen rikkomisesta aiheutuvat rangaistukset olivat pienet. Viranomaisten päätös velvoittaa pääomantuoja tekemään talletukset tarvittaessa jälkikäteen, osoittautui tehokkaaksi tavaksi pakottaa yritykset noudattamaan määräyksiä.<sup>1)</sup>

---

<sup>1)</sup> OECD (1982) s. 30

### 3. Hollanti

#### 3.1 Vuodet 1970-76

Kuusikymmenluvulla Hollanti oli Saksan liittotasavallan ja Sveitsin ohella eräs liberaaleimmin valuutansäännöstelyyn suhtautuvista maista. Kun maan kilpailukyky alkoi vuosikymmenen loppua kohti selvästi heiketä, myös viranomaisten suhtautuminen pääomaliikkeisiin muuttui.

Vuosina 1970-71 vaihtotaseen vajaukset muodostuivat varsin suuriksi. Viranomaiset esittivät erääksi keskeiseksi talouspolitiikkansa tavoitteeksi vaihtotaseen palauttamisen ylijäämäiseksi. Kun ulkomailla samanaikaisesti talouspolitiikkaa kevennettiin, pääomantuontipaine lisääntyi tuntuvasti. Osa paineista purettiin laskemalla floriini kellumaan toukokuussa 1971. Toisaalta pääomantuontia rajoitettiin myös esteillä.

Pääoman nettotuontia jarrutettiin ottamalla käyttöön ns. "0-guilder"-markkinat. Kysymyksessä oli ulkomaisia sijoittajia koskevat suljetut markkinat, jossa floriinin tarjonta oli rajattu. Menettely erosi muissa maissa samanaikaisesti käyttöön otetuista keinoista sikäli, että niissä järjestelyt perustuvat useimmiten lupamenettelyyn, kun taas suljetuilla markkinoilla pyrittiin vaikuttamaan sijoituksen kustannuksiin.<sup>1)</sup>

Pääomantuontitulvaa rajoitettiin myös kieltämällä koron maksaminen ulkomaalaisille, floriinimääräisil-

---

1) Järjestely lakkautettiin vuoden 1974 helmikuussa.

le käteistalletuksille kesä-joulukuussa 1971 ja edelleen maaliskuusta 1972 eteenpäin. Lisäksi pankkeja kiellettiin avaamasta ulkomaalaisille uusia, floriinimääräisiä aikatalletuksia sekä uusimasta erääntyviä talletussopimuksia. Vuoden 1973 maaliskuukuussa ulkomaalaisten floriinimääräisiä käteistalletuksia rasitti myös neljännesprosentin suuruisen komissiomaksu (negatiivinen korko).<sup>1,2)</sup> Pääomavienttiä edistettiin liberaalilla pääomavientipolitiikalla.

Korkoerojen lisäksi pääomantuontia edisti odotukset valuuttakurssimuutoksista. Floriinia tuki vuosina 1973-76 erityisesti luonnonkaasusta saadut vientitulot. Vaikka ne itse asiassa osoittautuivat odotettua pitkäaikaisemmaksi tulonlähteeksi, viranomaisten mielestä kyseessä oli tilapäinen ilmiö. Tämän vuoksi revalvaatio ei tullut kysymykseen.<sup>3)</sup>

Vuosina 1975-76 raha- ja finanssipolitiikkaa helpotettiin työllisyysyistä. Rahapolitiikalla tähdättiin itse asiassa useampaan tavoitteeseen samanaikaisesti. Talouden elpymisen tukemisen piti tapahtua niin, että floriini säilyi valuuttakäärmeessä.

- 
- 1) Jottei negatiivisen koron kiertäminen olisi liian helppoa, pankeille asetettiin erityinen sakkomaksu, jos ne rikkoivat vuodesta 1964 voimassa ollutta pankkien ulkomaista asemaa säätelevää rajoitusta.
  - 2) Edellä mainittu koronmaksukielto sekä talletusten vastaanottokiello olivat virallisestikin voimassa vuoden 1976 alkuun asti. Viranomaiset alkoivat kuitenkin joustaa soveltuviin osin määräysten tulkinasta jo jonkin aikaa ennen varsinaista päätöksen kumoamista (den Dunnen, 1985 s. 83).
  - 3) den Dunnen (1985) s. 83.

Hollanti oli vuodesta 1972 lähtien sitonut valuutansa Saksan markkaan. Inflaationvastaisessa kamppailussa Hollanti oli kuitenkin onnistunut selvästi Saksan liittotasavaltaa heikommin. Jo vuoden 1975 lopulta Saksan markkaan oli kohdistunut voimakas revalvaatiopaine. Hollannin viranomaiset ilmoittivat vuoden 1976 elokuussa, etteivät he revalvoi valuuttaansa, vaikka Liittotasavalta menettelisikin näin.

Markkinat tulkitsivat sanoman siten, että floriinin kurssi oli ainakin Saksan markkaan nähden yliarvostettu. Tätä näkemystä tukivat erot viime vuosien maittaisessa inflaatiokehityksessä.<sup>1)</sup>

Hollannin keskuspankki torjui spekulaaation antamalla korkotason nousta. Keskuspankki nosti virallisia korkoja sekä antoi interventio-operaatioiden vaikutuksen siirtyä rahamarkkinakorkoihin pankkien keskuspankkivelan sakkokorkojen välityksellä (surcharges). Toimenpiteet olivat riittäviä vakuuttamaan markkinat siitä, että keskuspankki oli valmis pitämään kiinni valuuttakurssitavoitteestaan, vaikka se olisi merkinnyt sopeutumispaineiden siirtymistä kotimaahan. Viranomaisten mielestä tämä politiikka osoittautui vakuuttavammaksi kuin pääomanliikkeiden esteiden käyttö.<sup>2)</sup>

---

1) den Dunnen, (1985) s. 84

2) Samanaikaisesti keskuspankki purki aikaisemmin revalvaatiopaineiden vuoksi asettamiaan esteitä. Talletusten vastaanottamiskielto ja käteistalletuksilla on ollut koronmaksukielto peruttiin vuoden 1976 alkupuolella. Vuoden 1977 helmikuussa peruttiin vuoden 1972 heinäkuusta voimassa olleet kansainvälisten toimitusluottojen luottoaikoja koskevat rajoitukset.

### 3.2 Vuodet 1977-85

Viranomaiset turvautuivat uudelleen korkeaan korkoon devalvaatiospekulaatioiden torjumiseksi vuoden 1978 syksyllä. Paineet johtuivat valuuttakurssijärjestelyissä odotettavissa olevista muutoksista (EMS) sekä siinä yhteydessä mahdollisesti toteutettavista kurssikorjauksista (realignment).

Seitsenkymmenluvun loppupuolella alkoivat painopisteet talouspolitiikan keinovalikoimassa muuttua. Erityisesti tulopolitiikan asema korostui. Sillä pyrittiin parantamaan yrityssektorin kannattavuutta ja kilpailukykyä. Lisääntyvän tulokehityksen odotettiin helpottavan julkisten menojen lisäyspaineita. Raha-politiikan tehtävänä oli taata, että sopeutus tapahduttu mahdollisimman hitaan inflaation vallitessa.

Hintojen kurissapitämisessä keskeinen tekijä oli kiinteän kurssin säilyttäminen Saksan markan kurssiin nähden. Toisaalta rahan tarjonnan lähteitä pyrittiin säätelemään, jotta liiallinen likviditeetin kasvu voitaisiin estää.

Koska inflaatiovauhti näytti alenevan ja talouden kasvunäkymät pysyivät heikkoina, likviditeetin kehitykselle asetettujen tavoitteiden ylittyminen sinänsä ei huolestuttanut viranomaisia. Sen sijaan valtiontalouden rooli likviditeetin synnyttäjänä oli ongelmallinen. Vuoden 1980 devalvaatiopaineet johtuivat paitsi vaihtotaseen ja yleistaseen heikkoudesta myös siitä, että pankkisektori, joka perinteisesti on ollut merkittävä valtion alijäämien rahoittaja, joutui tilanteeseen, jossa sen valuutta-asema

oli uhattuna.<sup>1)</sup> Viranomaiset päättivät vastedes rahoittaa valtion alijäämiä entistä enemmän pääomamarkkinoilta.

Vuoden 1980 jälkeen maan vaihtotasetilanne korjaantui selvästi, mutta valtion rahoitusaseman heikkous jatkui. Talouspolitiikkaa alettiin entistä selvemmin kohdistaa tähän ongelmaan. Toimet rakenteellisten muutosten aikaansaamiseksi näkyivät lyhyellä tähtämällä kysynnän heikkenemisenä. Inflaatiovauhti oli OECD-maiden alhaisimpia samalla kun työttömyysaste oli vastaavasti korkeimpia.

Rahapolitiikan mahdollisuudet vaikuttaa suoraan kotimaiseen tilanteeseen olivat vähäiset. Sen sijaan pitämällä tiukasti kiinni valuuttakurssitavoitteista viranomaisten onnistui pudottaa vuonna 1982 tuntuvasti korkotasoa. Koska floriini säilyi EMS:in sisällä varsin vahvana, korkoja voitiin alentaa jopa jonkin verran enemmän kuin muissa maissa. Liikkumavaraa ei kuitenkaan ollut paljon. Hollannin viranomaisten tavoitteena oli, ottaen huomioon heikot kasvunäkymät, pitää korkotasoa niin alhaalla kuin mahdollista. Samana vuonna EMS:in sisällä tehdyssä kurssien linjauksessa floriini devalvoitui lievästi Saksan markkaan nähden. Keskuspankki uskoo, että viranomaisten osoittama halu pitää kiinni valuuttakursseista vastoinkäymistenkin aikana (vaihtotaseen vajeet vuosina 1979-83) johtaa lopulta matalampaan korkotasoon kuin mihin muuten päästäisiin. Tämä on omiaan tukemaan Hollannin talouden elpymistä.

---

<sup>1)</sup> Vuoden 1980 alussa viranomaiset poistivat pankkien ulkomaista nettoasemaa säätelevän rajoituksen ja siihen liittyvän sakkomaksun. "Pakotettu" pääomanvienti ei sopinut yhteen valuuttatilanteen kanssa. (den Dunnen, mt, s. 83)



### 3.3 Valuutansäännöstelyn tehokkuus

Kokonaisarviota valuutansäännöstelyn tehokkuudesta on vaikea tehdä. Huomio kiinnittyy enemmänkin valuutansäännöstelyn muotoon. Hollanti oli 1970-luvun alkupuolella valmis käyttämään varsin kattavia tilapäisiä esteitä pääomantuonnin jarruttamiseksi, mutta pääomanviennin annettiin heijastua korkotasoon. Ilmiöön liittyy hollantilaisen rahapolitiikan taustalla jo viisikymmenluvulta peräisin oleva "monetaristinen", ulkomaista likviditeettiä koskeva politiikkaperinne. Sen mukaan keskuspankki välttää neutraloimasta ulkomailta peräisin olevaa rahamäärän supistumista, kun taas ulkomaista alkuperää olevan rahamäärän lisäystä pyritään jarruttamaan.

Yksittäisistä valuutansäätelytoimista voidaan todeta, että "0-guilder"-järjestely esti tehokkaasti sitä kanavaa myöten kulkeutuvan pääoman nettotuonnin lisäyksen. Viranomaisten kokemuksen mukaan järjestely edellyttää kuitenkin pysyviä valvontajärjestelyjä, joilla tukitaan porsaanreikiä ja joilla tarkastetaan suuria ja toistuvasti tehtäviä kauppvoja. Toisaalta näistäkin säätelyn tehostamistavoista huolimatta säätelyn kiertomahdollisuudet kasvoivat sitä mukaa, mitä kauemmin järjestely on käytössä.<sup>1)</sup>

Talletuksiin kohdistuneiden operaatioiden tehokkuudesta on todettava, että toimenpiteet olivat suhteellisen helppo kiertää, koska termiinimarkkinat eivät olleet säädeltyjä Hollannissa vuosina 1972-1973.<sup>2)</sup>

---

1) OECD (1980) s. 16

2) OECD (1982) s. 42

## 4. Tanska

### 4.1 Vuodet 1969-76

Kuusikymmenluvulla Tanskassa tuettiin talouspolitiikalla ensisijaisesti työllisyyttä. Työttömyysluvut onnistuttiinkin pitämään varsin alhaisina. Maan ulkomainen tasapaino oli suuremman osan ajasta hyvä, vasta vuosikymmenen loppupuolella, kun inflaatiopaineet voimistuivat, maksutase alkoi rajoittaa talouspolitiikan liikkumavaraa.

Vuoden 1969 keväällä maan valuuttavaranto alkoi supistua nopeasti. Viranomaiset turvautuivat varsin laajaan politiikkapakettiin, johon liittyi myös valuutansäännöstelytoimenpiteitä.<sup>1)</sup> Koska pääomavienti oli lähes kokonaan luvanvaraista (ainoastaan suorat sijoitukset olivat vapaita), valuutansääntelytoimet olivat lähinnä "porsaanreikien" paikkaamista. Tällainen oli luonteeltaan määräys, jolla kotimaisia velanottajia kiellettiin ostamasta takaisin omia, ulkomailla liikkeellelaskettuja obligaatioita. Samalla kiristettiin myös ulkomaisen velan kotiuttamisehtoja ja ulkomaankaupassa noudatettavia maksuehtoja.<sup>2)</sup>

Maan ulkomaisen aseman korjaaminen ole seitsemänkymmenluvun alussa korkealla Tanskan talouspolitiikan tavoitteiden joukossa. Viranomaiset pitivät maksutaseen heikkoutta paljolti rakenteellisena ongelmana,

---

1) Muita kuin valuutansäännöstelytoimenpiteitä olivat mm. diskonttokoron nosto, obligaatioiden korkojen nosto, keskuspankin luopuminen obligaatioiden ostoista, keskuspankkitalletusten korun nosto.

2) Näistä rajoituksista luovuttiin vuoden 1971 huhtikuussa.

joka vaati asianmukaista politiikkaa. Tiukka kysynnänsäätely, EEC:hen liittymisestä saatava suhteellinen hintaetu, valtion velanoton lisääminen ja tuontimaksun käyttö vuosina 1971-73 olivat uuden, keskipitkän aikavälin talouspolitiikan peruskivet. Lisäksi suurempien markkinoiden toivossa ja uusien investointien rahoittamiseksi Tanska alkoi helpottaa pääomantuonnin esteitä.

Vuodesta 1971 alkaen ulkomaalaiset voivat ostaa tanskalaisia arvopapereita tietyn kiintiön puitteissa. (Kiintiöiden käyttämisestä luovuttiin vuonna 1975.) Tanskan markkinoilla noteerattujen kotimaisien obligaatioiden myyminen ulkomailla sallittiin vuonna 1973. Portfoliosijoitukset noteerattuihin tanskalaisiin arvopapereihin tulivat täysin vapaiksi vuodesta 1974. Samana vuonna yritysten ulkomaisen luotonoton yläraja nostettiin DKK 5 miljoonasta DKK 20 miljoonaan.

Ensimmäisen öljykriisin synnyttämiin vaihtotase- ja inflaatiopaineisiin viranomaiset reagoivat aluksi kiristämällä rahapolitiikkaa. Kun varsinkin vaihtotasetilanne näytti helpottuvan nopeasti, rahapolitiikka alettiin jo vuoden 1974 jälkipuoliskolla uudelleen keventää. Kovin jyrkkää muutosta ei voitu tehdä, koska maan ulkomainen velka oli suuri ja noin puolet siitä lyhytaikaista. Lainojen uusimistarve rajoitti rahapolitiikan liikkumavaraa.<sup>1)</sup>

Rahapolitiikan keventäminen jäi lyhytaikaiseksi, kun vaihtotaseen vajaus alkoi uudelleen kasvaa. Rahapo-

---

<sup>1)</sup> OECD (1975), s. 18

litiikan kiristämisestä ja valtion ulkomaisen velanoton lisäämisestä huolimatta devalvaatiopaineita ei voitu estää, vaan ne purkautuivat vuoden 1976 loka-kuussa Tanskan kruunun devalvaatioon.

Syyt siihen, miksi Tanska joutui tempoilevan talouspolitiikan tielle on helposti nähtävissä. Maa oli sitonut vuodesta 1972 valuuttansa Saksan markkaan. Koska tanskalaiset eivät kuitenkaan onnistuneet kovin hyvin inflaation hillitsemisessä, ulkomaisen rahoitustasapainon ylläpitäminen edellytti välttämättä kotimaisen korkotason pitämistä suhteellisen korkealla. Kysynnänsäätelypolitiikan harjoittaminen finanssipolitiikalla oli mahdollista, mutta rahapolitiikan kädet olivat sidotut.

#### 4.2 Vuodet 1977-85

Koska pääomantuontipolitiikalla pyrittiin ensisijassa vaihtotaseen vajauksen rahoittamiseen ja epätasapainon korjaamistoimet jäivät takä-alalle, kruunun heikkous jatkui myös 1970-luvun jälkimmäisellä puoliskolla. Vuoden 1977 aikana kruunu devalvoitiin kahdesti ja vuosina 1979-82 edelleen kolme kertaa. Kansainväliset pääomamarkkinat eivät juuri olleet kiinnostuneita kruunusijoituksista. Niinpä Tanska joutui pitämään pitkät korot vuosina 1977-82 keskimäärin noin 10 prosenttiyksikköä korkeamana kuin keskimäärin Yhdysvalloissa ja Saksan liittotasavallassa.<sup>1)</sup>

Tanskan liittyminen EMS:iin paransi kuitenkin tilapäisesti vuonna 1979 luottamusta Tanskan kruunuun. Viranomaiset joutuivat helmikuun alussa sulkemaan

---

<sup>1)</sup> Thygesen (1985) s. 58

valtion obligaatiomarkkinat ulkomaalaisilta. Kiinnostus kruunusijoituksia kohtaan laimeni jo muutaman kuukauden aikana.<sup>1)</sup>

Jo seitsemänkymmenluvulla, mutta erityisesti kuluvan vuosikymmenen aikana on Tanskassa talouspolitiikkaa arvostelut siitä, että rahapolitiikalle on annettu liian raska tehtävä vaihtotaseen rahoituksen turvaamisessa samalla kun finanssi- ja tulopolitiikkaa on pidetty liian löysällä. Myös valtion velkatilanne ja suuret velanhoitokustannukset edellyttivät talouspolitiikan linjan muuttamista.

Vuosina 1982-83 viranomaiset ryhtyivät toimiin uuden talouspolitiikan toteuttamiseksi. Sekä finanssi- että tulopolitiikkaa kiristettiin. Samalla asetettiin julkisesti tavoite pitää valuuttakurssitaso ennallaan. Devalvaatiokierteen todellisesta katkaisemisesta viestitti kuitenkin vakuuttavammin Tanskan kruunun pysyminen muuttumattomana EMS:in sisällä, vuoden 1983 maaliskuussa tapahtuneista kurssimuutoksista huolimatta, sekä viranomaisten toimet pääomaliikkeiden esteiden purkamiseksi.

Vuoden 1983 toukokuussa valtion obligaatioiden myynti ulkomaalaisille sallittiin uudelleen. Samanaikaisesti rahoituslainoilta purettiin yläraja. Vuoden 1984 tammikuusta lähtien asukkaat saivat ostaa ulkomaalaisia pörssinoteerattuja osakkeita. Noteeraamattomien osakkeiden ostoa sallittiin vuoden 1985 heinäkuusta lähtien.

---

<sup>1)</sup> Thygesen (1985), s. 58

Kruunuun suuntautunut pääomanvirta pehmensi rahanky-syntäpainetta, joka aiheutui taloudellisen aktivi-teetin lisääntymisestä ja koron laskusta. Tanska-laisten korkojen lasku pysähtyi tasolle, jolla korot eivät ole olleet sitten 1960-luvun jälkeen.

Vaikka rahaviranomaiset myöntävätkin, että rahapoli-tiikan itsenäisyys on vähentynyt, viranomaiset näyt-tävät testaavan liikkumavaran suuruutta aina tilai-suuden tullen. Niinpä esimerkiksi vuoden 1985 alku-puolella viranomaiset pyrkivät, myymällä runsaasti valtion obligaatioita, imemään markkinoilta ulko-mailta tulleen liiallisen likviditeetin. Kun pää-omantuontivirta ei kuitenkaan tyrehtynyt, suunnitel-masta luovuttiin ja koron annettiin pudota.<sup>1)</sup>

#### 4.3 Valuutansäännöstelyn tehokkuus

Tanskan tapauksessa valuutansäännöstelyn tehokkuu-desta rahapolitiikan itsenäisyyden turvaajana ei oikeastaan voida sanoa paljoakaan, koska maa on ta-louspolitiikassaan asettanut itse asiassa maan ulkoisen tasapainon rahapolitiikan itsenäisyyden edelle.

Tanskaa voitaisiin sen sijaan pitää viime vuosien kehityksen perusteella esimerkkinä siitä, miten valuutansäätelyn purkamista voidaan tehokkaasti käyttää valuuttakurssipolitiikan tukemiseen.

---

<sup>1)</sup> IMF, (1986) s. 14

## 5. Australia

### 5.1 Vuodet 1969-75

Australia on perinteisesti ollut pääoman nettotuoja ja viranomaisten suhtautuminen valuutansäännöstelyyn on ollut sen mukaista. Pitkäaikaista pääomantuontia on suosittu, kun taas pääomanvienti on ollut tiukasti säädeltyä.

Kuusikymmenluvun lopulla pääomantuonnin luonne muuttui sikäli, että portfoliosijoitusten osuus koko pääomantuonnista alkoi selvästi kasvaa. Taustalla oli osittain ns. kaivosboomiin liittyvä investointiaalto. Pääomantuontiin houkutteli myös kansainvälisestä suhdannekehityksestä poikkeava suhdannetilanne ja viranomaisten toimet suhdanteiden ylikuumenemisen ehkäisemiseksi. Vaikka viranomaiset työllisyysyistä uudellen kevensivät rahapolitiikkaa, pääomantuonti jatkui runsaana, osittain revalvaatio-odotusten vauhdittamana.

Valuuttakurssipaineiden odotettiin olevan tilapäisiä. Tämän vuoksi viranomaiset eivät katsoneet olevan syytä muuttaa talouspolitiikan peruslinjaa. Aluksi tilanteesta pyrittiin selviytymään neutraloimalla pääomantuonnin synnyttämää likviditeettiä. Vuoden 1972 syyskuussa viranomaiset olivat kuitenkin jo valmiita turvautumaan pääomantuonnin esteisiin.

Ensimmäiseksi kiellettiin alle kahden vuoden takaisinmaksuajalla olevien ulkomaisten lainojen otto. Vuoden 1972 joulukuussa ulkomaiseen luotonottoon alettiin soveltaa talletuspakkoa (VDR = variable deposit ratio). Sen mukaan neljännes ulkomaisesta luotonotosta oli sijoitettava korottomalle tilille keskuspankkiin. Toisaalta pääomanvientimääräyksiä

helpotettiin hieman: ulkomaisia yrityksiä koskevat määräykset luotonotosta Australian markkinoilta peruttiin ja asukkaiden ulkomaisia portfolioinvestointeja koskenutta kieltoa lievennettiin.

Vaikka Australian dollari revalvoitiinkin vuoden 1972 joulukuussa pääomantuontipaineet jatkuivat. Tämän vuoksi luotonottokontrolli laajennettiin helmikuussa 1973 koskemaan myös ulkomaisia talletuksia ja kiinteäkorkkoisia investointeja. Suurten ulkomaantointimintaa harjoittavien yritysten sisäistä tilinkäyttöä alettiin samalla valvoa. Lisäksi ulkomaiseen tavara- ja palvelukauppaan ja osinkojen maksuihin liittyviä maksuaikoja tiukennettiin. Edellisen vuoden suuri pääoman nettomääräinen sisäänvirtaus muuttuikin vuoden 1973 aikana suureksi pääomanvienniksi - kokonaismuutos virran suunnassa oli noin A\$ 2.5 miljardia. Kun kansainvälinen öljykriisi vuoden 1973 lopulla uudelleen kokosi revalvaatiopaineita Australian kruunuun kohtaan, viranomaiset nostivat pääomantuontitalletusten vaatimusta 25 prosentista 33 prosenttiin.

Maan vaihtotasetilanne alkoi vuoden 1974 aikana nopeasti heiketä. Kysynnän kasvun jarruttamista vaikeutti se, että talouspolitiikan kiristäminen jäi lähes kokonaan rahapolitiikan harteille.<sup>1)</sup> Finanssipolitiikan käyttämisestä rajoittivat aikaisemmin tehdyt vaalilupaukset taloutta tukevasta valtion varojen käytöstä.

---

<sup>1)</sup> OECD:n maakatsaus vuodelta 1975 kertoo "ennennäkemättömästä rahoitusmarkkinoiden kireydestä" vuosina 1974 ja viittaa lukuisiin yrityskonkursseihin, joiden saama laaja julkisuus aiheutti myös tiettyä epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla. (OECD Economic Sureveys - Australia, July 1975, s. 26)



Muita maita selvästi nopeampi inflaatiovauhti ruokki odotuksia valuutan arvon devalvoitumisesta. Vaihtotaseen vajauksen rahoittaminen ulkomaisella luotonotolla alkoi osoittautua yhä vaikeammaksi. Vuoden jälkimmäisellä puoliskolla viranomaiset turvautuivat erityismääräyksiin jarruttaakseen tiettyjen hyödykkeiden, erityisesti eräiden kulutushyödykkeiden ja moottoriajoneuvojen tuontia. Viranomaiset pyrkivät purkamaan pääomantuontiesteitä sitä mukaa kuin tilanne antoi myöten. Vuoden 1974 kesäkuussa talletusvelvollisuus alennettiin 33 prosentista 25 prosenttiin ja elokuussa edelleen 5 prosenttiin. Marraskuusta lähtien lainanottokieltoa sovellettiin ainoastaan alle puolen vuoden maksuajalla oleviin lainoihin. Talletuspakko poistettiin samassa yhteydessä.

## 5.2 Vuodet 1975-85

Talouspolitiikan osatekijöiden vetäessä taloutta vastakkaisiin suuntiin maa ajautui devalvaatioon vuoden 1974 syksyllä. Uudessa talouspolitiikassa työllisyyttä tukeva linja sai väistyä kokonaan inflaation vastustamisen tieltä. Finanssi- ja rahapolitiikka pyrittiin valjastamaan yhdessä tavoitteen eteen. Valuuttakurssipolitiikassa siirryttiin vuoden 1976 marraskuusta lähtien ns. "crawling-peg"-järjestelmään, jossa maan kilpailukyvyn muutosten annettiin, enemmän tai vähemmän jatkuvasti, heijastua maan valuuttakurssin arvoon.

Valuuttakurssijärjestelmän muuttamisen yhteydessä Australian dollarin kurssi devalvoitiin 16 prosentilla. Viranomaiset varautuivat devalvaation jälkeiseen pääomantuontiaaltoon kieltämällä alle kahden vuoden maksuajalla olevien ulkomaisten lainojen otot. Pääomantuontitalletusmenettely otettiin uudelleen käyttöön (talletusvaatimus oli 25 %).

Uuden politiikan alkuvuosina hintakehitys oli varsin lupaava. Kuitenkin politiikan koordinointi osoittautui edelleenkin ongelmalliseksi. Finanssipolitiikka oli suunniteltua keveämpää vuosina 1977-79 ja kun keveyttä ei haluttu kompensoida korkeammilla reaalikororoilla, rahamäärät ylittivät selvästi tavoitteet vuosina 1978-80.

Valuuttakurssijärjestelmän muuttamisesta huolimatta ja toisaalta vaihtotaseen vajausten kasvaessa vuosina 1977-78 paine Australian dollaria kohtaan jatkui. Vaikka korkotaso pidettiin varsin korkeana, yksityinen pääoma virtasi ulos maasta. Valuuttavarannon suojelemiseksi valtio ryhtyi ottamaan runsaasti ulkomaista velkaa. Valuuttakurssin annettiin myös laskea tuntuvasti.

Viranomaiset käyttivät myös tilaisuutta hyväkseen purkaakseen pääomantuonnille asettamia esteitä. Vuoden 1977 heinäkuussa lainanottokielto rajattiin koskemaan kuusi kuukautta tai sitä lyhyempiä lainoja. Samalla kertaa pääomantuontitalletusvaatimus kumottiin. Vuoden 1978 alusta peruttiin lainanottokielto kokonaan.

Vaihtotaseen heikkous jatkui 1980-luvulle. Vajeet perustuivat paitsi suhteiden erilaiseen ajoittumiseen, myös Australian kansainvälisen kilpailukyvyn heikkouteen. Kasvavista vajeista huolimatta paineet valuuttakurssia kohtaan olivat suhteellisen pieniä. Tämä joutui siitä, että voimakas investointiboomi kaivos- ja tehdasteollisuudessa houkutteli runsaasti uutta pääomaa ulkomailta. Viranomaiset alkoivat asteittain purkaa pääomanvientiä rajoittavia esteitä. Vuoden 1979 alussa helpotettiin ulkomaisten suorien sijoitusten tuottojen käyttöä rajoittavia määräyksiä. Asukkaiden ulkomaisia portfoliosijoituksia

koskevia ylärajoja nostettiin vuoden 1980 heinäkuussa. Seuraavan vuoden heinäkuussa poistettiin asukkaiden ulkomaisia osakesijoituksia ja kiinteän pääoman hankkimista säättäviä esteitä. Nämä sijoitukset vaativat kuitenkin edelleen viranomaisten lupaa.

Yksityisen investointitoiminnan voimakas elpyminen johti odotuksiin pysyvämmästä kasvun voimistumisesta. Talouspolitiikan tehtäväksi tuli edesauttaa toimia, joilla julkisen sektorin resursseja voitaisiin siirtää yksityisen sektorin kasvun tukemiseen. Julkisen sektorin budjettivajeet saatinkin nopeasti hallintaan, mutta kuten aikaisemminkin, politiikan yhteensovittamisessa oli vaikeuksia. Rahamäärä kasvoi edelleen voimakkaasti, samoinkuin paikallis-  
hallinnon alijäämät.

Talouspolitiikan koordinointi saatiin paremmin järjestykseen vasta vuonna 1983, kun uusi hallitus otti talouspolitiikkansa ohjenuoraksi inflaation ja työttömyyden samanaikaisen korjaamisen. Tähän katsottiin parhaiten päästävän ekspansiivisella finanssipolitiikalla samalla kun tulopolitiikka, hintasopimusjärjestelyt ja rahapolitiikka kohdistettiin inflaatiota vastaan. Uuden hallituksen toimiin kuului myös kelluvakurssiseen valuuttajärjestelmään siirtyminen sekä kaikesta valuutansäätelystä luopuminen.

### 5.3 Valuutansäätelyn tehokkuus

Australiassa pääomantuonnin esteiden käyttö huipentui edellä mainittuihin, vuoden 1973 tapahtumiin, jolloin viranomaisten toimenpiteillä muutettiin pääomanliikkeiden valtavirran suunta. OECD on maatumuksessaan todennut, että vaikka tapahtuneeseen liittyy eräitä poikkeustekijöitä, pääosa pääomavirtojen muutoksesta johtuu politiikkatoimenpiteistä,

joilla pyrittiin vaikuttamaan kotimaiseen likviditeettiin ja maksutaseeseen.<sup>1)</sup>

Eräs arvostettu, Australian valuutansäätelykokemuksia selvittänyt tutkimus on kuitenkin tullut siihen tulokseen, että Australian ja kansainvälisten pääomamarkkinoiden väliset korkoerot voidaan yleensä aivan riittävästi selittää tekijöillä, jotka määräävät kurssi odotuksia. Tämä viittaisi siihen, että olemassa olleet pääomanliikkeiden esteet ovat olleet suurimmalta osin tehottomia. Poikkeuksen tähän pääsääntöön tekee pääomantuontitalletus (VDR), jolla havaittiin olleen vaikutusta korkoeroihin. Tämän vaikutuksen havaittiin kuitenkin vähentyneen tarkasteluperiodin aikana.<sup>2)</sup>

Australian rahoitusjärjestelmää tutkinut komitea on omassa raportissaan tullut samantapaiseen lopputulokseen. Komitea totesi, että ottaen huomioon valuutansäätelyjärjestelmässä olevat kiertomahdollisuudet ja toisaalta järjestelmään liittyvät tehokkuushaihat, olemassa oleva valuutansäätely tulisi asteittain purkaa. Samalla komitea suosittaa, että siirtymävaiheen aikana, jolloin valuuttamarkkinat kehittyvät, viranomaisilla tulisi olla käytössään (viimeisenä keinona) pääomantuontitalletusmenettely tai vastaava. Välineellä tulisi voida vaikuttaa sekä velka- että osuustyyppiseen (debt and equity) pääomaan.<sup>3)</sup>

---

1) OECD (1974), s. 20

2) Carland and Valentine (1981)

3) Committee of Inquiry - Final Report (1981) s. 150

## 6. Loppupäätelmiä

Saksan liittotasavalta, Hollanti ja Australia käyttivät 1970-luvun alkupuoliskolla valuutansäännöstellystä rahapolitiikkansa itsenäisyyden suojelemiseen. Liittotasavalta pyrki harjoittamaan muita maita tiukempaa inflaationvastaista politiikkaa. Hollannin ja Australian tapauksessa kysymyksessä oli enemmänkin poikkeavaan suhdannetilanteeseen liittyvät vaikeudet.

Ongelmat johtuivat liiallisesta pääomantuonnista. Alkuvaiheessa viranomaiset reagoivat siihen tehostamalla pääoman vientiä. Liittotasavallan keskuspankki teki termiinkauppoja liikepankkien kanssa. Australian viranomaiset kevensivät pääoman vientirajoituksia ja Hollannin keskuspankki helpotti pankkien ulkomaiselle nettosaatavalle asetettuja rajoja. Australia pyrki myös neutraloimaan pääomantuonnista syntyvää likviditeettiä ja Liittotasavallan keskuspankki harjoitti jonkin aikaa "tarkoituksellisen keveää rahapolitiikkaa".

Varsin pian, kun edellä mainitut toimet olivat osoittautuneet riittämättömiksi, pääomantuonnille alettiin asettaa esteitä. Ne olivat aluksi luonteeltaan välillisiä, pääomantuonnin kustannuksiin liittyviä ja ne kohdistettiin pääasiassa pankkien ulkomaisiin talletuksiin tai pankkien ulkomaiseen nettoasemaan. Pääomantuonnin voimistuessa ja varsinkin silloin, kun viranomaiset olivat todenneet valuuttakurssiodotusten olevan pääomanliikkeiden takana, määrällisten esteiden osuus kasvoi.

Yleisarviona esteiden tehokkuudesta voidaan todeta, että korkojohteisiin pääomanliikkeisiin on esteillä voitu vaikuttaa. Tehokkuus on kuitenkin ollut luon-

teeltaan "teknistä" - tietty kanava on onnistuttu tilapäisesti sulkemaan. Esteet on kuitenkin voitu kiertää, ja tämä ominaisuus on lisääntynyt sitä mukaa, mitä kauemmin esteet ovat olleet voimassa.

Edellä esitetty arvio esteiden tehokkuudesta pätee nimenomaan kykyyn vaikuttaa korkojohteisiin pääomanliikkeisiin. Silloin, kun pääomantuonnin taustalla on ollut odotukset valuuttakurssin muutoksesta, esteistä ei ole ollut kovinkaan paljon apua. Joissakin tapauksissa esteiden tiukentaminen on ollut omiaan vahvistamaan kurssiodotuksia - markkinat ovat tulkinneet toimet "uskon vahvistumiseksi" siitä, että vallitseva valuuttakurssitaso on väärä. Viimeistään siinä vaiheessa, kun yritykset ovat ryhtyneet laajemmassa mitassa muuttamaan ulkomaankaupan maksuehdoja kurssiodotusten mukaisiksi, viranomaisten on ollut pakko luopua kiinteästä valuuttakurssista.

On olemassa monia syitä, minkä vuoksi voitaisiin olettaa, että pysyvillä, määrällisillä esteillä pystytään tehokkaammin säätelämään pääomanliikkeitä kuin tilapäisillä, välillisillä esteillä. Kun välillisillä esteillä "heitetään hiekkaa rattaisiin", pysyvät esteet jarruttavat itse koneisto syntymistä. Pääomaa tehokkaasti välittävä koneisto on myös taitava esteiden kiertäjä. Pysyvien esteiden järjestelmässä markkinat ovat tottuneet vähempiin oikeuksiin, monet luonnolliset kiertotiet on määräyksillä kielletty. Tässä selvityksessä kuvatut Australian ja Tanskan kokemukset 1970-luvun loppupuoliskolta eivät kuitenkaan juuri tue olettamusta pysyvien esteiden paremmuudesta.

Australian ja Tanskan viranomaiset olivat asettaneet talouspolitiikan keskipitkän aikavälin tavoitteeksi inflaatiovauhdin jarruttamisen kansainväliselle tasolle. Koska finanssipolitiikkaa ei saatu riittäväs-

ti tämän tavoitteen taakse, vastuu sekä inflaatio- että maksutaseongelmasta jäi liiaksi rahapolitiikan harteille. Maat joutuivat toistuvasti devalvoimaan valuuttansa tai antamaan kurssin devalvoitua. Näyttää siltä, että aivan samoin kuin tilapäistenkin esteiden kohdalla, pysyvät määrälliset esteet olivat varsin voimattomia silloin, kun pääomanliikkeiden taustalla oli odotukset valuuttakurssimuutoksista. Jos kiertotietä ei muiden pääomanliikkeiden alueelta löytynyt, yritykset naamioivat pääomanliikkeitä kauppaluotoiksi tai muuttivat ulkomaankaupan maksuaikoja.

Australian ja Tanskan kokemukset ovat toisaalta hyvä esimerkki siitä, miten pysyvien pääomanviennin esteiden purkamisella voidaan tehdä talouspolitiikkaa. Purkutoimia edelsi ensinnäkin varsin pitkä vakaan valuuttakurssin jakso. Kun purkaminen sitten toteutettiin, markkinat kokivat sen eräänlaisena viranomaisten vakuutuksena vakaan politiikan jatkumisesta.

## LÄHTEET

- Carland, D. and Valentine T. (1981); "The Relationship Between Australian and Overseas Interest Rates", AFSI Commissioned Studies and Selected Papers, AGPS, Canberra
- Committee of Inquiry (1981); "Australian Financial System, Final Report", AGSP, Canberra
- den Dunnen (1985); "Instruments of Money Market and Foreign Exchange Market Policy in the Netherlands", De Nederlandsche Bank, Monetary Monographs No. 3
- Fleming, J. (1973); "The Problem of Disruptive International Capital Flows in Swoboda, A. (ed) (1973), Europe and the Evolution of the International Monetary System, Proceedings of the First Conference of the International Center for Monetary and Banking Studies
- Hewson, J. and Sakakibara, E. (1977); "The Effectiveness of German Controls on Capital Inflow", Weltwirtschaftliches Archiv
- IMF (1986); Denmark - Recent Economic Developments, July 1986
- OECD (1968-85); Economic Surveys
- OECD (1974); Economic Surveys - Australia, April 1974
- OECD (1975a); Economic Surveys - Denmark, July 1975
- OECD (1975b); Economic Surveys - Australia, July 1975
- OECD (1980); "Control on International Capital Movements, Experience with Controls on International Portfolio Operations in Shares and Bonds, OECD, Paris
- OECD (1982); Controls on International Capital Movements, the Experience with Controls on International Financial Credits, Loans and Deposits, OECD, Paris



LÄHTEET (jatkuu)

- Rosenberg, M. (1983); "Foreign Exchange Controls, and International Comparison", in George M. and Giddy I. (eds), International Finance Handbook, Volume I, John Hiley & Sons
- Thygesen, N. (1982); "Monetary Policy" in Boltho, A. (ed), The European Economy - Growth and Crisis, Oxford University Press
- Thygesen, N. (1985); "Avveckling av valutaregleringen i Danmark", Skandinaviska Enskilda Banken, Kvartalsskrift nr. 3
- Walter, N. (1976); "Capital Controls and the Autonomy of National Demand Management: The German Case" in Swoboda, A. (ed), Capital Movements and their Control. Proceedings of the Second Conference of the International Center for Monetary and Banking studies, A.W. Sijthoff-Leiden