

KESKUSTELUALOITTEITA
DISCUSSION PAPERS

Esko Aurikko

ERÄIDEN EMS–MAIDEN INTERVENTIOPOLITIIKASTA
RAHA– JA VALUUTTAMARKKINOILLA

1045, EAG, EAG
EMS

30.9.1985

VP 6/85

Suomen Pankin
Valuuttapolitiikan osasto

Bank of Finland
Exchange Policy Department

ERÄIDEN EMS-MAIDEN INTERVENTIOPOLITIIKASTA RAHA- JA VALUUTTAMARKKINOILLA

1 Tausta

Suomen rahoitusmarkkinoilla on viime vuosien aikana tapahtunut tuntuvia muutoksia. Yleisesti ottaen korkoherkkien markkinaelementtien merkitys on kasvanut perinteisen hallinnollisesti säädellyn rahoituksen kustannuksella. Näitä markkinaelementtejä ovat markkinarahan markkinat, Suomen Pankin ja pankkien väliset päivämarkkinat ja termiinimarkkinat. Lisäksi pankkien ja yritysten lisääntynyt markkina- ja tuototietoisuus on huomattavasti herkistänyt ulkomaisia pääomanliikkeitä.

Suomessa kuitenkin nämä muutokset ovat tapahtuneet ja tapahtumassa jossain määrin myöhemmin kuin muissa maissa. Muuttuneissa oloissa on siten hyödyllistä tarkastella keskuspankkipolitiikan toteutusta eräissä maissa, joissa rahatalouden kehittyminen ja avautuminen alkoivat jo huomattavasti aikaisemmin kuin Suomessa. Näin voidaan mahdollisesti saada uusia näkökulmia keskuspankkipolitiikan puitteiden kehittämiseen ja välttää muualla tehtyjä virheitä.

Seuraavassa tarkastellaan keskuspankkipolitiikan institutionaalisia puitteita, suunnittelua ja tavoitteita sekä toteutusta eräissä EMS-maissa (Hollanti, Ranska ja Italia). Nämä maat ovat monessa suhteessa keskuspankkipolitiikan kannalta erilaisia, joskin keskuspankkipolitiikan ja erityisesti valuuttakurssipolitiikan tavoitteet määräytyvät viime kädessä EMS-jäsenyyden velvoitteiden perusteella. EMS-maat pitävät keskinäiset valuuttakurssinsa suhteellisen vakaina ja ulkopuolisten valuuttojen

kurssit määräytyvät pääosin markkinavoimien mukaan. Suomen koriseurantaan perustuvassa valuuttakurssipolitiikassa yksittäiset valuuttakurssit määräytyvät tämän tavoitteen perusteella. Suomen koriseurannassa on EMS-valuuttojen merkitys suuri, koska niiden paino valuuttaindeksissä on noin 40 %.

2 Institutionaalinen ja taloudellinen tausta

2.1 EMS

Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) perustettiin vuonna 1979 korvaamaan EC-maiden valuuttojen yhteiskelluntajärjestelmä. Kullekin EMS-valuutalle on määritelty keskuskurssit Euroopan valuuttayksikön (ECU) suhteen. Keskuskurssien nojalla voidaan valuutoille puolestaan laskea niiden keskinäiset keskuskurssit. Sallittu vaihteluväli näiden keskuskurssien ympärillä on ± 2.25 %. Italian liiran osalta vaihteluväli on alusta alkaen ollut ± 6 %. Suurempaa vaihteluväliä on perusteltu Italian ja muiden EMS-maiden inflaatio- ja korkoerolla.

2.2 Hollanti

Hollannin keskuspankki on muodollisesti osakeyhtiö, jonka osakkeista pääosan omistaa valtio. Tästä huolimatta valtio ei määrää pankin hallintoa eikä puutu suoranaisesti keskuspankkipolitiikan harjoittamiseen. Valtion alijäämää keskuspankki rahoittaa vain tilapäisesti kausivaihtelujen tasoittamiseksi.

Keskuspankkipolitiikan keskeisimmät välineet ovat pankkien keskuspankkiluoton kiintiöiden puitteissa tapahtuvaan rahoitukseen liittyvä yleinen ns. virallisten korkojen politiikka, pankkien keskuspankkiluoton kiintiöiden ylityksiin kohdistuva korkopoliitiikka, luottokatot, reservimääräykset ja valuuttamarkkinainterventiot. Valuutansäännöstelystä on viimeksi kuluneiden vuosien aikana luovuttu käytännöl-

lisesti katsoen kokonaan.

Hollannin taloudellinen kehitys on ollut inflaation suhteen verrattain suotuisa viime vuosina. Sen sijaan talouden kasvuvauhti on ollut suhteellisen alhainen ja työttömyysaste korkea (kuviot 4-6). Lisäksi valtion alijäämä on kasvanut tuntuvasti. Eri-tyisesti vaihtotaseen ollessa ylijäämäinen 1970-luvun lopulta alkaen ja yksityisen sektorin luotonkyyntyn pysyessä vaimeana luottojen määrälliset rajoitukset, jotka olivat voimassa vuodesta 1977, poistettiin vuonna 1981. Tämän jälkeen keskuspankkipolitiikassa on nojaututtu pääasiassa pankkien keskuspankkivelkaantumisen kautta tapahtuvan markkinarahan koron säätelyyn valuutan ulkoisen arvon pitämiseksi vakaana D-markkaan nähden. Tästä syystä ja spekulatiotilanteiden välttämiseksi interventioita valuuttamarkkinoilla suoritetaan Hollannissa vain poikkeuksellisesti ja vähäisessä määrin.

2.3 Ranska

Vuoden 1973 pankkilain mukaan Ranskan keskuspankki on vastuussa raha- ja valuuttapolitiikasta sekä rajoitetusti luotonannosta valtiolle. Lain mukaan hallitus ei voi suoranaisesti puuttua keskuspankkipolitiikan harjoittamiseen. Sodan jälkeen perustetun edustavan valtiovarainministeriön johtaman kansallisen luottoneuvoston merkitys rahapolitiikan muotoilemisessa on vähentynyt tuntuvasti.

Ranskassa on vuoden 1985 alkuun asti runsaan kymmenen vuoden ajan rahapolitiikan tärkein väline ollut luotonannon määrällinen säätely. Tällä hetkellä kassareservimääräykset ja keskuspankin pankeille antaman likviditeetin säätely ovat rahapolitiikan tärkeimmät instrumentit. Rahapolitiikan keskeisenä välitavoitteena on puolestaan rahan määrän kasvun ohjaaminen. Kun valuuttakurssipolitiikan tavoitteena

on frangin kurssin pitäminen suhteellisen vakaana D-markkaan nähden, kotimaisen rahapolitiikan autonomiaa lisää frangin kotimaisten ja kansainvälisten eurofrangi-markkinoiden eristäminen toisitaan varsin kattavalla valuutansäännöstelyllä. Valuuttainterventioita on perinteisesti käytetty tuntuvastikin valuuttakurssien muutosten vaimentamiseksi. Viime vuosina frangin D-markkakurssi on pidetty ajoittain mittavilla interventioilla vakaana.

2.4 Italia

Italiassa keskuspankkipolitiikan puitteet määrittelee hallitus talouspolitiikan yleisten tavoitteiden mukaisesti. Kunkin vuoden alussa hallituksen erityinen ministerityöryhmä päättää raha- ja luottoaggregaattien tavoitekasvusta keskuspankin ehdotuksen perusteella. Lisäksi eräiden keskeisempien rahapolitiikan instrumenttien, kuten diskonttokoron ja reservivaatimusten mitoituksesta vastaa hallitus. Näidenkin toimenpiteiden osalta päätökset tapahtuvat tavallisesti keskuspankin esitysten pohjalta. Keskuspankin itsensä päätettäviä rahapolitiikan välineitä ovat avomarkkinaoperaatiot valtionvelka-instrumenttien suhteen, pankkien jälleenerahoitus ja eräät välittömät kotimaisiin luottoihin kohdistuvat säätelytoimenpiteet.

Italiassa on kehitys viimeisten kymmenen vuoden aikana merkinnyt markkinaelementtien tuntuvaa lisääystä rahoitusmarkkinoilla. Vuodelta 1936 peräisin olevan lain sallimin valtuuksin keskuspankki asetti vuonna 1973 ensi kertaa pitävät rajat pankkien luotonannon kasvulle. Tämä tapahtui tilanteessa, jossa samanaikaisesti inflaatio oli kiihtymässä sekä vaihtotaseen ja valtiontalouden alijäämä oli kasvamassa. Luotonannon suoran säätelyn taustalla oli tarkoitus vaikuttaa lähinnä yritysten investointeihin ja siten parantaa maksutaseen tasapainoa ja

vähentää inflaatiota. Italiassa, yritykset ovat perinteisesti rahoittaneet investointinsa valtaosin pankkiluotoilla, joten suoraan näihin vaikuttamalla oli mahdollista nopeasti ja tehokkaasti säädellä taloudellista aktiviteettia.

Vuosien mittaan säätelyn tehokkuus kuitenkin väheni enenevässä määrin yhtäältä julkisen sektorin velan kasvun myötä ja toisaalta yritysten ja pankkien opittua kiertämään luottokattoa. Tämä tapahtui mm. siten, että rahoitusta kanavoitiin yrityksille ulkomaanvaluutan määräisenä ja rahoitusyhtiöiden kautta. Myös erilaiset finanssi-innovaatiot heikensivät säätelyn tehoa. Keskuspankin ensi reaktio oli laajentaa säätelyn kattavuutta. Vuonna 1982 yli 90 % pankkien antolainauksesta yksityiselle sektorille oli säätelyn piirissä osuuden oltua pari vuotta aikaisemmin vain 50 %. Samanaikaisesti otettiin käyttöön sakkojärjestelmä luotonannon ylittäessä katon.

Vuoden 1983 puolivälissä luottojen määrällisestä säätelystä luovuttiin säätelyn resurssien kohdentumisen kustannusten ja voimakkaasti kasvaneen julkisen sektorin alijäämän vuoksi. Erityisesti rahapolitiikan harjoittamisessa on jouduttu entistä enemmän panemaan painoa alijäämän likviditeettivaikutusten lieventämiseen, joskin valtaosa alijäämästä on rahoitettu kotimaisella lainanotolla. Tällä hetkellä tärkein keskuspankin käytössä oleva rahapolitiikan instrumentti on avomarkkinaoperaatiot valtion velkاپapereilla. Kehityksen myötä on keskuspankin itsenäisyys hallitukseen nähden kasvanut. Varsinkin vuosi 1981, jolloin keskuspankki lopetti valtion velkاپapereiden ostot, oli tässä suhteessa merkittävä.

Muut keskeisimmät tällä hetkellä käytössä olevat avomarkkinaoperaatioita tukevat rahapolitiikan instrumentit ovat keskuspankin luotonanto pankeille,

reservimääräykset, muut hallinnolliset määräykset ja valuutansäännöstely. Valuuttainterventioita käytetään aktiivisesti sekä EMS-valuuttoihin että dollariin nähden.

3 Keskuspankkipolitiikan tavoitteet, suunnittelu ja toiminta

3.2 Hollanti

Keskuspankkipolitiikan tärkein tavoite Hollannissa on mahdollisimman vakaa hintatason kehitys. Tähän tavoitteeseen pyritään sekä valuutan sisäisen että ulkoisen arvon vakauttamisella. Edellisessä rahan tarjontaa suhteessa kansantuloon säädellään ns. la-vean rahapolitiikan puitteissa niin, ettei inflaatiota ruokkivaa liikalikviditeettiä pääsisi synty-mään. Lavea rahapolitiikka perustuu siihen, että ra-han tarjonnan ja kansantulon ns. likviditeettisuhte on pitkällä aikavälillä pysynyt kokemuksen mukaan vakaana. Keskuspankki ei kuitenkaan aseta tavoittei-ta likviditeettisuhteen kehitykselle. Valuutan ul-koista arvoa ylläpidetään lähinnä ns. kapean rahapo-litiikan puitteissa siten, että floriinin kurssi suhteessa D-markkaan pysyy vakaana. Ristiriitata-pauksessa etusija annetaan valuuttakurssitavoitteil-le.

Koska tuonti muodostaa lähes puolet Hollannin koko-naistarjonnasta ja Saksa on tärkein kauppakumppani sitoo valittu valuuttakurssipolitiikka maan rahapo-litiikan lyhyelläkin aikavälillä yhteen Saksan raha-politiikan kanssa. Tämä on nähty hyödylliseksi toi-saalta EMS-valuuttakurssipolitiikan tavoitteiden kannalta ja toisaalta politiikan pitemmällä aikavä-lillä edellyttämän Saksan alhaisen inflaation takia.

Pankit ovat Hollannissa viimeisen runsaan kymmenen vuoden aikana olleet velkaantuneita keskuspankkiin

nähdän. Kun lisäksi keskuspankin taseessa on vain vähäisessä määrin kotimaisia velkapapereita varsinaiset keskuspankin avomarkkinaoperaatiot eivät ole mahdollisia. Näissä olosuhteissa kiintiöpolitiikka muodostaa rahapolitiikan keskeisimmän välineen. Vuosina 1972-1977 pankeilla oli keskuspankkisaatavia. Tällöin käytettiin muutaman kerran pankkien ja keskuspankin välisen kassareservisopimuksen sallimia kassareservitalletuksia liikalikviditeetin neutraloimiseksi.

Keskuspankkipolitiikan suunnittelussa on vuodesta 1979 alkaen aina kolmen kuukauden välein määrätty jokaiselle pankille seuraavan neljännesvuoden ajan voimassaolevat peruskorkoiset keskimääräiset keskuspankkikiintiöt. Pankkien keskuspankkirahoituksen tarpeesta voidaan tehdä keskuspankin taseen muiden erien avulla verraten luotettavat lyhyen aikavälin ennusteet. Näitä eriä ovat valuuttavaranto (normaalisti oletetaan, että keskuspankki ei intervenoi mainittavasti valuuttamarkkinoilla), liikkeessä oleva raha ja julkisen sektorin tiliasema. Kiintiöt määrätään normaalisti siten, että ne kattavat noin kolme neljännestä periodin keskimääräisestä keskuspankkirahoituksen tarpeesta. Loppuosa tarvittavasta rahoituksesta tyydytetään erityislainoin tai dollariswappeina. Järjestelmä on hyvin joustava häiriöiden tapahtuessa, koska toisaalta kiintiö on keskimääräinen ja päivittäinen rahoitus voi ylittää sen ja toisaalta lisärahoitusehtoja voidaan tarvittaessa muuttaa. Lisärahoituksen korkoja ja ehtoja muuttamalla keskuspankki voi vaikuttaa muihin rahamarkkinakorkoihin ja siten kotimaisen ja ulkomaisen korkotason eroon ja pääomanliikkeisiin, jotka ovat käytännöllisesti kokonaan vapautettu säännöstelystä. Keskuspankin korkopolitiikkaa vaikuttaa siten valuuttakursseihin samantapaisesti kuin suoranainen interventio valuuttamarkkinoille.

Vakaan valuuttakurssin ylläpitäminen D-markkaan nähden edellyttää, että korkotaso seuraa likimain Saksan korkojen muutoksia. Hollannin rahapolitiikalla ei siis ole lyhyelläkään aikavälillä autonomiaa Saksaan nähden, koska pääomanliikkeet ovat lähes täysin säännöstelemättömät ja valuuttakurssi on sidottu D-markkaan. Tämä on ollut tietoinen valinta ja tällä "vahvan" valuutan politiikalla on voitu varmistaa edellytykset Saksan kaltaisen talouskehityksen toteutumiselle.

Valittu politiikkalinja ja sen nojalla harjoitettu raha- ja varantopolitiikka perustuu pitkälti luottamuksen säilymiseen vakaasta valuuttakurssista. Tätä edesauttaa tällä hetkellä vaihtotaseen vuosia jatkunut ylijäämäisyys. Koska markkinat tietävät, että keskuspankki pitää kiintiöiden ylittävältä lisärahoitukselta perimillään koroilla markkinarahan korot sellaisella tasolla, että kurssipariteetti likimain toteutuu, ohjautuvat markkinat pitkälti itsesäätöisten ja stabiloivien elementtien välityksellä. Jos esimerkiksi D-markkakurssi nousee pariteetin yläpuolelle D-markkoja myydään, koska markkinat odottavat kurssin laskevan pariteettiinsa. Pääoman sisäänvirtauksen seurauksena kurssi pyrkii laskemaan. Käytännössä hyvin pienet kurssierot laskaisevat tämän itsesäätöisen mekanismin. Vaikka EMS-järjestelmässä floriinin kurssin liikkumavara D-markkaan nähden on 4.5 %, on valuutan kurssi D-markkaan nähden pysytellyt korkeintaan 1 prosentin päässä pariteetista (kuvio 1).

Myös rahamarkkinoilla luottamuksesta kurssipolitiikkaan seuraa, että markkinat uskovat keskuspankin muuttavan markkinarahan korkoa tarvittavaan suuntaan valuutan ulkoisen arvon tukemiseksi. Nämä odotukset ovat omiaan liikuttamaan korkoa haluttuun suuntaan ilman keskuspankin jatkuvaa mukanaoloa markkinoilla. Käytännössä riittää, että keskuspankki operoi raha-

markkinoilla pankkien kiintiöiden ylittävän lisärahoituksen tarjoajana vain keskimäärin kaksi tai kolme kertaa kuukaudessa.

Luottamus 1980-luvulla harjoitetun valuuttakurssipolitiikan linjan jatkumiseen koki kolauksen maaliskuussa 1983, kun floriini devalvoitiin 2 % suhteessa D-markkaan EMS-valuuttojen keskuskurssien tarkistuksen yhteydessä. Keskuskurssin muuttumisen, josta määrää hallitus, tavoitteena oli tukea taloudellista kehitystä ja erityisesti lieventää työttömyyttä. Päätöksen jälkeen luottamuksen palauttamiseksi ja pääoman ulosvirtauksen kääntämiseksi korkoero D-markkakorkoihin nostettiin enimmillään noin 2 prosenttiyksikköön. Kesään 1983 mennessä luottamus palautui ennalleen ja korkoero kaventui.

Edellä kuvatussa politiikkaympäristössä keskuspankki ei juuri intervenoi suoraan valuuttamarkkinoilla. Tämän katsotaan helposti aiheuttavan spekulatioita. Tästä syystä Hollannin keskuspankin valuuttavaranto on pääasiassa sijoitettu dollariin ja valuuttamarkkinainterventiot tapahtuvat usein dollareina. Lisäksi varantoon sisältyy pieni osa D-markkoja, jonka suhteen interventiot suoritetaan yhteistyössä Saksan keskuspankin kanssa. EMS-valuutoissa tapahtuvat interventioinnit ovat lähes aina olleet pakollisia interventiorajoihin liittyviä ja tällöin on operoitu keskuspankkien välisillä lainajärjestelyillä. EMS-järjestelmän toimintaan liittyneissä toistuvissa kurssispekulaatiotilanteissa ei ole ollut Hollannin kannalta suurempia ongelmia, koska pääosa paineesta ja interventiotarpeesta on langennut D-markan osalle.

3.2 Ranska

Ranskassa keskuspankkipolitiikan tavoitteina ovat inflaation hillitseminen ja EMS-jäsenyyden edellyttämä valuuttakurssipolitiikka. Edellisessä keskeisin välitavoite on rahan määrän vuosittaisen kasvun säätely ja jälkimmäisen viime vuosina enenevässä määrin frangin kurssin pitäminen D-markkaan nähden verrattain vakaana. Varsinkin pitemmällä aikavälillä tavoitteet eivät ole riippumattomia toisistaan. Kuten Hollannin tapauksessa valuuttakurssitavoite edellyttää korkojen ja inflaatiovauhdin ja siten rahan määrän kasvun pysyvän pitkällä aikavälillä EMS-maiden ja lähinnä Saksan kehityksen puitteissa. Lyhyellä aikavälillä valuutansäännöstelystä johtuen tavoitteet voidaan pitää erillään.

Keskeisin väline rahan määrän kasvun säätelyssä oli vuodesta 1972 vuoden 1984 loppuun asti luotonannon määrällinen säätely. Keskimäärin muita maita hitaamman rahoitusmarkkinoiden kehittymisen ja vähäisen finanssikierroksen vuoksi politiikka oli pitkään verrattain onnistunutta. Kuitenkin säätelyn aikaansaamien jäykkyyksien, poikkeusjärjestelyjen sekä julkisen sektorin rahoitustarpeen lisääntymisen ja yritysten rahoitustarpeen vähenemisen vuoksi luotonannon määrällisestä säätelystä luovuttiin vuoden 1985 alusta lukien.

Nykyisessä järjestelmässä pankit tekevät kassavaran-talletuksia keskuspankkiin ottolainauksen perusteella kuten ennenkin, mutta lisäksi talletusvaatimus on ulotettu lievästi myös tietyllä tavalla laskettuun frangimääräiseen nettoluottokantaan. Päätökset sovellettavista vähimmäistalletusprosentteista tehdään neljännesvuodeksi kerrallaan pankkien kanssa käytyjen neuvottelujen perusteella. Talletusprosentti nousee jyrkästi, kun luotonannon kasvu ylittää

rahan määrän tavoitekasvun edellyttämän rajan. Nopeasti luotonannon kasvun mukana nousevan talletusvelvollisuuden seurauksena uusi järjestelmä on entisen luotonannon määrälliseen säätelyyn perustuvan järjestelmän kaltainen.

Pankkien keskuspankkirahoituksen ehtojen ja kustannusten säätely on Ranskassa edelleen rahapolitiikan keskeisin lyhyen aikavälin hienosäädön väline. Pankki intervenoi lyhytaikaisen rahoituksen markkinoilla erityisten dealer-rahailaitosten välityksellä keskimäärin 10 päivän välein ja asettaa korkotason pankkien likviditeettitarpeen perusteella. Tämä puolestaan määrää pitkälti pankkien välisen rahoituksen korkotason.

Frangin kotimainen korkotaso ja eurofrangin korkotaso voivat poiketa toisistaan tuntuvastikin. Tämä johtuu tehokkaasta valuutansäännöstelystä, jonka perusteella mm. ulkomailla asuvien ja kotimaisten talousyksiköiden frangimääräistä lainatoimintaa ja termiinimarkkinoiden toimintaa on rajoitettu. Säännöstelystä seuraa, että kotimainen korko muodostaa alarajan eurofrangin korolle. Näin ollen kotimaista korkoa voidaan karkeasti ottaen käyttää rahan määrään kasvutavoitteen saavuttamiseksi ilman tätä tavoitetta olennaisesti häiritseviä pääomanliikkeitä. Valuuttakurssipolitiikka, jossa Ranskassakin on tavoitteena frangin D-markkakurssin pitäminen suhteellisen vakaana (kuvio 2), toteutetaan aktiivisella interventioilla valuuttamarkkinoilla. Spekulatiotilanteissa, kuten viimeksi maaliskuussa 1983, keskuspankki lisäksi intervenoi eurofrangimarkkinoilla ajaen korkotason erittäin korkealle, jolloin spekulaattorit kärsivät tappioita huolimatta frangin devalvaatiosta.

Valuuttakurssipolitiikan tavoitteena oleva frangin D-markkakurssin vakaa kehitys on noussut viime ai-

koina yhä keskeisemmäksi. Tavoitteen toteutuminen pitemmällä aikavälillä edellyttää erityisesti inflaation alenemista. Toistaiseksi tavoitteena on lyhyellä aikavälillä suurten muutosten vaimentaminen kurssikehityksessä ja interventiodien aloittaminen, pääasiassa D-markkoina, intramarginaalisesti eli interventiorajojen sisäpuolella. Tällä politiikalla on tähän mennessä runsaan kahden vuoden ajan kurssi pidetty verrattain vakaana eikä mainittavia spekulatiotilanteita ole syntynyt.

Ranskan valuutansäännöstelyjärjestelmä on erittäin kattava ja tiukka. Pääomanliikkeet, joilla on kaupallinen tausta, ovat pääasiassa vapaita. Sen sijaan ei-kaupalliset pääomanliikkeet ovat säännösteltyjä. Termiinimarkkinat ovat kehittymättömät, koska kateoperaatiot ovat vain rajoitetusti sallittuja. Kuluvana vuonna näitä määräyksiä on jossain määrin lievennetty. Erityisesti, kun suuri osa Ranskan ulkomaankaupasta laskutetaan frangeissa, ovat ulkomaiset frangitilit ranskalaisissa pankeissa varsin suuret, noin 70 mrd frangia.

3.3 Italia

Keskuspankkipolitiikan tavoitteena on Italiassa lähinnä inflaation hillintä. Valuuttakurssitavoite EMS-valuuttoihin nähden ei ole niin keskeinen kuin Ranskassa ja varsinkin Hollannissa. On huomattava, että Italian joustovara valuuttakurssiliikkeissä on suurempi kuin muissa EMS-maissa. Rahapolitiikan välitavoitteina ovat erilaisten raha- ja luottoagregaatien tavoiteurat, jotka päätetään vuodeksi kerrallaan. Näiden perusteella johdetaan kuukausittaiset tavoitteet.

Italiassa rahapolitiikan tärkein väline tällä hetkellä on avomarkkinaoperaatiot valtion velkapapereiden markkinoilla. Vastaavasti määrälliseen säätelyyn

perustuvien välineiden merkitys on vähentynyt. Tähän on ollut syynä julkisen sektorin viime vuosien tun-
tuvat alijäämät, joiden seurauksena julkisen sekto-
rin velka on kasvanut lähes BKT:n suuruiseksi.

Alijäämän rahoittamiseksi pääasiassa kotimaisilta
markkinoilta on kehitetty uusia lainainstrumentteja.
Näistä tärkeimmät ovat vuonna 1977 käyttöön otetut
vaihtuvakorkoiset keskipitkän ja pitkän aikavälin
instrumentit. Kun keskuspankilla ei ole enää velvol-
lisuutta ottaa salkkuunsa valtion velkapapereita
uusemissioissa, on ne laskettava liikkeeseen suun-
nilleen markkinakorkoon.

Keskuspankkipolitiikan suunnittelun apuna käytetään
Italian keskuspankissa ekonometrisia malleja, joista
tärkeimmät ovat kuukausiaineistoon ja neljännesvuo-
siaineistoon perustuvat mallit. Edellisessä mallissa
on selitysyhtälöt EMS-maiden kauppavirroille ja pää-
omanliikkeille EMS-valuuttojen keskinäisten kurssien
öllessä eksogeenisia. Jälkimmäisessä mallissa myös
hinnoille on selitysyhtälöt.

Rahapolitiikan tällä hetkellä keskeisimmän välineen
avomarkkinaoperaatioiden käytön periaatteet määri-
tellään vuosittain päätettävän rahan määrän kasvuta-
voitteen perusteella. Tavoitteen toteutumista seura-
taan ja tarpeen vaatiessa politiikkaa muutetaan kes-
kuspankissa parin viikon välein pidettävien seuran-
takokousten yhteydessä. Rahavarannon kasvutavoit-
teesta ei pidetä kuitenkaan ehdottomasti kiinni, jos
seurauksena olisivat korkojen liian voimakkaat vaih-
telut. Viime vuosina korkotason vaihtelut eivät ole
olleet huomattavia ja korot ovat seuranneet osapuil-
leen D-markan korkoja (kuvio 7).

Kuluvan vuoden rahavarannon tavoitekasvu on noin 10
%. Rahan kysyntään nähden tämä tavoite on hyvin al-
hainen, joten maan korkotaso on pysynyt korkeamana

kuin suurissa maissa keskimäärin. Kun samanaikaisesti ei ole ollut olemassa mainittavia valuuttakurssi odotuksia, on ulkomaista lähinnä lyhytaikaista pääomaa valuutansäännöstelystä huolimatta virrannut maahan tuntuvasti.¹⁾ Tilanne on siten ollut olennaisesti samankaltainen kuin Suomessa vuonna 1984.

Italia on ollut Euroopan valuuttajärjestelmän perustamisesta lähtien vuonna 1979 mukana järjestelmässä. Tähän mennessä liiran ECU-keskuskurssia on laskettu viidesti viimeksi heinäkuussa 1985 yhteensä 25 %. Saksan markkaan nähden keskuskurssi on muuttunut 35 %. Neljän vuoden aikana 1979-83 liira on ollut noin puolet pankkipäivistä kapeamman vaihteluvälin (± 2.25 %) puitteissa ja tämä ylä- tai alapuolella suunnilleen yhtä useasti. Koko vaihteluväliä ei ole käytännössä koskaan täydellisesti hyväksikäytetty. Maksimipoikkeamat keskuskurssista ovat olleet 5.1 % ja -4.7 %. Tyypillisesti heikkona valuuttana liira on keskuskurssien tarkistusten välillä aina tasaisesti heikentynyt ja itse kurssien tarkistuksen tapahtuessa avistakurssit ovat muuttuneet vain suhteellisen vähän. Verrattuna 1970-lukuun valuuttamarkkinainterventiot, jotka tapahtuvat pääasiassa dollareina, ovat viime vuonna olleet maaliskuuta 1983 lukuunottamatta vähäisiä.

Valuuttakurssipolitiikkaa voidaan luonnehtia Italiassa ehkä selvemmin kuin Suomessa ns. devalvaatiosyklillä. Italian institutionaalisissa oloissa, joihin liittyy voimakas hintojen ja palkkojen indeksointi ja verrattain jäykät suhteelliset hinnat, devalvaatio johtaa muutaman vuoden kuluessa vastaavaan kotimaisen hintatason nousuun. Siten hintakilpailukyvyn parantuminen on ollut hyvin tilapäistä. Epäsuotuisa sykli selittää pitkälti Ita-

¹ Liiran keskuskurssia muutettiin heinäkuussa 1985 EMS-valuuttojen keskuskurssien yhteydessä 8 %. D-markkaan nähden kurssi laski 8.5 %.

lian muita maita voimakkaampaa inflaatiota. Toisaalta pitkällä aikavälillä valuuttakurssia ei ole täysin nopeutettu inflaatioeron määrällä, mikä on osittain pakottanut parantamaan tuottavuutta ja hillitsemään palkankorotuksia.

Rahapolitiikan tavoitteiden tukemiseksi ja valuuttakurssikehityksen vakauttamiseksi Italiassa on kautta aikain turvauduttu varsin kattavaan valuutansäännöstelyyn. Tuntuvien vaihtotasealijäämien vuosina 1970-luvun alkupuolella ja erityisesti ensimmäisen öljykriisin jälkeisinä vuosina alijäämä rahoitettiin pääosin ns. kompensoiduilla ulkomaisilla luotoilla. Tämä luotonotto tapahtui rahaviranomaisen aloitteesta, joka samalla kompensoi osan lainan korkokulusta. Vuosina 1972-74 näitä lainoja nostettiin noin 8 mrd. dollarin määrä. Tämän jälkeen vuosina 1974-76 vastaava määrä ulkomaista lainaa saatiin EEC-mailta ja IMF:stä. Edelleen vuosina 1977-79 vaihtotaseen ollessa tuntuvasti ylijäämäinen kompensoitujen ja virallisten ulkomaisten lainojen 14 mrd. dollarin kantaa supistettiin 4 mrd. dollariin. Toisen öljykriisin jälkeen vuosina 1980-82 maan ulkomainen velka kasvoi runsaalla 30 mrd. dollarilla ja ulkomainen nettovelka suhteessa BKT:hen oli lähes 14 % vuoden 1982 lopussa.

Paitsi että pitkä- ja lyhytaikaisen ulkomaisen pääoman tuonti on luvanvaraista on säätely erityisen tiukkaa pääoman viennin puolella. Tämä on ollut seurausta toistuvista poliittisista kriiseistä ja liiran ulkoisen arvon jatkuvasta heikentymisestä. Valuutansäännöstely on toteutettu siten, että pääoman viennin yhteydessä vaaditaan keskuspankkiin tehtävä koroton talletus, joka on 50 % transaktion määrästä. Määräys koskee lähes kaikkea pääoman vientiä lukuunottamatta tavanomaisia kaupallisia luottoja sekä joitakin suoria sijoituksia. Toimenpide on ollut ilmeisen tehokas hillitsemään pääoman

ulosvirtausta.

Keskuspankki säätelee myös laajalti pankkien ulkomaista asemaa. Kontrolli käsittää pankkien ulkomaisen avistaposition sekä kotimaan että ulkomaan valuutassa. Lisäksi avista ja termiinipositiota kokonaisuutena eri valuutoissa säädellään päivittäisen seurannan puitteissa. Termiinimarkkinat eivät ole kovin kehittyneet eikä keskuspankki interventioi markkinoilla. Markkinoiden kehittymättömyys johtuu pankkien avistaposition säätelystä, joka valuuttavarannon tukemiseksi on rajoitettu saatavapuolella. Lähes jatkuvien devalvaatio-odotusten vallitessa avistakatteen hankkiminen tuojien termiinitransaktioille on ollut hankalaa. Valuutansäännöstelystä johtuen myös valuuttaoptiot ovat kiellettyjä.

Valuuttakurssipolitiikan kannalta EMS-järjestelmää pidetään pikemminkin rajoitteena kuin tavoitteena. Liiran ECU-kurssit kuten kurssit muihin EMS-valuuttoihin nähden ovat vaihdelleet selvästi maksimivaihteluväliä kapeammalla välillä. Käytännössä valuuttojen liirakursseihin on vaikutettu sekä dollari- että bilateraalisilla interventioilla. Kattavan valuutansäännöstelyn turvin kurssit ovat olleet 1970-luvun lopulta alkaen suhteellisen vakaita ja liiran ECU-keskuskurssin on voitu EMS-valuuttojen keskinäisten kurssien muutosten yhteydessä alentaa hallitusti ilman että olisi syntynyt mainittavia valuuttakurssiodotuksia.

4 Kokemuksia

Lopuksi arvioidaan edellä tarkasteltujen EMS-maiden kokemuksien perusteella eräitä yleisiä keskuspankipolitiikkaan liittyviä näkökohtia. Tässä yhteydessä erityisen mielenkiintoisia kysymyksiä ovat talouspolitiikan autonomia, tavoitteiden yhteensovitus ja keskuspankipolitiikan välineiden käyttö.

Koska kuitenkin institutionaaliset ja poliittiset puitteet ovat monessa suhteessa erilaiset kuin Suomessa eivät johtopäätökset ole välttämättä sovellettavissa sellaisenaan Suomen tapuksessa.

Hollannissa on ilmeisen onnistuneesti ja tietoisesti sidottu talouspolitiikkaan tavoitteet Saksaan ja siten on valittu vahvan valuutan politiikka. Kurssin sitominen D-markkaan olisi ilmeisesti ilman EMS-yhteistyötäkin toteutettu ja jatkettu tätä 1970-luvulla omaksuttua valuuttakurssipolitiikan linjaa. Valinnan seurauksena Hollannissa rahapolitiikan itsenäisyys on lyhyelläkin aikavälillä kaventunut käytännöllisesti katsoen olemattomaksi, kun samanaikaisesti pääomanliikkeitä ei säännöstellä. Tavoitteen uskottavuus ja luottamus perustuu siihen, että pitemmällä aikavälillä maiden talouspoliittiset ratkaisut ja taloudellinen kehitys eivät merkittävästi poikkea toisistaan.

Ratkaisun suurin hyöty koituu siitä, että Hollannin talouspolitiikalle ja -kehitykselle on asetettu selkeät tavoitteet. Nämä ulkopuolelta annetut tavoitteet on maassa hyväksytty laajalti ja Hollannin viiranomaisten käsityksen mukaan maan taloudellinen kehitys ei olisi voinut olla suotuisampi, vaikka raha- ja valuuttapolitiikassa olisi noudatettu itsenäisempää linjaa. Vaihtoehtona olisi hyvinkin saatanut olla inflaatio-devalvaatiokierre, jonka katkaiseminen olisi joka tapauksessa vaatinut joitakin politiikkarajoitteita pitemmällä aikavälillä.

Ranskassa sen sijaan talouspolitiikan sisäisille tavoitteille asetetaan huomattava paino. Ranskasakin yhä enevässä määrin keskuspankkipolitiikan tavoitteena on frangin kiinteä D-markkakurssi. Ranskan ja Saksan välisen inflaatioeron vuoksi on frangi ajoittain devalvoitu. Tämä on tapahtunut kuitenkin suhteellisen hallitusti, koska valuutan-

säännöstelystä johtuen ei odotusjohteisia pääomaliikkeitä ole päässyt syntymään häiritsevissä määrin. Lisäksi kotimaisista markkinoista eristetyillä eurofrangimarkkinoilla korot on voitu keskuspankin interventioilla ajaa sellaiselle tasolle, että tämänkin kanavan kautta tapahtunut pääoman ulosvirtaus on ollut hallittua.

Ranskan raha- ja valuuttapolitiikka sekä valuutansäännöstelyjärjestelmä sisältää huomattavan määrän Bretton Woods-kauden kiinteäkurssijärjestelmän piirteitä. EMS-yhteistyön vuoksi on kuitenkin dollari-seuranta vaihtunut D-markkaseurannaksi. Ranskan talouden ollessa suhteellisen merkityksellinen EC-maiden keskuudessa, kansainvälisten pääomamarkkinoiden yhä integroitua sekä ECU:n, jossa frangilla on tuntuva paino, kansainvälisen käytön voimakkaasti kasvaessa, lisääntyvät paineet Ranskan valuutansäännöstelyn purkamiselle.

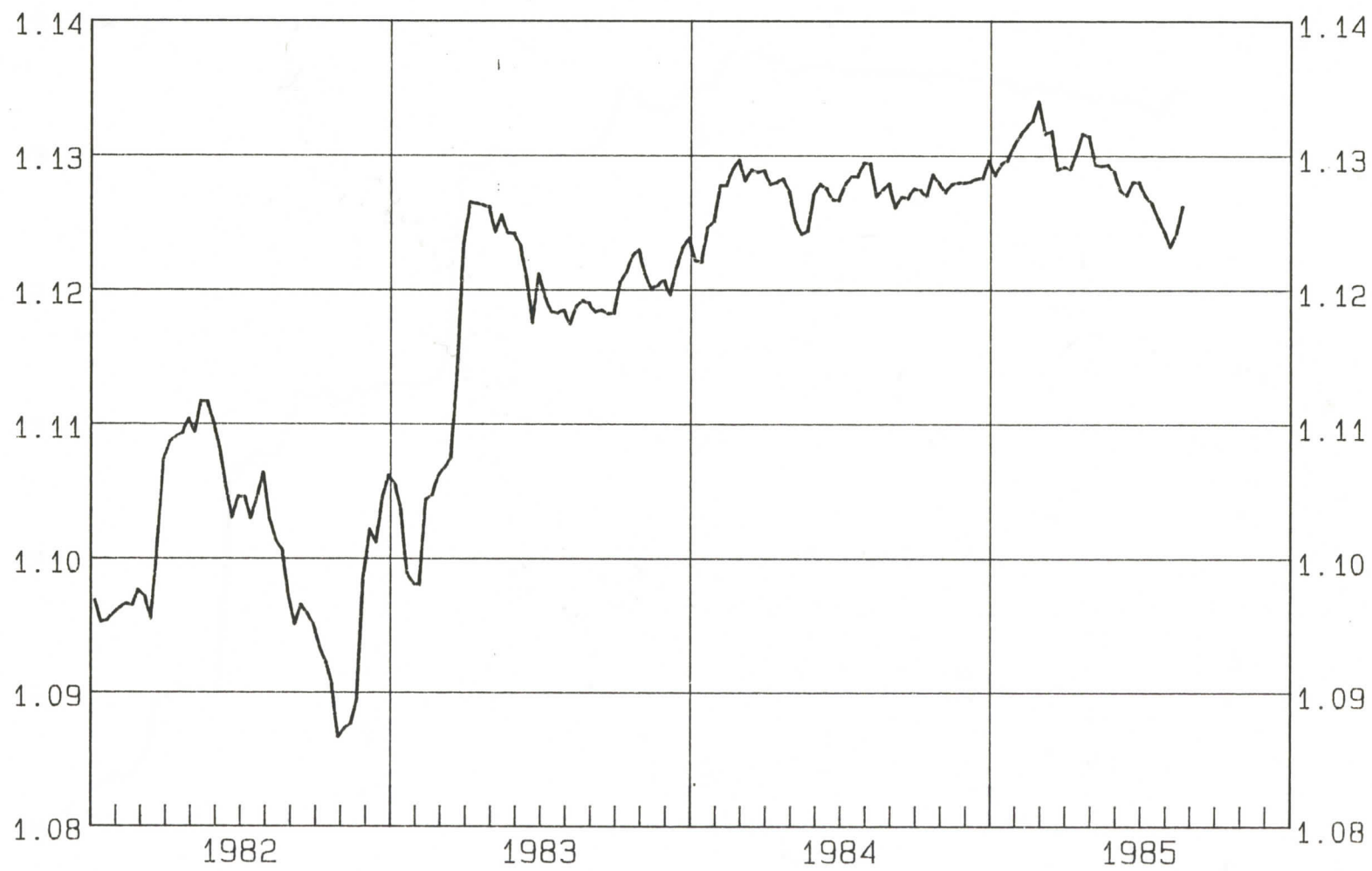
Italian talouspolitiikkaa värittävä maan poliittisten ja taloudellisten olojen epävakaus sekä monet talouspolitiikan sidonnaisuudet. Maassa on kuitenkin erittäin vaikeissakin spekulatio- ja kriisitilanteissa voitu pitää valuuttavarantotavoitteesta kiinni. Tämä on edellyttänyt aktiivista valuuttakurssipolitiikkaa ja tehokasta valuutansäännöstelyä. Markkinaelementtien sekä markkina- ja tuottotietoisuuden lisääntyminen ja tästä seuraava säätelyn tehokkuuden vähentyminen aiheuttavat kuitenkin paineita joko säännöstelyn tiukentamiseksi tai taloudellisen kehityksen ja lähinnä inflaatiovauhdin saamiseksi lähemmäksi muiden maiden keskimääräistä kehitystä.

Tarkastelluissa EMS-maissa talouspolitiikan tavoitteet on sidottu vaihtelevassa määrin ulkomaisiin tekijöihin huolimatta EMS-jäsenyyden velvoitteista. Hollannissa on politiikka selvimmin sidottu Saksan

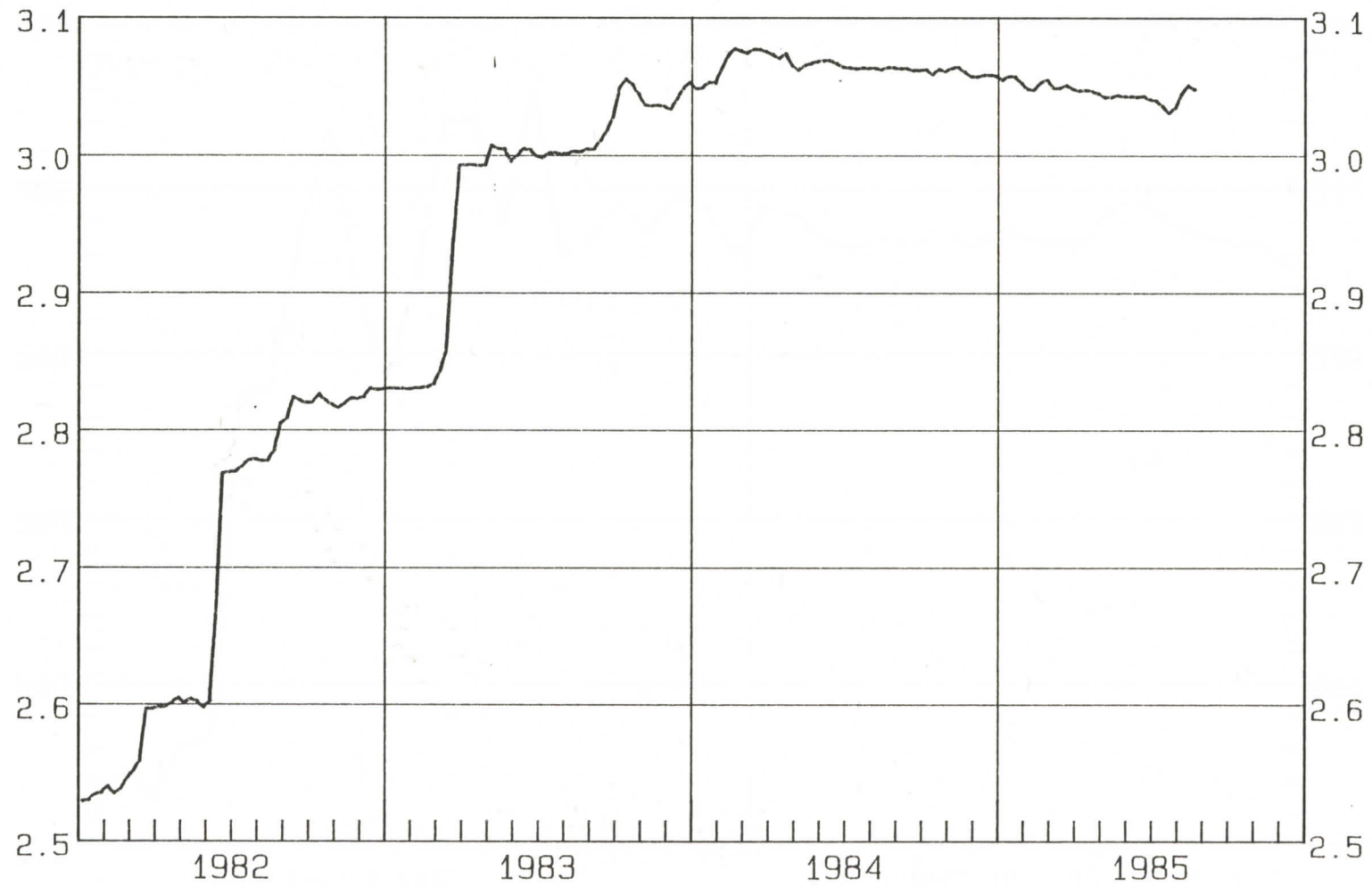
politiikkaan ja samalla luovuttu suurelta osin talouspolitiikan autonomiasta, joskin esimerkiksi likviditeettisuhteen säätelyä voidaan toteuttaa osittain itsenäisesti. Sikäli kuin ristiriitaa ilmenee talouden ulkomaisten ja sisäisten tavoitteiden välillä, joustaa jälkimmäinen. Ranskassa tehokas valuutansäännöstely sallii hyvinkin itsenäisen rahapolitiikan sisäisten tavoitteiden toteuttamiseksi, jotka dominoivat yleensä ulkoisia tavoitteita. Italiassakin tällaisessa tavoiteristiriitatilanteessa annetaan valuuttakurssin joustaa.

Hollannin ja Ranskan esimerkit osoittavat, että keskuspankkipolitiikan välineiden käyttö riippuu paitsi tavoitteista myös siitä, miten vahva luottamus yleisöllä tavoitteiden toteutumisen suhteen on. Hollannissa interventiot valuuttamarkkinoilla ovat olleet vähäisiä valuuttakurssitavoitteiden uskottavuuden seurauksena. Ranskassa puolestaan interventiot ovat olleet huomattavia paitsi poikkeavista sisäisistä tavoitteista myös vähäisemmästä kurssitavoitteen uskottavuudesta johtuen.

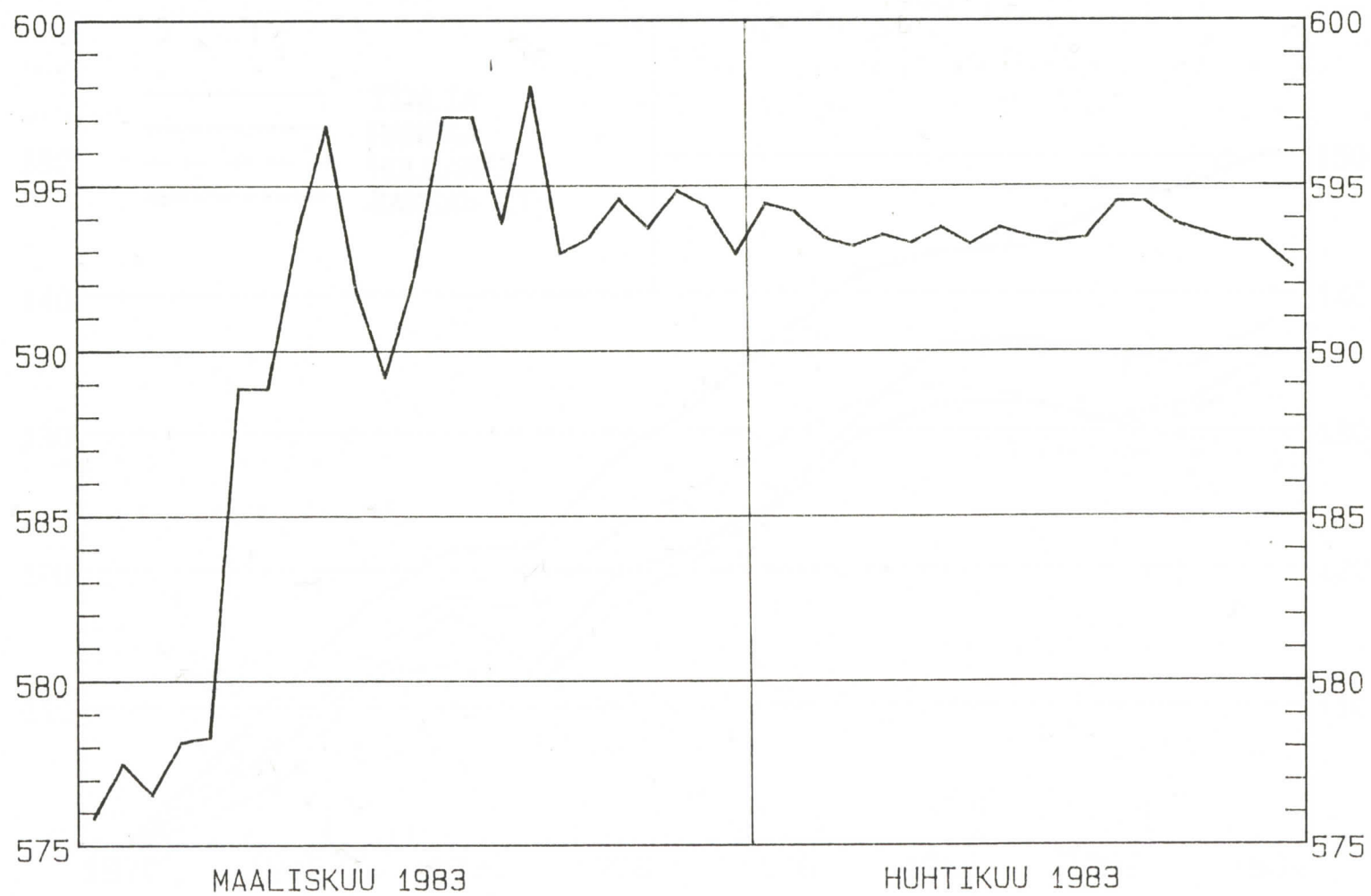
KUVIO 1. NLG/DEM



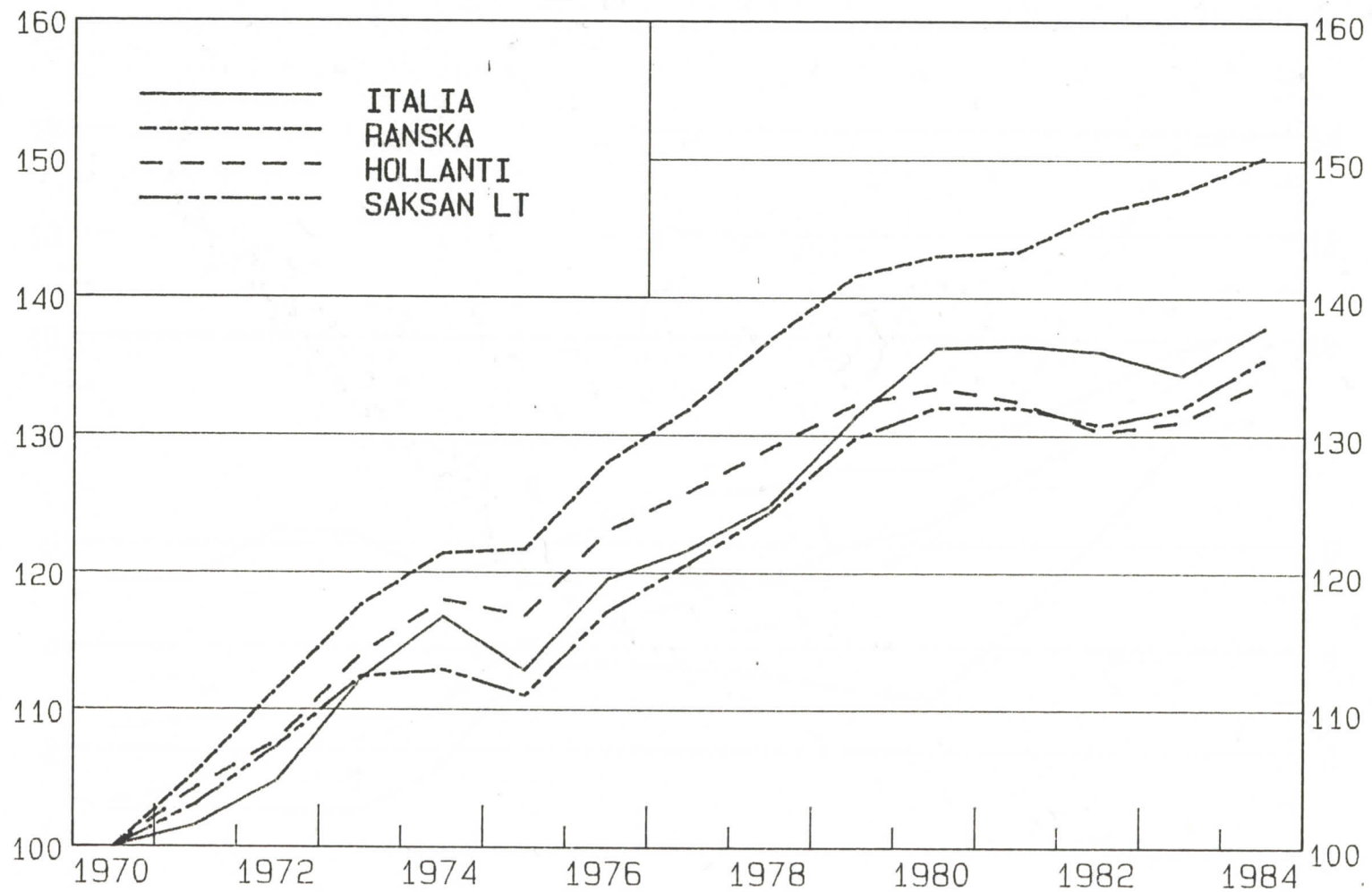
KUVIO 2. FRF/DEM



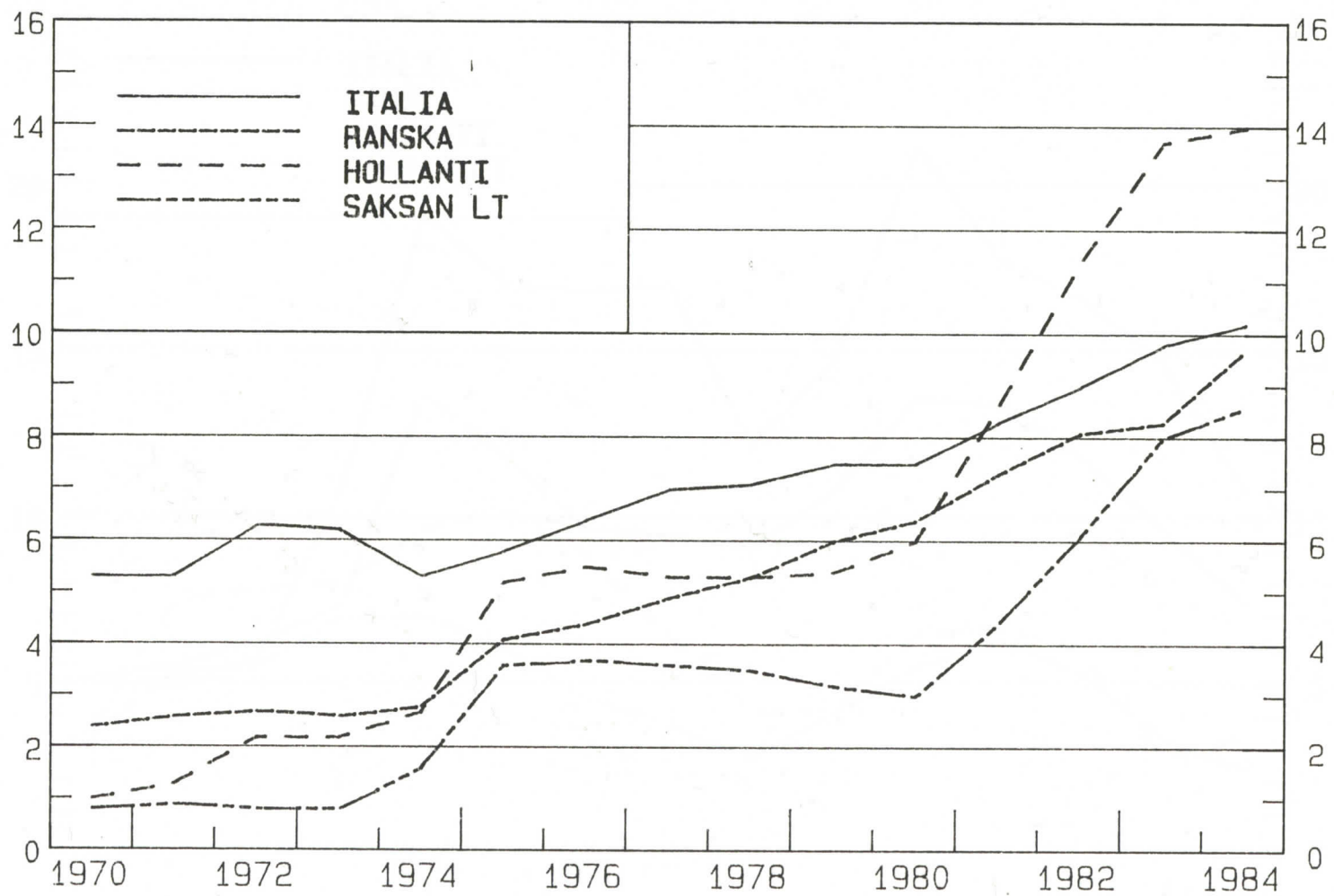
KUVIO 3. ITL/DEM



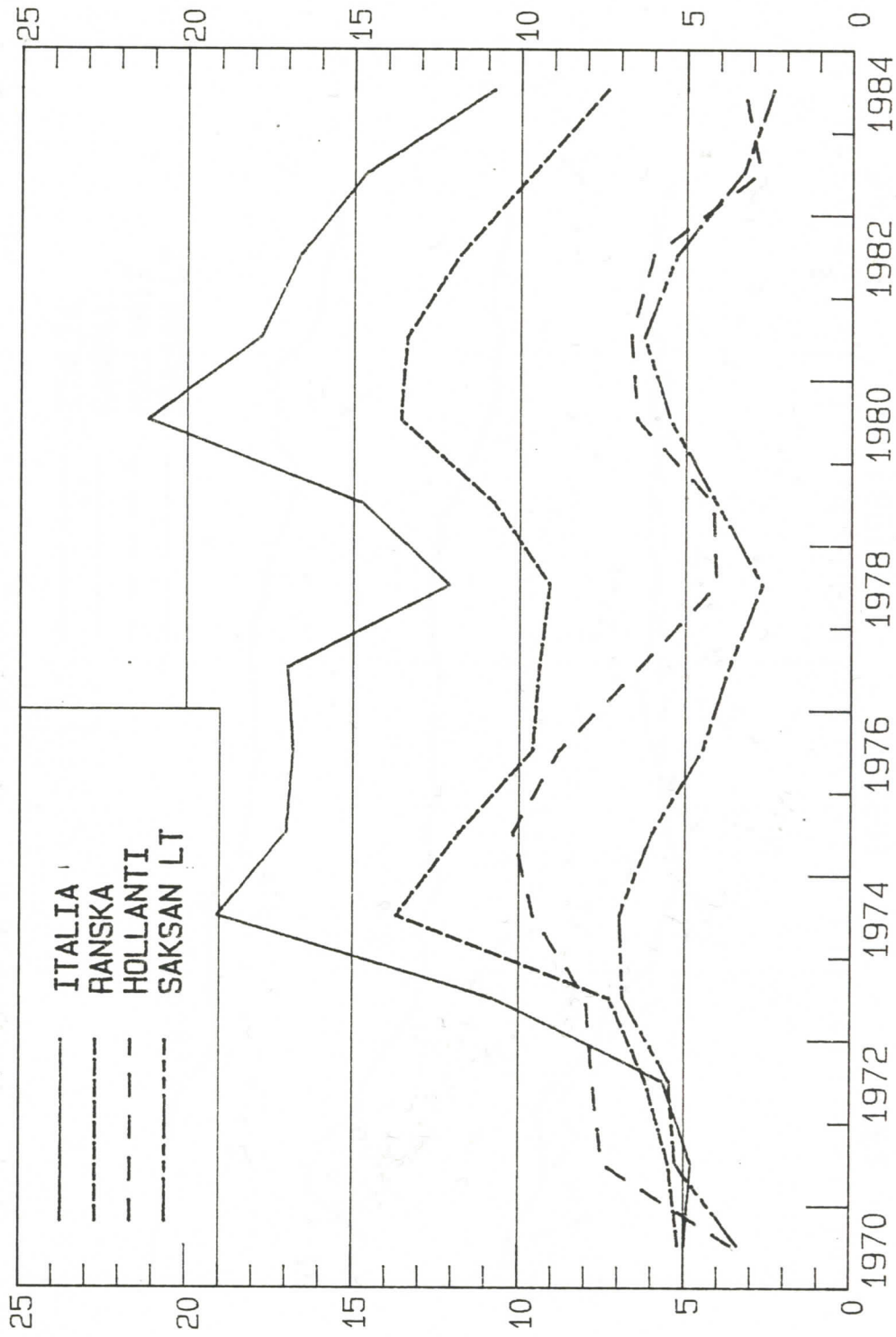
KUVIO 4. BKT, 1970=100



KUVIO 5. TYÖTTÖMYYS, %



KUVIO 6. INFLAATIO, %



KUVIO 7. KOROT, %

