

# Euroopan rahapoliittinen yhteistyö

PERTTI HAAPARANTA

ABSTRACT  
European Co-operation  
in Monetary Policy

The European Monetary system (EMS) created in 1979 has established its position in the 1980s and serves as a good foundation for co-operation in monetary policy within the European Community. The implementation of the proposed Economic and Monetary Union (EMU) will not, however, be unproblematic. Special attention must be paid to the controlling of inflation at the initial stage of the EMU, in particular. This may mean that some other acceptable goals of economic policy may not be reached. There are distinctly different economic interests in the EC countries. The EMU may restrict the economic-political independence of some member countries more than they consider desirable. The EMU may also result in greater differences between centres and peripheries of economy.

## 1. Euroopan rahajärjestelmän tausta. Kansainvälisen rahajärjestelmän ongelmat toisen maailmansodan jälkeen

Euroopan taloudellisen yhdentymisen pääpiirteet hahmoteltiin Rooman sopimuksessa vuonna 1957. Vaikka käytännön integraatio koski 1970-luvulle asti vain hyödyke- ja tuotannon tekijämarkkinoita, niin jo Rooman sopimus korosti, että ilman rahataloudellista integraatiota muikin yhdentyminen jää epätäydelliseksi.<sup>1</sup> Tuolloin korostettiin kokonaistaloudellisen vakauden merkitystä. Tämän saavuttamiseksi pidettiin välttämättömänä sopimusmaiden keskinäisten valuuttakurssien vakautta ja siten yhteisen valuutta-alueen ja jopa yhteisen valuutan luomista.

Paine monetaariseen integraatioon ei ollut 50- ja 60-luvuilla kova sen vuoksi, että monetaarinen integraatio eteni itse asiassa koko maailman mi-

tassa. Bretton Woods -järjestelmässä kaikkien siihen kuuluvien maiden valuuttakurssit oli sidottu toisiinsa periaatteessa hyvin tiukasti. Maailmantalouden keskeisten maiden osalta järjestelmä toimi näin myös käytännössä 60-luvun lopulle asti. Saksan marka tosin revalvoitiin vuosikymmenen alussa, mutta vasta Englannin punnan devalvoitiin vuosikymmenen loppupuolella paljasti järjestelmän heikkoudet.<sup>2</sup>

Kiinteiden kurssien järjestelmä edellyttää, että yksittäiset maat huolehtivat siitä, että ne eivät joudu maksutasevaikeuksiin. Bretton Woods -järjestelmä ei kuitenkaan asettanut selviä sopeuttamisvelvoitteita, vaan ennen pitkää edessä oli valuutan devalvointi. Ja nimenomaan devalvointi: luukunottamatta Saksan tapausta useimmat valuuttakurssien muutokset olivat devalvointeja. Niille maille, joilla oli maksutaseessaan ylijäämä, ei syntynyt sopeuttamispainetta.

Saksan ongelmat olivat ilmaus Bretton Woods -järjestelmän toisesta heikkoudesta. Järjestelmässä

<sup>1</sup> Keskeisin käyttämäni Euroopan monetaarisen integraation taustaa valaiseva lähde on Giavazzi ja Giovannini (1987), luvut 1 ja 2. Rahataloudellisen ja reaali-taloudellisen integraation välinen kytkentä tulee ilmeiseksi, kun muistetaan, että esimerkiksi devalvaatiolla on sama vaikutus kuin samansuuruisilla tuontituloilla ja vientituloilla yhteisesti on.

<sup>2</sup> Bretton Woods-järjestelmään ja yleisesti ottaen maailman rahajärjestelmien ongelmiin saa hyvän johdatuksen William-sonin (1977) teoksesta.

valuuttakurssit oli kiinnitetty suhteessa dollariin, ja dollari oli myös tärkein valuuttavarannon osa. Tämän vuoksi kaikki maat joutuivat seuraamaan USA:n rahapolitiikkaa ja USA:n maksutaseen vajeet lisäsivät maailmantalouden likviditeettiä. Niin kauan kuin USA harjoitti politiikkaa, joka piti inflaation aisoissa, kaikki oli kunnossa. 60-luvun lopulla kuitenkin USA:n politiikka muuttui hyvin inflatoriseksi, mitä kaikki maat, varsinkin Saksa ja Japani, eivät olleet valmiit hyväksymään.<sup>3</sup> Tämän vuoksi ne halusivat antaa valuuttojensa revalvoitua suhteessa dollariin. Näin Bretton Woods -järjestelmä kaatui, ja keskeisten valuuttojen kurssit alkoivat enemmän tai vähemmän vapaasti kella suhteessa toisiinsa.

Euroopassa pidettiin kuitenkin keskinäisten kurssien voimakkaita vaihteluita epäsuotavina. Länsi-Euroopan maat ovat kaikki talouksina hyvin avoimia. Ne ovat avoimia nimenomaan toistensa suhteen, eli niiden keskinäisen kaupan osuus niiden tulonmuodostuksessa on huomattavan suuri. Vastaavasti niiden ja Euroopan ulkopuolisten maiden kaupan osuus on paljon pienempi. Tämän vuoksi Euroopan valuuttojen keskinäisten kurssien voimakkaat heilahtelut saattaisivat häiritä huomattavasti niiden taloudellista toimintaa. Sen sijaan vaihteluilla Euroopan ulkopuolisiin valuuttoihin nähden ei ole, tai ei ainakaan ennen 80-luvun loppupuolta ollut, läheskään vastaavaa merkitystä. Näin ollen ajatus Euroopan monetaarisesta integraatiosta tuntuu luonnolliselta. Näyttäisi siltä, että sen avulla Eurooppaan luotaisiin vakaa rahatalous ja eristettäisiin se ulkomaailmasta antamalla valuuttakurssien suhteessa ulkopuolisiin valuuttoihin joustaa.

## 2. Euroopan rahajärjestelmän synty ja kehitys

Bretton Woods -järjestelmän sorruttua maailman keskeisten valuuttojen suhteelliset arvot alkoivat määräytyä »vapaasti» markkinoilla.<sup>4</sup> Euroopassa yritettiin välittömästi vuonna 1973 saada aikaan järjestelmä, jossa siihen osallistuvien valuuttojen

keskinäistä vaihtelua rajoitettaisiin. Tällaisia »valuuttakäärme»-järjestelyitä kokeiltiin useita, mutta kaikki ne epäonnistuivat, kun joku tärkeä valuutta ei pysynyt sovitun putken sisässä.

Syy epäonnistumiseen oli selvä: »käärme»-järjestelyissä ei siihen osallistuvan maan talouspolitiikalle, varsinkaan rahapolitiikalle, asetettu mitään vaatimuksia. Tällöin jäsenmaan politiikka saattoi olla ristiriidassa keskinäisen valuuttakurssin vakauden kanssa. Poikkeavasta politiikasta ei myöskään aiheutunut mitään sanktioita. Myöskin sopimukset yhteisestä politiikasta silloin kun joku valuutta oli ajautumassa putken ulkopuolelle olivat puutteelliset, tai käytännössä niitä ei ollut lainkaan. Lisäksi ajankohta keskinäisten kurssien kiinteittämiselle jopa Euroopassa oli ehkä huonoin mahdollinen. 70-luvun alun öljykriisi vaikutti eri maihin eri tavalla, jolloin oli lähes mahdotonta arvioida, mitkä eri valuuttojen pitkän ajan tasapainokurssit olivat.

Vuosikymmenen loppu oli suotuisampi ajankohta valuuttapoliittiselle yhteistyölle huolimatta toisesta öljykriisistä: maat olivat oppineet, että öljykriisin aiheuttamaa työttömyyttä ei voi hoitaa elvyttävällä rahapolitiikalla. Öljykriisi supistaa tuotantokapasiteettia, joten kysynnän ekspansio näkyy vain inflaation kiihtymisenä. Euroopan rahajärjestelmä, EMS (European Monetary System), luotiin vuonna 1979.

EMS-järjestelmän luojat ottivat opiksi sekä Bretton Woods -järjestelmän että valuuttakäärmeiden epäonnistumisista. Luonnollisesti järjestelmä muotoutui myös sinällään aivan satunnaisten olosuhteiden pohjalta. Länsi-Saksassa on koko 2. maailmansodan jälkeisen ajan asetettu rahapolitiikan päämääräksi inflaation hillintä. Tätä päämäärää on tuettu asettamalla keskuspankki lähes täysin riippumattomaksi muusta päätöksentekokoneistosta ja valitsemalla sen johtajiksi henkilöitä, jotka ovat kyenneet toimimaan riippumattomasti. Koska 70-luvun lopulla ja 80-luvun alussa rahapolitiikan päätehtäväksi varsin yleisesti nähtiin inflaatiovauhdin alentaminen, sopi Länsi-Saksa EMS-järjestelmän luonnolliseksi keskusmaaksi. Sen rahapolitiikkaan saattoi sitoutua kiinnittämällä valuuttakurssi suhteessa Saksan markkaan.

EMS-järjestelmästä yritettiin tehdä myös symmetrinen: haluttiin, että sekä keskimääräistä vah-

<sup>3</sup> USA:n inflaatiopolitiikkaan liittyi myös se mahdollisuus, että täysin tietoisesti haluttiin muiden maiden osallistuvan USA:n julkisten menojen ja siten esimerkiksi Vietnamin sodan rahoittamiseen: mitä enemmän dollareita pidettiin hallussa USA:n ulkopuolella, sen enemmän myös ulkomailta maksettiin inflaatioveroa USA:han.

<sup>4</sup> Toisinaan näkee väitettävän, että ainoa markkinatalouden kanssa sopusoinnussa oleva tapa valuuttakurssien määräytymiseksi on vapaa kellunta. Tällöin kurssit joustavat vapaasti sen mukaan, miten markkinoilla valuuttojen kysynnät ja tar-

jonnat vaihtelevat. On kuitenkin syytä muistaa, että kansallista rahaa laskee liikkeelle vain valtiovalta ja se on siis itsessään »keinotekoinen» tuote. Miksi siis sen hinnan muodostus suhteessa muihin valuuttoihin tulisi jättää markkinoille?

vempien että heikompien valuuttojen mailla olisi velvollisuus käyttää talouspolitiikkaansa järjestelmän tukemiseen. Heikkojen ja vahvojen valuuttojen identifioimiseksi kehitettiin ns. *divergenssi-indikaattori*, joka osoitti kunkin maan valuutan arvon poikkeamaa sille asetetusta normista. Poikkeamille asetettiin rajat ja vaadittiin, että heikkojen ja vahvojen maiden keskuspankit suorittavat yhdessä vaadittavat interventiot valuuttamarkkinoilla.<sup>5</sup>

Käytännössä järjestelmä ei kuitenkaan ole toiminut symmetrisesti. Voidaan itse asiassa väittää, että jos järjestelmän halutaan tarjoavan jäsenilleen uskottavan inflaatioankkurin, niin se ei voi toimiakaan symmetrisesti. Saksan keskuspankin on päätettävä omasta rahapolitiikastaan itsenäisesti, ja muiden jäsenmaiden keskuspankkien on vain seurattava sen politiikkaa. Symmetrisessä järjestelmässä inflatorista rahapolitiikkaa harjoittava maa pakottaisi järjestelmän vahvimman maan harjoittamaan ekspansivisempaa rahapolitiikkaa kuin se haluaisi. Näin siksi, että vahva maa joutuisi ostamaan omalla valuutallaan heikon maan valuuttaa markkinoilta, eli siis joutuisi lisäämään oman rahansa tarjontaa.

Näin EMS-järjestelmä on toiminut epäsymmetrisenä järjestelmänä, jossa ristiriitatilanteet on ratkaistu muuttamalla valuuttojen suhteellisia arvoja eli devalvoimalla ja revalvoimalla. Tällaisia valuuttojen arvojen uudelleenjärjestelyjä tapahtui usein 1980-luvun alkupuoliskolla, mutta ne harvenivat vuosikymmenen lopulle tultaessa, ja tavoitteena oli luopua kokonaan kurssimuutoksista.

Järjestelmän epäsymmetrian rikkasta luonteesta on kuitenkin olemassa toisistaan poikkeavia tulkintoja. Yhtäältä on nähty, että järjestelmä on ollut yksinapainen, Saksa-keskeinen (ks. erityisesti Giavazzi ja Giovannini 1989). Toisaalta on löydetty näyttöä siitä, että järjestelmä on ollut kaksinapainen. Napoina ovat olleet Ranska ja Saksa (Weber 1991). Ranska on tarjonnut järjestelmässä »pehmeän» vaihtoehdon, joka on sallinut korkeamman inflaation kuin Saksan »kova» vaihtoehto. Saksan leiriin ei olisi kuulunut itse asiassa kuin Hollanti. Toki nyt, kun EMS-valuuttojen suhteellisia arvoja ei ole muutettu useaan vuoteen, on

selvää, että järjestelmästä on tulossa yksinapainen, jos se pysyy pystyssä ja suunnitelmat Euroopan rahaliitosta (European Monetary Union) toteutuvat.

### 3. Yksi raha, yksi politiikka

Euroopan yhteisö päätti keväällä 1992 Maastrichtin kokouksessa aikataulusta, jolla Euroopan rahaliitto perustetaan. Samalla päätettiin myös tavasta, jolla lopullinen päämäärä, yhteinen keskuspankki ja siten yhteinen raha ja rahapolitiikka, yritetään saavuttaa. Hankkeen aikataulu lyötiin lukkoon ns. Delorsin raportin pohjalta. Euroopan Rahaliiton ensimmäinen vaihe alkoi vuonna 1991, jolloin EMS-maat poistivat viimeisetkin esteet pääomaliikkeiltä. Toisen vaiheen on määrä alkaa vuonna 1994, jolloin perustetaan Euroopan keskuspankki. Viimeinen vaihe alkaa vuonna 1997. Tuolloin Euroopan yhteisöllä on määrä olla yhteinen raha, ja rahapolitiikasta vastaa yksin Euroopan keskuspankki.

Keskustelussa Euroopan monetaarisen integraation viimeiseen vaiheeseen siirtymisestä ja Euroopan keskuspankin organisaatiosta on pitäydytty lähes yksinomaan arvioimaan, miten hyvin järjestelmä kykenee torjumaan paineet inflatorisen politiikan harjoittamiseen.<sup>6</sup> Siirtymäkautta on pidetty ongelmallisena sikäli, että sen aikana kaikkien järjestelmän maiden keskuspankkien, siis myös Saksan keskuspankin, valtaa on siirrettävä uudelle yhteiselle keskuspankille. Siirtymäkauden aikana sillä ei voi kuitenkaan olla täyttä valtaa päättää yhteisestä rahapolitiikasta. Tällöin on siis ainakin periaatteessa mahdollista, että »heikkojen» keskuspankkien vaikutusvalta kasvaa.

Siirtymäkauden ongelmaksi on nähty myös ns. loppupeli-ongelma. Tällä tarkoitetaan sitä, että eri maat voivat yrittää vaikuttaa omaan asemaansa uudessa järjestelmässä, mikäli uusi järjestelmä esimerkiksi jakaa joitakin oikeuksia aiempien asemien perusteella. EMU:ssa tällaiseksi ongelmaksi voisi nousta se, miten tulot rahan liikkeellelaskusta jaetaan eri maiden kesken.<sup>7</sup> Jos se jaettaisiin esimerkiksi siten, että mitä suurempi rahava-

<sup>6</sup> Hyvän katsauksen ehdotuksiin, joilla siirtymäkautta on hattu helpottaa, löytää Fratiannin ym. tutkimuksesta (1992).

<sup>7</sup> Kun julkisen vallan liikkeellelaskema raha on hyväksytty maksuvälineeksi, niin sillä on mahdollisuus rahoittaa omia hankintojaan painamalla rahaa. Tällaista maksuvälineen liikkeellelaskijalle koituvaa tuloa kutsutaan *seignorage*-tuloksi. Etelä-Euroopassa *seignorage* on ollut melko merkittävä valtion menojen rahoituksen muoto.

<sup>5</sup> Divergenssi-indikaattori on luonnollisesti symmetrinen: jos jokin valuutta on heikko, niin välttämättä joku toinen valuutta on vahva. EMS-järjestelmässä kullekin valuutalle on ilmoitettu arvo ECU:issa (Euroopan rahayksiköissä, *European Currency Unit*), jonka arvo taas on määritetty EMS-maiden valuuttojen painotettuna keskiarvona.

ranto maalla on ennen rahaliittoa ollut, sitä suurempi sen osuus on yhteisen keskuspankin liikkeellelaskemasta rahasta, niin halu laajentaa omaa rahan tarjontaa ja siis inflatoida kasvaisi ennen vaulluuttaliiton viimeistä vaihetta.

Euroopan yhteisö yrittää lieventää näitä siirtymäkauden paineita asettamalla EMU:n jäsenyyden saavuttamiselle tiukkoja ennakkoehtoja. Oikeastaan kaikkien näiden ehtojen voi tulkita painottavan sitä, että siirtymäkausi ei anna mahdollisuuksia rahapoliittiseen ekspansioon. Yksi näistä ehdoista sulkee pois inflatoinnin ilman muiden maiden apua: jäseneksi hyväksytyin maan inflaation on oltava lähellä niiden maiden inflaatiota, joilla se on EMS-maiden alhaisin. Muut ehdot asettavat rajoja julkiselle velkaantumiselle. Niillä halutaan varmistaa, että julkisen vallan toimintojen rahoitustarpeella on katto, jolloin paineita setelirahoituksen käytölle ei ole.

Kun jäsenyydelle asetetaan ennakkoehtoja, niin ongelma voi nousta se, että jäsenanomuksia ei jätetä. Tällöin näyttäisi mahdolliselta, että Euroopan rahapoliittinen kahtiajako (jos hyväksymme Weberin yllä esitetyn tulkinna) syventyisi. Lisäksi ennakkoehdot tekevät järjestelmästä hyvin jäykän. Jotkin odottamattomat tapahtumat saattavat esimerkiksi tehdä julkisen velan väliaikaisen kasvattamisen järkeväksi jossakin maassa. Tällöin sen on asetettava tarpeettomastikin vastakkain jäsenyys ja oman talouden välittömät tarpeet, ilman että ennakkoehdot auttaisivat sitä mitenkään paremmin sopeutumaan pitkällä ajalla. Ennakkoehdoista tulee tällöin todella jäsenmaksu. Palaan tähän joustamattomuuden ongelmaan vielä tuonnempana.

#### 4. Euroopan keskuspankki ja rahapoliittinen diktatuuri

Yhteisen Euroopan keskuspankin organisaation pääpiirteistä näyttävät kaikki keskeiset tahot olevan yhtä mieltä. Sen ainoaksi tehtäväksi on asetettu hintatason vakaisuuden ylläpito. Tämän vuoksi yhteisen keskuspankin halutaan olevan päätöksenteossaan täysin riippumattoman muista talouspolitiikkaa harjoittavista elimistä.

Viime vuosina tehtyjen tutkimusten perusteella tällaisen vaatimuksen asettaminen näyttää perustellulta. Niissä on havaittu (esim. Alesina 1989), että inflaatio on sitä alhaisempi mitä riippumattomampi keskuspankki on muista päätöksentekolimistä. Toisaalta keskuspankin aseman ei ole ha-

vaittu vaikuttavan muuhun talouskehitykseen. Ei esimerkiksi voida väittää, että työttömyysaste olisi keskimäärin korkeampi niissä maissa, joissa keskuspankki on riippumattomasti harjoittanut tiukkaa rahapolitiikkaa. Se ei toisaalta ole myöskään ollut alempi. Joku voisi sen vuoksi kysyä, mikä ne inflaation aiheuttamat kustannukset sitten ovat. En tässä kuitenkaan jatka keskustelua tästä teemasta.

Keskuspankin riippumattomuus ei sinällään kuitenkaan ole riittävä tae inflatorista politiikkaa vastaan. Tällaista taetta ei itse asiassa voida edes antaa. Ainoa mahdollisuus näyttää olevan perinteen luominen tai muut sen kaltaiset keinot. Mielienkiintoinen näkökulma on, että on mahdollista, että äänestäjien enemmistö haluaa rahapolitiikan johdon olevan konservatiivisemmän kuin se itse on. Konservatiivisuudella tarkoitan tässä sitä, että inflaation aiheuttamia kustannuksia painotetaan päätöksenteossa enemmän kuin työttömyyden aiheuttamia kustannuksia. Ensimmäisenä tämän havaitsi ns. mediaaniäänestäjän mallissa Rogoff (1985a). Alesina ja Grilli (1991) ovat tarkastelleet tältä pohjalta Euroopan keskuspankin muotoutumiseen liittyviä ongelmia. Tulos johtuu siitä, että kansalaiset tietävät inflaation aiheuttaman työllisyyden kasvun olevan väliaikaisen, joten pysyvän inflaation aiheuttamat kustannukset ovat sitä suuremmat, jos inflaatio on tarpeeksi korkea. Konservatiivi keskuspankin johdossa on kansalaisten tapaan lyhytnäköinen politiikka. Mikäli tämä näkökulma kuvastaa euroihmisen sielua<sup>8</sup>, saattaa Euroopan keskuspankista tulla nopeastikin yksi talouspoliittisen konservatismiin peruspilareista.

On syytä huomauttaa, että Maastrichtin kokous asetti kuitenkin eräällä tavalla kyseenalaiseksi Euroopan keskuspankin täyden itsenäisyyden. Kokous nimittäin päätti, että ECU:n kurssia suhteessa muihin valuuttoihin säätelevät muusta talouspolitiikasta vastuussa olevat viranomaiset. Kuitenkin varsinkin lyhyellä ajalla rahapolitiikka on yksi keskeisimmistä valuuttakurssien määrääjistä. Tällöin eri viranomaisten kesken voi syntyä erimielisyyttä sopivasta politiikasta, eikä ainakaan paperilla ole selvää, kenen on peräännyttävä.

<sup>8</sup> Suomalaisten sielua se saattaa kuvata hyvinkin. Muistissa on, että Suomen Pankin 1970-luvun pääjohtajan suosio vain kasvoi, mitä synkempiä talousennusteita hän esitti ja mitä kovempia lääkkeitä hän vaati kansalaisten nauttivan. Ne toteutettiin, ja me saimmekin sitten iloisen 80-luvun.



## 5. Jos ei veny, niin saattaa paukkua

Edellä on korostettu, että Euroopan rahajärjestelmän ja Euroopan rahaliiton keskeisenä tausta-ajatuksena on uskottavuuden takaaminen sellaiselle rahapolitiikalle, jonka tavoitteena on hintatason vakauttaminen. Tällöin siis on nähty, että tärkein talouden mahdollinen häiriölähde on rahapolitiikassa. Todellisuudessa talouksilla on kuitenkin muitakin häiriölähteitä, eikä tällöin ole selvää, että rahapoliittinen integraatio olisi talouksia vakauttava toimenpide. Itse asiassa rahapoliittista integraatiota on kansantaloustieteessä perinteisesti eritelty ns. optimivaluutta-alueiden (optimum currency area) (OVA) näkökulmasta, jossa muut kuin talouspolitiikan aiheuttamat häiriöt ovat keskeisesti esillä. Integraatio politiikkavirheiden estämiseksi on 80-luvun innovaatio sekä poliittisessa että tieteellisessä keskustelussa. Ei ole kuitenkaan mitään syytä, miksi muut näkökulmat tulisi unohtaa. Viime aikoina EMS:n toimintaa onkin alettu tarkastella OVA-teorian tarjoamien kriteereiden perusteella. Seuraavassa esittelen lyhyesti OVA-teoriaa ja sen perustalta tehtyjä tutkimuksia.

OVA-teorian keskeinen sanoma<sup>9</sup> on, että sellaisten maiden, joiden taloudelliset häiriöt ovat symmetriset, kannattaa muodostaa keskenään yhteisen valuutan alue. Häiriöiden symmetrisyydellä tarkoitetaan sitä, että häiriöiden lähteet ovat samankaltaiset. Jos häiriöt ovat symmetriset, niin yhteiseen valuuttaan välttämättä kytkeytyvä yhteinen rahapolitiikka sopii kaikille alueen maille, eikä keskinäisten valuuttakurssien vaihteluilla olisi mitään roolia.

Valuutta-alue voi olla hyvä ratkaisu myös silloin, kun taloudelliset häiriöt ovat epäsymmetrisiä valuutta-alueen maiden kesken.<sup>10</sup> Tällöin talouksien rakenteiden on vain oltava riittävän joustavia. Jos esimerkiksi työvoima on hyvin liikkuvaa valuutta-alueen sisällä, niin sen liikkeet tasoittavat suhdannevaihtelut eri maiden kesken. Vastaavasti jos eri alueilla valmistettujen tuotteiden suhteelliset hinnat reagoivat herkästi suhdannetilanteeseen, sopeutuminen epäsymmetrisiin häiriöihin tapahtuisi paljolti hintojen sopeutuksena.

Euroopan kannalta ehkä tärkein tarpeellista joustoa kasvattava tekijä olisi yhteisen yhteisen budjetin kasvattaminen eli ns. fiskaalisen federa-

lismin toteuttaminen. Fiskaalinen federalismi helpottaa monetaarista integraatiota, jos keskusbudjetti toimii niin, että sen kautta siirtyy varoja niille alueille, joissa tulot ovat laskemassa, niiltä alueilta, joilla tulot ovat kasvamassa.<sup>11</sup> Tällöin vaikka valuutta-alueen maat olisivat erilaisessa suhdannetilanteessa, niin keskusbudjetti tasaisi suhdanteet niiden kesken. USA:n kokemusten perusteella fiskaalinen federalismi voisi olla hyvinkin tehokasta. Sala-i-Martin ja Sachs (1991) ovat arvioineet, että siellä alue, jonka tulot ovat laskemassa, saa keskusbudjetin kautta kutakin menetettyä dollaria kohden takaisin 60 senttiä.

Euroopassa ei näyttäisi olevan riittävästi rakenteellista joustoa, jotta sitä voitaisiin pitää OVA:na, jos eri maiden taloudet ovat alttiita epäsymmetrisille häiriöille.<sup>12</sup> Yhteisön budjetti on nykyisin myös liian pieni, jotta sen avulla voitaisiin toteuttaa fiskaalista federalismia riittävässä määrin. Eikä EY:n budjettia edes hoideta fiskaalisen federalismin periaatteella. Tämän vuoksi EMS:n arviointi OVA:na on tehtävä sen perusteella, ovatko häiriöt symmetrisiä vai eivät. Saatavilla oleva tutkimusaineisto ei anna asiasta aivan yksiselitteistä kuvaa. Voidaan kuitenkin todeta, että mitään ruusuista kuvaa ne eivät Euroopan monetaarisen integraation mahdollisuuksista anna. Tunnetuimmissa selvityksissä (Bayoumi ja Eichengreen 1992a, 1992b; Cohen ja Wyplosz 1989; Weber 1990) on löydetty melkoisia epäsymmetrioita, eikä ole edes selvää, löytyisikö EY:stä edes mitään »ydinryhmää», joka sopisi OVA:ksi. Suurten epäsymmetrioiden löytyminen ei ole tietenkään yllätys, kun vain muistetaan, että EMS:iin kuuluu sellaisia maita kuin Englanti, Espanja ja Irlanti.

OVA-teoria antaa siis eri näkökulman Euroopan monetaarisen integraation järkevyydestä kuin politiikkavirheiden ja talouspolitiikan ajallista johdonmukaisuutta (so. uskottavuutta) painottavat tutkimukset. Tämän vuoksi sen relevanssi onkin kiistetty. On todettu, että Euroopan yleinen integraatio samankaltaistaa siihen osallistuvien maiden talouksien rakenteet niin, että taloudelliset häiriötkin tulevat symmetrisiksi.

On kuitenkin vaikea ymmärtää, miksi näin kävisi. Ensiksikin mikäli integraatio vaikuttaa siten, että maat hyödyntävät aiempaa tehokkaammin

<sup>9</sup> Lyhyt katsaus OVA-teoriaan sisältyy esimerkiksi Sala-i-Martinin ja Sachsin artikkeliin (1991).

<sup>10</sup> Toki valuutta-alueella on aina saavutettavissa hyödyt siitä, että yhtä ja samaa rahaa voidaan käyttää suuremmalla alueella kuin silloin, jos käytössä olisi vain kansallisia rahoja.

<sup>11</sup> Tarkastelen tässä vain suhdannetilanteiden epäsymmetrisyyden aiheuttamia tulonsiirtoja, en aluepoliittisia enkä muita poliittisia tulonsiirtoja.

<sup>12</sup> Jonkin verran on olemassa näyttöä siitä, että Euroopan eri alueiden (ei siis maiden!) väliset suhteelliset hinnat olisivat melko joustavat (De Grauwe ja Vanhaverbeke 1991).

suhteellista etuaan, niin niiden väliset rakenteelliset erotkin kasvavat. Toinen vaihtoehto on, että integraatio auttaa yrityksiä hyödyntämään suurtuotannon etuja. Tällöin todella eri maiden toimialarakenne saattaa samankaltaistua: erikoistuminen tapahtuu kunkin toimialan sisällä. Suurtuotannon etujen vuoksi tuotanto saattaa kuitenkin keskittyä hyvin paljon alueellisesti eri maiden sisällä. Tällöin Eurooppaan voi syntyä suuriakin Etelä-Italiaa vastaavia alueita, joiden rakenne poikkeaa muusta Euroopasta. Yritysten liikkuvuus voi pahentaa tätä ongelmaa. Jos vielä osa suurtuotannon eduista on yrityksille »ulkoisia», eli ne on hyödynnettävissä vain, jos samalla alueella on useita saman alan yrityksiä, niin alueellisen erilaistumisen mahdollisuus kasvaa. Tällaisten ulkoisten suurtuotannon etujen on havaittu olevan merkityksellisiä. EY:ssä tehdyissä integraatiolaskelmissa, joiden perustalle Cecchini-raportti rakennettiin, tällaisia mahdollisuuksia ei lainkaan arvioitu.

Euroopan valuutta-alueita ei siis todennäköisesti kyetä rakentamaan ilman jännitteitä. EMS on osoittanut, että valuuttayhteistyöllä on mahdollista estää rakenteellisen inflaation synnyttäminen ja ylläpito rahapolitiikan avulla. Toisaalta Euroopan maiden taloudet näyttävät eroavan niin paljon toisistaan, että itsenäiselle rahapolitiikalle (valuuttakurssipolitiikalle) olisi käyttöä. Tämän vuoksi ei ole yllättävää, että nimenomaan Englanti on kaikkein voimakkaimmin halunnut hidastaa yhteisen raha-alueen luomista. Englanti vie öljyä, joten öljyn hinnan muutoksilla on sen talouteen erilainen vaikutus kuin muiden EY-maiden talouksiin. Mikäli öljyn hinnoittelulla on tulevaisuudessa läheskään yhtä suuri merkitys kansainvälisten suhdanteiden vaihteluissa kuin 70- ja 80-luvuilla, Englannin huoli saattaa olla aiheellinen.

Vastaavasti monissa EMS-maissa saatetaan jo nyt pohtia, kannattaako jäsenyys, koska Saksan korot ovat nousseet voimakkaasti viimeisen kahden vuoden aikana. Itäisen Saksan jälleenrakennus vaatii saksalaisilta ennakoitua suurempia investointeja, mikä johtaa korkojen nousuun, koska säästäminen ei muuten nouse. On väitetty, että länsisaksalaisilta vaadittava elintason lasku olisi toteutettavissa pienemmin kustannuksin antamalla Saksan markan devalvoitua.

Saksan näkökulmasta myös rahapolitiikan uskottavuuden painotus on ongelmallinen: rahapolitiikaltaan konservatiivisimmalla maalla ei ole monetaarisessa integraatiossa mitään voitettavaa vaan se saattaa hyvinkin hävitä. Uskottavuuden ongelma syntyy keskuspankin ja yksityisen sek-

torin pelissä. Ilman monetaarista integraatiota keskuspankit joutuvat ottamaan huomioon kuitenkin muiden keskuspankkien toimet, mikä saattaa lieventää uskottavuusongelmaa. Monetaarinen integraatio poistaa tämän muiden keskuspankkien antaman »kurin», ja niin järjestelmän vahvin maa saattaa hävitä (Giavazzi ja Giovannini 1989; Rogoff 1985b). Uskottavuusargumentti ei selitä, miksi Saksa haluaa Euroopalle yhteisen keskuspankin.

## 6. Suomi ja EMU. Sammon ryöstö?

Suomalaisessa EMS-keskustelussa on keskierooppalaiseen tyyliin painottunut mahdollisuus päästä eroon inflatorisesta valuuttakurssipolitiikasta. Viime vuoden ja tämän kevään kokemusten valossa tässä ei ole mitään outoa. Yritykset kiinnittää valuuttakurssi ovat epäonnistuneet. Tämän on uskottu johtuneen nimenomaan siitä, että vakaalle markalle ei ole saatu minkään EMS:n kaltaisen mekanismin tukea. Vakaa markka on ollut epäuskottava tavoite sen vuoksi, että Suomen sodanjälkeinen talouspolitiikan historia on ollut näkyvimiltä osiltaan suurten devalvaatioiden historiaa. Kun kaikki keskeiset yritysten ja kotitalouksien päätökset perustuivat vielä 80-luvulla suuren devalvaation odotukseen, niin ilman syksyn 1991 devalvaatiota lama olisi saattanut syvetä entisestään.

Mutta jo nyt on nähtävillä, että devalvaatio ei enää kaikilta osin toimi niin kuin ennen. Reaalikorot eivät laskeneet, ja itse asiassa investointien kannalta tärkeimmät pitkäaikaisten lainojen reaalikorot ovat jopa nousseet. Toki devalvaatio muutti aiempaan tapaan funktionaalista tulonjakoa, koska reaalipalkat alenivat huomattavasti. Ilman tulopoliittisen järjestelmän antamaa apua tämänkin vaikutus olisi todennäköisesti jäänyt hyvin pieneksi. Yritysten mahdollisuudet rahoittaa näin kilpailijoitaan suuremmat investointinsa ovat siis ainakin osittain epäonnistuneet. Erityiseksi ongelmaksi on noussut yritysten velkaisuus: investoinnit oli suurelta osin rahoitettu velalla juuri sen vuoksi, että odotettiin devalvaation laskevan reaalikorkoja. Tämän vuoksi Suomessa näyttää nyt olevan mahdollisuus luoda perusta uskottavalle vakaan markan tavoitteelle.

Monetaarista integraatiota tulisi kuitenkin katsoa myös optimivaluutta-alue -teorian näkökulmasta. Erityisesti akateemisesta maailmasta käsin on varoiteltu, että Suomen talous on erikoistuneempi kuin muut Euroopan taloudet ja on sen vuoksi niitä alttiimpi taloudellisille häiriöille.

Aiheesta ei ole kuitenkaan olemassa paljonkaan selvityksiä. Haaparanta ja Heinonen (1991) sekä Bayoumi ja Eichengreen (1992b) ovat tällaisia arviointeja tehneet. Tutkimuksissa on käytetty hie-man toisistaan poikkeavaa metodologiaa, mutta tulokset ovat paljolti sopusoinnussa keskenään. Tästä huolimatta tutkijat päätyvät eri näkemyksiin. Kummassakin tutkimuksessa todetaan, että Suomessa ja tärkeimmissä EMS-maissa häiriöt ovat olleet pääsääntöisesti symmetrisiä. Bayoumi ja Eichengreen toteavat kuitenkin, että Suomessa häiriöt ovat olleet suurempia kuin Euroopassa. Heidän tutkimusaineistonsa kattaa kuitenkin myös 60-luvun, kun Haaparannan ja Heinosen selvityksessä rajoitetaan 70- ja 80-lukuihin, jotta 60-luvun suuri Suomen talouden rakennemuutos ei vaikuttaisi arvioihin. Haaparannan ja Heinosen tulosten mukaan häiriöt ovat tulleet suuruudeltaan samankaltaisiksi, mutta 80-luvulla epäsymmetristen häiriöiden suhteellinen osuus on kasvanut. Joka tapauksessa verrattuna EMS-maiden välisiin epäsymmetrioihin Suomi ei EMS-jäsenenä olisi mitenkään poikkeava. Lisänä rikka rokassa.

## LÄHTEET:

- Alesina, A. (1989): Politics and Business Cycles in Industrial Democracies. *Economic Policy*, No. 8.
- Alesina, A. ja V. Grilli (1991): *The European Central Bank: Reshaping Monetary Politics in Europe*. Center for Economic Policy Research (CEPR), Discussion Paper No. 563.
- Bayoumi, T. ja B. Eichengreen (1992a): *Shocking Aspects of European Monetary Unification*. National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 3949.
- Bayoumi, T. ja B. Eichengreen (1992b): *Is There a Conflict Between EC Enlargement and European Monetary Unification?* NBER WP No. 3950.
- Cohen, D. ja C. Wyplosz (1989): *The European Monetary Union: An Agnostic Evaluation*. CEPR DP No. 306.
- De Grauwe, P. ja V. Vanhaverbeke (1991): *Is Europe an Optimum Currency Area*. CEPR DP No. 555.
- Fratianni, M., J. von Hagen ja C. Waller (1992): *From EMS to EMU*. CEPR DP No. 618.
- Giavazzi, F. ja A. Giovannini (1989): *Limiting Exchange Rate Flexibility*. MIT Press, Cambridge.
- Haaparanta, P. ja T. Heinonen (1991): *Finland and EMS: Some Empirical Evidence on Symmetries and Asymmetries*. Helsinki School of Economics, Working Papers F-269.
- Rogoff, K. (1985a): The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *Quarterly Journal of Economics* 100, s. 1169—1190.
- Rogoff, K. (1985b): Can International Monetary Cooperation Be Counterproductive? *Journal of International Economics* 18, s. 199—217.
- Sala-i-Martin, X. ja J. Sachs (1991): *Fiscal Federalism and Optimum Currency Areas: Evidence for Europe from the United States*. NBER WP No. 3855.
- Weber, A. (1990): *EMU and Asymmetries and Adjustment Problems in the EMS: Some Empirical Evidence*. CEPR DP No. 448.
- Weber, A. (1991): Reputation and Credibility in the European Monetary System. *Economic Policy*, No. 12.
- Williamson, J. (1977) *The Failure of World Monetary Reform, 1971—1974*. NYU Press, New York.