

Valuuttakurssit Euroopan rahataloudellisessa yhdentymisessä*

SINIMAARIA RANKI

KTT, senior consultant

Abovo Consulting, Ernst & Young International

Euroopan valuuttajärjestelmä on inspiroinut sekä teoreettista että empiiristä valuuttakurssitutkimusta. Vuonna 1979 perustettu valuuttajärjestelmä EMS on Euroopan Unionin jäsenmaiden keskuspankkien välinen sopimus raha- ja valuuttakurssipoliittisesta yhteistyöstä. Sen keskeisin osa on valuuttakurssimekanismi ERM. ERM:ssä mukana olevilla valuutoilla on toisiaan vastaan kiinteät ns. keskuskurssit. Keskuskurssin ympärillä on vaihteluväli, jonka rajoissa valuutta saa liikkua. Jos jokin valuutta uhkaa liukua rajojen ulkopuolelle, keskuspankit intervenoivat markkinoilla pitääkseen valuutan vaihteluvälin sisällä.

EMS tulee toimineeksi 20 vuotta, kun talous- ja rahaliitto Emu vuoden 1999 alusta perustetaan. Tänä aikana se on tarjonnut tutkijoille erinomaista aineistoa teorioiden empiiriseen testaamiseen. Seuraavassa käydään läpi niitä EMS:stä saatuja kokemuksia, joita valuuttateoriassa on hyödynnetty.

Valuuttateorian kirjallisuus voidaan jakaa kahteen eri tyyppiin. Yhtäältä pyritään löytämään vastaus kysymykseen, mikä valuuttakurssijärjestelmä olisi kullekin maalle paras mahdollinen, kiinteä vai kelluva kurssi. Käytännössä päädytään useimmiten johonkin väliin muotoon näiden kahden ääripään väliltä. Niinpä EMS:kin on kiinteiden mutta muunneltavien kurssien järjestelmä.

Toinen valuuttateorian ala on enemmänkin kvantitatiivinen luonteeltaan. Siinä pyritään mittaamaan valuuttakurssien liikkeitä sekä selittämään niitä talouden muuttujilla. Tämä lähestymistapa on mielekäs kelluvien kurssien oloissa. Sen sijaan kiinteiden kurssien järjestelmässä kvantitatiivinen tarkastelu on luonteeltaan toisenlaista.

Kiinteiden kurssien järjestelmässä ensimmäinen kysymys on yrittää määrittää se taso, jolle valuutta tulisi kiinnittää. Puhutaan reaalisesta valuuttakurssista tai tasapainokurssista. Tasapainokurssin määrittäminen on äärimmäisen vaikeaa, ja se ansaitsisi kokonaan oman keskustelunsa. Tässä yhteydessä voimme kui-

* Lectio Praecursoria Turun kauppakorkeakoulussa 27.4.1998.

tenkin käyttää erästä yksinkertaista pariteettiyhtälöä: ostovoimapariteettia. Tämän lausekkeen mukaan vientituotteiden hintojen tulee pitkällä aikavälillä olla samat, kun niiden hinta ilmaistaan samassa valuutassa. Tästä seuraa, että mikäli kahden maan inflaationvauhdit eroavat toisistaan, on valuuttakurssin muututtava samassa suhteessa, jotta maiden kansainvälinen kilpailukyky pysyy samana. Tästä pääsemme tarkastelemaan ensimmäistä valuuttateorian osa-aluetta, joka on syntynyt EMS:stä saatujen kokemusten pohjalta.

Kun EMS perustettiin, oli osallistujamaiden välillä suuriakin inflaatioeroja. Tästä syystä keskuskurseja jouduttiin EMS:n varhaisina vuosina usein muuttamaan. Aikaa myöden kuitenkin inflaatiovauhdit alkoivat hidastua. Prosessi tapahtui niin, että muiden maiden inflaatiot lähestyivät Saksan inflaatiota - Saksa kun oli perinteisesti ollut hinnoiltaan vakain maa. Tästä ilmiöstä syntyi hypoteesi Saksan dominoivasta asemasta EMS:ssä. Sen mukaan Saksan marka oli järjestelmän ankkurivaluutta, ja sitomalla oman valuuttansa siihen muiden maiden keskuspankit saivat tukea omalle inflaationvastaiselle politiikalleen. Tämän hypoteesin testaaminen oli keskeinen tutkimuksen aihe 1980-luvulla.

Vuosikymmenen lopulla esiin nousi uusi tutkimuksen alue, ns. tavoitevyöhyketeoria. Siinä analysoidaan valuutan käyttäytymistä juuri sellaisessa järjestelmässä kuin EMS on, eli jossa valuutta on kiinnitetty tietylle tasolle, mutta tason ympärillä on määritelty väli tai "putki", jonka sisällä valuutta saa liikkua. Tavoitevyöhyketeoria tarkastelee valuutan käyttäytymistä vaihteluvälin sisällä. Tässäkin tapauksessa EMS tarjosi erinomaista tutkimusaineistoa empiirisistä testeistä varten.

Teorian mukaan vaihteluvälin olemassaolo vaikuttaa valuuttakurssin liikkeisiin. Koska

markkinat tietävät, että vaihteluvälin rajoilla keskuspankki intervenoi pitääkseen valuutan sallitulla alueella, tämä tieto vaikuttaa odotuksiin siten, että valuuttakurssin liike putken rajoilla "hidastuu" sitä enemmän, mitä lähemmäs vaihteluvälin rajaa tullaan. Kun tätä testattiin empiirisesti, havaittiin kuitenkin, että valuuttakurssi ei todellisuudessa käyttäytynyt siten kuin teoriasta voitiin päätellä. Ero selittyi sillä, että teoria oletti vaihteluvälin täysin uskottavaksi. Todellisuudessa näin ei kuitenkaan ole, vaan markkinoilla on odotuksia keskuskurssin ja sen mukana koko vaihteluvälin siirtymisestä kokonaan uudelle tasolle. Puhutaan devalvaatio-odotuksista.

Devalvaatio-odotuksia voidaan mitata hyödyntämällä toista pariteettiyhtälöä: korkopariteettia. Sen mukaan sijoituksen tuoton tulee tehokkailla markkinoilla olla sama riippumatta siitä, missä valuutassa se on tehty. Jos siis kahden maan korot eroavat toisistaan, on valuuttakurssin muututtava vastaavasti, jotta lopullinen tuotto on yhtäsuuri. EMS:n kaltaisessa järjestelmässä tämä tarkoittaa sitä, että korkojen välillä voi olla ero, joka on korkeintaan yhtä suuri kuin valuutan vaihteluväli. Jos korkoero on suurempi kuin vaihteluväli, tulkitaan tämä ero hyvitykseksi odotetusta devalvaatiosta. Tällaisten odotusten mittaaminen ja selittäminen on ensimmäisen esseeni aihe.

Esseessä tarkastellaan EMS:n vakaata viisivuotiskautta, jonka aikana keskuskurssit pysyivät muuttumattomina. Toisaalta jakso päättyi valuuttakurssikriisiin, joka johti keskuskurssien muutoksiin. Näiden seikkojen pohjalta devalvaatio-odotusten odottaisi selkeästi pienenevän tarkastelujakson aikana, mutta kasvavan jyrkästi jakson loppua kohden tullessa. Tulokset näyttävätkin devalvaatio-odotusten lähes hävinneen. Sitä vastoin syntynyt valuuttakriisi yllätti markkinat: devalvaatio-odotukset nousivat

vasta aivan viimeisinä viikkoina ennen kriisin puhkeamista. Kun devalvaatio-odotuksia yritetään selittää talouden makromuuttujilla, havaitaan, että makromuuttujia oleellisempaa on usko viranomaisten sitoutumiseen valuuttakurssitavoitteeseen. Jos herää epäily viranomaisten halukkuudesta sitoutua valuuttakurssitavoitteeseen, kriisin syntyminen on todennäköistä.

Niinpä onkin mielekästä tarkastella EMS-jäsenyyden merkitystä jäsenmaiden rahapolitiikalle. Tämä on tutkimukseni toisen esseen aihe. Siinä keskuspankki asettaa painon kotimaisille tavoitteille ja osallistumiselle ERM:ään. ERM:ssä edelleen keskuspankki pyrkii minimoimaan devalvaatio-odotukset, koska devalvaatio-odotuksia vastaan taisteleminen häiritsee kotimaisiin tavoitteisiin tähtäävän rahapolitiikan harjoittamista. Toisaalta keskuspankki voi myös pyrkiä vakauttamaan valuutan keskuskurssiinsa, jolloin sen korkojen täytyy tiukasti seurata ankkurimaan rahapolitiikan liikkeitä.

Empiiristä tarkastelua varten 16 vuotta on jaettu kolmeen osajaksoon: ERM:n alkuvuosiin, ensimmäisessäkin esseessä tarkasteltuun vakauden jaksoon sekä laajojen vaihteluvälien jaksoon. Tulokset viittaavat siihen, että EMS:n luonne rahapoliittiseen päätöksentekoon vaikuttavana tekijänä on muuttunut. Jos se alkuaikoina toimi "pakkopaitana" erityisesti korkeasta inflaatiosta kärsineille maille, on siitä aikaa myöden muotoutunut toimiva kehikko rahapoliittiselle yhteistyölle. Kolmen seikan voidaan nähdä vaikuttaneen tähän. Ensinnäkin pääoma on 1990-luvulla saanut liikkuu täysin vapaasti; näin ei ollut aikaisemmin. Toiseksi Saksojen yhdistymisen seurauksena vuonna 1990 inflaatio Saksassa on kiihtynyt, eikä Saksa enää ole EMS:n alhaisimman inflaation maa. Kolmanneksi näkemys siitä, että hintojen vakaus on sopivin rahapolitiikan tavoite, on levinnyt. Kun

rahapolitiikan tavoitteet ovat sitä kautta yhdenmukaistuneet, on siitä ja harjoitetusta rahapoliittisesta yhteistyöstä saatu tulokseksi valuuttakurssien vakaus.

Myös kansainvälinen valuuttajärjestelmä kohtaa historiallisen muutoksen, kun Emu-alueella otetaan käyttöön yksi yhteinen valuutta, euro. Kun kymmenen pikkuvaluuttaa katoaa ja tilalle tulee yksi suuri, tulee kansainvälisestä valuuttajärjestelmästä kahden suuren valoutta-alueen hallitsema. Tutkijoita askarruttaa kysymys, johtaako tämä valuuttojen suurempaan vakauteen vai epävakauteen. Tutkimukseni kolmas essee pyrkii hahmottelemaan valuuttakurssin roolia rahapolitiikassa kahden suuren talouden mallilla. Perinteisesti käytetyissä pienen talouden malleissa maailman häiriöt ovat pienelle taloudelle annettuja, mutta sen omat häiriöt eivät vaikuta muuhun maailmaan. Kahden suuren talouden mallissa sitä vastoin häiriöt välittyvät aina myös toiseen maahan.

Tulokset viittaavat siihen, että mikäli muutokset inflaatiossa johtuvat pääosin tarjontapuolen häiriöistä, saattaa toinen keskuspankki joutua valintatilanteeseen inflaation ja valuuttakurssin vakauden välillä. Tarjontahäiriö nostaa hintoja molemmissa maissa, kun taas toisen maan valuuttaa se heikentää ja toisen maan valuuttaa vahvistaa. Näin ollen heikkenevän valuutan maan keskuspankki selviää tilanteesta yksiselitteisesti: hidastaessaan inflaatiota korkoja nostamalla, se samalla myös pysäyttää valuuttansa heikkenemisen. Sen sijaan vahvistuvan valuutan maan keskuspankki joutuu valitsemaan: jos se hidastaa inflaatiota nostamalla korkoja, se samalla kiihdyttää valuuttansa vahvistumista; jos taas se laskee korkoja pysäyttääkseen valuutan vahvistumisen, se joutuu hyväksymään kiihtyneen inflaatiovahdin.

Tulevaisuudessa valuuttakurssiteoriassa

odotettavasti keskitytään analysoimaan maailman päävaluuttojen keskinäisiä suhteita suurten talouksien malleilla. Valuuttakurssiteorian kehittymiseen vaikuttaa paitsi näiden kolmen valuutta-alueen avoimuus myös pääomien liikkuvuus. Rahan virratessa vapaasti rajojen yli tietotekniikan huomattava kehitys vielä nykyisestääänkin ennakoi, että markkinoiden tehokkuus ja odotusten muodostus ovat olennaisia tekijöitä tulevaisuuden valuuttakurssiteoriassa ja jättävät ehkä perinteiset fundamentit taka-

alle. Ehkä peliteoria nousee keskeiseksi myös valuuttateoriassa, kun pohditaan kolmen suuren talousalueen eli Yhdysvaltojen, Emu-alueen ja Japanin keskinäisiä valtasuhteita maailman valuuttajärjestelmässä. Teoria ja käytännön kokemukset kulkevat käsi kädessä. Siirtyminen Emuun estää näkyvyyden tiellä eteenpäin, mutta varmaa on, että siirtymisen jälkeen valuuttamaailmassa avautuu täysin uudenlainen ja kiehtova maisema.