

Suomen Pankin rahapolitiikka kelluvien kurssien regiimissä*

KIRSI SORMUNEN

Kuten useassa muussakin asiassa, teoria ja käytäntö poikkeavat toisistaan myös markan kellutuksessa johtuen ensisijaisesti sekä pienien, ohuiden markkinoiden epälikvidiudesta ja tehottomuudesta että markkinaosapuolien ajoittain epärationaalisen käyttäytymisen taustalla olevista rakenteellisista ongelmista. Puheenvuoroni tavoitteena on kommentoida Suomen Pankin rahapolitiikan periaatteita Pentti *Pikkaraian* esittämien ajatusten valossa sekä pyrkiä kuvaamaan mikrotalouden valuuttariskien hallintaan liittyvää ongelma-aluetta nykyisessä epävarmassa toimintaympäristössä.

Matti *Vanhalan* toteamus (HS 22.8.93) 1980-luvun massiivisesta luottoekspansioista suurimpana syynä nykyisiin talousongelmiimme pätee hyvin myös valuuttakurssiproblematiikkaamme. Huomattava osa tästä räjähdysmäisestä luottokannan kasvusta nostettiin sekä julkisella että yksityisellä sektorilla valuuttamääräisenä luottaen silloiseen vakaan markan politiikkaan. Myös silloinen rahapolitiikka edisti tätä käyttäytymistä. Sen puitteissa ylläpidettiin usean prosenttiyksikön suuruista korkoeroa kansainväliseen korkotasoon nähden – riskipreemiota, jonka merkitystä ei markkinoilla tällöin koko laajuudessaan mielletty.

Tämä kehitys johti siihen, että yrityssekto-

* Kommenttipuheenvuoro Kansantaloudellisessa Yhdistyksessä 8.9.1993.

rin taseissa oleva valuuttavelka nousi 1990-luvun alkuun mennessä noin 150 miljardiin markkaan. Ongelmaa kärjistää se tosiasia, että tätä velkamäärää vastaan kauppataseemme on viimeisen vuoden kehitystä lukuunottamatta ollut vain lievästi positiivinen, vuosikymmenen vaihteessa jopa negatiivinen. Yrityksessähän valuuttakurssiriskien pääasialliset lähteet ovat vientitulojen ja tuontimenojen ohella pääomavirrat eli valuuttamääräinen nettovelka. Toisin sanoen koko mikrotalouden valuuttakurssimuutoksille altis riskipositio on vielä tälläkin hetkellä lähes 100 miljardia markkaa alijäämäinen. Tämän lisäksi ulkomaisilla sijoittajilla on aika ajoin hallussaan huomattava määrä markkamääräisiä velkainstrumenttejä, mikä omalta osaltaan vaarantaa valuuttakurssien stabiilin kehityksen.

Ottaen huomioon, että Suomen Pankin vaihdettavien valuuttojen varanto on vain reilut 30 miljardia markkaa, on helppoa ymmärtää, ettei valuuttakurssin puolustaminen kaikissa olosuhteissa olisi ollut mahdollista eikä vakaan kurssikehityksen ylläpitäminen markan kelluessa myöskään ole helppo tehtävä.

Joten vaikka yhdyinkin *Vanhalan* käsitykseen siitä, että olisimme välttyneet monelta tuskalta, mikäli markka olisi päästetty kellumaan jo 80-luvulla, asettaisin kyseenalaiseksi sen, onko kellutus enää oikea lääke nyt, kun

virheet on jo tehty. Tähänastinen kokemus tuntuisi viittaavan siihen, että Suomen valuuttamarkkinat ovat entistä epävakaaumat, joilla täysin irrationaaliset tekijät saattavat alhaisilla kaupankäyntivolyyymeillä johtaa kurssikehityksen riistäytymiseen käsistä. Sitä suuruusluokkaa oleva valuuttakurssin heikkeneminen useita päävaluuttoja vastaan, minkä olemme kokeneet, tuo useiden muiden ongelmien ohella mukanaan köyhtymisilmion, jonka merkitystä ei riittävän laajalti olla ymmärretty.

Kurssikehitykseen vaikuttavista tekijöistä yritysten valuuttaposition rakenne huomioiden kaikkein merkittävin pääomavirtojen suunnan määräävä osatekijä lienee näiden markkinaosapuolien termiinikäyttäytyminen. Termiinimarkkinat ovat nopea tapa reagoida äkillisiin kurssimuutoksiin ja suojata valuuttaposition tulevien kurssiheilahtelujen negatiivisilta vaikutuksilta. Mitä useampi osapuoli markkinoilla haluaa suojautua saman näkemyksen mukaisesti, sitä suurempi on muutos kurssitasossa. Markan ulkoisen arvon aika ajoin suuretkin heilahtelut kellutuksen aikana johtuvat paljolti siitä, että positioiden rakenne on useimmilla markkinaosapuolilla hyvin samankaltainen. Epävarmuustekijöiden lisääntyessä valuuttalainasalkkujen suojautumisastetta nostetaan ja vientisaatavat jätetään terminoimatta. Tämä vaikuttaa nopeasti myös psykologisesti markkinoilla vallitsevaan mielialaan ja kehitys on usein itseään ruokkiva, vaikka rationaaliset syyt puhuisivatkin toisenlaisen käyttäytymismallin puolesta.

Niin kauan kuin Suomen talouden tilassa ei tapahdu merkittävää käännettä myönteiseen suuntaan, on keskuspankin korko- ja interventioitaliikalla ratkaiseva asema vakaan kurssikehityksen ylläpitämisessä. Suomen Pankki onkin vastoin vapaan kellutuksen oppeja jossain määrin pyrkinyt tasoittamaan tilapäisiä valuuttakurssimuutoksia kuten Pikkarainenkin toteaa alustuksessaan. Keskuspankki on kuitenkin voimakkaasti tuonut esille sen, ettei valuuttakurssille haluta asettaa minkäänlaista tavoitetasoa, mikä merkitsee sitä, että markkinoilla syntyviin trendeihin ei myöskään pyritä aktiivi-

sesti vaikuttamaan.

Voidaan kuitenkin kysyä, kuinka aitoa nykyisessä markkinatilanteessa kellunta on valuuttakaupan päivittäisen volyymin heilahtellessa rajusti muun muassa markkinoilla vallitsevan mielialan mukaan ja ollessa aika ajoin vain murto-osa kaupankäynnin normaalivolyyministä. Löytyykö näillä markkinoilla, joiden tasapainoa järkyttävät taustalla olevat pitkäaikaiset rakenteelliset ongelmat, markan oikea ulkoinen arvo vai ajelehtiiko markka ja sen vanavedessä koko kansantalous vielä pahempaan ahdinkoon?

Eniten kysymyksiä keskuspankin interventioitaliikkaa koskevasta linjanvedosta herättää ilmiselvä ristiriita, joka vallitsee Suomen Pankin asettaman inflaatiotavoitteen ja rahapolitiikan välitavoitteiden välillä. Pikkaraisen mukaan valuuttakurssi ei määritelmällisesti voi olla rahapolitiikan välitavoite ilman, että palatettaisiin takaisin kiinteän valuuttakurssin regimiin, vaikka toisaalta valuuttakurssin heikkene- misen vaikutusta hintason määräytymiseen ei kielletä. Se tosiasia, etteivät indikaattorit toistaiseksi viittaa inflaatiotavoitteen olevan epärealistinen, heijastanee lähinnä laman syvyyttä: mikäli valuuttakurssikehitystä ei saada vakiintumaan, ei valuutan heikkenemisen purkautumista mm. tuontihintojen kautta kotimaiseen hintatasoon varmastikaan voida estää. Lähitulevaisuudessa on myös vaikea nähdä sellaisia fundamentaalisia tekijöitä, joilla olisi valuuttakurssia voimakkaasti vahvistava vaikutus. Aggressiivisempi interventioitaliikka ja mahdollisesti jopa tiettyjen, EMS:ssä tehtyjen ratkaisujen tavoin aikaisempaa leveämpien interventiorajojen määrittäminen olisi todennäköisesti estänyt keväällä nähdyt rajut heilahtelut valuutan arvossa. Koska myös psykologisilla tekijöillä on suuri merkitys markkinaosapuolien käyttäytymisessä, olisi nykyistä selvemmillä interventiorajoilla oletettavasti edelleenkin kurssikehitystä stabiloiva vaikutus.

Mikäli valuuttakurssin annetaan kellua täysin vapaasti, pystyy keskuspankki vaikuttamaan kurssikehitykseen korkopolitiikallaan. Suomen

kansantalouden tila edellyttää kuitenkin mahdollisimman nopeaa korkotason laskua, mikä saattaa epäedullisissa olosuhteissa aiheuttaa paineita valuuttakurssia kohtaan. Yrityssektorin ulkomainen lainanotto sekä myös termiinikäyttäytyminen ovat perustuneet pitkälti nimenomaan markan ja sen ulkoisen arvon perustana olevan valuuttakorin väliseen korkoeroon. Korkea kotimainen korkotaso kansainvälisiin korkoihin nähden on tehnyt valuuttamääräisen lainanoton houkuttelevaksi vaihtoehdoksi, ja positiiviseen korkoeroon perustuneet suuret preemiot ovat sekä kannustaneet vientiyrityksiä myymään valuuttasaatavansa termiinillä että vähentäneet kiinnostusta tuontivelkojen ja valuuttalainojen suojaamiseen. Korkoeron pienentyessä ja valuuttakurssikehityksen jatkuessa epävakana kääntyvät pääomavirrat herkästi Suomesta ulos; valuuttamääräisiä lainoja suojataan tai konvertoidaan markkaluotoiksi ja vientisaatavien termiinimyyntiä vältetään.

Suomen Pankilla onkin edessään vaikea tehtävä pyrkiessään sekä löysentämään rahapolitiikkaansa että hillitsemään voimakkaita heilahteluja valuuttakurssissa. Pikkaraisen esittämän korkopariteettikaavan mukaan korkotaso määräytyy ulkomaisen korkotason, valuuttakurssin odotetun muutoksen ja riskipreemion mukaan. Kun ulkomainen korkotaso on tässä annettu tekijä ja valuuttakurssin lyhyen aikavälin muutoksia lienee nykyolosuhteissa vaikea arvioida, jää avainkysymykseksi riskipreemion oikea taso.

Määrävänä tekijänä niin Suomen kuin

muunkin Euroopan korkotason osalta on ollut ennen kaikkea Saksan marka. Koska riskipreemioon vaikuttavista tekijöistä Pikkarainen mainitsee maan ulkomaisen velan, vaihtotaseen ja talouspolitiikan linjaan liittyvän epävarmuuden, herättää Suomen markan lyhyiden korkojen painuminen jopa Saksan markan korkotason alapuolelle monia kysymyksiä. Onko sijoittajien kiinnostus Suomen markkaa kohtaan niin suuri ja uskovatko suomalaiset yritykset jo niin vahvasti markan aliarvostukseen, että tämä kehitys on kestävä? Vai onko keskuspankin tavoitteena painaa korkotaso niin alas kuin mahdollista valuuttakurssin reagoinnista riippumatta?

ETLAn viimeisimmän suhdannekatsauksen julkistuksessa todettiin Suomen talouden edelleen olevan veitsenterällä – sama voitaneen todeta myös valuuttamarkkinoiden stabiliteetista, joilla kestävän tasapainon löytyminen on vielä useistakin syistä vaakalaudalla. Lienee selvää, ettei Suomen kaltaiselle pienelle ulkomaankaupasta ja ulkomaisesta pääomantuonnista riippuvaiselle avoimelle kansantaloudelle kellutus ole oikea ratkaisu. Suomen Pankki on kuitenkin ilmeisen haluton määrittelemään valuutalle uusia vaihtelurajoja ennenkuin talouden fundamentaalit tukevat yksiselitteisesti vakaata kurssikehitystä. Lopullista suuntaa hakiessamme on kuitenkin ensiarvoisen tärkeää, että keskuspankki, josta löytynee alan paras teoreettinen asiantuntemus, pyrkii omalla korko- ja interventiopolitiikallaan ohjaamaan valuuttakurssin oikealle kehitysuralle.