

Esitelmiä

Rahapolitiikan vaihtoehdot ja Suomen lama*

PERTTI KUKKONEN

VTT, professori, toimitusjohtaja

Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos

Suomen laman syistä ja synnystä on tehty jo useitakin analyyseja. Vielä laman jatkuessa vuonna 1993 Suomen Pankin toimesta julkaistiin kolmen professorin (Bordes, Currie ja Söderström) tutkimukset¹. He, samoin kuin valtaosaltaan muutkin lamaa edeltävien tapahtumien tutkijat ovat päätyneet pitämään rahataloudellisten tekijöiden ja rahapolitiikan osuutta ratkaisevana laman synnyssä.

Pitkän rahoitusmarkkinoiden säännöstelykauden rakenteet ja syvään juurtuneet toimintatavat lisäsivät riskejä ja vääristivät käyttäytymistä sääntelyn purkaututtua 80-luvun aikana. Sääntelyn purkamisen jälkeen syntynyt poikkeuksellisen voimakas luotonlaajennus vuosina 1988-1989 johti kotimarkkinoiden ylikuume-

nemiseen ja yritysten sekä kotitalouksien yli-velkaantumiseen. Varallisuuden hinnat nousivat kestäättömän korkeiksi. Talouden rakenne vinoutui. Avoimen sektorin osuus aleni. Vaihtotasevaje syveni nopeasti. Kun markan revalvaation jälkeen keväällä 1989 korkotaso nousi ja kansainväliset suhdanteet samaan aikaan heikkenivät, varallisuuden hintojen nousu taittui romahdusmaiseksi laskuksi. Ylivelkaantuneet yritykset ja kotitaloudet vähensivät investointeja ja kulutusta, mitä vielä viennin väheneminen, erityisesti Neuvostoliiton viennin romahdus kiihdytti. Syntyi jyrkkä ja pitkä laskusuhdanne, joka syveni deflaatiokierteeksi. Velkadeflaationa tunnettu ilmiö oli Suomessa poikkeuksellisen voimakas.

Yleisesityksiä lamaa edeltäneistä vaiheista ja laman kuvauksia on tehty jo useitakin. Olen katsonut parhaaksi keskittyä tässä artikkelissa muutamiin tämän laajan ongelmavyöhydin kysymyksiin. Lähdän tilanteesta, jossa luotonlaajennus ja kotimarkkinoiden ylikuumeneminen on jo edennyt varsin pitkälle vuosina 1988 - 1989. Ensinnäkin pyrin löytämään vastauksen kysymykseen, olisiko aikaisemmalla markan revalvaatiolla voitu riittävästi hillitä kotimark-

* Esitelmä Kansantaloudellisessa yhdistyksessä 10.12.1996. Esitelmä perustuu käynnissä olevaan Suomen talouden kriisiä ja rahapolitiikkaa koskevaan tutkimukseen, jota Yrjö Jahnessonin Säätiö on rahoittanut.

¹ "Kolme arviota Suomen talouskriisistä ja talouspolitiikasta", mainitut tekijät, Suomen Pankki, sarja C:9, 1993.

kina-alojen investointien ja kulutuksen nousua ja varallisuuden hintakuplan syntymistä. Tosin joudun myös esittämään kysymyksen, olisiko kiinteän kurssin politiikasta luopuminen vuonna 1988 ollut mitenkään linjassa Holkerin hallituksen vahvasti omaksuman vakaan valuuttakurssin periaatteen kanssa.

Toinen kysymys liittyy mahdollisuuksiin lieventää talouden jyrkkää alamäkeä sen jälkeen, kun hintakupla puhkesi ja lama lähti syvenemään vuosina 1990 - 1992. Kiinnostava kysymys on, mitä olisi tapahtunut, jos markkaa ei olisi devalvoitu lainkaan. Ja edelleen, olisiko aikaisempi markan devalvoiminen lievittänyt lamaa ja kriisiä.

Näitä analyyseja ja arvioita tehtäessä olen katsonut järkevaksi rajoittua sellaisiin talouspolitiikan vaihtoehtoihin, jotka olivat vakavasti esillä päätöksiä valmisteltaessa joko itse päättäjien toimesta tai esimerkiksi eri intressiryhmien ajamina. Olisi hyvä tietää, kuinka paljon rahapolitiikan toisenlaiset, hyvin perusteltavissa olleet päätökset olisivat lieventäneet kriisiä. Kriisin syntymistä niilläkään tuskin olisi kokonaan pystytty estämään, niin monien tekijöiden ja onnettomien sattumienkin summana kriisiin jouduttiin.

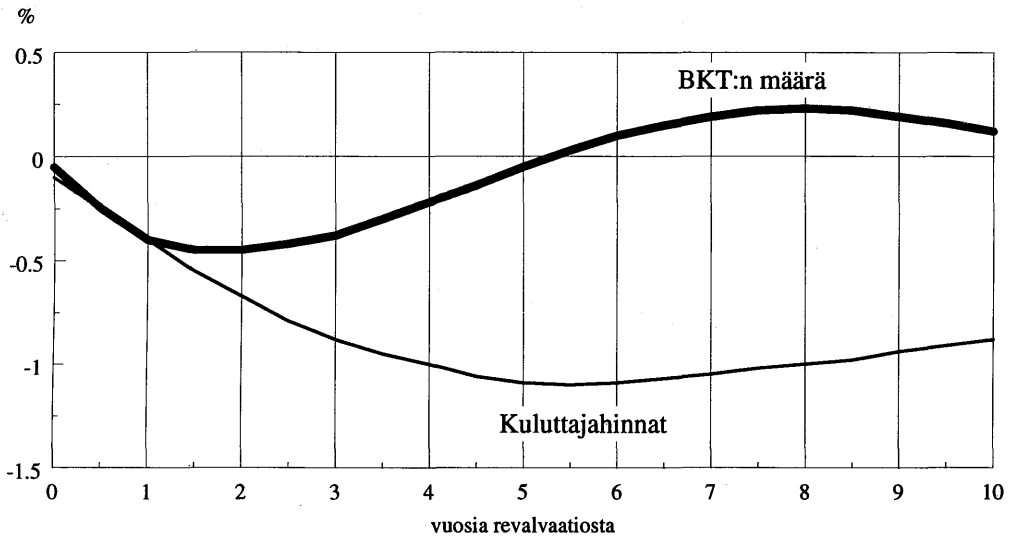
Pyrin arvioimaan valuuttakurssipolitiikan päätösten vaikutuksia määrällisesti, markkoina ja prosentteina, jotta nähdään, kuinka paljon erilainen tulos vaihtoehtoisilla päätöksillä olisi saavutettu. Arvioiminen on tehtävissä kansantalouden talouspoliittisten mallien simulointien avulla. Suomen Pankissa on kehitetty yli 25 vuoden ajan rahapolitiikan vaikutusten analyysiin soveltuvaa kansantalouden BOF-mallia. Sen tulosten käyttäminen on tämän kirjoittajalle sikäläkin luonteva valinta, että olin mallin kehitystyön aloittaja ja alkuunpanija vuonna 1970 ja osallistuin mallin kehittämiseen 1980-luvun alkuun saakka.

Mallia on jatkuvasti kehitetty sekä teoreettisten perusteiden että ekonometristen ratkaisujen osalta. Tässä tutkimuksessa käytetyt simulonnit ovat mallin neljänestä pääversiosta BOF4:stä vuodelta 1990 (The BOF4 Quarterly Model of the Finnish Economy, Bank of Finland Series D:73, 1990). Tässä versiossa on jo rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkamisen jälkeiset rakenteet ja käyttäytymisen muutokset pyritty mallittamaan. Rahapolitiikan, ml. valuuttakurssipolitiikan vaikutusten analyysiin tarvittavat rakenteet ovat suhteellisen pitkälle kehitettyjä, koska mallia käytetään keskuspankissa muun muassa rahapolitiikan päätösten suunnittelun ja talouden ennusteiden apuna.

Varallisuustilastojen eräiden puutteiden vuoksi malli ei kuitenkaan vielä tässä versiossa ole riittävä ns. velkadeflaatioilmion selittämisen suhteen. Sen vuoksi mallin simulonnit pikemminkin aliarvioivat kuin yliarvioivat kumulatiivisia aktiviteetin supistumisvaikutuksia, joita yritysten ja kotitalouksien ylivelkaantumisen ja varallisuuden hintojen romahdus aiheuttivat laskusuhdanteessa vuosina 1990 - 1993. Vastaavasti malli ilmeisesti aliarvioi myös spekulatiivisen varallisuushintojen nousun vaikutukset vuosina 1987 - 1989.

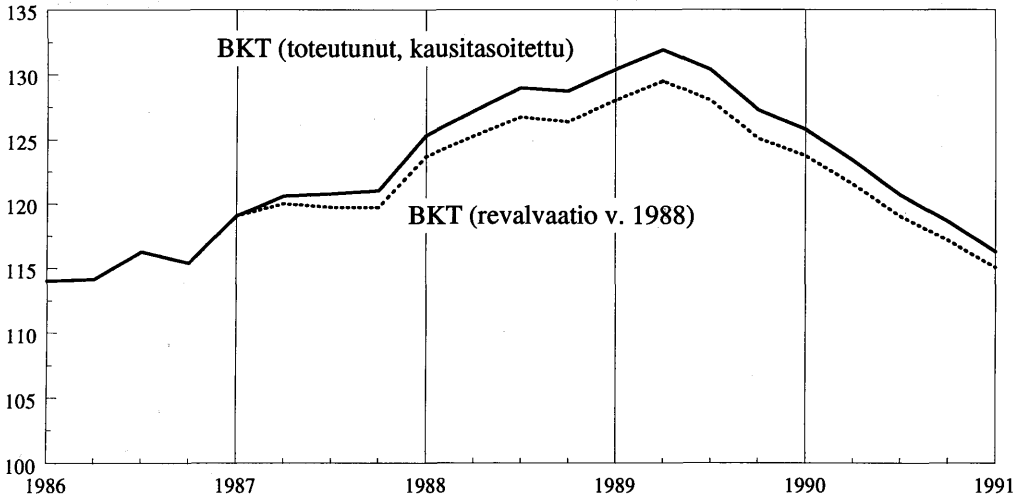
Edellä mainitussa BOF4-mallin julkaisussa on sivulla 58 taulukko valuuttakurssin muutoksen (oikeastaan maailmanmarkkinahintojen muutoksen) vaikutuksista eri pituisilla viiveillä ja sivulla 59 taulukko lyhyiden korkojen muutoksen vaikutuksista eräisiin muihin muuttujiin. Tässä artikkelissa kuvatuissa laskelmissa on nojattu näihin BOF4-mallin standardisimulointeihin. Tällä tavalla saadut vaikutusarviot ovat riittäviä vaikutusten suuruusluokan hahmottamiseen. Ne poikkeavat kuitenkin hieman niin sanotuista aidoista simuloinneista.

Kuvio 1 Prosentin suuruisen revalvaation vaikutus tuotantoon ja hintoihin BOF4-mallin mukaan



Kuvio 2 Revalvaatio 4 prosenttia vuoden 1988 alussa

Mrd. mk vuoden 1990 hinnoin, neljännesvuosittain



Olisiko aikaisempi revalvaatio estänyt hintakuplan syntymisen

Kelluvaan markkaan siirtyminen ei ollut realistinen vaihtoehto 1980-luvulla, koska se ei sopinut siihen talouspoliittiseen ajatteluun ja ympäristöön, jossa toimittiin läntisessä Euroopassa ja Suomessa. Sen sijaan voidaan hyvinkin ajatella, että kiinteän kurssin politiikkaa olisi sovellettu joustavammin ja epätasapaino-ongelmiin olisi reagoitu aikaisemmin valuuttakurssia muuttamalla. Olihan Suomessa tosiasiallisesti siirrytty puolikiinteän valuuttakurssin politiikkaan 1970-luvulta lähtien.

Varsin yleisesti on myönnetty, myös Suomen Pankin johdon taholta, että maaliskuun 1989 markan 4 prosentin revalvaatio tehtiin liian myöhään. Se ei enää ehtinyt hillitä nousun ylikuumenemista, vaan mahdollisesti jyrkensi suhdannelaskua. Sitäkin on epäilty, oliko revalvaatio laisinkaan järkevä toimenpide 1980-luvun lopun tilanteessa mm. Söderström, mt. s.150.

Revalvaatio alentaa välittömästi markoissa laskettuja vienti- ja tuontihintoja sekä ulkomailla otettujen luottojen ja niiden koronmaksujen arvoa markoissa, kun kaupat on tehty ja luotot sovittu ulkomaan valuutan määräisinä. Sama koskee kaikkia ulkomaiden kanssa tehtyjä valuuttamääräisiä sopimuksia.

Sen vuoksi viennin kilpailukyky heikkenee ja tuonnin paranee. Viennin määrä alkaa vähetä ja tuonnin kasvaa. Avoimen sektorin investointien kannattavuus heikkenee ja investoinnit vähenevät. Tulonmuodostus ja kulutuskin vähenevät. Revalvaatio on kontraktiivinen, kysyntää vähentävä toimenpide. Se vähentää erityisesti avoimen, ulkomaiden kanssa kilpailevan sektorin kysyntää ja tuotantoa sekä heikentää vaihtotasetta. Revalvaatio myös hidastaa inflaatiota.

BOF4-mallin mukaan 4 prosentin revalvaatio vuoden 1988 alussa olisi vähentänyt vuoden 1988 BKT:n määrää 1,0 % ja vuoden 1989 BKT:n määrää 1,8 % (kuvio). Viennin määrää se olisi vähentänyt vastaavasti 2,5 % ja 3,0 % sekä yksityisen sektorin investointien määrää 1,2 % ja 3,0 %.

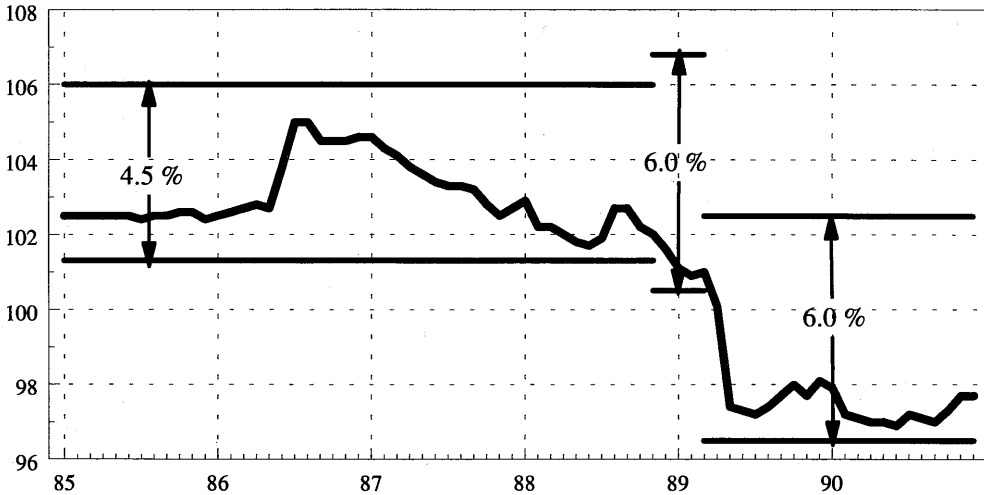
Nähdään, että aikaisempi revalvaatio olisi hieman hidastanut noususuhdannetta. BKT:n kasvu olisi ilmeisesti jäänyt vuonna 1988 4 %:iin (4,9 %:n sijasta) ja vuonna 1989 4,9 %:iin (5,7 %:n sijasta). Revalvaatio olisi supistanut nimenomaan vientiä ja vientialojen ja siten etupäässä teollisuuden investointeja. Kuten muistetaan, investoinnit sen sijaan todellisuudessa ylikuumenivat asuntorakentamisessa ja palvelualoilla. Niiden ylikuumenemista aikaisempi revalvaatio ei olisi juuri lainkaan hillinnyt, ellei revalvaatio olisi hillinnyt merkittävästi luotonottoa myös korkotason nousun kautta. Tähän palataan kohta jäljempänä. Inflaatiota kuluttajahinnoilla mitattuna tämän suuruinen revalvaatio olisi hidastanut yhden prosenttiyksikön sekä vuonna 1988 että vuonna 1989. Prosentin hidastuminen ei olisi saanut aikaan merkittävää hidastumista kuluttajahintojen nousuun, joka oli 5,1 % vuonna 1988 ja 6,6 % vuonna 1989.

Lienee syytä olettaa, että sen jälkeen kun olisi tehty vuoden 1988 alun revalvaatio, toista revalvaatiota maaliskuussa 1989 ei mahdollisesti enää olisi toteutettu. Sen vuoksi on mielenkiintoista arvioida myös siitä todennäköisesti seurannut kehitysura. Teknisesti se arvioitiin laskemalla, mitä olisi tapahtunut, jos maaliskuussa 1989 valuuttaindeksin vaihteluväli olisi pidetty ennallaan.

On myös arvioitava, mikä olisi ollut korkotason reaktio vuoden 1988 alun revalvaatioon. Suomen lyhyet korot (esimerkiksi 3 kuukauden Helibor) riippuvat kansainvälisistä koroista (lä-

Kuvio 3 Suomen pankin valuuttaindeksi

1982 = 100



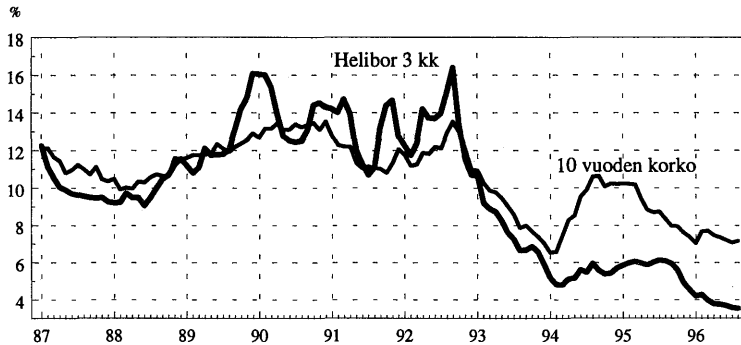
hinnä Saksan 3 kuukauden korosta) lisätynä odotetun valuuttakurssin muutoksen aiheuttamalla termillä ja vielä odotustekijällä Suomen pitkän ajan inflaatiohistoriasta. Näistä viimeksi mainittu muuttuu yleensä hyvin hitaasti ja voidaan katsoa lyhyellä aikavälillä vakiosuuruiseksi. Se on kuitenkin tekijä, joka on pitänyt Suomen korkotason (samoinkuin useimpien EU-maiden korkotason) Saksaa korkeampana. Näiden tekijöiden lisäksi Suomen Pankki voi interventioillaan vaikuttaa lyhyisiin korkoihin (nykyisin myös asettamalla huutokauppakorotason).

Vuoden 1989 maaliskuun revalvaation jälkeen lyhyet korot nousivat muutaman kuukauden jälkeen noin 3 prosenttiyksikköä ja korkoero Saksaan nähden lisääntyi suunnilleen sen verran (kuvio). Nousu oli ilmeinen seuraus devalvaatio-odotusten vahvistumisesta valuuttamarkkinoilla ja lyhytaikaisten pääomanliikkeiden suunnan kääntymisestä markasta valuuttoihin. Pankkisektorin markkalikviditeetti väheni tuntuvasti.

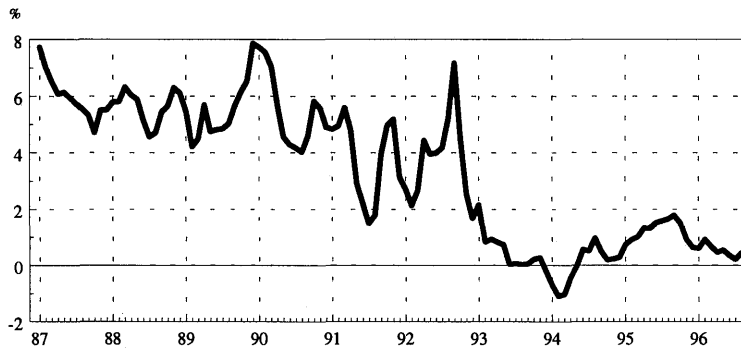
On erittäin vaikea arvioida erityisesti sitä, millä aikavälillä, kuinka nopeasti markkinat eri tilanteissa arvioivat valuutan kurssin muuttuvan. Jos devalvaation tai revalvaation arvioidaan tulevan huomattavan suurena ja muuttaman päivän tai viikon kuluessa, lyhyet korot saattavat muuttua hyvinkin jyrkästi, niinkuin spekulatiotilanteissa on nähty, muun muassa marraskuussa 1991 ja syyskuussa 1992.

Tässä laskelmassa ei kuitenkaan ole syytä olettaa vuoden 1988 tilanteesta suurempia korkoreaktioita kuin vuoden 1989 aikana koettiin. Neljän prosentin revalvaation vuoden 1988 alussa on (esimerkinomaisesti) oletettu johtavan vuoden 1988 2. neljänneksellä 3 prosenttiyksikön suuruiseen korkoeron nousuun Saksan 3 kuukauden korkoon nähden. Tämän korkoeron lisäyksen on oletettu pienenevän lineaarisesti nolnaan vuoden 1990 3. neljännekseen mennessä. Voitaisiin kuitenkin lähes yhtä hyvin ajatella korkoeron lisäyksen pysyvän pitempäänkin, niin kauan kunnes Suomen kustannustason aleneminen pienentäisi devalva-

Kuvio 4 Kotimaiset korot



Kuvio 5 Korkeero Saksaan nähden 3 kk, Helibor 3kk - DEM 3 kk



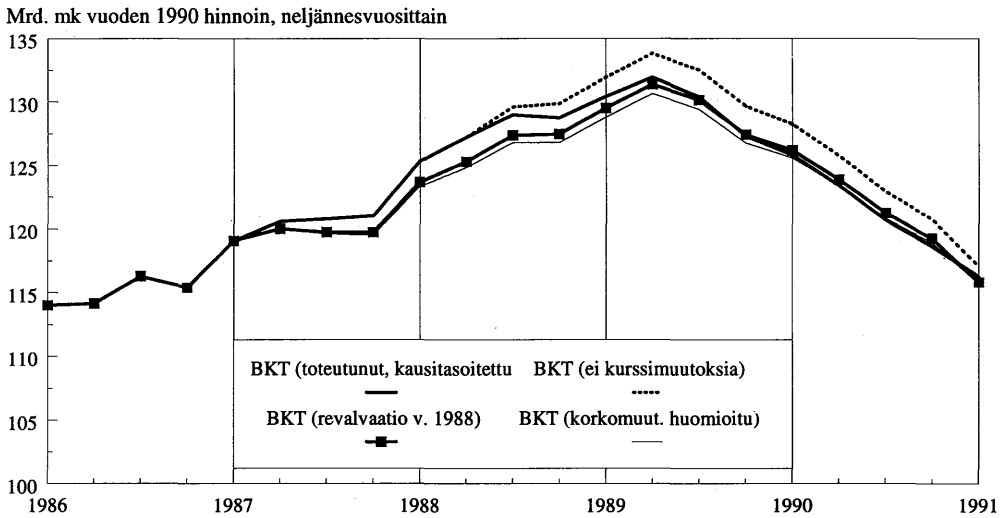
tio-odotuksia riittävästi.

Kuviossa 6 on havainnollistettu tämän suuruisen korkoeron lisäyksen vaikutuksia BKT:n määrään. Vaikutus BKT:n määrään on aika pieni, vuonna 1988 vain 0,1 %, vuonna 1989 0,5 % samoin kuin vuonna 1990 0,5 %. Tämsuuruisella korkoeron nousulla ei olisi ollut huomattavaa lisävaikutusta suhdannenousun ylikuumentumisen hillintään. Vaikutus investointeihin olisi tullut vaikutusviiveiden vuoksi pääasiassa vasta vuodesta 1990 alkaen, jolloin investoinnit olivat jo vähenemässä. Asuntorakentamiseen, missä ylikuumentuminen oli pahinta, korkotason nousu olisi vaikuttanut BOF4-mallin mukaan jokseenkin samoilla prosenttiluvuilla kuin koko yksityisiin investointeihin. Asuntoinvestoinnit kasvoivat vuonna

1989 18,9 %. Kasvu olisi voinut jäädä 17 prosenttiin, jos korko olisi noussut 3 prosenttiyksikköä vuoden 1988 2. neljänneksellä. Tämän suuruusluokan koron nousu olisi siten leikannut vain hieman asuntojen rakentamisen ylikuumentumista.

Vuoden 1989 maaliskuun markan revalvaation eräs ja varsin merkittävä tarkoitus oli (mm. Suomen Pankin pääjohtaja Rolf Kullbergin mukaan) luoda odotuksia markan tulevasta devalvaatiosta, minkä olisi pitänyt hillitä yritysten ulkomaista lainanottoa. Todellisuudessa devalvaatio-odotuksia ei pystytty luomaan kotimarkkinoilla toimivissa yrityksissä eikä osassa pankkejakaan. Se näkyy siinä, että ulkomaisten luottojen määrän kasvu kiihtyi vuoden 1989 loppupuoliskolla. Revalvaation vaikutus

Kuvio 6 Revalvaatio 4 prosenttia vuoden 1988 alussa



oli tässä suhteessa päinvastainen kuin mitä sillä pyrittiin saamaan aikaan. Kansainvälisillä rahamarkkinoilla ja suomalaisissa suurissa vientiyrityksissä revalvaatio kylläkin voimisti devalvaatio-odotuksia.

Samaan aikaan kun Suomen Pankki rajoitti pankkien luotonannon kasvua toukokuusta 1989 lähtien ottamalla käyttöön korottomat kassavarannot ja kotimaisen luottokannan lisääntyminen lähes pysähtyi, ulkomaisten luottojen määrän kasvu kiihtyi 30 prosentista 55 prosenttiin, jatkuen aina vuoden 1990 puoliväliin saakka (kuvio 7).

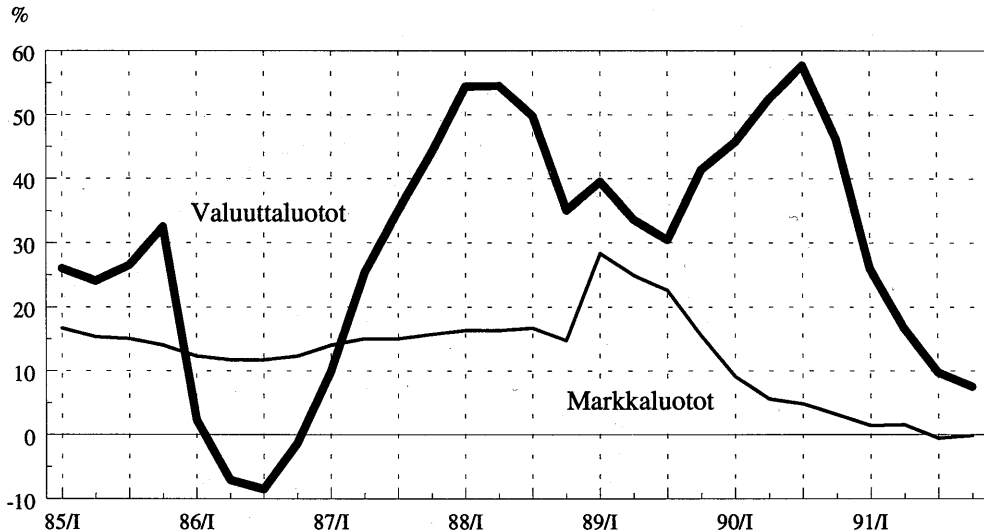
Tämän suorastaan perverssin markkinareaktion selityksenä on ilmeisesti, että osassa yrityksiä ja pankkejakin uskottiin Suomen Pankin ja hallituksen vakuutteluun vakaan markan politiikan linjasta. Varsinkaan pienillä ja keski-suurilla kotimarkkinoilla toimivilla yrityksillä ei ollut realistista käsitystä kiinteän valuuttakurssin pitämisen mahdottomuudesta tilanteessa, jossa Suomen kustannustaso oli kestävä. Suurilla vientiyrityksillä oli asiasta tietoa

ja omakohtaista kokemusta.

Koska revalvaatio nosti kotimaista korkotaso, ulkomaiset selvästi halvempikorkoiset luotot tulivat näennäisesti entistäkin kannattavammiksi, kun kasvanutta valuuttakurssiriskiä ei osattu arvioida ja ottaa huomioon. Osa pankeista, SKOP ja KOP etunenässä syyllistyivät siihen, että suosittelivat asiakkailleen ulkomaisia luottoja vielä vuoden 1989 maaliskuun revalvaation jälkeenkin. Se ei tietenkään ollut yksistään pankkien vika, koska hallitus ja Suomen Pankki vakuuttivat markan kurssin kestävä. Sekin mahdollisuus on olemassa, että osa yrityksistä uskoi revalvaatioiden toistuvan tulevaisuudessakin. Se tekisi ulkomaiset luotot vieläkin edullisemmiksi, saatettiin spekuloida.

Olisiko aikaisempi, vuoden 1988 alussa tehty revalvaatio onnistunut paremmin pysäyttämään luotonannon voimakkaan kasvun odotustekijöihin vaikuttamalla? Koska suhdannenousun ylikuumeneminen, ulkomaisen kilpailukykyyn heikkeneminen ja vaihtotasevajeen suureneneminen eivät olleet vielä silloin yhtä pahoja

Kuvio 7 Pankkien luotonannon muutos neljännesvuosittain verrattuna edelliseen vuoteen



kuin vuonna 1989, devalvaatio-odotusten syntyminen olisi yrityksissä ollut vielä vähäisempää kuin se oli myöhemmin. Sen vuoksi aikaisempi revalvaatio olisi ilmeisesti johtanut samanlaiseen tai voimakkaampaankin ulkomaisen, valuuttamääräisen luotonoton kasvuun kuin maaliskuun 1989 revalvaatio.

Suuri paradoksi on siinä, että Suomen Pankki ja hallitus toisaalta loivat vakuutteluillaan uskoa ja luottamusta vakaan markan politiikkaan, mutta toisaalta ainakin Suomen Pankin johto toivoi revalvaation luovan devalvaatio-odotuksia ja hidastavan ulkomaista luotonottoa. Tämän epä johdonmukaisuuden vuoksi revalvaatiolla ei ollut toivottua suhdannenousua ja velkaantumista hillitsevää vaikutusta, vaan se vain kärjisti kilpailukykyongelmaa ja talouden epätasapainoa.

Jos vuoden 1988 alkupuoliskolla olisi ollut mahdollista tehdä huomattavasti suurempi kuin edellä tarkasteltu 4 prosentin revalvaatio, se olisi ilmeisesti riittänyt luomaan rahamarkkinoilla vahvoja odotuksia markan heikkenemi-

sen suuntaan. Suuri revalvaatio olisi kärjistänyt Suomen korkean kustannustason ongelmaa ja vaihtotaseen heikkenemistä niin paljon, että valuuttamarkkinoilla olisi tapahtunut jyrkkä odotusten kääntyminen. Korkotaso olisi noussut huomattavan paljon ja hillinnyt luotonlaajennusta.

En kuitenkaan pidä tätä vaihtoehtoa realistisena poliittisten päättäjien valinnoissa. Suuri valuuttakurssin muutos ei olisi mitenkään sopinut vuoden 1987 keväällä aloittaneen Holkerin hallituksen rahapoliittiseen linjaan. Hallituksen kokoonpanonkin perusteena oli suurella painolla "vakaan markan politiikan" jatkaminen. Se oli myös hallitusohjelman keskeisiä kohtia.

On korostettava, että tässä esitetyt vaikutusarviot vaihtoehtoisille rahapolitiikan päätöksille on ymmärrettävä suuruusluokaltaan vain esimerkinomaisiksi. Laskelmat perustuvat standardisimulointien tuloksiin. Huomioon ei ole otettu sitä, että markan revalvaatiot olisivat josain määrin muuttaneet muun talouspolitiikan,

esimerkiksi finanssipolitiikan ja myös tuloratkaisujen luonnetta ja tuloksia. Niiden hahmottaminen olisi kuitenkin niin epävarmaa ja avaisi niin suuren mahdollisuuksien avaruuden tutkittavaksi, että siihen ei tässä tutkimuksessa ole lähdetty.

Oliko markan devalvaatiolla vaihtoehtoja?

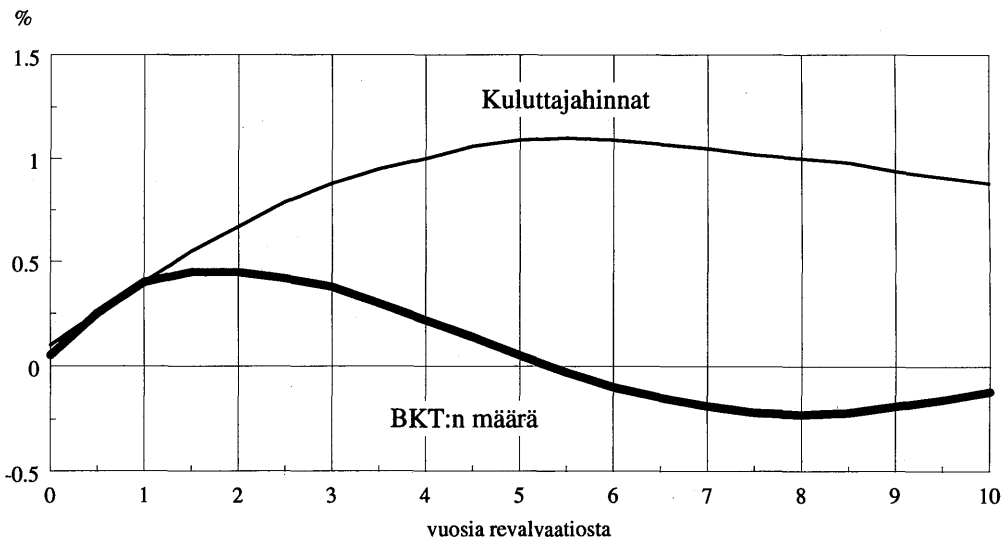
Niinkuin edellä nähtiin, revalvaatio johtaa muutaman vuoden ajan kontraktioon, talouden aktiiviteetin ja tuotannon pienenemiseen. Vastaavasti devalvaatiolla on ekspansiivinen, kokonaistuotantoa lisäävä vaikutus. Inflaatiota revalvaatio tyypillisesti hidastaa ja devalvaatio kiihdyttää. Lisäämällä viennin kilpailukykyä samoin kuin tuonnin kanssa kilpailevan kotimaisen tuotannon kilpailukykyä devalvaatio johtaa kilpailevan sektorin, erityisesti teollisuuden osuuden nousuun. Se on tullut viime vuosina myös vahvasti näkyviin, kun viennin ja BKT:n määrien suhde on noussut vuoden 1991

27 prosentista 40 prosenttiin vuonna 1995.

Valuuttakurssien muutoksilla on siten vaikutuksia talouden rakenteeseen etenkin, jos kurssien muutos on suuri. Devalvaatio nostaa avoimen, ulkomaiden kanssa kilpailevan sektorin osuutta kokonaistuotannossa ja vähentää suljetun sektorin osuutta. Sen vuoksi se parantaa ulkomaankaupan tasapainoa, kohentaa kauppaa- ja vaihtotaseita. Edellytyksenä on tietenkin, että devalvaation aiheuttama inflaatio-sysäys hallitaan niin, että kilpailukykyyn parantaminen ei jää hyvin lyhytaikaiseksi.

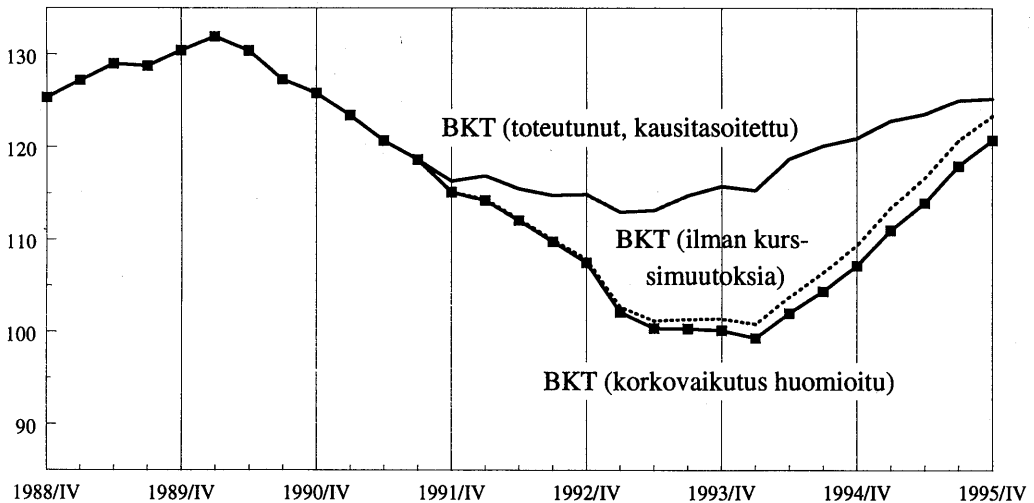
Sen vuoksi devalvaatio onnistuu yleensä vain taantumassa tai lamassa, jossa inflaatiopaineet ovat vähäisiä. Merkittävänä tekijänä devalvaation onnistumisessa on myös, että se tehdään ulkomaankaupan rakenteellisen epätasapainon korjaamiseksi. Avoimen sektorin tuotantokapasiteetin käyttöaste on silloin alhainen ja avoimen sektorin viennin sekä tuotannon kasvu voi tapahtua ilman inflaation kiihtymistä. Suomen tilanne oli vuosina 1990 - 1992 juuri tällainen, jopa kärjistyneesti.

Kuvio 8 Prosentin suuruisen revalvaation vaikutus tuotantoon ja hintoihin BOF4-mallin mukaan



Kuvio 9 Toteutunut BKT ja BKT, joka olisi toteutunut ilman kurssimuutoksia

Mrd. mk vuoden 1990 hinnoin, neljännesvuosittain



Vaihtotaseen vaje oli tullut rakenteelliseksi ongelmaksi jo vuosina 1989 ja 1990. Syvä epätasapaino johti korkotason nousemiseen ja talouden markkinaehtoiseen korjausliikkeeseen. Investoinnit ja kulutus sekä kokonaistuotanto ja tuonti kääntyivät laskuun vuoden 1990 alussa. Vuoden 1991 marraskuun devalvaatio ja syyskuusta 1992 lähtien tapahtunut devalvoituminen sitten nopeuttivat ulkoisen epätasapainon korjaamista ja korkojen alenemista, mikä viiveen jälkeen pysäytti myös kokonaistuotannon supistumisen.

Ensimmäiseksi onkin syytä arvioida, kuinka syvä Suomen talouden lamasta olisi tullut, mikäli ulkoisen epätasapainon korjaaminen olisi tapahtunut pelkästään talouden markkinaehtoisella korjausliikkeellä, korkotason nousun sekä investointien ja kulutuksen supistumisen kautta. Arviointi tehdään BOF4-mallin standardisimulointien perusteella samalla tapaa kuin revalvaatioiden vaikutusten arvioinnit tehtiin. Kuviossa 9 on esitetty, millainen olisi ollut kokonaistuotannon (BKT:n määrän) kehitys, jos

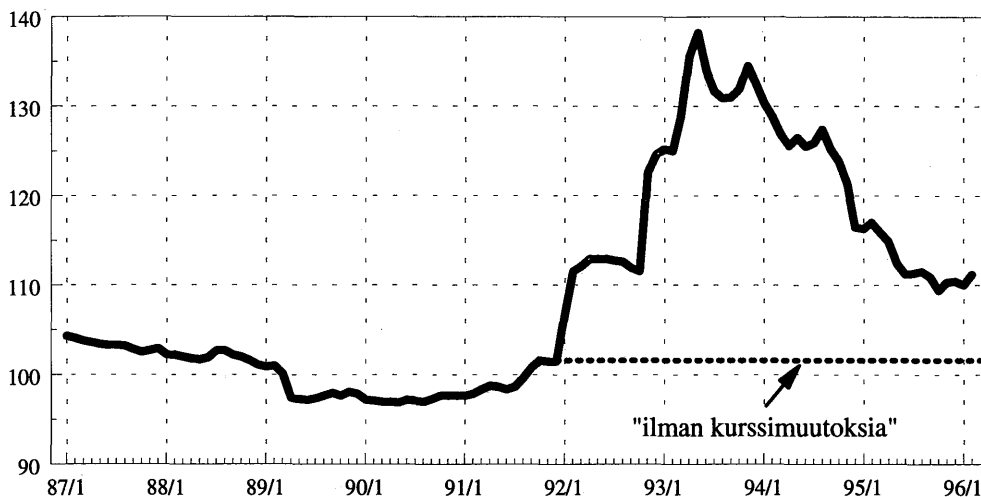
markkan kurssi olisi pidetty sillä tasolla, missä se oli ennen marraskuun 1991 devalvaatiota ("ilman kurssimuutoksia"-käyrä).

Ennen marraskuun 1991 devalvaatiota markkan kurssi oli liukunut lähelle "valuuttaputken" ylärajaa. Siten markka oli devalvoitunut putken sisällä Ecu-kytkennän jälkeen takaisin sille tasolle, missä se oli ennen maaliskuun 1989 revalvaatiota. Tässä laskelmassa oletetaan, että markkan kurssi olisi pysynyt muuttumattomana tällä tasolla seuraavien vuosien aikana, niinkuin seuraavassa kuviossa on esitetty.

Laskelma viittaa siihen, että ilman markkan devalvaatiota marraskuussa 1991 ja devalvoitumista syyskuusta 1992 lähtien kokonaistuotanto olisi supistunut 23 % vuoden 1990 huipusta. Tämä on noin kymmenen prosenttiyksikköä enemmän kuin toteutunut BKT:n supistuminen vuosina 1990 - 1993. Ilman markkan devalvoitumista, pelkästään talouden markkinaehtoisen korjausmekanismin varassa lamasta olisi siten tullut kokonaistuotannolla mitattuna melkein kaksi kertaa toteutuneen syvyinen.

Kuvio 10 Suomen markan valuuttaindeksi

Kauppapainoin laskettu indeksi



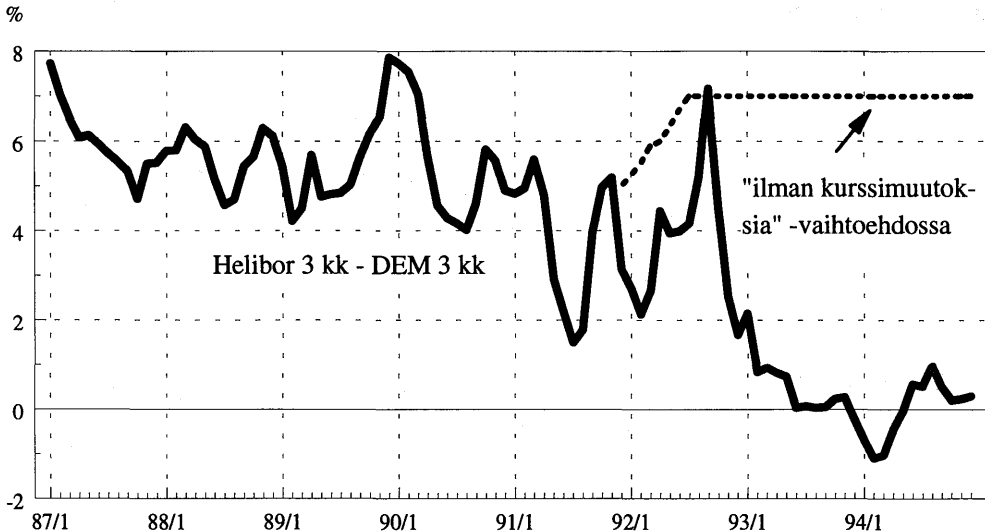
On tosin heti todettava, että arviot valuuttakurssien vaikutuksista ovat hyvin karkeita. Toteutunutkin, 13 %:n kokonaistuotannon supistuminen aiheutti erittäin suuren yritysten konkurssien ja lopettamisten määrän sekä kokonaisten toimialojen häviämisen. Velkadeflaatio oli vaikea ja seurauksena oli syvä pankkijärjestelmän kriisi. Onkin vaikea kuvitella, mitä kaikkea taloudessa ja sen rakenteissa olisi tapahtunut, jos BKT olisi supistunut vielä 10 prosenttia lisää. On aivan selvää, että BOF4-mallin rakenne ja käyttäytymisyhtälöt eivät riitä selittämään näin suuren shokin vaikutuksia.

Talouden rakenteiden murtuminen ja finanssikriisi olisi ilmeisesti johtanut vielä syvempään lamaan ja kriisiin kuin mitä mallilaskelma ehdottaa. Siinäkin suhteessa tämä vaihtoehto, devalvoimatta jättäminen, jää pelkästään teoreettiseksi, että rahamarkkinat olisivat joka tapauksessa pakottaneet luopumaan markan puolustamisesta. Jos puolustuksessa olisi onnistuttu vielä marraskuussa 1991, syyskuun 1992 eu-

rooppalaisessa valuuttamyllerryksessä se ei enää olisi onnistunut.

Korot olisivat ilmeisesti pysyneet korkealla aika pitkään, jos markkaa ei olisi devalvoitu. Vaihtotaseen vaje olisi pysynyt suurena ja valtio olisi velkaantunut toteutunutta huomattavasti nopeammin. Sen vuoksi on perusteltua olettaa, että korkoero Saksaan nähden olisi suurentunut jonkin verran vuoden 1991 syksyn 5 prosentin tasolta. (Korkoeron reaktioita valuuttakurssiodotuksiin pohdittiin edellä sivuilla 5-6). Laskelmassa on oletettu, että korkoero olisi noussut vuoden 1992 2. neljänneksellä 6 prosenttiin ja 3. neljänneksellä 7 prosenttiin sekä pysynyt seuraavina vuosina tällä tasolla (kuvio). Korkeampi korko olisi vähentänyt kokonaistuotantoa laman pohjassa vuonna 1993 vajaan prosentin verran, joten sen vaikutus on huomattavan paljon pienempi kuin devalvaation välittömät vaikutukset tuotantoon.

Kuvio 11 Korkeero Saksaan nähden, 3 kk



Olisiko aikaisempi devalvaatio lievittänyt lamaa?

Rahapolitiikan osalta tärkeä kysymys on, olisiko markka pitänyt devalvoida jo aikaisemmin kuin marraskuussa 1991. Devalvaatiosta keskusteleminen julkisuudessa oli vuosina 1990-1991 hyvin pidättyvää. Haluttiin välttää spekulatiot ja sen seurauksena korkojen kohoaminen aivan kestäättömälle tasolle. Kulissien takana devalvaatiomahdollisuudesta kuitenkin keskusteltiin jo vuonna 1990 ja sitä ehdotettiin. Syvenevä vaihtotaseen vaje ja talouden kasvun taittuminen sekä vientiteollisuuden vaikea tilanne olivat sen taustana.

Valtiovarainministeriön ylijohtaja Korkman oli tehnyt toukokuussa 1990 muistion, jossa devalvaatiota pohdittiin ja ehdotettiin valuuttaputken laajentamista sekä markan tosiasiallista devalvoimista putken sisällä. Sosialidemokraattisen puolueen asiantuntijaryhmä oli puolestaan tehnyt ehdotuksen devalvaatiosta syksyllä 1990. Molemmat ehdotukset pidettiin tie-

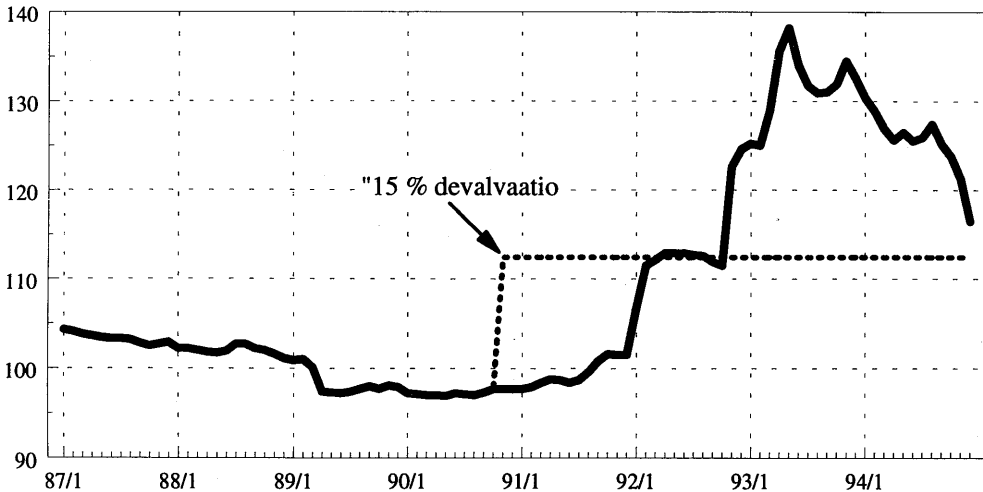
tenkin salassa. Myös keskustan talouspoliittiset asiantuntijat kannattivat devalvaatiota. Etujärjestöt, etenkin Teollisuuden keskusliitto ja MTK olivat vahvasti tietoisia teollisuuden syvenevästä kriisistä ja pyrkivät vaikuttamaan päättäjiin, erityisesti vuoden 1991 alusta lähtien¹.

Devalvaatiovaihtoehto oli siten talouspoliittisesti perusteltavissa oleva vaihtoehto jo vuonna 1990, vaikka Suomen Pankki ja Holkerin hallitus eivät ottaneet sitä lainkaan vakavasti harkittavaksi. Onkin hyvin perusteltua arvioida, kuinka paljon vuoden 1990 syksyllä toteutettu devalvaatio olisi lieventänyt lamaa ja talouden kriisiä. Suhdannelasku oli silloin jo varsin jyrkkä ja työttömyys poikkeuksellisen jyrkässä nousussa, vaikka vain osa talouden

¹ Risto Uimonen on tehnyt elävän kuvauksen vuosi-
en 1990-1992 valuuttakurssipoliittisesta kamppailusta ss. 46-58 teoksessa "Nuori pääministeri", WSOY 1995.

Kuvio 12 Suomen markan valuuttaindeksi

Kauppapainoin laskettu indeksi



ennustajista osasi arvioida tilanteen realistisesti. Suhdannelaskun vuoksi devalvaatio ei olisi johtanut inflaation kiihtymiseen, kun devalvaation ns. jälkihoito olisi toteutettu ja tilanne olisi hallituksen ja keskuspankin toimesta selvitetty etujärjestöille.

Seuraavista kuvioista nähdään, miten 15 prosentin suuruinen syyskuussa 1990 tehty devalvaatio olisi vaikuttanut BKT:n muutoksiin. Suhdannelasku olisi jäänyt lievemmäksi vuosina 1991-1992. BKT:n määrä olisi supistunut vuonna 1991 hieman yli 3 % (laskelman mukaan 3,3 %) kun se todellisuudessa supistui 7,1 %. Vuonna 1992 BKT:n supistuminen olisi kuitenkin ollut jopa jyrkempää kuin toteutunut BKT:n väheneminen, koska tässä laskelmassa oletetaan, että markan lisädevalvaatioita vuosina 1991 ja 1992 ei olisi tapahtunut.

Suomen kustannustaso olisi aikaisemman devalvaation tapauksessa, mikäli devalvaatio olisi ollut 15 %:n luokkaa, korjaantunut suunnilleen saman verran kuin marraskuun 1991 devalvaatiolla. Vuoden 1992 puoliväliin tulta-

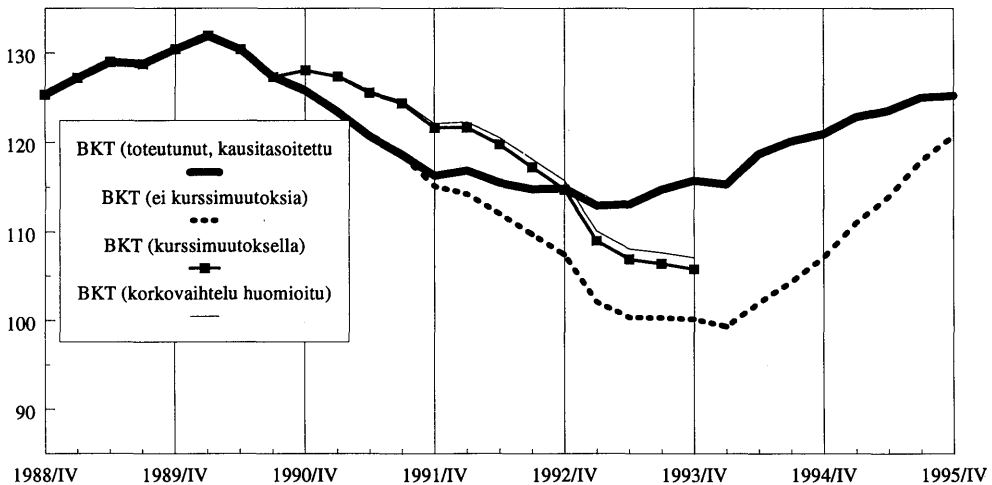
essa erona olisi ollut, että BKT ei olisi vajonnut niin syväälle kuin todellisuudessa tapahtui eikä työttömyys noussut niin korkealle. BKT:n taso olisi ollut noin 4 % toteutunutta korkeampi ja työttömiä 100 000 vähemmän. Sekä ulkomaiden kanssa kilpailevien alojen että kotimarkkina-alojen yritysten kriisi olisi jäänyt toteutunutta lievemmäksi, konkurssit vähäisemmiksi ja pankkien luottotappiot pienemmiksi. Myös nähdään, että vuoden 1992 lopussa ja vuonna 1993 BKT olisi kuitenkin supistunut varsin voimakkaasti.

Tässä vaihtoehdossa on oletettu esimerkinomaisesti, että lyhyiden korkojen korkoero Saksaan nähden olisi alentunut vuoden 1991 alussa yhteen prosenttiin, mutta lähtenyt uudelleen nousuun Euroopan valuuttamarkkinoiden levottomuuden aikana kesällä 1992 ja kohonnut vuoden 1993 alkuun tultaessa 3 prosenttiin.

On todennäköistä, että myös tässä vaihtoehdossa markka olisi jouduttu päästämään kellumaan syyskuun 1992 tienoilla Euroopan valuuttamarkkinoiden levottomuuksien aikana.

Kuvio 13 Devalvaatio 15 % vuoden 1990 syyskuussa

Mrd. mk vuoden 1990 hinnoin, neljännesvuosittain



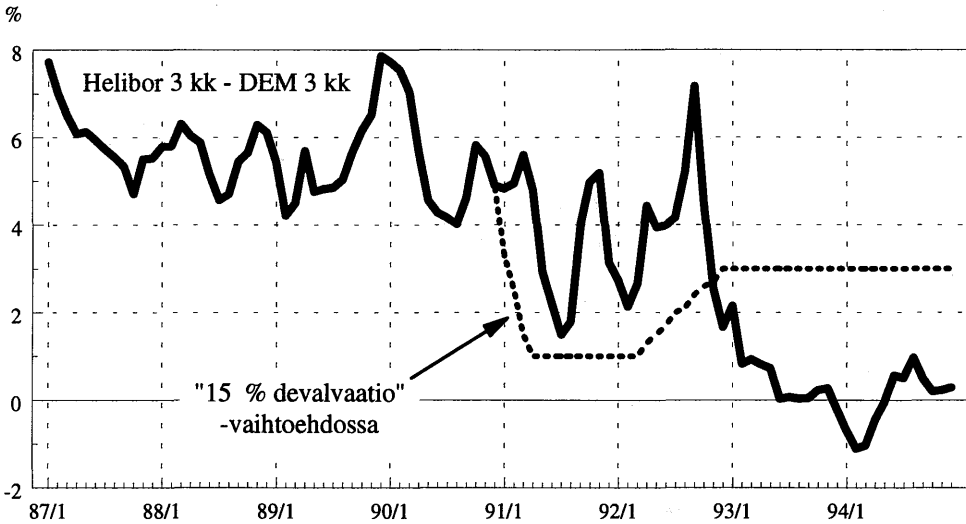
Koska kriisi olisi vuoden 1992 syksyllä ollut lievempi kuin toteutunut, markan devalvoituminen vuoden 1992 lopulla ja vuoden 1993 alussa (markan kelluessa) olisi voinut jäädä pienemmäksi kuin toteutunut noin 25 %:n devalvoituminen. Seuraavissa kuvioissa esitetään tuloksia laskelmasta, jossa markan kellunnan on oletettu johtavan 20 prosentin lisädevalvoitumiseen syyskuusta 1992 joulukuuhun 1992. Suomen ja Saksan lyhyiden korkojen erosta oletettiin, että se olisi – samalla tavalla kuin edellisessä vaihtoehdossa – alentunut vuoden 1991 alussa 1 prosenttiin ja pysynyt sen suuruisena vuoden 1992 kesän valuuttalevottomuuksiin saakka, noussut 3 prosenttiin vuoden 1992 lopussa ja alentunut sen jälkeen vuoden 1993 2. neljänneksellä takaisin 1 prosenttiin.

Nähdään, että tässä valuuttakurssipolitiikan vaihtoehdossa lamasta olisi tullut lähes yhtä syvä kuin millaiseksi se todellisuudessa tuli. BKT:n määrän supistuminen vuosina 1991-1992 olisi kuitenkin tapahtunut hitaammin, mikä olisi saattanut hieman helpottaa kriisin oireita.

Edellä esitettyjen markan devalvaatiovaihtoehtojen joukosta ei ole löytynyt sellaista, joka olisi johtanut selvästi lievempään lamaan kuin mitä toteutunut lama oli. Pitäisikö tästä tehdä se johtopäätös, että toteutettu valuuttakurssipolitiikka vuosina 1991 - 1992 oli suhteellisen onnistunutta? Palaan vielä aivan artikkelini lopussa tähän kysymykseen.

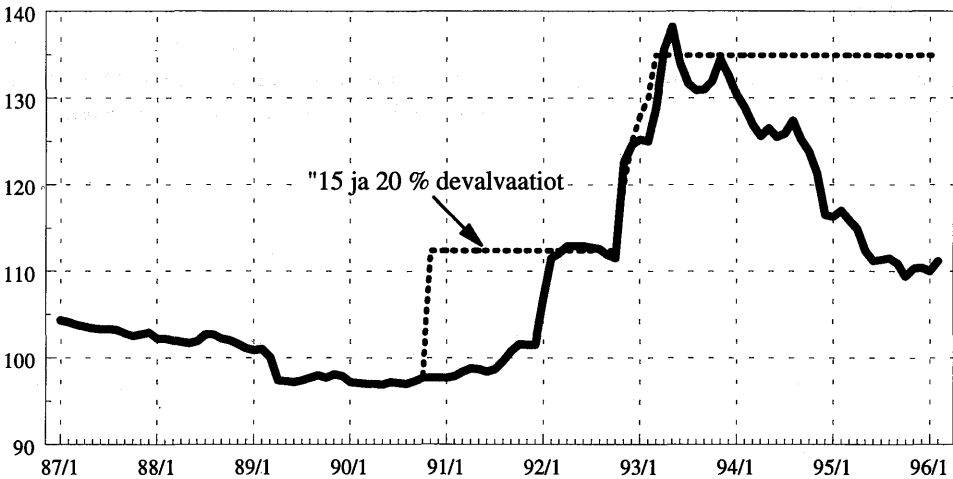
BKT:n kehitysvaihtoehtojen kuviossa kiinnittää huomiota se, että viimeksi esitetyllä valuuttakurssin vaihtoehdolla kokonaistuotannon nousu vuosina 1994 ja 1995 olisi ollut jyrkempi kuin toteutunut nousu. Se johtuu siitä, että laskelmassa on oletettu markan kurssin pysyneen vuoden 1993 maaliskuusta lähtien vakio-tilalla. Todellisuudessa markka revalvoitui vuoden 1993 maaliskuusta lähtien vuoden 1995 syksyyn saakka yhteensä noin 20 % eli palasi kelluntaa edeltäneelle tasolle. Revalvoituminen jarrutti kokonaistuotannon kasvua. Toisin sanoen, jos markka olisi pidetty heikompana ja hintakilpailukyky erittäin vahvana – niinkuin osa ekonomisteista ehdotti – nousu olisi ollut huomattavasti nopeampi ja työttö-

Kuvio 14 Korkeero Saksaan nähden, 3 kk



Kuvio 15 Suomen markan valuuttaindeksi

Kauppapainoin laskettu indeksi

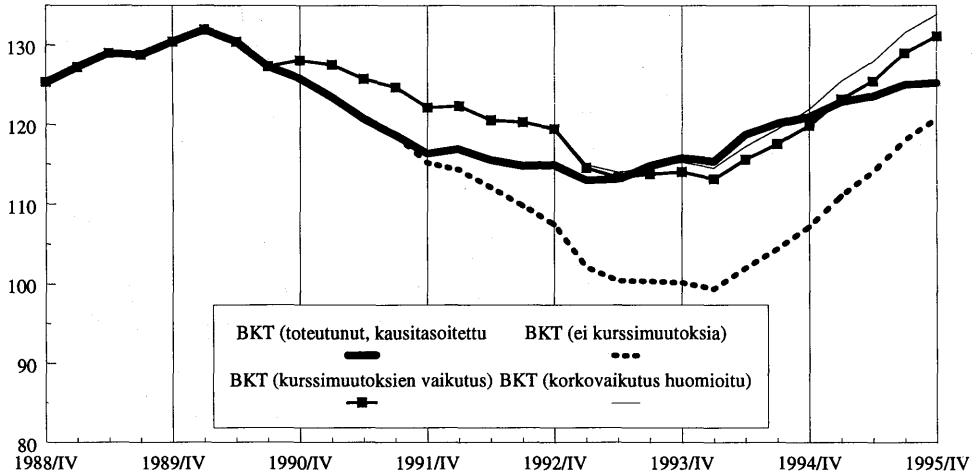


myös olisi vähentynyt enemmän. Vuoden 1990 suhdannehuippu olisi kokonaistuotannon tasossa saavutettu jo vuoden 1995 puolivälissä. Tosin inflaatio ei olisi painunut aivan niin alas kuin se revalvoitumisen vuoksi painui vuosina 1995-1996. Kokonaan markan revalvoitumista

ei tosin olisi voitu estää, mutta se olisi tapahtunut hitaammin ja vain osittain, jos lyhyitä korkoja olisi alennettu nopeammin ja jos vuoden 1995 alkupuoliskolla ei olisi ryhdytty korkotason nostamiseen.

Kuvio 16 Devalvaatio 15 % vuoden 1990 syyskuussa ja lisädevalvoituminen 20 % syys-joulukuussa 1992

Mrd. mk vuoden 1990 hinnoin, neljännesvuosittain



Devalvaatioiden vaikutusten arvioiden luotettavuudesta

Yritysten valuuttavelan hoitokulut, korot ja kuoletukset nousivat markka-arvoltaan devalvaation ja kellutuksen vuoksi. Avoimessa sektorissa se ei ollut ongelma, koska devalvaatiot lisäsivät yritysten tulonmuodostusta huomattavasti. Suljetun sektorin yrityksissä hoitokulujen lisäys heikensi kannattavuutta ja investointeja merkittävästi. BOF-malli ei ota sitä huomioon. Sen vuoksi devalvaatioiden tuotantoa lisäävät vaikutukset tulevat yliarvioituiksi.

Valuuttavelan hoitokulujen lisäys oli avoimen ja suljetun sektorin yrityksissä vuonna 1992 noin 5,5 miljardia markkaa, vuonna 1993 noin 10,2 mrd. markkaa ja vuonna 1994 noin 5 mrd markkaa. Devalvaatiot kuitenkin lisäsivät siinä määrin myös suljetun sektorin investointeja ja tuotantoa, että devalvaation tuotantovaikutus oli suljetussa sektorissa jo vuonna 1993 yli kaksinkertainen lainanhoitokulujen lisäykseen verrattuna. Lainanhoitokulujen lisäyksestä

huolimatta devalvaatiolla oli ekspanstiivinen vaikutus myös suljetussa sektorissa.

BKT:ta devalvaatiot lisäsivät vuonna 1992 noin 20 mrd. markalla ja vuonna 1993 noin 54 mrd. markalla. Vertaamalla valuuttavelan hoitokulujen lisääntymistä BKT:n lisääntymiseen voidaan päätellä, että edellä laskelmissa ja kuvioissa esitetyt BKT-vaikutukset olisivat devalvaatioita seuraavina vuosina 1/5 - 1/4 liian suuria valuuttavelan hoitokulujen nousun takia.

Toisaalta velkadeflaation vuoksi, jota BOF-malli ei niinkään ota huomioon, devalvaatioiden vaikutukset tuotantoon tulevat aliarvioituiksi. Nämä laskelmien kaksi virhelähdettä, ulkomaisen velan hoitokuluihin liittyvät ja toisaalta velkadeflaatiosta johtuvat, ovat vastakaissauntaisia ja kumoavat toisiaan, kuinka paljon, on vaikea sanoa.

Poikkeuksellisen syvä lama aiheutti suuria deflaatiopaineita Suomen talouteen. Niiden suuruusluokkaa on tässä yhteydessä myös syytä hahmotella, koska niilläkin on merkitystä devalvaatioiden vaikutusten arvioinnissa.

BOF4-mallin standardisimulointien mukaan markan devalvoitumisen 15 prosentilla vuoden 1991 lokakuusta vuoteen 1996 (keskimäärin) olisi pitänyt nostaa Suomen kuluttajahintoja 15 prosentilla. Standardisimulointi ei kuitenkaan tässä suhteessa toimi hyvin syvän laman olosuhteissa.

Devalvaation aiheuttama hintojen nousu tulisi nimittäin muiden inflaatiotekijöiden eli pääasiassa kilpailijamaiden inflaatiovauhdista aiheutuvan nousupaineen lisäksi. Vientipainoilla painotettu OECD-maiden inflaatiovauhti oli vuosina 1992-1996 keskimäärin 2,7 % vuodessa eli yhteensä 14 %. Keskimääräisessä suhdannetilanteessa Suomen inflaation vv. 1992-1996 olisi pitänyt olla näiden yhteisvaikutuksena 31 %.

Todellisuudessa kuluttajahintojen nousu oli vv. 1992-1996 vain 7,5 %. EU -jäsenyyden hintoja alentava vaikutus oli ehkä 2 %-yksikköä. Muuta EU:ta voimakkaampi kilpailupolitiikan tehostaminen ja valtion palvelulaitosten liikelaitostaminen (Tele, VR jne) ovat niinkään hidastaneet inflaatiota, mahdollisesti pari prosenttiyksikköä enemmän kuin muissa EU-maissa. Joka tapauksessa voidaan arvioida, että laman deflatorinen vaikutus kuluttajahintoihin oli suuruusluokkaa 20 prosenttiyksikköä, kun e.m. 31 prosentista vähennetään nämä eri tekijöiden osuudet (yhteensä 11 - 12 prosenttiyksikköä).

Tämä arvio viittaa siihen, että 90-luvun devalvaatioiden inflaatiota kiihdyttävät vaikutukset tulevat BOF4-mallia käytettäessä yliarvioituiksi. Siitä seuraa edelleen, että devalvaatioiden tuotantoa lisäävät vaikutukset tulevat aliarvioituiksi. On todennäköistä, että tuotantoa lisäävät vaikutukset jatkuivat selvästi pitempään kuin BOF4:n mukaiset 5 vuotta. Aikaisemmissa BOF-mallin versioissa näin tapahtuikin. BOF3:n mukaan devalvaation tuotantoa lisää-

vät vaikutukset jatkuvat 8 vuoden ajan. Tämä johtuu siitä, että inflaatio kiihtyy BOF3:n mukaan devalvaation jälkeen vähemmän ja hitaammin kuin BOF4-mallissa¹. 90-luvun laman aikana deflaatio oli niin voimakas, että tämäkin standardisimulointi todennäköisesti yliarvioi inflaation kiihtymisen.

Palaan vielä devalvaatiota koskevien analyyysien keskeiseen kysymykseen, olisiko aikaisempi, jo vuonna 1990 tehty devalvaatio lieventänyt lamaa ja kriisiä merkittävästi. On ilmeistä, että devalvaatiot lisäsivät kokonaistuotantoa voimakkaasti 4-6 vuoden ajan devalvaatioiden jälkeen. Vuonna 1990 tehty devalvaatio olisi siten estänyt BKT:n supistumista vielä vuosina 1993 ja 1994 siten, että tuotannon taso olisi laman pohjassa ollut vähintään 3 - 4 prosenttia toteutunutta suurempi ja työttömyys vastaavasti noin 100 000 henkilöä pienempi. Tämä on oma arvioni, johon lisätutkimus toivoakseni antaa aikanaan lisää valaisua.

On vielä lopuksi korostettava, että devalvaatiosta ei ole kasvupolitiikan välineeksi talouden normaaleissa olosuhteissa, joissa sen ekspanstiivinen vaikutus jää inflaation kiihtymisen vuoksi vähäisemmäksi kuin näissä Suomen lamaan liittyvissä laskelmissa. Valuutan devalvaatiosta on hyötyä kansantalouden ulkoisen epätasapainon, vaihtotasevajeen korjaamisessa, joka muutoin markkinareaktioiden välityksellä tapahtuu syvän taantuman tai laman kautta. Devalvaatiolla avoimen sektorin osuuden nostaminen ja epätasapainon korjaaminen tapahtui nopeammin ja pienemmin yhteiskunnallisin kustannuksin.

¹ Suomen kansantalouden neljännesvuosimalli BOF3, Suomen Pankki, sarja D:59, 1985: taulukot sivuilla 396 ja 398.