

Kommentti – Rahapolitiikan vaihtoehdot ja Suomen lama*

ANTTI SUVANTO

VTT, osastopäällikkö

Suomen Pankki, kansantalousosasto

Professori Pertti Kukkonen käyttää Suomen Pankissa kehitetyn makroekonometrisen BOF4-mallin simulointeja vuoden 1987 jälkeisen rahapolitiikan arvioimiseen.

Laskelmissa ei ole kysymys rahapolitiikan, vaan puhtaasti valuuttakurssipolitiikan arvioimisesta. Valuuttakurssijärjestelmäksi oletetaan kiinteiden mutta muutettavissa olevien valuuttakurssien regiimi. Teoriasta tiedämme, että kiinteiden kurssien oloissa rahapolitiikalla ei ole vaikutusta. Valuuttakurssipolitiikalla sitä vastoin on vaikutuksia varsinkin, jos valuuttakurssimuutokset voidaan aina tehdä yllätyksellisesti.

Tulokset eivät tarkkaan ottaen perustu BOF4-mallilla suoritettuihin simulointeihin. Omissa laskelmissaan Kukkonen on omissa laskelmissaan skaalannut ja siirtänyt ajassa BOF4-mallia esittelevässä kirjassa esitetyjä vaikutuslaskelmia (Bank of Finland 1990, ss.

50 ja 58-59). Menetelmä on periaatteessa toimiva, mutta siihen liittyy ongelmia, mikäli malliin sisältyy merkittävää epälineaarisuutta.

Merkittävin laskelmien antama tulos on se, että lamaa ei olisi kokonaan voitu välttää, vaikka markka olisi devalvoitu jo vuonna 1990 ja uudelleen vuonna 1992 ja vaikka kurssi olisi jäänyt pysyvästi sille heikolle tasolle, mihin se pian kellutus päätöksen jälkeen tilapäisesti ajautui.

Kysymys valuuttakurssiregimistä käsittelemättä

Kukkonen laskelmissa on oletettu toteutuneesta poikkeava efektiivisen valuuttakurssin kehitys. Poikkeama toteutuneesta on kuitenkin pyrittävä tekemään realistisin oletuksin. Tämä tarkoittaa sitä, että oletetut valuuttakurssimuutokset ovat sellaisia, joita ajankohtana esitettiin tai joista ainakin joissakin sisäpiireissä keskusteltiin.

Kukkonen ei esimerkiksi käsittele kelluvan kurssin vaihtoehtoa lainkaan, koska sellainen regiimi tuskin olisi ollut 1980-luvun jälkipuo-

* Kommenttipuheenvuoro professori Pertti Kukkonen esitelmään Kansantaloudellisessa yhdistyksessä 10.12.1996

liskon talouspoliittisessa kulttuurissa hyväksytävissä.

Kelluvan kurssin järjestelmä olisi kuitenkin ansainnut lyhyen käsittelyn. Käytiinhän siitä ainakin akateemista keskustelua jo tuolloin. Jälkikäteen monet ovat sitä mieltä, että kelluva kurssi olisi noissa oloissa toiminut vakauttavasti. Parhaassa tapauksessa se olisi hillinnyt pääomanliikkeiden ja rahamarkkinoiden vapauttamisen aikaansaamaa luottoekspansiota ja poistanut spekulatiivisten hyökkäysten mahdollisuuden.

Kelluvan kurssin käsittely olisi tuonut esitykseen tärkeää pedagogista lisäarvoa. Se olisi pakottanut mm. kiinnittämään huomiota valuuttakurssiodotuksiin ja korkoeroihin. Nämä ovat tärkeitä tekijöitä kaikissa valuuttakurssiregimeissä.

Kukkosen laskelmissa on oletettu hyvin pelkistetty valuuttakurssiregimi, jossa aktiivinen valuuttakurssipolitiikka on mahdollista. Kun pääomaliikkeet ovat vapaat ja kun valuuttakurssi on kiinteä, mutta muutettavissa, varsinaisella rahapolitiikalla ei ole merkitystä, koska korkoa ei voida muuttaa eikä rahan tarjontaa säädellä. Korko riippuu ulkomaisista koroista ja devalvaatio-odotuksista ja rahan tarjonta riippuu pääomanliikkeistä.

Vaikka Suomen valuuttakurssiregimi perustuikin vuoden 1992 syksyyn saakka kiinteään valuuttakurssiin, valuuttaputken vuoksi siinä oli jonkin verran tilaa sekä kurssin että koron liikkeille. Useiden vuosien perspektiivistä katsottuna nämä ovat kuitenkin pieniä tekijöitä, eikä niiden huomioon ottaminen olisi Kukkosen kysymysten näkökulmasta ollut tarkoituksenmukaista. Korkeintaan niiden perusteella olisi voinut kuvata markkinoilla vallinneita devalvaatio-odotuksia (Lehmussaari, Suvanto and Vajanne, 1994).

Aktiivisella korkopolitiikalla ei Kukkosen

käsittelemässä regiimissä ole merkitystä, mutta aktiivisella valuuttakurssipolitiikalla on. Vaikutus seuraa siitä, että hinnat ja palkat reagoivat hitaasti valuuttakurssin muutoksiin, mistä syystä reaalin valuuttakurssi voi muuttua merkittävästi. Vaikutus kestää vuosia, mutta häviää muutaman vuoden kuluessa.

Jotta tällainen regiimi voisi toimia, kurssi-muutokset tulisi toteuttaa riittävän ajoissa ja yllätyksellisesti. Noususuhdannetta tulisi leikata revalvaatiolla, ja vastaavasti laskusuhdanteen alussa tulisi suorittaa devalvaatio. Toimenpiteet tulisi suorittaa riittävän ajoissa, jotta mallin mukainen impulssi, joka on voimakkaimmillaan kahden vuoden päästä, osuisi oikeaan kohtaan. Esimerkiksi revalvaatio olisi toteutettava yllätyksellisesti juuri noususuhdanteen alkaessa.

Kun odotuksille annetaan tilaa ja kun oletetaan, että toimenpiteiden ajoitus todennäköisesti viivästyisi, silloin regiimistä tulisi epästabiiloiva. Noususuhdanteen alussa alettaisiin odottaa revalvaatiota, jolloin korot laskisivat, mikä voimistaisi nousua. Laskusuhdanteen alussa tapahtuisi päinvastoin devalvaatio-odotusten nostaessa korkoja. Suomen kokemuksessa on ollut tällaisia piirteitä.

Olisiko ylikuumeneminen voitu estää?

Kukkosen laskelmien mukaan toteutuneesta poikkeavalla valuuttakurssipolitiikalla olisi voitu jossain määrin hillitä 1980-luvun lopun noususuhdannetta, mutta ylikuumenemista ei olisi voitu estää. Kukkosen laskelmat perustuvat oletukseen 4 prosentin revalvaatiosta, joka olisi toteutettu jo vuonna 1988. Suurempaa revalvaatiota Kukkonen - ilmeisen oikeutetusti - pitää epärealistisena 1980-luvun lopun ilmapiirissä.

Laskelmassa kiinnittää huomiota se, että

korkeiden vaikutus tuotantoon ja investointeihin on varsin pieni. Kukkonen on perustanut arviotensa BOF4-mallista vuonna 1990 tehtyyn kuvaukseen (Bank of Finland 1990, s. 59). Kirjan julkaisemisen jälkeen BOF4-mallia on kehitetty mm. asuntoinvestointien kohdalla. Mikäli tämä olisi ollut mukana, revalvaation ja sitä seuranneen koron nousun noususuhdannetta hillitsevä vaikutus olisi ollut vieläkin suurempi.

Kukkosen laskelmia voidaan joka tapauksessa pitää suuntaa antavina. Ne osoittavat, että ylikuumenemista ei enää vuonna 1988 olisi millään maltillisilla toimenpiteillä estää. Noususuhdanteen hillitseminen olisi todennäköisesti onnistunut paremmin, mikäli valuutta olisi jo vuodesta 1987 lähtien voinut kellua. Valuuttan yliampuva vahvistuminen ja sen aikaansaama merkittävä korkojen nousu olisivat tuolloin olleet tervetulleita, mutta monille hyvin epämiellyttäviä lääkkeitä.

Vuoden 1989 maaliskuussa toteutetun revalvaation aikaan ylikuumeneminen oli jo meneillään ja jatkui voimistuvana mistään piittaamattoman luottoekspansion siivittämänä. Korkeero alkoi tuon vuoden syksyllä kasvaa, mikä osoitti sen, että valuuttaputken uskottavuus oli markkinoilla asetettu kyseenalaiseksi. Vielä seuraavana vuonnakin pääomantuonti pankkien kautta edelleen jatkui. Kehitys viittaa vahvasti siihen, että suljettu sektori käyttäytyi täysin oudosti. Valuuttaluotot vaikuttivat entistä edullisimmilta, kun kotimainen korko nousi. Tällaista käyttäytymistä vastaan ei oppikirjoissa ole esitetty rahapoliittista lääkettä. Tähän Kukkonenkin kiinnittää huomiota.

Devalvaatiolaskelmat

Toinen Kukkonen tekemä laskelma osoittaa, että valuuttakurssin pitäminen ennallaan olisi saanut aikaan 23 prosentin bkt:n alenemisen

vuodesta 1990 laman pohjaan. Pudotus olisi siten ollut 10 prosenttiyksikköä toteutunutta suurempi. Myös tässä laskelmassa korkojen vaikutus jää marginaaliseksi.

Kolmas laskelma olettaa, että jo syyskuussa 1990 olisi toteutettu devalvaatio, joka olisi nostanut kauppapainoista valuuttaindeksiä 15 prosentilla. Tuotannon supistuminen olisi vuosina 1991 ja 1992 ollut toteutunutta hitaampaa, mutta jo vuonna 1993 oltaisiin pudottu syvään kuoppaan. Uusi kuoppa olisi voitu välttää, mikäli vuoden 1990 syksyyn ajoitetun devalvaation päälle olisi lisätty uusi devalvaatio, joka olisi nostanut valuuttakurssia vielä 20 prosentilla. Korkotason lasku olisi tuonut näihin laskelmiin oman pienen lisänsä.

Näiden mekaanisten laskelmien mukaan vuosina 1990 ja 1992 toteutettu yhteensä 28 prosentin kaksoisdevalvaatio (ulkomaan valuuttan kallistuminen 38 prosentilla) olisi pitänyt korkeeron matalana, eikä inflaatiokaan olisi sannottavasti kiihtynyt.

Tuloksia kohtaan voi esittää useita kysymyksiä. Kuinka realistista on olettaa, että korkeero olisi syyskuulle 1990 oletetun devalvaation jälkeen supistunut olemattomaksi suhteessa ecuun (yhteen prosenttiyksikköön suhteessa D-markkaan)? Eikö seuraavaa devalvaatiota olisi ryhdytty odottamaan varsin pian? Niinhän tapahtui vuonna 1992, kun valuutta marraskuussa 1991 oli tosiasiallisesti devalvoitu. Kuinka toisen vielä suuremman devalvaation tarve olisi voinut jäädä markkinoilta huomaamatta kahdeksi vuodeksi? Kuinka realistista on olettaa, että inflaatio ei olisi kiihtynyt vuoden 1992 jälkeen melko reippaasti, mikäli kurssi olisi pysynyt ja sen olisi odotettu pysyvän tuolloisella tasollaan?

BOF4-mallin mukaan kotimainen hintataso nousee viidessä vuodessa suhteellisesti yhtä paljon kuin maailmanmarkkinahinnat (valuut-

takurssi) nousevat. Tämä näkyy myös Kukkonen esittämässä kuviossa. Tosiasiassa Kukkonen kuva ei päde täsmälleen enää vuodelle 1992, koska BOF4-malli ei ole hintojen ja työttömyyden suhteen lineaarinen. Korkeammalla työttömyyden tasolla hintojen nousu olisi jäänyt pienemmäksi. Silti vaikutus muutaman vuoden periodilla olisi ollut noin 0,8-kertainen. Oletetuilla kurssinousuilla se olisi merkinnyt kumulatiivisesti yli 20 prosentin hintatason nousua 1990-luvun alkupuoliskolla. Markka olisi siten hintojen nousun kautta reaalisesti vahvistunut saman verran kuin se vahvistui markan kelluessa nimellisesti.

Useimmat arvioijat ovat olleet sitä mieltä, että kellumis päätöksen jälkeen markka heikkeni yliampuvasti, jolloin reaalisen valuuttakurssin jonkinasteinen palautuminen oli odotettavissa. Tämä sittemmin toteutui valuutan nimellisen vahvistumisen kautta. Se hälvensi inflaatio-odotuksia, mikä yhdessä valtiontaloutta koskevien tervehdyttämispäätösten kanssa sai aikaan myös pitkien korkojen laskun. Jos kurssi olisi pysynyt 1993 alun huipputasollaan, tuskin olisimme kokeneet sitä nimelliskorkojen alenemista, mikä sittemmin toteutui.

Muita kommentteja

Kukkonen laskelmien keskeinen tulos on, että vuoden 1990 jälkeen lamaan joutumista ei enää olisi voitu millään valuuttakurssipolitiikalla välttää, ainoastaan aiennetuilla devalvaatioilla hieman lieventää. Siemenet tulevaan lamaan syntyivät siten jo ylikuumenemisen aikana, mitä sitten täydensivät eräät ulkoiset tekijät, kuten idänkaupan romahdus sekä Englannin ja Ruotsin taantuma.

Tämä herättää kysymyksen, mitä ylikuumenemisen estämiseksi olisi voitu tehdä. Kukkonen käsittelemä aikainen ja suurehko reervalva-

tio olisi sitä jonkin verran vaimentanut, mutta on epäselvää olisiko sekään riittänyt hillitsemään luotonkysyntää. Valuutan päästäminen kellumaan riittävän ajoissa yhdessä inflaatiota-voitteeseen tähtäävän rahapolitiikan kanssa olisi varmasti ollut reervalvaatiota tehokkaampi keino. Tällainen radikaali ratkaisu ei olisi sopinut tuon ajan suomalaiseen poliittiseen ja talouspoliittiseen kulttuuriin. Eihän sitä hyväksytty vielä vuonna 1991, jolloin siihen olisi ollut hyvä tilaisuus.

Kukkonen keskittyy lähihistorian uudelleen hahmottamisessaan pelkästään valuuttakurssiin. Hän ei kysy, mitä finanssipolitiikassa olisi voitu tehdä ylikuumenemisen estämiseksi. Avaus finanssipolitiikkaan suuntaan olisi helposti vienyt tarkastelun liiankin moniulotteiseksi. Mutta sen täydellinen sivuuttaminenkin tuntuu perustelemattomalta, kun teoriankin mukaan finanssipolitiikka on tehokasta siinä regiimissä, jossa 1980-luvulla olimme.

Tarkastelukulma rajaa rakenteellisten kysymysten käsittelyn pois. Reaalinen valuuttakurssi vaikuttaa lähinnä vientikysynnän ja sen kerrannaisvaikutusten kautta. Tarjontapuolen tekijät, kuten kotimaisen kysynnän aiheuttama viennin syrjäytymisvaikutus 1980-luvun loppuvuosina sekä laman aiheuttama tarjonnan siirtyminen vientiin, on jätetty huomiotta. Samoin ei ole kiinnitetty huomiota rakennustoiminnan romahdukseen, mikä selittyy pitkälle edeltäneellä ylikuumenemisella.

Kukkonen selittää inflaation hitauden laman aiheuttamalla deflaatiotekijöillä. Kieltämättä työttömyys ja kysynnän laimeus eliminoivat tehokkaasti hintapaineita, mutta monet merkit viittaavat siihen, että kellumisen aikana hintadynamiikassa on tapahtunut muitakin muutoksia. Jos ulkomaiset myyjät ja kotimaiset tuojat olisivat 1993 alussa uskoneet valuuttakurssin säilyvän pysyvästi sen aikaisella heikolla tasol-

laan, kuten Kukkonen viimeisessä laskelmassa oletetaan, silloin valuuttamääräiset tuontihinnat eivät olisi alentuneet (pricing to market) niin paljon kuin tapahtui, ja vastaavasti tuojat olisivat pyrkineet siirtämään kohonneet hinnat täysimääräisemmin kotimaisiin hintoihin kuin mitä tapahtui. Tällaisissa oloissa inflaatio-odotukset ja vastaavasti palkkavaatimuksetkin olisivat työttömyydestä huolimatta olleet toteutunutta suuremmat.

Kukkonen ei laskelmassaan ota huomioon valuuttakurssimuutosten vaikutuksia ulkomaiseen nettovelkaan ja velanhoitokuluihin. BOF4-mallissa tämä olisi ollut mahdollista ja sen on myös ollut tapana, kun mallia on käytetty. Kukkonen tosin esittää erillisarvioita suljetun sektorin valuuttavelan hoitokustannusten noususta, mutta ei ulota tässä kohdin tarkaste-

luaan varallisuusvaikutukseen eikä valuutan heikkenemisen vaikutuksiin valtion valuuttavelan määrään ja nettokorkomenoihin.

Kirjallisuus

Bank of Finland, *The BOF4 Quarterly Model of the Finnish Economy*. Helsinki: Bank of Finland Series D:73, 1990

Lehmussaari, O-P., A. Suvanto and L. Vajanne, "The Currency Band and Credibility: The Finnish Experience". Teoksessa Åkerholm and Giovannini, *Exchange Rate Policies in the Nordic Countries*. London: CEPR 1994, pp. 231-274