

Valuuttakurssijärjestelmä ja keskuspankin itsenäisyys*

PENTTI PIKKARAINEN

Kari Puumasen esitelmässä käsitellään Suomen valuuttakurssijärjestelmää ja Euroopan integraation aiheuttamia paineita Suomen valuuttakurssijärjestelmälle ansiokkaasti ja ajatuksella. Puumanen lähestyy asiaa makrotalousteorian näkökulmasta ja enemmänkin periaatteelliselta kannalta, konkreettisia suosituksia hän ei juuri eksplisiittisesti esitä. Voinen tulkita, että Kari Puumasen mielestä Suomen nykyinen valuuttakurssijärjestelmä ei ole tyydyttävä. Tässä suhteessa olen samaa mieltä hänen kanssaan. Kommentissani pyrin konkretisoimaan, miten Suomen valuuttakurssijärjestelmää tulisi mielestäni muuttaa.

Viimeisen puolentoista vuoden aikana olemme havainneet jälleen sen tosiasian, että raha-, finanssi- ja valuuttakurssipolitiikka eivät ole pelkästään käyrien siirtelemistä valitussa koordinaatistossa. Talouspolitiikan harjoittamista rajoittavat käytännössä politiikan intertemporaaliset vaikutukset, poliittinen todellisuus ja talouspolitiikan harjoittamisen instituutiot. Ekonomisteina emme aina välitä poliittisista ja instituutioiden asettamista rajoituksista. Ekonomistien neuvoja siten usein syytetäänkin epärealistisiksi, koska näitä rajoituksia ei oteta huomioon. Voisi ehkä sanoa, että suosittelemme usein *first best* -politiikkaa mutta käytännössä elämme likaisessa *second best* -maailmassa. Lyhyellä aikavälillä talouspolitiikan instituutioita on vaikea muuttaa. Myös talousteorian implikaatioita talouspolitiikan instituutioiden suhteen on usein vaikea tulkita. Yritän sitä

kuitenkin: tulisiko valuuttakurssipolitiikan päätöksentekojärjestelmää muuttaa ja mitä talousteoriat siitä mahdollisesti kertoo?

On kiistatonta, että Suomen nykyinen valuuttakurssijärjestelmä on hyvin altis voimakkaalle spekulatiivisille hyökkäyksille. Nämä hyökkäykset ovat yhteydessä sellaisiin tekijöihin kuin vaalit, tulopolitiikka, lakot, valtion budjetti, kauppa- ja vaihtotase sekä talouden ns. sisäinen tasapaino. Negatiiviset uutiset edellä mainituissa taloudellisissa tekijöissä ja vaalien paine heijastuvat välittömästi valuuttavarantoon ja korkotasoon. Jos keskuspankin asema olisi todella itsenäinen, näin ei olisi. Varannon rajut heilahtelut ja Suomen korkea korkotaso johtuvat osittain valuuttakurssipolitiikan instituutioiden heikkoudesta.

Yksi terveen talouspolitiikan tunnusmerkki on se, että politiikka on mahdollisimman hyvin ennustettavissa eikä se ole tempoilevaa. Näin talouspolitiikan aiheuttamat häiriöt reaalitalouteen jäisivät mahdollisimman pieniksi. Vakaan raha- ja valuuttakurssipolitiikan harjoittamiseen liittyy myös suositus, jonka mukaan keskuspankin pitäisi olla mahdollisimman itsenäinen. Keskuspankin johtoon pitäisi nimittää »konservatiivisia» keskuspankkiireja, jotka ovat valmiita puolustamaan vakaita rahataloudellisia oloja.¹ Nämä suositukset ovat sopu-soinnussa uuden klassisen koulukunnan tai monetaristisen näkemyksen kanssa; niitä voidaan perustella myös peliteorian näkökulmas-

* Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokouksessa 18. 2. 1992 pidetty kommenttipuheenvuoro.

¹ Suunniteltaessa Euroopan keskuspankin organisaatiota ja roolia keskuspankin itsenäisyys on yksi keskeisiä periaatteita, ks. esim. *Willms* (1990).

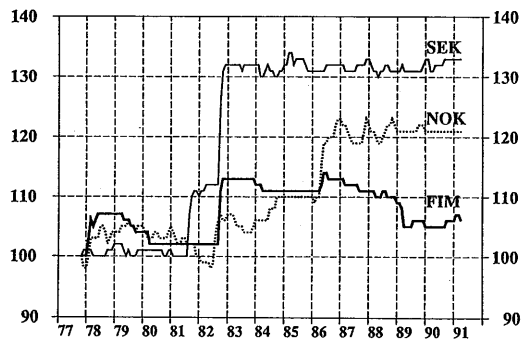
ta, kuten Kari Puumanen teki omassa esitelmässään.

Suomen valuuttakurssipoliittiset tapahtumat viimeisen puolentoista vuoden aikana ja pidemmälläkin periodilla eivät täytä vakaan politiikan vaatimusta.² Jos käytetään mittatikkuna valuuttakurssi-indeksien muutoksia, Suomen valuuttakurssipolitiikka on ollut vuoden 1982 devalvaatiopelin jälkeen aika vakaata, ks. *kuvio 1*. Toisaalta voidaan todeta, että vuoden 1982 devalvaatiopelin jälkeen valuuttakurssipolitiikan linja ei kertaakaan joutunut todelliseen testiin reaalitalouden suotuisan kehityksen vuoksi. Poikkeuksen muodostaa Norjan 12,0 prosentin devalvaatio toukokuussa 1986, jonka yhteydessä markan annettiin heikentyä 1,6 % putken sisällä. Vaikutti myös siltä, että markan yksipuolinen kytkeminen ECUun ja markan devalvoimattomuus siinä yhteydessä tuli kovin yllättäen. Kun markkaa ei ECU-kytkennän yhteydessä devalvoitu, tapahtumasta on esitetty kahdenlaisia tulkintoja. Ns. virallisen tutkinnan mukaan Suomen Pankki on harjoittanut vakaan markan politiikkaa jo lähes 10 vuotta ja taloudenpitäjien ei olisi pitänyt yllättyä tehdystä valinnasta. Devalvaatiospekulaatiot eivät kuitenkaan kuolleet ja usealta taholta on syytetty Suomen Pankkia »norsunluutornipolitiikasta»: Suomen Pankki yrittää opettaa kansalle, miten tulee elää ja kärsiä.

Oli miten oli, oleellista on se, että jälkimäinen tulkinta yleensä on päässyt syntymään. Pelkästään sen syntyminen on riittävä todiste siitä, että Suomen raha- ja valuuttakurssipolitiikan instituutioissa on jotakin pahasti vialla. Vakaan keskuspankkipolitiikan harjoittaminen edellyttää »konservatiivisia» keskuspankkiireja ja täysin yksimielistä esiintymistä valitun linjan puolesta julkisuudessa. Tämä ehto ei tule täytettyä Suomen tapauksessa. On nimittäin liian suppeaa tulkinta, että vain Suomen Pankin johtokunta on vastuussa valitusta politiikasta. Suomen Pankin johtokunnan ohella myös maan hallitus ja pankkivaltuusmiehet täytyy lukea keskuspankin johtoon. Näin tulkittuun laajempaan keskuspankin johtoon kuuluu siten noin

² Ks. *Pikkarainen ja Vajanne* (1992) Suomen valuuttakurssipolitiikan uskottavuudesta vuosina 1977—1991.

Kuvio 1. Suomen, Ruotsin ja Norjan viralliset valuuttakurssi-indeksit, 1977M11 = 100



30 henkilöä. Jos tämä joukko ei esiinny julkisuudessa yksimielisesti valitun valuuttakurssipolitiikan puolesta, seurauksena on spekulatiohyökkäykset markkaa vastaan. Näinhän juuri kävi.

Keskuspankkipolitiikan instituutioiden heikoudesta maksamme kovan hinnan epävakautta ja korkeana korkotasona ja sen reaalitaloudellisina seurauksina. Kuten *Kari Puumanen*kin esitti, talouspolitiikan täytyy perustua johonkin selvästi määriteltyyn normiin ja normia on seurattava tiukasti. Mielestäni meillä on seuraavat kolme vaihtoehtoa:

1. Oletetaan, että Suomi ei liity Euroopan yhteisöön eikä siten EMUun eikä Suomen Pankin johtokunnan, pankkivaltuusmiesten ja hallituksen keskinäisiä suhteita keskuspankkipolitiikan päätöksentekomenettelyssä muuteta. Tällöin valuuttaputkea tulisi leventää nykyisestä 6,0 prosentista 15—20 prosenttiin. Mitä laajempi putki, sitä vähemmän kohdistuu markkaan devalvaatiospekulaatioita. Kurssien suurempi joustavuus ei ole nykyisin kovin suuri ongelma. Voidaanhan kurssimuutoksilta suojautua usein keinoin, kuten termiinein, optioin ja aktiivisesti diversifioimalla.

2. Oletetaan, että Suomi ei liity Euroopan yhteisöön eikä EMUun mutta Suomen Pankin johtokunta päättää yksin keskuspankkipolitiikasta ja johtokunta muodostuu »konservatiivisista» keskuspankkiireista. Tässä vaihtoehdossa valuuttaputken nykyinen 6,0 prosentin vaihteluväli voitaneen säilyttää.

3. Oletetaan, että Suomi liittyy Euroopan yhteisöön. Kun ECU korvaa markan, Suomen Pankin johtokunnan koostumuksella ja hallituksen ja pankkivaltuusmiesten roolilla ei ole kovin paljon merkitystä spekulatiohyökkäysten kannalta. Tietenkin Euroopan keskuspankin johtokunnan koostumuksella ja pankin ja eri maiden hallitusten keskinäisellä työnjaolla on merkitystä sen suhteen, miten markkinat kokevat ECU:n arvon.

Intergaatiiovaihtoehdossa on ongelmana välivaihe, kunnes siirrytään ECU:n käyttöön. EY:n Maastrichtin kokouksessa päätettiin, että yksi rahataloudellisen integraation ehto on se, että pitkät korot eivät saa ylittää 2 prosenttiyksikköä kolmen alhaisimman inflaation maiden korkoja. Kuinka välivaiheen aikana eliminoidaan markkaan kohdistuvat spekulatiiviset

hyökkäykset ja niiden aiheuttamat korkotason nousut? Jos Suomi voisi liittyä osaksi EMSiä, tämä omalta osaltaan tappaisi spekulatioita. EMS-kytkentä tuskin yksin riittää, vaan tässäkin vaihtoehdossa tulisi valtaa siirtää enemmän »konservatiivisille» keskuspankkiireille.

Kirjallisuus

- Pikkarainen, Pentti ja Laura Vajanne (1992): »Credibility of Finland's Basket Peg Exchange Rate Regime: 1977—1991», Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitos, Discussion Paper No. 324.
- Willms, Manfred (1990): »Institutional Principles of a European Central Bank», *Central Banking*, vol. 1, no. 3, 22—32.