

## Esitelmiä

# Suomen valuuttakurssiregiimi ja Euroopan yhdentyminen\*

KARI PUUMANEN

Päätös talous- ja rahaliiton eli EMUn toteuttamisesta tällä vuosikymmenellä tehtiin Euroopan Neuvoston huippukokouksessa Maastrichtissa viime vuoden lopulla. Rahaunionin olennainen sisältö on kansallisten valuuttojen korvaaminen yhteisellä rahalla, eculla, rahapoliittisen päätöksenteon luovuttaminen Euroopan keskuspankkijärjestelmälle sekä voimakas sitoutuminen alhaiseen inflaatioon. Lisäksi EMU pyrkii turvaamaan vakaiden rahataloudellisten olojen säilymistä Euroopassa rajoittamalla merkittävästi jäsenmaiden finanssipoliittista liikkuvapautta.

Rooman sopimukseen tehtyjen muutosten mukaisesti rahaunioni on toteutettava aikaisintaan vuonna 1997 ja viimeistään vuoden 1999 alusta. Yhteiseen rahaan siirtymistä edeltävä aika eli EMUn ns. ensimmäinen ja vuonna 1994 alkava toinen vaihe on varattu rahaunionin edellytysten varmistamiseen nopeuttamalla ja tiukentamalla jo nykyisen EMS-järjestelmän tavoittelemaa rahataloudellista konvergenssia. Sopeutusperiodinkin arkkitehtuuri on sopimuksessa tarkkaan määritelty.

Yhdessä poliittista unionia koskevien päätösten kanssa EMU merkitsee ratkaisevaa askelta kohti Rooman sopimuksen lopullisten tavoitteiden toteutumista. Taloudelliselta kannalta EMU-ratkaisun syntyminen juuri nyt selittyy halulla hyödyntää täysimääräisesti Euroopan sisämarkkinoiden potentiaali, mutta ajoitukseen lienee vaikuttanut myös Saksan yhden-

tymisen avaama poliittinen ikkuna Ranskan ja Saksan välisissä suhteissa.

Suomessa on tehty päätös EY-jäsenhakemuksen jättämisestä kuukauden kuluttua tästä päivästä. Spekulaatiot jäsenneuvottelujen aika-aulusta ja lopputuloksesta jäävät tämän esityksen ulkopuolelle. En myöskään pyri arvailemaan, missä määrin Suomen sopeutuminen Euroopan yhdentymiseen muodostuisi erilaiseksi, jos vastoin nyt vallitsevia näkymiä ETA-sopimus jäisi Suomen lopulliseksi integraatiokehyykseksi.

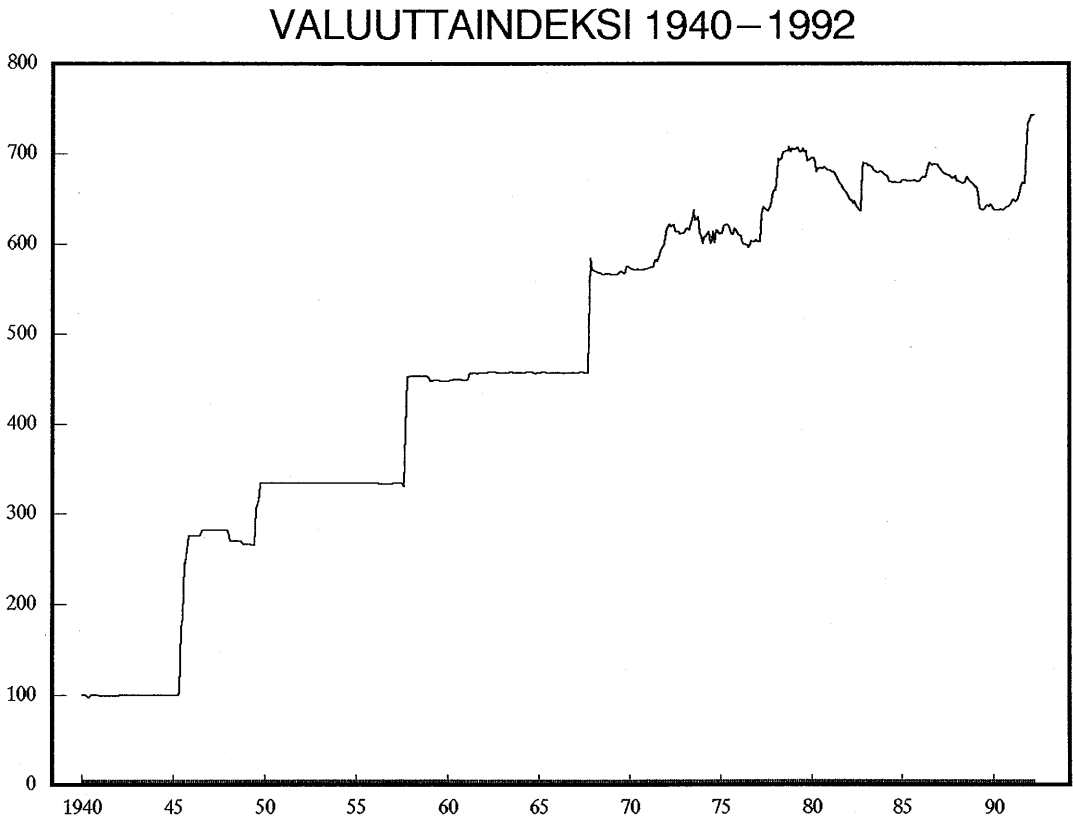
Jäsenyysneuvottelujen uskottavuuden ja myös Suomen neuvotteluaseman kannalta on oleellista, että Suomi pyrkii täyttämään EMUn esivaiheiden konvergenssivaatimukset. Ensi vaiheessa tämä edellyttää valuuttakurssin pitämistä vakaana, inflaation kuristamista parhaiden EMS-maiden tasolle ja valtion velkaantumisen saattamista hallitulle uralle. Jotta tämä voisi tapahtua ilman, että ennen pitkää ajautumme kestävämmään tilanteeseen työttömyyden ja avoimen sektorin kannattavuuden osalta, on käsittääkseni välttämätöntä, että valuuttakurssiregiimimme muuttuu.

### 1. Nytkähdellen heikkenevä valuutta

Suomen valuuttakurssiregiimi on koko sodanjälkeisen ajan ollut olennaisesti sama. Julistuksellisella tasolla markan kurssi on ollut kiinteä, todellisuuden tasolla ei. Jos tarkastelemme valuuttakurssin kehitystä sodanjälkeise-

\* Kansantaloudellisen Yhdistyksen vuosikokouksessa 18. 2. 1992 pidetty esitelmä.

Kuvio 1. Valuuttaindeksi 1940–1992



Lähde: Suomen Pankin keskustelualoitteita, 1/92, Jaakko Autio, Valuuttakurssit Suomessa 1864–1991, Katsaus ja tilastosarjat (kuvio päivitetty).

nä aikana kuvaavaa indeksiä kokonaisuutena (kuvio 1), on vallitsevana piirteenä markan ulkoisen arvon trendinomaisen heikkeneminen. Vasta kun tarkastelemme kuvion käyrää lähietäisyydeltä, erottuu tilapäisiksi jääneitä kiinteän tai vakaan kurssin kausia ja jopa lähimenneisyydessä ajankohtia, jolloin markka on poikkeuksellisesti hieman vahvistunut. Edellä sanotun perusteella Suomen vallitsevaa valuuttakurssiregiimiä voitaisiin kutsua vaikkapa nykähdellen heikkenevän valuutan regiimiksi, jonka toteuttamiseen on kuulunut tämän regiimin jatkuvuuden systemaattinen kieltäminen.

Yksityiskohdissaan järjestelmä on toki muuttunut. Markan tilapäisankkuri on vaihtunut dollarista kaupapainotteiseen valuuttako-

riin ja tästä edelleen ecukoriin. Valuutansäänöstelyn turvin tapahtuva hallinnollinen kurssin määrittely on muuttunut valuuttamarkkinoiden kautta tapahtuvaksi valuuttakurssipolitiikaksi ja valuuttakurssin lyhyen ajan liikkeet ovat tulleet joustavammaksi valuuttaputkijärjestelmän omaksumisen myötä. Näillä historiallisilla muutoksilla ei nähdäkseen kuitenkaan ole sanottavaa merkitystä keskusteltaessa valuuttakurssiregiimimme tulevaisuudesta. Sen sijaan pääomaliikkeiden vapauttaminen on tietenkin merkinnyt ratkaisevaa muutosta valuuttakurssipolitiikan toimintaympäristössä.

Nykäyksittäin heikkenevän valuutan regiimi ei ole suomalainen ainutlaatuisuus. Samantapainen valuuttakurssihistoria kuuluu monen

muunkin eurooppalaisen yhteiskunnan perimään. Tähän regiimiin paneutuva talusteoreettinen kirjallisuus on kuitenkin viime vuosia lukuunottamatta ollut sangen vähäistä. Regiimin olennainen osa on talouspolitiikan aikakonsistenssin puute ja tähän liittyvät kysymykset talouspolitiikan uskottavuuden muodostumisesta endogeenisena muuttujana. Vanhempi valuuttakurssikirjallisuus, joka eksogenisoi odotukset ja sivuuttaa aikakonsistenssi- ja uskottavuusongelmat, ei näin ollen sovellu analyysin välineeksi.

Samasta syystä ja kokemuseräisten pettymysten kautta on 70-luvulla virinnyt kelluvien valuuttakurssien akateeminen renessanssi sammunut. Paperirahakannassa tarvittava rahan keinotekoinen niukkuus voidaan perustaa kansallisen rahan tarjonnan säätelyyn tai kiinteän valuuttakurssin kautta tapahtuvaan välilliseen tarjontarajoitukseen. Kummassakin järjestelmässä nousevat eteen samat kysymykset rahanarvopolitiikan uskottavuudesta ja samat ongelmat talouspolitiikan ristiriitatilanteiden ratkaisusta.

Suomalaisessa yhteiskuntapoliittisessa keskustelussa ei yleensä ole kielletty sitä tosiasiaa, että rahan ulkomaisen ja kotimaisen arvon kesken vallitsee riippuvuus. Sen sijaan näkemykset kausaliteetista ovat olleet poikkeavia. Onko muita maita korkeampi inflaatio aiheuttanut Suomen devalvaatiot vai ovatko devalvaatiot päinvastoin aiheuttaneet Suomen liiallisen inflaation?

Talusteorian keskeinen homogeenisuusoletus näyttää kylläkin pitävän paikkansa suomalaisen kokemusmaailman valossa. Tämän varmistamiseksi riittää, kun todetaan, ettei Suomen sodanjälkeisistä, noin kahdestatoista devalvaatiosta ollut viime kesänä penniäkään kilpailuetua jäljellä. Tämä ei kuitenkaan kerro mitään kausaliteetista.

Suomen ekonomistikunnan valuuttapoliittinen haukkasiipi eli ns. vahvan markan miehet, joihin luen itsenikin kuuluvaksi, ovat usein uskonsa vahvistukseksi tehneet seuraavanlaisen ajatuskokeen. Jos esimerkiksi vuoden 1967 devalvaatio olisi jätetty toteuttamatta, kumulatiivisen inflaation olisi täytynyt jäädä noin 30 prosenttia pienemmäksi ja talouden rakenne ei

varmaankaan olisi nykyistä heikompi. Tämä on kuitenkin kehäpäätelmä. Jos regiimin mukaisista käyttäytymistä olisi muutettu jo vuonna 1967, eläisimme toki nyt erilaisessa regiimissä kuin silloin.

Jälkikäteen asioita tarkastellen voidaan osaa vanhoista devalvaatioista tai ainakin niiden mitoitusta pitää hätävarjelun liioitteluna. Tyypillisesti valuuttakurssipolitiikkaan on kuitenkin turvauduttu vitkastellen ja vasta kun se markan yliarvostuksen aiheuttamien tasapaino-ongelmien kannalta on ollut perusteltua. Homogeenisuusoletus ei sinällään selitä Suomen taipumusta ajautua toistuvasti kilpailukykyongelmiin. Tällainen inflaatiodynamiikan epästabiilisuus näyttäisikin olevan regiimille luonteenomainen piirre, joka samalla tekee regiimin muuttamisen vaikeaksi. Johtopäätökseni tästä on, että ainoa hedelmällinen lähestymistapa on tarkastella Suomen inflaatio- ja devalvaatiodynamiikkaa kokonaisena prosessina ja pyrkiä selvittämään ne rakenteelliset ja institutionaaliset piirteet, jotka sitä hallitsevat. Tällaisella prosessitarkastelulla on meillä juurensa jo 1970-luvulla virinneessä devalvaatiosyklikestelussa.

## 2. Devalvaatiosykli ja konsistenssimalli

Modernin kehikon devalvaatiosykli tarkastelulle tarjoaa *Barron ja Gordonin* ns. konsistenssimalli vuodelta 1983<sup>1</sup> ja siitä juontuva laajeneva kirjallisuus. Mallin mukaan erot eri maille tyypillisissä inflaatiovauheissa voidaan selittää eroilla lyhytaikaisen Phillips-käyrän kaltevuudessa sekä inflaation ja työttömyyden erilaisella painotuksella politiikkapreferensseissä. Vaikka kaikki markkinaosapuolet olisivat tietoisia siitä, että inflaatiolla ei ole pysyviä reaali vaikutuksia, täytyy tasapainoinflaation ja sitä vastaavien inflaatio-odotusten olla niin korkeita, että lyhytnäköiseksi oletetun talouspolitiikan näkökulmasta katsottuna ekspansivisen talouspolitiikan väliaikaisten kasvu- ja

<sup>1</sup> *Journal of Monetary Economics* 12, 101—122.

työllisyysvaikutusten rajahyöty ei ylitä inflaation kiihtymisen rajahaittaa. Tästä poikkeavat inflaatiovauhdit synnyttäisivät rationaaliset odotukset omaavien markkinoiden silmissä aikakonsistenssiongelman eivätkä näin ollen olisi uskottavia.

Suomalaiseen devalvaatiosykliin sovellettu konsistenssimalli näyttäisi hyvinkin tarjoavan selityksen sille, miksi ylikompensoivan devalvaation inflaatiota ruokkiva vaikutus ei pääty sille tasolle, missä reaalisien valuuttakurssin tasapainotaso on saavutettu. Sen sijaan se pyrkii omalla painollaan vääjäämättömästi jatkumaan valuutan yliarvostuksen ja kilpailukyyn rapautumisen puolelle. Inflaatio-odotusten ja käyttäytymisen sopeuttaminen reaalisien tasapainokurssin säilymisen edellyttämälle tasolle synnyttäisi houkutuksen ekspansiivisempaan talouspolitiikkaan ja aiheuttaisi markkinaosapuolille vääristä inflaatio-odotuksista aiheutuvia tappioita. Toisaalta tietoisuus siitä, että talouspolitiikka joutuu ennen pitkää kestävämmään tilanteeseen, ellei suhteellisten hintojen epätasapainoa poisteta uudella devalvaatiolla, tekee käyttäytymisen muuttamisen epätasapainoa korjaavan suuntaan tarpeettomaksi.

Konsistenssimallin mukaan devalvaatiosyklin perimmäisenä aiheuttajana olisi siis ristiriita Suomelle tyypillisen luonnollisen inflaatiovauhdin ja valuuttakurssipolitiikassa omaksuttujen »rahanarvoankkureiden» edellyttämän inflaation kesken. Mikä sitten määrittää Suomelle tyypillisen tasapainoinflaation ja miten sitä voitaisiin alentaa?

Konsistenssimallin mukaan tasapainoinflaatio on sitä korkeampi, mitä suurempi on inflaation lyhytaikainen kasvu- ja työllisyysvaikutus tai vastaavasti deflaation työttömyysvaikutus, ja mitä suuremman suhteellisen painon yhteiskunta antaa työllisyydelle suhteessa rahanarvon vakavuuteen.

Suomen sodanjälkeisten sukupolvien arvo maailma on muotoutunut selvästikin erilaiseksi kuin keskieuropalaisten yhteiskuntien. Tapahtumasarja sota—hyperinflaatio—fasismi—sota jätti Keski-Eurooppaan inflaatiopelon perinteen, joka meiltä puuttuu, ja vakaan rahatalouden kontribuutio Saksan talousihmeeseen vahvasti matalan inflaation painoarvoa. Suomen

jälleenrakennus puolestaan perustui luotto- ja korkosäännöstelyn ja korkean inflaation aikaansaamaan pakkosäästämiseen sekä investointeja ja velkaantumista kannustavaan verojärjestelmään. Näinhän mm. synnytettiin Suomen korkea omistusasuntokanta.

Vaaran vuosina ja pitkälti sen jälkeen jatkuessa poliittisessa taistelussa kansan sielusta maan nopea teollistaminen, uusien työpaikkojen luominen, maastamuuton vähentäminen ja työrauhan säilyttäminen olivat prioriteetteja, joiden rinnalla rahanarvo sai luvan väistyä. Myöhemmin yhteydet Pohjoismaihin vahvistivat täystyöllisyyden yhteiskunnallista painoa. Poliittisten olojen epävakaus ja hallitusten lyhytikäisyys oli myös omiaan heikentämään hintavakavuuden arvoa sen saavuttamiseksi maksettaviin sopeutumiskustannuksiin verrattuna.

On ymmärrettävää, että näissä oloissa niin kotitaloudet, yritykset kuin työmarkkinajärjestökkin ovat oppineet rakentamaan taloudellisen käyttäytymisensä keskimäärin korkeana jatkuvan inflaation varaan, eikä alhaista inflaatiota tästä syystä vieläkään kovin paljon arvosteta. Vaikka tietoisuus positiivisista reaalikoroista on vähitellen tunkeutumassa läpi yhteiskunnan, on inflaatiosta edelleenkin joillekin suoranaista hyötyä peruskorkoisten velkojen maksajana. Tämäkin motiivi suosii devalvaatiota tuli esiin eräissä viime syksyn kannanotoissa.

Ulkomaankauppamme rakenteesta johtuva kilpailukyynormin epämääräisyys on ehkä myös heikentänyt mahdollisuuksia säilyttää asetetut valuuttakurssitavoitteet. Devalvaatiota on peräänkuulutettu milloin dollarin, milloin Ruotsin kruunun liikkeiden johdosta. Keskenmällä Eurooppaa Saksan läheisyys on koettu ratkaisevaksi. Niinpä Itävalta satoi shillinkin sä kiinteästi Saksan markkaan 1980-luvun alussa, hyvin tietoisena siitä, että Saksan matkassa on pysyttävä silloinkin, kun se merkitsee kilpailukyyn heikkenemistä muihin maihin nähden.

Suomen tyypillinen inflaatio saattaa olla korkea myös sellaisten rakenteellisten tekijöiden takia, jotka vähentävät inflaation riippuvuutta kysynnän vaihteluista. Hintasäännöstely, joka mm. energian ja vuokrien osalta on meillä jatkunut muita maita pitempään, sekä oligopolis-

تين hinnoittelu ovat omiaan lisäämään hintojen jäykkyyttä.

Noudatettu valuuttakurssipolitiikka on sekini merkittävästi lisännyt hintajäykkyyttä, koska tuontihinnat eivät välittömästi reagoi kotimaisen kysynnän vaihteluihin. Esimerkiksi ekspansiivisen vaalibudjetin inflaatiolasku lankeaa täysimääräisesti maksettavaksi vasta, kun vaalien jälkeinen hallitus joutuu turvautumaan devalvaatioon. Toisaalta korkosäännöstely on lisännyt yrityssektorin sietokykyä inflaation suhteen, sillä liialliset palkankorotukset ovat osittain kompensoituneet reaalisten rahoituskustannusten alenemisena. Tämä puolestaan on tehnyt mahdolliseksi regiiminomaisen viivyttelyn devalvaatioiden toteuttamisessa.

### *3. Työmarkkinoistako syntipukki?*

Entä mikä sitten on suomalaisen työmarkkinäkäyttäytymisen ja tulopolitiikan merkitys? Moni suomalainen uskoo vakaasti, että inflaation ainoa todellinen syy on aggressiivinen ja liiallista poliittista voimaa omaava ammattiyhdistysliike. Tosin jotkut haukkuvat samaan hengenvetoon lepsut työnantajamme. Ekonomistit eivät voi tällaista näkemystä sellaisenaan hyväksyä, sillä inflaatio on toki monetaarinen ilmiö.

Työmarkkinoidemme institutionaaliset piirteet ovat kuitenkin voineet myötävaikuttaa maatyypillisen inflaatiomme korkeuteen. Samoin kuin hyödykemarkkinoilla on kartellotunut hinnanmuodostus työmarkkinoilla omiaan jäykistämään palkkojen sopeutumista kysynnän muutoksiin. Menneinä vuosikymmeninä ammattiyhdistysliikkeen hajaannus kahteen kilpailevaan leiriin tuskin edesauttoi palkkasovun saavuttamista matalan inflaation tasolla. Viime vuosina tapahtunut keskusjärjestöjen vaikutusvallan väheneminen on lisännyt alakohtaista palkkakilpailua, joka mm. ratkaisevasti viivästytti tulosovun saavuttamista viime vuoden talouspoliittisessa kriisissä.

Sopimusjärjestelmän monikerroksisuus, jossa keskusjärjestöjen sopimaa yleislinjaa ensin tulkitaan liittotasolla ja lopulta sovelletaan yritystasolla on vaikeuttanut palkkainflaation pu-

sertamista parhaalla tahdollakaan riittävän alhaiseksi sellaisina aikoina, jolloin kilpailuympäristömme inflaatio on ollut alimmillaan. Lainsäädännöllä turvattu työehtosopimusten yleispätevyys ja työntekijäjärjestöjen vähäinen omavastuu työttömyysvakuutuksen kustannuksista ovat nekin todennäköisesti hidastaneet palkkojen sopeutumista työvoiman liikatarjontatilanteissa.

Toisaalta korkea järjestäytymisaste ja siihen liittyvä keskitetty tulopoliittinen instituutio eivät yleisesti ottaen näyttäisi olevan sovittamattomassa ristiriidassa matalan inflaation kanssa. Päinvastoin, kansainväliset vertailut osoittavat reaali-palkkajoustavuuden olleen suurin yhtäältä hyvin matalan järjestäytymisasteen maissa, mutta toisaalta myös hyvin korkean järjestäytymisasteen maissa, Suomi mukaanlukien.

Aika ajoin on Suomessa aikaansaatu reaali-palkkajoustavuus ollut erittäin korkea. Niinpä vuoden 1967 devalvaation jälkeen Suomen hintakilpailukyky vastoin odotuksia jatkoi vahvistumistaan usean vuoden ajan Liinamaa-sopimuksen ansiosta. Korpilampi-kaudella 1970-luvun päättyessä kävi suhdanteiden parantuessa jopa mahdolliseksi peruuttaa aiempia devalvaatioita pienellä revalvaatiolla. Myös viime vuoden devalvaatio, nollatupo ja verorasituksen siirto yrityksiltä kotitalouksille merkitsevät yhteensä poikkeuksellisen suurta reaali-palkkajoustavuutta ja tuloajon muutosta avoimen yrityssektorin hyväksi.

Mainittakoon, että Itävallassa, joka on vielä korporatiivisempi maa kuin Suomi, kovan valutan politiikka ja siihen liittyvä palkkamoderatio on jo 1970-luvulta lähtien saavuttanut pysyvän yhteiskuntasopimuksen statuksen. Mielenkiintoista Itävallassa käydyssä keskustelussa on se, että tätä ratkaisua on perusteltu nimenomaan yhteiskuntarakenteen korporatiivisuudella ja niillä riskeillä, mihin voimakkaiden etujärjestöjen kesken syntyvät pelitilanteet ilman tällaista yhteiskuntasopimusta voisivat johtaa. Yhtä pitävää, koko yhteiskunnan omaksumaa talouspoliittista ankkuria ei Suomessa toistaiseksi ole. Korporatiivinen konsensus talouspoliittisten umpikujien laukaisemiseen on kuitenkin syntynyt silloin, kun taloudellisen

kriisin erittämä yhteiskunnallinen adrenaliini on noussut riittävän korkealle tasolle.

#### 4. Valuuttakurssi ja suhdanteiden tasaaminen.

Suomen valuuttakurssi- ja inflaatiohistorian tarkastelu *Barron* ja *Gordonin* konsistenttimalin kehikossa näyttää kaiken kaikkiaan tarjoavan runsaasti aineksia tapahtuneen kehityksen ymmärtämiseen ja samalla viitteitä niistä rakenteellisista ja institutionaalisista muutoksista, joita tarvitaan valuuttakurssiregiimin muuttamiseen. Kuva jäisi kuitenkin epätäydelliseksi, jollei huomiota kiinnitettäisi myös Suomen kansantalouden suhdanneherkkyyteen.

Itse asiassa kustannuskehityksemme on rauhallisen taloudellisen kehityksen aikoina pysynyt verraten hyvin kilpailijamaiden inflaation ja oman tuottavuuskehityksemme asettamissa puitteissa. Vaikeuksiin johtaneet merkittävimmät repeämät ovat tapahtuneet vientijohteisten noususuhdanteiden taittuessa laskuun.

Edellinen ylikuumentunut noususuhdanne ja sitä seurannut jyrkkä suhdannelasku koettiin Suomessa 1970-luvun puolivälissä. Verrattaessa viime vuosien tapahtumia 1970-luvun puolivälin suhdanteeseen, paljastuu yllättävän suuria yhtäläisyyksiä huolimatta siitä, että 1970-luvulla rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ja idänkaupan romahdus eivät olleet voimistamassa suhdannedynamiikkaa.

Kumpanakin ajanjaksona noususuhdannetta kiihdytti ulkomaankaupan vaihtosuhteen voimakas paraneminen ja laskun jyrkkyyttä pahensi metsäteollisuuden globaalisen sikasyklin eli liikainvestointien synnyttämän ylikapasiteetti-tilanteen samanaikaisuus yleisen kansainvälisen suhdanneression kanssa. Kummallakin kerralla TUPO-puolustus petti talouden törmätessä selvään työvoimapulaan. 1980-luvun lopun tulopolitiikassa tehtiin lisäksi se ilmeinen virhe, että samalla rajoitettiin finanssi- ja rahapolitiikan toiminnanvapautta. On kuitenkin epätodennäköistä, että kotimaisen kysynnäsäätelyn arsenaali olisi muutoinkaan riittänyt ylikuumentumisen estämiseen.

Valuuttakurssien kannalta voidaan ongelmaa

tarkastella reaalisen tasapainovaluuttakurssin suhdanneluonteisena häiriönä. Noususuhdanteessa kotimainen kustannus- ja hintataso sopeutuu reaalisen tasapainokurssin vahvistumiseen kunnes inflaatiodynamiikka johtaa valuuttan yliarvostukseen, joka vain pahenee suhdanteiden kääntäessä reaalisen tasapainokurssin laskuun. Koska hinnat ja palkat tunnetusti sopeutuvat ylöspäin huomattavasti vaivattomammin kuin alaspäin, lisäävät tällaiset häiriöt talouden keskimääräistä inflaatiota ja tarvetta turvautua devalvaatioon laskusuhdanteen pehmentämiseksi.

Mahdollisuuksista muuttaa valuuttakurssipolitiikkaa symmetrisesti suhdanteiden vastaiseksi keskusteltiin Suomen Pankissa varsin paljon vielä joitakin vuosia sitten. Käytännön tasolla tämänsuuntainen ajattelu ilmeni jo vuosina 1979—80 toteutetuissa revalvaatioissa sekä myöhemmin valuuttaputken vaihteluvälin leventämisessä ja vuoden 1989 revalvaatioissa.

Esisilmäyksellä vastasyklisellä valuuttakurssipolitiikalla näyttäisikin olevan menestymisen mahdollisuuksia. Voitaisiin ajatella, että parhaassa tapauksessa vastasyklinen valuuttakurssipolitiikka tasaisi sekä vientitulojen heilahteluja että johtaisi automaattisesti kotimaista kysyntää tasaavaan rahapolitiikkaan. Tämän edellytyksenä olisi, että markan revalvoituminen noususuhdanteessa synnyttäisi myöhemmän devalvoitumisen odotuksen, jolloin korkopariteetin mukaisesti markkakorot nousisivat. Vastaavasti laskusuhdanteessa korot laskisivat markkinoiden siirtyessä odottamaan seuraavaan noususuhdanteeseen liittyvää markan vahvistumista. Regiimin toimivuus tietenkin edellyttäisi sitä, että suhdannepoliittisen vaihteluvälin pysyvyydelle ensin olisi saavutettu vahva uskottavuus.

Tähän ajatusmalliin sisältyy kuitenkin se heikkous, että markkinoiden oletetaan passiivisesti ja koko ajan ikäänkuin askeleen keskuspankin jäljessä sopeuttavan kurssiodotuksensa vallitsevan kurssitason edellyttämään suuntaan. Jos sen sijaan oletamme — ja miksi emme näin tekisi — että markkinat pystyvät oikea-aikaisesti ennustamaan valuuttakurssipolitiikan käänteet, syntyy markkinoilla jo hyvissä ajoin ennen käännettä avoin arbitraasitilanne, jolloin

pääomanliikkeet johtaisivat koron suhdannepoliittisesti täysin vääräaikaiseen heilahteluun ja tekisivat valuuttakurssinkin suhdannepoliittisen ohjailun sangen vaikeaksi toteuttaa. Jos taas arbitraasimahdollisuus pyrittäisiin peittämään valuuttakurssipolitiikan epäsystemaattisuudella ja yllätyksellisyydellä, miten sitten luottamus regiimin symmetrisyyteen pystyttäisiin luomaan? Toisin sanoen, vastasykliseen valuuttakurssiregiimiin liittyy vielä suurempi aikakonsistenssi-ongelma kuin tähän mennessä noudatettuun devalvaatiiosykliregiimiin. Tulevien devalvaatioiden ajankohtia ja määriä ei sentään koskaan ole tähän mennessä kirkossa kuulutettu.

Valuuttakurssien käyttöön suhdanteiden taasaamisessa liittyy toki muitakin ongelmia. Ulkomaankauppaamme kohtaavista häiriöistä ei yleensä ole etukäteen pääteltävissä, missä määrin ne ovat suhdanneluonteisia, missä määrin pysyviä ja rakennesopeutusta edellyttäviä. Symmetrisen valuuttakurssipolitiikan uskottavuus olisi näin ollen vaikea synnyttää. Lisäksi Suomelle tyypilliset suhdannevaihtelut edellyttävät joka tapauksessa sopeutumista suhteellisten hintojen ja eri toimialojen kannattavuuden muutoksiin. Niinpä jos metsäteollisuuden kannattavuuden vaihtelut eliminoitaisiin valuuttakurssipolitiikalla, synnytetäisiin samalla muun teollisuuden kannattavuuteen vastakkaisvaiheinen vaihtelu.

## 5. Suomen haasteet

Kaiken kaikkiaan ei peruuttamattomasti kiinteiden valuuttakurssien Eurooppaan sopeutumisen tarvitse olla Suomelle sen huonompi vaihtoehto kuin muillekaan Euroopan maille. Maakohtaisia erityisongelmia ja sopeutusvaikeuksia on edessään varsin monella maalla. Saksan yhdentymisen aiheuttama voimakas häiriö Euroopan talouksien tasapainoon on asettanut EMS-järjestelmän jo saavutetun konvergenssin kovalle koetukselle. Näyttää kuitenkin siltä, että konvergenssia ja Saksan markan mainetta alhaisen inflaation ankkurina ei haluta vaarantaa, vaikka tämä merkitseekin taantumaa

pitkittymistä muissa Euroopan maissa. Jatkossa Itä-Euroopan integroituminen eurooppalaiseen vapaakauppaan saattaa synnyttää uusia häiriöitä järkyttämällä suhteellisia etuja Euroopan sisäisessä ja ulkoisessa kaupassa.

Monet epäilevätkin rahaunionin toteutumista suunnitellussa aikataulussa. EMU voi myös aluksi toteutua varsin suppeassa muodossa, sillä riittämätöntä konvergenssia osoittavien maiden on mahdollista jäädä alkuvaiheessa rahaunionin ulkopuolelle. Tällaisten epäilyjen varaan ei talouspolitiikkaa Suomessa kuitenkaan pidä rakentaa, sillä hitaasta sopeutumisesta on varmasti maksettava raskaat lunnaat.

Vaikka maamme nyt näyttäisikin pääsevän takaisin vientijohtaisen kasvun uralle, uhkaa lähivuosien talouskehitystä julkisen velan erittäin nopea kasvu ja korkeaksi jäävä työttömyys. Lisäksi kasvunäkymiä varjostavat maamme luottokelpoisuuden heikkeneminen, joka saattaa johtaa vaihtotaseen vajeen nyt näköpiirissä olevaa nopeampaankin supistumiseen. Pankkien pahan kolauksen saanut riskinotto-kyky voi puolestaan estää investointien elpymisen. Näistä syistä on erittäin tärkeää, että luottamus Suomeen vakaana rahatalouden maana saadaan palautetuksi mahdollisimman pian.

Talouspoliittisten ongelmien ratkaisun kannalta on oleellista, että korkotaso Suomessa laskee Euroopan tasolle. Näin ei voi tapahtua, jollemme aiempaa uskottavammin sitoudu kiinteään valuuttakurssiin. Niukoiksi käyneet kansainväliset sijoituspääomat tuskin hakeutuvat maahan, jonka valuuttakurssin pysyvyyteen kohdistuu epäilyksiä. Tuotantorakenteen monipuolistamiseksi Suomi tarvitsee myös kipeästi maahamme suuntautuvia suoria investointeja ja niiden mukana tulevaa uutta tietotaitoa. Myös suorat sijoitukset suuntautuvat maihin, joiden kilpailukyvyyn odotetaan kehittyvän suotuisasti ja joissa rahataloudellisten olojen uskotaan säilyvän vakaina.

Tulosopimus ja kotimaisen kysynnän deflaatio pitävät huolen siitä, että välitöntä inflaation kiihtymisen vaaraa ei Suomessa ole. Tämä ei kuitenkaan takaa sitä, etteikö vanha tuttu inflaatiomörkömme pyrkisi nostamaan päätään heti kun siihen tarjoutuu tilaisuus. Nyt saavutettu edullinen momentumi olisikin käytettävä

tietoisesti hyväksi devalvaatiosyklitalouden lopulliseen murtamiseen.

Edellytykset valuuttakurssin kestäväan kiinteittämiseen ovat olemassa, sillä viime syksyn takaiskusta huolimatta vakaan valuuttakurssin yhteiskunnallinen kannatus näyttää lisääntyneen. Kiinteän valuuttakurssin omaksumisessa talouspolitiikan kulmakiveksi olemme tosin jääneet jälkeen pohjoismaisista naapureistamme, mutta ero on kurottavissa umpeen. Devalvaatiosyklin jatkumisesta huolimatta osoittaa valuuttakurssihistoriamme selvää konvergenssia kohti kiinteän kurssin regiimiä, sillä jokaisena sodanjälkeisenä vuosikymmenenä on markan heikkeneminen jäänyt vähäisemmäksi kuin edellisenä vuosikymmenenä. 1980-luvulla oli devalvoituminen enää hyvin vähäistä, muuttaman prosentin suuruusluokkaa. Näin ollen askel kiinteän valuuttakurssin regiimiin ei välttämättä ole järin suuri.

Sopeutumista voidaan edesauttaa poistamalla niitä institutionaalisia ja rakenteellisia tekijöitä, jotka ovat olleet omiaan ylläpitämään maallemme tyypillistä inflaatiota. Suhdanneongelmamme hallinnan parantamiseksi tulisi hinta- ja kustannusjoustavuutta lisätä erityisesti suhdanneherkillä toimialoillamme, mikä edellyttää muutosta tulopolitiikan totunnaisissa arvoissa ja toimintatavoissa. Tämän ei kuiten-

kaan tule merkitä keskusjärjestöjen arvovalian ja kansallisen konsensuksen perinteen romuttamista, sillä vanhan järjestelmän parhaita puolia tulemme lähivuosina tarvitsemaan.

On myös varauduttava siihen, että idänkaupan suhdanteita tasoittavan vaikutuksen poistuttua ja Euroopan integraation edetessä Suomen suhdanneherkkyys voi entisestään kasvaa. Tämän vuoksi tulisi suhdanteiden rakenteellista sietokykyä lisätä vahvistamalla erityisesti metsäteollisuuden pääomarakennetta mm. siten, että uuden riskipääoman muodostus tehdään verotuksellisesti riittävän edulliseksi.

Lähivuodet ovat Suomen kansantaloudelle joka tapauksessa erittäin vaikeat. Koska julkisen talouden tasapainottaminen ei jätä minikäänlaista pelivaraa kasvuhakuiseen finanssipolitiikkaan, jää talouden elpyminen nopeasti kasvavan viennin ja sitä seuraavien tuotannollisten investointien varaan. Työllisyyden kääntäminen nousuun näyttäisi tällöin edellyttävän kustannustasomme nousuvauhdin painamista alle eurooppalaisen tason usean vuoden ajaksi, sillä idänkaupan myötä menetettyjen työpaikkojen lisäksi olisi avoimen sektorin nopealla kasvulla pystyttävä kompensoimaan julkisen talouden supistamisen ja mm. maatalouden edessä olevan rakennemuutoksen aiheuttamat vähennykset työvoiman kysynnästä.