

Rahapolitiikan mahdollisuudet*

JOHNNY ÅKERHOLM

Voin kaikessa oleellisessa yhtyä Sixten Korkmanin esittämiin näkemyksiin talouspolitiikan mahdollisuuksista ja sen kohtaamista rajoituksista tällä hetkellä. Sen takia en lähde tässä ruotimaan hänen esityksensä yksityiskohtia, vaan keskityn tarkastelemaan rahapolitiikkaa koskevia rajoituksia ja sen mahdollisuuksia nykyisessä tilanteessa.

Korkman esitti, että rahapolitiikan kireys on viime vuosina kehittynyt vääransuuntaisesti. Näin on. Kiinteän, mutta muutettavissa olevan valuuttakurssin oloissa käy helposti niin, että meillä on systemaattisesti liian alhainen korko korkeasuhteessa ja liian korkea korko matalasuhteessa. Kun taloudessa menee hyvin, devalvaatio-odotukset kaikkoavat ja valuuttaa virtaa maahan. Korkoa ei voida pitää talouspolitiikan tarpeita ajatellen tarpeeksi korkealla. Kun talouden tila heikkenee, devalvaatio-odotukset heräävät, pääomat häipyvät ulkomaille ja korot nousevat.

Näin meillä on viime vuosina käynyt, ja vaikka rahapolitiikka on loppuvuodesta 1990 pyrkinyt mahdollisimman alhaiseen korkoon, ennen kaikkea valuuttakurssi-odotukset ovat pitäneet sekä nimellisen että reaalisen korkotasoa ennätyksellisen korkeana. Kokemuksemme

ovat osoittaneet, että ongelmat eivät poistu, vaikka valuuttakurssi muutetaan markkinoiden odottamalla tavalla. Päinvastoin reaalkorko-ongelma on muodostunut vuoden 1991 devalvaation jälkeen entistä vaikeammaksi.

Ulkomainen velka vakavin rajoite

Tällä hetkellä rahapolitiikan liikkumatilaa rajoittaa ennen muuta maan suuri ulkomainen velka. Se oli viime vuoden lopussa bruttoarvoaan 465 mrd. markkaa ja nettomäärältään 235 mrd. markkaa. Viimeksi mainittu on 185 prosenttia maamme vuotuisista vientituloista. Jonkun tai joidenkin täytyy pitää tämä velka taseissaan. Joko suomalaiset suostuvat velkaantumaan ulkomaanvaluutassa tai ulkomaalaiset suostuvat sijoittamaan markkaan. Jos suomalaiset pyrkivät maksamaan valuuttavelkansa pois ja ulkomaalaiset haluavat päästä eroon markkasijoituksistaan, valuuttamarkkinoilla on vain valuutan ostajia. Valuuttakurssiin muodostuu silloin heikkenemispaineita.

Parhaillaan on menossa prosessi, jossa yksityinen sektori pyrkii nopeasti eroon valuuttavelloistaan. Yritykset ovat pelästyneet, kun markka on heikentynyt. Valuuttakurssiennusteet näyttävät perustuvan lähinnä menneen kehityksen ekstrapolointiin. Kun markan

* Kommenttipuheenvuoro Kansantaloudellisessa Yhdistyksessä 18.2. 1993.

korko on alentunut, valuuttavelka vaikuttaa näissä oloissa kalliilta. Lisäksi pankit ilmeisesti suosittavat ulkomaisen velan takaisinmaksua. Ulkomaisen jälleenerahoituksen hankkiminen on käynyt niille työlääksi. Ne pelkäävät, että se voi edelleen vaikeutua, jos meneillään oleva kehitys heikentää niiden luottokelpoisuutta. Ulkomaisille sijoittajille on myös tarjottu runsaasti pelättimiä: valuutta heikkenee, ongelmia on esitetty ratkaistaviksi milloin setelikonetta pyörittämällä ja milloin inflaatiota kiihdyttämällä, valtiontalouden tasapaino heikkenee jatkuvasti ja lopuksi esitetään moniosainen näytelmä pankkituen ympärillä.

Koko kansantalouden tasolla ulkomaisesta nettovelasta päästään kuitenkin eroon vain vaihtotaseen ylijäämän kautta.

Vaihtotaseen jyrkkä vahvistaminen on työlästä ja aiheuttaa helposti huomattavia tuotanto- ja työllisyysmenetyksiä, jos sen pitää tapahtua hetkessä. Resursseja ei voida siirtää vientiin hetkessä, vaan vaihtotaseen ylijäämä syntyy suurelta osin tuontia supistamalla. Kun valuuttakurssin heikkeneminen johtaa useimmiten myös vaihtosuhteen heikkenemiseen sekä velanhoitokustannusten markka-arvojen nousuun, vaihtotase ei parane kovin nopeasti sopeutumisosprosessin ensi vaiheissa. Tuonnin rajoittamisrajoitteet muodostuvat tämän vuoksi rajuiksi, mutta sitä ei voida yhtäkkiä lopettaa lopettamatta tuotantoa.

Joutuu kysymään, onko meikäläisessä keskustelussa unohdettu taloudelliseen sopeutumiseen liittyvät viiveet. Kun suuria ongelmia korjataan rakenteellisilla toimenpiteillä, se vie vääjäämättä aikansa.

Vaikka valtio on korvannut runsaasti yksityisen rahoituksen vähenemistä - ulkomaista velkaa on nopeasti sosialisoitu - ulkomaiset pääomaliikkeet rajoittavat edelleen niin finanssi- kuin rahapolitiikankin liikkumatilaa.

Pitäisikö korkoa korottaa?

Mitä voidaan tehdä? Talouspoliittisia toimenpiteitä harkittaessa, itsekunkin on syytä kysyä, minkälaisen toimenpiteiden jälkeen hän on itse valmis turvautumaan valuuttaluottoihin. Ne toimenpiteet, jotka tätä edistävät helpottavat myös talouden tukalaa rahoitustilannetta.

Keskuspankki voi edistää ulkomaisen rahoituksen kysyntää vain nostamalla kotimaisen rahoituksen suhteellista hintaa. Tähän löytyy kaksi vaihtoehtoa: joko nostetaan markkakorkoa tai pyritään vaikuttamaan valuuttakurssiodotuksiin.

Rahapolitiikan tavoitteen esittäminen numeerisena inflaatiotavoitteena pyrkii vaikuttamaan valuuttakurssiodotuksiin ja siten vähentämään korkopaineita. Tällä tavoin pyritään luomaan korkopoliittista liikkumatilaa lyhyellä aikavälillä.

On selvää, että saavutettu reaalin valuuttakurssi eli hintakilpailukyky ei ole ylläpidettävissä pitkällä aikavälillä. Olemme kaukana pitkän aikavälin tasapainokurssista, vaikka tämä on noussut rakenteellisten ongelmien vuoksi.

Reaalin valuuttakurssi voi laskea kahdella tavalla: valuuttakurssi pysyy kiinteänä ja kiihtyvä inflaatio nakertaa sitä vähitellen - niin kuin meillä on aina aikaisemmin käynyt - tai inflaatio pysyy ennallaan ja nimellisen valuuttakurssin vahvistuminen heikentää reaalista valuuttakurssia.

Suomen Pankilla on markan kelluessa mahdollisuus vaikuttaa siihen, kumpi vaihtoehto toteutuu. Inflaatiotavoitteen ilmoittaminen olikin ilmoitus siitä, että Suomen Pankki on valmistautunut kiristämään rahapolitiikkaa, kun kotimaiset hinnat uhkaavat nousta. Tämä tuskin tapahtuu aivan lähiaikoina, koska lamaoloissa inflaatiopommin ruuti pysyy märkinä. Kun talous alkaa elpyä, ruuti saattaa kuivua nopeastikin. Siinä vaiheessa korkojen lieväkin nostaminen johtaa helposti valuut-

takurssin vahvistumiseen ja syyttimen poistamiseen inflaatiopommista.

Jos tämä ymmärrettäisiin ja hyväksyttäisiin laajasti, korkojen lasku tässä vaiheessa ei johtaisi valuutan ulosvirtaukseen ja markan heikentymiseen. Alhaisia markkinakorkoja kompensoisi odotus markan kurssin vahvistumisesta tulevaisuudessa.

Meidän markkinoillamme tämä ei kuitenkaan näytä toimivan. Markan heikkenemisen odotetaan jatkuvan. Onko siis pakko ylläpitää korkeaa korkotasoa ulkomaisen rahoituksen ylläpitämiseksi?

Onko inflaatiotavoite liian kunnianhimoinen?

Miksi inflaatiotavoite on asetettu juuri kahteen prosenttiin? Ensimmäinen vastaus on se, että jos Suomi todella aikoo liittyä EY:hyn, se joutuu myös hakemaan käyttäytymisnorminsa sieltä. Toinen vastaus on se, että kaksi prosenttia ei ole välttämättä sen vaikeampi saavuttaa kuin kymmenenkään.

Inflaatiotavoitteen saavuttamisen kustannukset eivät riipu sen tasosta, vaan sen uskottavuudesta. Jos siihen luotetaan ja käyttäydytään sen mukaisesti, kustannuksia ei synny. Jos inflaatiotavoitteeseen ei luoteta, hintoihin, palkkoihin ja korkoihin tulee epävarmuuslisä. Tällöin syntyy kustannuksia tavoitteen tasosta riippumatta.

Kansainväliset kokemukset osoittavat, ettei korkea inflaatiotavoite lisää sen uskottavuutta. Päinvastoin käy helposti samalla tavalla kuin valuuttakurssipolitiikan kanssa. Mitä korkeammaksi luku asetetaan sitä suurempi todennäköisyys, että politiikka tulkitaan inflatoriseksi ja odotetaan sen lipsuvan joka tapauksessa.

Heikkenevän valuutan odotetaan edelleen heikkenevän, ja inflaatiota sallivan talouspolitiikan odotetaan sallivan sitä ilmoitettuaakin enemmän.

Inflaatiotavoitteen saavuttamiseen liittyvät vaikeudet riippuvat ratkaisevasti muidenkin kuin keskuspankin hallinnassa olevien talouspolitiikan lohkojen käyttäytymisestä. Työmarkkinoiden sopeutuminen on tärkeätä, mutta tuskin vaikeinta. Minkä takia reaaliansioiden nostaminen - jos se tulee jossain vaiheessa ajankohtaiseksi - olisi vaikeampaa alhaisen inflaation kuin korkean inflaation vallitessa?

Kaikista keskeisin ja vaikein inflaatiotavoitteen saavuttamiseen vaikuttava tekijä on finanssipolitiikka. Tarvittavan valuuttakurssin vahvistumisen edellyttämä korkopolitiikka kovenee, jos valtiontaloutta ei voida saattaa selvästi tasapainottuvalle uralle.

Keskuspankin kannalta on ongelmallista osoittaa, miten kulloinkin meneillään oleva kehitys on sopusoinnussa inflaatiotavoitteen ja rahapolitiikan mitoituksen kanssa. Tämä onkin kelluvaan kurssiin liittyvä perusheikkous. Päivittäin tapahtuvista interventioista on pitkä ketju kuluttajahintojen muutoksiin. Lisäksi se on suurelta osin tehokkaan suojan peittämä ja jotkut lenkeistä ovat varsin venyviä.

Suomen Pankki joutuu omaa toimintaansa varten käyttämään erilaisia välitavoitteita, joiden perusteella kulloisenkin rahapolitiikan virityksiä arvioidaan. Näitä ovat esimerkiksi erilaisten raha-aggregaattien ja luottoerien kehitys, tuottokäyrän muoto, korkoerot, valuuttakurssipaineet jne. Suomen Pankki ei tule ainakaan toistaiseksi julkistamaan mitään tiukkoja välitavoitteita. Pankin uudessa neljännesvuosijulkaisussa esitetään rahamarkkinoiden, reaali-talouden ja inflaation kehityksen analyysia.