

## Valuuttakurssijärjestelmä ja finanssipolitiikan liikkumavara\*

SEPPO HONKAPOHJA

Keskustelu valuuttakurssijärjestelmästä ja makrotalouspolitiikasta on Suomessa tällä hetkellä erityisen vilkasta. Syynä tähän on kolme eri tekijää. Ensimmäiseksi on tietysti mainittava vaaleissa tapahtuneet suuret puolueiden kannatusmuutokset ja hallituksen vaihtuminen. Toinen tekijä on viime vuosien talouskehitys, pitkä ja voimakas nousukausi ja sen jälkeen kohdattu, parhaillaan meneillään oleva voimakas lasku, jotka ovat tehneet tarpeelliseksi harjoitetun talouspolitiikan arvioinnin. En ryhdy yksityiskohtaisesti suorittamaan tätä tehtävää. On kuitenkin syytä korostaa, että kysymys valuuttakurssijärjestelmästä on osa tätä ongelmavyyhteä. Kolmantena muttei suinkaan vähäpätöisenä tekijänä ovat Euroopan yhdentymisen aiheuttamat muutostarpeet. On mahdollista, että rahatalouden ja rahoitusmarkkinoiden osalta integraatiokehitys etenee ripeästi.

Myös yleismaailmallisella tasolla valuuttakurssijärjestelmää käsittelevä keskustelu ja tutkimus on ollut aktiivista. Kokemukset 1970- ja 1980-luvun suhteellisen vapaasti määrytyvien valuuttakurssien aikakautena tapahtuneista suurista kurssiheilahteluista ovat toimineet keskustelun moottorina. *Dornbuschilta* (1990) lainattu *kuvio 1* antaa dramaattisen esimerkin kelluvien kurssien kauden aikana tapahtuneista suurista heilahduksista. Kuvios-

sa on esitetty USA:n ja Länsi-Saksan välisen reaalisena valuuttakurssin kehitys ja sen kuu-kausittaiset muutokset.

Mielenkiintoista kuviossa on se, että kyseessä on *reaalisen valuuttakurssin*<sup>1</sup> kehitys ja sitä kautta syntyvä selitysongelma: Miksi reaalin valuuttakurssi on vaihdellut huomattavasti enemmän kelluvien kuin kiinteiden kurssien aikana? Toteutunut kehitys on virittänyt ehdotuksia ja ratkaisuja paluusta jonkinlaiseen kiinteiden kurssien järjestelmään. EMS on tärkein esimerkki syntyneistä ratkaisuista.

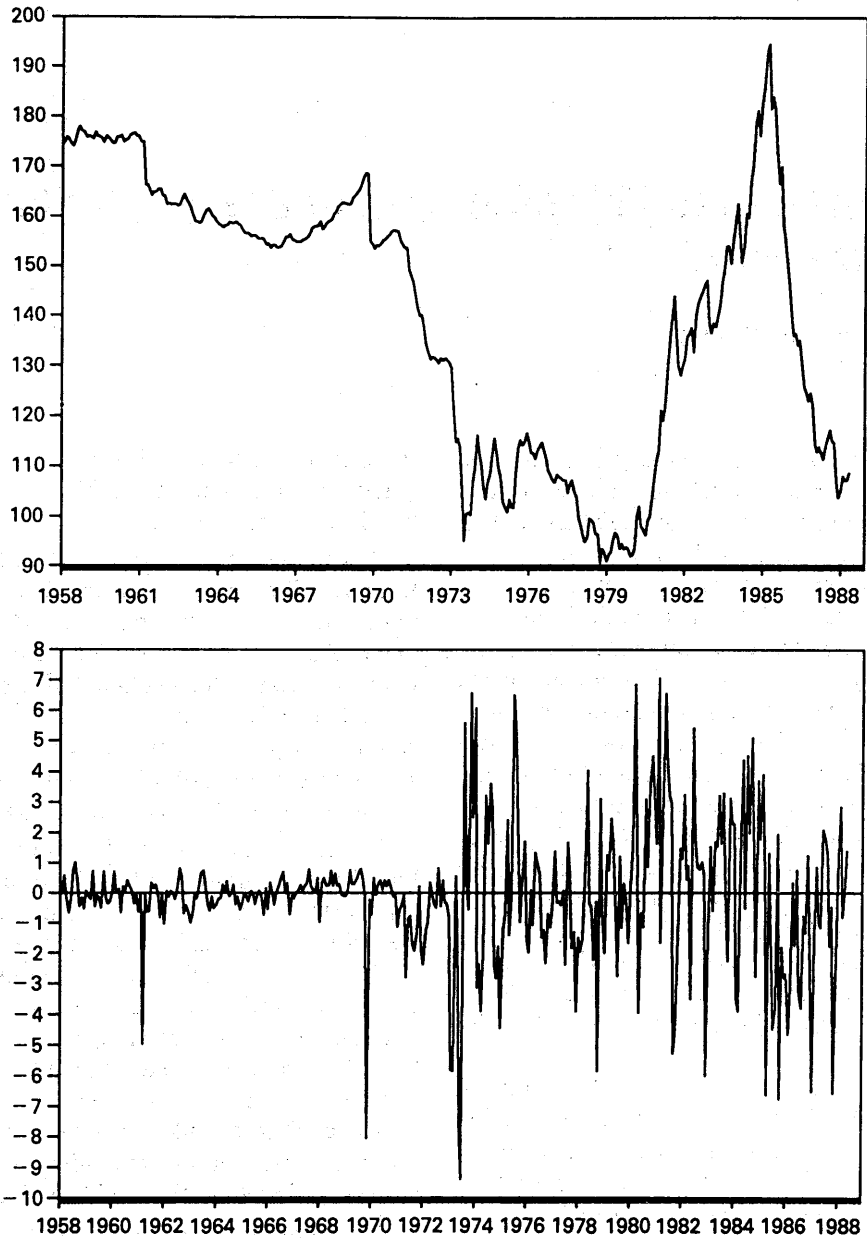
Todettakoon myös, että kysymys valuuttakurssijärjestelmästä ei ole mikään uusi asia. Päinvastoin se on yksi aika ajoin esiintyvistä teemoista talouspoliittisessa keskustelussa niin meillä kuin muuallakin. Myös taloushistoria tuntee sekä kelluvien että kiinteiden kurssien ajanjaksoja. Voin tässä yhteydessä viitata esimerkiksi Sixten *Korkmanin* ja Jukka *Pekkarisen* esittämään historialliseen katsaukseen, joka päättyy toteamukseen: »Varmaa on, että kiinteän kurssin ja joustavuuden dilemma ei väisty» (*Korkman-Pekkarinen* 1988, s.287).

Esityksessäni pyrin pohtimaan valuuttakurssiregiimin ja muun talouspolitiikan suh-

\* Esitelmä Talouspolitiikan päivänä 13. 5. 1991. Kii-tän PhD Pentti *Pikkaraista* hyödyllisistä kommentteista.

<sup>1</sup> Yleensä määritellään reaalin valuuttakurssi =  $P/P^*$ , jossa P on kotimaisen hyödykkeen hinta ja  $P^*$  ulkomaisen hyödykkeen hinta samassa valuutassa. Myös muita määritelmiä esiintyy, mm. suljetun ja avoimen sektorin tuotantohintojen suhde tai poikkeama ostovoimapariteetista.

Kuvio 1. Reaalinen valuuttakurssi (USD/DEM) ja sen muutokset.



Lähde: Dornbusch 1990.

detta kansantaloustieteen »tavanomaista viisautta» hyväksikäyttäen. Kaksikymmentä vuotta sitten »tavanomainen viisaus» olisi ollut helposti määriteltävissä, mutta nykyään

makrotaloustieteessä on, kuten tunnettua, olemassa monia eri koulukuntia. Koetan olla eklektinen ja soveltaa erilaisia näkökantoja (tai edes viitata niihin), silloin kun näen ne hyö-

dyllisiksi. Tällä tavoin pyrin tuomaan esille tärkeitä peruskäsitteitä, joita mielestäni on tarpeen korostaa pohdittaessa ajankohtaisia talouspolitiikan kysymyksiä.

Esitykseni on täten pohdintaa talouspolitiikan vaatimuksista ja rajoituksista kiinteiden kurssien järjestelmässä. Tämä on tietysti huomattava yksinkertaistus, sillä Suomen käyttämä valuuttakori ja valuuttaputki ei ole täydellisesti kiinteiden kurssien järjestelmä, vaan sillä on eräitä kelluvien kurssien järjestelmän piirteitä varsinkin ulkomaankauppaa käyvien yritysten ja portfolio-sijoittajan kannalta (ks. esim. *Pikkarainen* 1991). Lisäksi edessämme ovat kysymykset uudistuvasta Euroopan valuuttaunionista ja mahdollisesti jopa yhteisestä rahasta. Kommentoin viimeksi mainittuun liittyviä näkökohtia hieman esitykseni lopussa.

## 1. Valuuttakurssit ja talouskehitys pitkällä tähtäyksellä

Tutkijoiden keskuudessa vallitsee suuri yksimielisyys siitä, että pitkällä tähtäyksellä päähuomio tulee kohdistaa *reaaliin valuuttakursseihin* eli eri maiden tuottamien hyödykkeiden suhteellisiin hintoihin ulkoisen tasapainon ja sopeutumisen kysymyksiä pohdittaessa. Reaalisten valuuttakurssien kehitystä ja vaihteluita pitkällä tähtäyksellä selittävät erot ja trendit eri maiden resursseissa, kuluspreferensseissä, teknologiassa ja tuottavuuksissa, säästämis- ja investointikäyttäytymisessä jne. eli lyhyesti sanottuna *kansantalouksien fundamenteissa*.<sup>2</sup>

Reaalisen valuuttakurssiteorian eräs keskeinen tulos on se, että yhden maan (suhteellinen) tuottavuuden parantuminen johtaa maan reaalisen valuuttakurssin nousuun. (Muut maat käsitellään yhtenä kokonaisuutena tässä argumentissa.) Mekanismi on suunnilleen

<sup>2</sup> Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että ostovoimapari-teetti olisi oikea mittari. Katsauksena ks. esim. *Dornbusch* (1990). Rahataloudellisen kytkennän alueeseen tarjoaa ns. valutakurssien tasapainoteoria, ks. esim. *Stockman* (1987, 1988).

seuraava: Annetulla kilpailukyvyyn tasolla tuottavuuden muutos merkitsee yksikkötyökustannusten alentumista, jolloin tuotanto ja työllisyys nousevat. Tämä puolestaan johtaa palkkatason nousuun myös suljetulla sektorilla, mikä muuttaa kilpailukykyä. Palkat nousevat kotimaassa suhteessa ulkomaihin. Tämä kohottaa kustannuksia ja suljetun sektorin hintoja kotimaassa. Reaalinen valuuttakurssi täten nousee<sup>3</sup>.

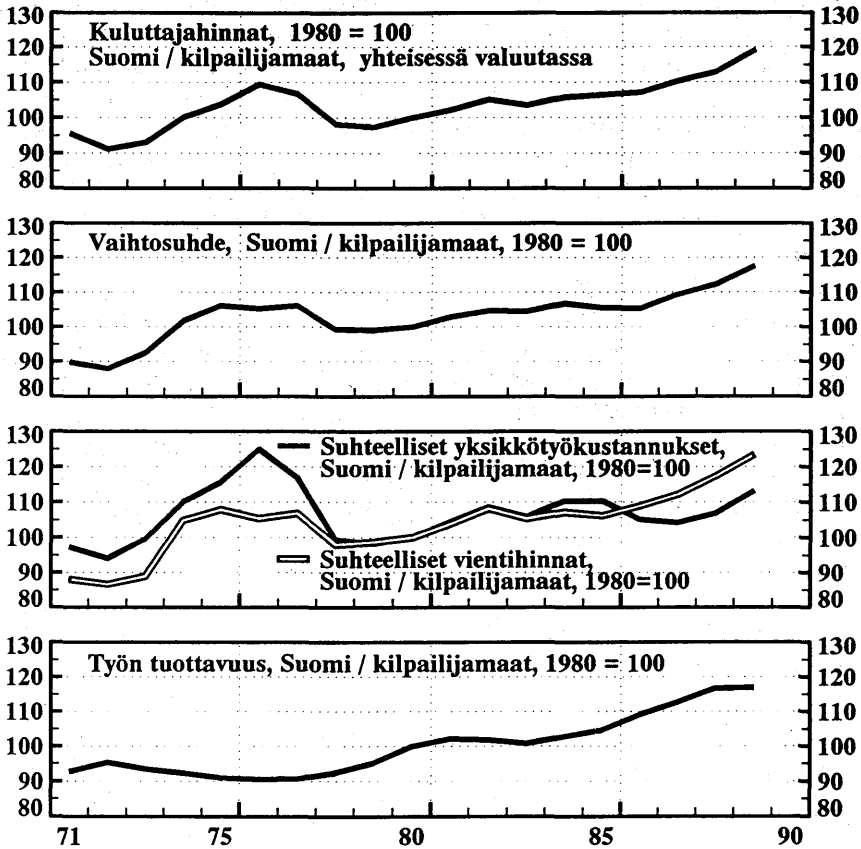
Myös Suomen osalta on esitetty tällaisia tarkasteluja (Ks. erityisesti *Forsman ja Haaparanta* 1991). *Kuviossa 2* on esitetty Suomen kannalta keskeisten hintasuureiden ja työn tuottavuuden kehitys suhteessa kilpailijamaihin jaksona 1971–89. Suomen nopeampi tuottavuuden nousu ja edullinen vientihintojen (sekä vaihtosuhteen) kehitys 1980-luvun jälkipuoliskolla ovat teorian mukaisesti johtaneet palkkatason nousuun ja inflaatioon, jota ei kompensoitu nimellisen valuuttakurssin sopeutumisella (revalvaatiolla). Huomattakoon, että reaali-palkkojen kehityksessä on ilmeisesti pystytty hyvin seuraamaan syntyntä tuottavuuden nousua, mikä viittaisi suhteellisen hyvin toimivaan hintamekanismiin ainakin positiivisten kehitystrendien osalta. Valittavasti kuviosta puuttuu suhdannekäänteen vuosi 1990, joten emme voi päätellä kovin paljoa tämänhetkisestä tilanteesta.

Toinen tärkeä tulos kansainvälisen kaupan teoriasta on muistutus siitä, että kauppataseen parantaminen edellyttää reaalisen valuuttakurssin muutosta (esim. *Krugman* 1988, ss. 31–35). Tämän argumentin ajankohtainen viesti on seuraava: Mikäli Suomi haluaa parantaa ulkoista tasapainoaan, on reaalisen valuuttakurssin sopeuduttava. Kotimaan hintatason on alennuttava suhteessa ulkomaihin, mikäli tietyt tuontikysyntäosuuksia koskevat (luontevat) ehdot täytyvät.

Pitkän tähtäyksen näkökulmaan perustuvan kansainvälisen kaupan ja valuuttakurssien

<sup>3</sup> Vaihtosuhteen muutoksen tapauksessa mekanismi on varsin samanlainen, sillä erikoistuneessa taloudessa vaihtosuhte on pitkälti fundamentti yhden maan kannalta katsottuna.

Kuvio 2. Hinnat, kustannukset ja tuottavuus.



Lähde: Forsman ja Haaparanta 1991.

tasapainoteorian mukaan valinta kiinteiden ja joustavien valuuttakurssijärjestelmän välillä ei ole kovin keskeinen kysymys kauppataseen ja reaalisten valuuttakurssien kannalta. Pitkällä tähtäyksellä reaaliset valuuttakurssit sopeutuvat ja johtavat (ellei häiriöitä esiinny jatkuvasti) ulkoisen tasapainon saavuttamiseen. Tarkasteltavan mukaan valuuttakurssijärjestelmän merkitys on ennen muuta inflaatiokehityksen ja stabilisaatiopolitiikan toimintapuitteiden eroissa. Joustavat kurssit sallivat eri maiden inflaatiokehityksen poikkeamisen myös pitkällä tähtäyksellä. Kiinteän nimellisen valuuttakurssin tapauksessa tämä ei ole mahdollista.

## 2. Valuuttakurssijärjestelmä ja stabilisaatiopolitiikka

Juuri esittämäni pitkän tähtäyksen näkökulmaan on esitettävä kaksi tärkeää varausta. Ensimmäinen niistä on jo kuviossa 1 esille tuotu ongelma: Miksi reaaliset valuuttakurssit ovat vaihdelleet huomattavasti voimakkaammin joustavien valuuttakurssien regiimissä? Ovatko vaihtelut seurausta (1) eri maiden fundamenteissa ja talouspolitiikassa esiintyneistä vaihteluista vai (2) epävakautta aiheuttavasta spekulatiosta? Kysymys on hyvin mutkikas eikä siihen ole tietääkseni annettu mitään varmaa vastausta.

Myös toinen varauksista on esitettävissä *kuviioon 1* liittyen. On näet huomautettava, että USA:n ja Saksan nimellinen valuuttakurssi on läheisesti seurannut reaalisin kurssin kehitystä (Krugman 1988, ss.14–17). Tämä havainto viittaa vahvasti siihen, että hintasopeutukset ovat lyhyellä tähtäyksellä epätäydellisiä, mikä tuo esille houkutuksen edistää sopeutumista makrotalouspolitiikan keinoin. Tällöin valuuttakurssijärjestelmän muoto on yksi osa makrotaloudellista stabilisaatiopolitiikkaa.

Valuuttakurssijärjestelmän valintaa stabilisaation osana voidaan tarkastella useasta näkökulmasta. Niistä tärkein ja vaativin on järjestelmän rakentaminen globaalisesti toimivaksi tai optimaaliseksi. Tämä edellyttää eri maiden kansallisen talouspolitiikan koordinoitua, mitä voidaan pitää varsin suurena haasteena ja vaativana toteuttaa. Tässä suhteessa Suomi on ainoastaan pieni pelaaja, jolloin sen tehtävänä lähinnä on mieltä mahdollinen liittyminen syntyvään koordinaatiojärjestelmään ja sen asettamiin rajoituksiin. Palaan näihin kysymyksiin esitykseni loppuosassa.

Edellistä vaatimattomampi mutta silti osin hyödyllinen näkökulma on tarkastella valuuttakursseja ja talouspolitiikkaa pienen avoimen talouden kannalta. Tällöin kaksi eri kysymysaluetta ovat keskeisiä. Näistä jo klassiseksi on muodostunut analyysi eri valuuttakurssijärjestelmien toimivuudesta ja talouspolitiikan keinoista lyhyen tähtäyksen stabilisaation kannalta. Kysymys eri järjestelmien ja toteutettavan talouspolitiikan uskottavuudesta on puolestaan edellistä uudempi aihe.<sup>4</sup>

Palautetaan mieleen tavanomainen analyysi valuuttakursseista ja kokonaistaloudellisen aktiviteetin lyhyen tähtäyksen vaihteluista. Olettakaamme realistisesti pääomaliikkeet varsin vapaiksi, jolloin kiinteän kurssin tilanteessa ulkomainen korkotaso määrittää kotimaisen koron. Nimellisten hintojen ja palkkojen oletetaan olevan lyhyellä tähtäyksellä osittain jäykkiä, jolloin päädytään tavanomai-

seen Mundell-Fleming kehikkoon.<sup>5</sup> Tällaisessa maailmassa finanssipolitiikalla on keskeinen rooli kiinteiden kurssien tapauksessa. Jos se toimii hyvin ja pystyy eliminoimaan hyödykemarkkinoiden lyhytaikaisten shokkien vaikutukset, on kiinteiden kurssien järjestelmä tältä osin toimiva. Valuuttakurssin ankuroimiseen keskittyvän rahapolitiikan tehtäväksi jää »hoidella» rahamarkkinoiden kautta kohdistuvia monetäärisiä häiriöitä.

Käytännössä finanssipolitiikan toteuttamisessa on kuitenkin suuria suuria ongelmia. Sen *ajoituksen* on onnistuttava oikein; muuten vaihtelut helposti vain kasvavat. Lisäksi on huomattava, että stabilisaatiomahdollisuudet koskevat vain lähinnä »reaalisia», *väliaikaisia heilahteluja*. Pitkäaikaiset tai pysyväisluonteiset muutokset ovat kokonaan eri juttu: ne tulisi päästää lävitse kansantalouteen. Lisäksi on muistettava, että todettu periaatteellinen tehokkuus nojautuu hintajäykkyyksiin. Joustavuuden lisääminen markkinoilla voi hyvinkin olla paras ratkaisu.

Kiinteän valuuttakurssin järjestelmä ei aseta sinänsä tiukkoja vaatimuksia finanssipolitiikalle. Sillä on lyhyellä tähtäyksellä liikkumavaraa ja julkisella taloudella on mahdollisuus toimia melko pitkänkin aikaa ekspansioisesti budjettialijäämien avulla. Tätä kautta talouteen voi tulla inflaatio-ongelmia, jotka johtavat maksutasekriisiin kiinteiden kurssien järjestelmässä. On korostettava, että valtiontalouden täytyy kunnioittaa solvenssi-rajoitteita pitkällä tähtäyksellä ja saada budjettialijäämänsä kuriin. Jatkuva velkarahoitus voi johtaa solvenssi-ongelmiin, kun taas stabilisaatio inflaatioveron avulla ei ole sopusoinnussa kiinteän valuuttakurssin kanssa (esim. *Drazen ja Helpman* 1987, 1990).

### 3. Talouspolitiikan uskottavuus-ongelma

Yksi makrotaloudellisen analyysin tärkeim-

<sup>5</sup> Uusi klassinen makroteoria johtaisi osin hyvinkin erityyppisiin johtopäätöksiin, vrt. esim. *Stockman* (1987, 1988) tai *Dornbusch* (1990). Korostan kuitenkin seikkoja, jotka eivät ole kovin kontroversiaalisia.

<sup>4</sup> Hyvä katsaus näihin kysymyksiin on *Genberg* (1990).

mistä edistysaskeleista 15 viime vuoden aikana on ollut talouspolitiikan uskottavuusongelmien kunnollinen ymmärtäminen. Tämän lähestymistavan yleinen perustulos on havainto, että talouspoliittinen autonomia eli *harkinta* aktiviteetin ja inflaation kontrollissa johtaa usein huonompaan lopputulokseen kuin »omien käsien sitominen», ts. kiinteän ja uskottavan *säännön noudattaminen*.<sup>6</sup>

Perusargumentti esitetään yksinkertaisimmin suljetun talouden mallin avulla. Sen yhtenä perustana on kokonaistuotannon ja inflaation välinen yhteys eli ns. muunnettu Phillips-relaatio. Sen mukaan makrotaloudellisen aktiviteetin pitäminen systemaattisesti keskimääräistä korkeammalla tasolla edellyttää inflaatio-odotusten jäämistä systemaattisesti jälkeen toteutuneesta inflaatiosta. Toinen osa on »aggressiivisen» talouspolitiikan tavoitefunktio, jossa kokonaistuotannon tavoitetaso on asetettu korkeammaksi kuin keskimääräinen täystyöllisyystaso.

Talouspolitiikalla on tällöin houkutus aiheuttaa yllätyksellinen inflaatio. Pyrkimykset kohottaa aktiviteetin tasoa ovat kuitenkin tuomittuja epäonnistumaan, sillä yleisöä ei pystytä systemaattisesti narraamaan. Seurauksena on keskimäärin »tavanomainen» (talouspolitiikan tavoitetta alhaisempi) reaaliaktiviteetin taso ja inflaatio. Toimintavapauden eli harkintavallan säilyttäminen johtaa siis epäedulliseen lopputulokseen.

Ratkaisuna ongelmaan on talouspolitiikan tavoitteiden tai toimintatapojen muuttaminen. Täysin sidottuun, uskottavaan inflaatiotavoitteeseen perustuva tasapaino antaa saman kokonaistuotannon tason mutta alhaisemman inflaation kuin edellä mainittu »harkintaratkaisu». Muita keinoja saavuttaa edullinen tasapaino ovat talouspolitiikan inflaation vastainen maineen muodostus uskottavasti tai konservatiivinen, inflaation vastustamiselle suuren painon paneva talouspolitiikka.

Suomalainen (tai Pohjoismainen) vastine tälle analyysille sääntöjen ja harkinnan (eli yl-

<sup>6</sup> Tämä malli on esitetty useissa paikoissa, ks. kat-sauksena esim. *Blackburn ja Christensen* (1989) tai *Honkapohja* (1985).

lätysten) seurauksista on kaikille tuttu argumentti *devalvaatiosyklistä*.<sup>7</sup> Sen mukaan pyrkimys pitää yllä korkeata aktiviteettia aika ajoin tapahtuvin devalvaatioin on johtanut ainoastaan muita maita nopeampaan inflaatioon. Hintojen ja palkkojen asetannassa on totuttu aika ajoin tapahtuviin muka yllätyksellisiin devalvaatioihin. Toisin sanottuna inflaatio- ja devalvaatio-odotukset on leivottu sisään palkka- ja muihin tulovaatimuksiin.

Tämä argumentti antaa tukea kiinteän valuuttakurssin järjestelmälle, mikäli se saadaan uskottavaksi. Uskottavuuden rakentaminen ei kuitenkaan ole helppo tehtävä, sillä sen rakentamisvaiheessa syntyy helposti haitallisia työllisyys- ym. vaikutuksia. Tanskan kehitys 1980-luvun alkupuoliskolla tarjoaa tästä esimerkin.<sup>8</sup> Toisaalta on muistettava, että uskottavuuden menettäminen erittäin nopeasti.

## 5. Johtopäätöksiä

Esittämäni pohdinnat voidaan kiteyttää seuraaviin johtopäätöksiin:

(1) Pitkällä tähtäyksellä eri maiden tuottamien hyödykkeiden suhteelliset hinnat eli reaaliset valuuttakurssit ovat keskeiset muuttajat kansainvälisen kaupan ja resurssien allokation kannalta. Yhtenä tuloksena on muistettava, että kauppataseen parantuminen edellyttää kotimaan hintojen alentumista suhteessa ulkomaihin.

(2) Jos taloudessa esiintyy pahoja hintajäykkyyksiä, on periaatteessa olemassa sijaa stabilisaatiopolitiikalle. Kiinteiden valuuttakurssien järjestelmässä sen onnistuminen on kiinni hyvin mitoitetusta ja ajoitetusta finanssipolitiikasta. Julkisen talouden päätöksenteossa tehdyt virheet puolestaan kostautuvat aktiviteetin suurempina heilahteluina. Näiden riskien välttämiseksi tulisi kehittää ns. automaattisiin vakauttajiin (verotus, työttömyyskorvaukset jne.) perustuvia toimintatapoja.

<sup>7</sup> Ks. *Horn ja Persson* (1988) ko. analyysista peliteorian termin.

<sup>8</sup> Ks. *Andersen ja Risager* (1988, 1990) uskottavuuden hankinnan kustannuksista ja Tanskan kokemuksista lyhyellä tähtäyksellä.

(3) Rahapolitiikan mahdollisuudet ovat olemattomat vapaiden pääomaliikkeiden maailmassa. Keskuspankin tärkeäksi tehtäväksi muodostuu rahoitusmarkkinoiden rakenteen ja toimivuuden parantaminen.

(4) Mahdollisimman suuri hinta- ja palkkajoustavuus pienentävät talouden sopeutumisongelmia. Mikäli joustavuutta myös alaspäin ei löydy, on seurauksena sopeutuminen suuren työttömyyden kautta, kuten parhailaan on käymässä. Tulopolitiikalta ja työmarkkinoilta vaaditaan nyt paljon.

(5) D-vitamiinilla eli devalvaatioilla ei pystytä saavuttamaan systemaattisesti korkeampaa aktiviteetin tasoa kuin minkä talousmuutenkin aikaansaa.<sup>9</sup> Pitäytyminen kiinteissä toimintasäännöissä tuottaa paremman tuloksen.

Ajankohtaisen talouspoliittisen tilanteen dilemma on täten selvä: Reaalista valuuttakursia on pyrittävä nopeasti alentamaan, mutta Suomen hyödyke- ja työmarkkinat ovat kovin joustamattomat alaspäin. D-vitamiini tarjoaa tilapäistä lievitystä, mutta sen hintana on nopeampi inflaatio vastaisuudessa sekä menetetty uskottavuus.

## 6. Talouspolitiikka ja integraatiokehitys

Lopuksi käänän katseeni tulevaisuuden näkyymiin ja esitän pari kommenttia talouspolitiikasta ja Suomen kytkeytymisestä Euroopan valuuttayhteistyöhön. Tulkitsemme integraation johtavan ennen pitkää yhden yhteisen valuuttan syntyyn, jolloin Eurooppa on oma valuutta-alueensa. Nykyinen järjestelmä edustaa välivaihetta, sillä valuuttakurssit eivät ole täysin kiinteät ja asetettuja vaihteluputkia voidaan jopa muuttaa.<sup>10</sup>

Valuutta-alueen lopullisesti synnyttyä nimelliset valuuttakurssit eri maiden välillä ovat

<sup>9</sup> Tutkimuksissa on tultu tulokseen, joiden mukaan devalvaatiolla saattaa olla jopa kontraktiivisia vaikutuksia, ks. esim. *Edwards* (1986).

<sup>10</sup> Nykyisen järjestelmän toimivuudesta ja ongelmista ks. esim. *Giovannini* (1990a, 1990b) ja *Obstfeld* (1991).

täysin kiinteät ts. ne ovat menettäneet merkityksensä. Valuutta-alueella pystytään kunnolla hyödyntämään yhteisestä rahasta saatavat transaktiokustannusten säästöt. Annetun maantieteellisen alueen toimivuus »optimaalisena valuutta-alueena» määräytyy ennen muuta tuotannontekijöiden korkean liikkuvuuden ja kilpailun toimivuuden perusteella. Ne eliminoivat erot suhteellisissa hinnoissa (kuljetuskustannuksia yms. lukuunottamatta).<sup>11</sup>

Kysymykseen Euroopasta optimaalisena valuutta-alueena ei ole helppo antaa selkeää vastausta. Tutkimusten mukaan Eurooppa on vähäisemmässä määrin optimaalinen valuutta-alue kuin USA (ks. esim. *Eichengreen* 1990). Tutkimukset pohjaavat kuitenkin menneisyyttä kuvaavaan dataan. Voimme otaksua tilanteen muuttuvan nopeasti 1992 jälkeen. Vielä mutkikkaampi on kysymys Suomesta osana valuutta-aluetta. Pyrkimys hyvin toimivaan valuutta-alueeseen on tällä hetkellä varsin voimakas, ja Suomen on ratkaistava osallistumisensa siihen. Tämän kehityksen asettamat haasteet Suomelle ovat mittavat.

Kansantaloutemme tulee pystyä luomaan uusia, tehokkaita mekanismeja markkinoiden sopeutumiselle ja tuotantopanosten liikkuvuudelle. Stabilisaatiopolitiikan osalta on huomattava, että Suomella ei valuuttaunionissa ole enää omaa rahapolitiikkaa. Myös finanssipolitiikalle integraatio asettaa uusia rajoja. Näistä yksi liittyy makrotaloudellisesti tärkeään *solvenssi-rajoitukseen*: julkisen talouden velkaa ja muuta taloudenpitoa ei valuuttaunionissa voida hoitaa kotimaisella (muita maita nopeammalla) inflaatiolla. Päätöksenteossa tulee nojata *sound finance* -periaatteen, jossa velanotolle on selvät rajat ja menot tulee ennen pitkää kattaa veroilla.

### Kirjallisuus

Andersen T. M. ja O. Risager (1988): »Stabilization Policies, Credibility, and Interest Rate De-

<sup>11</sup> Perinteisessä kirjallisuudessa korostetaan myös alueen eri osien kohtaamien shokkien samankaltaisuutta. Niiden merkitys on kuitenkin riippuvainen hintajoustavuudesta.

- termination in a Small Open Economy», *European Economic Review*, Vol. 32, ss.669—679.
- Andersen T. M. ja O. Risager (1990): »The Role of Credibility for the Effects of a Change in the Exchange-Rate Policy», Memo No. 234, University of Århus.
- Blackburn K. ja M. Christensen (1989): »Monetary Policy and Policy Credibility: Theories and Evidence», *Journal of Economic Literature*, Vol. 27, ss. 1—45.
- Drazen A. ja E. Helpman (1987): »Stabilization with Exchange Rate Management», *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 102, ss. 835—855.
- Drazen A. ja E. Helpman (1990): »Inflationary Consequences of Anticipated Macroeconomic Policies», *Review of Economic Studies*, Vol. 57, ss. 147—166.
- Dornbusch R. (1990): »Exchange Rates and Macroeconomics: A Selective Survey», teoksessa Honkapohja S. (toim.), *The State of Macroeconomics*, Basil Blackwell, Oxford UK, ss. 185—216.
- Edwards S. (1986): »Are Devaluations Contractionary?», *Review of Economics and Statistics*, Vol. 68, ss. 501—508.
- Eichengreen B. (1990): »Is Europe an Optimum Currency Area?», CEPR Discussion Paper No. 478.
- Forsman P. ja P. Haaparanta (1991): »Hinnat ja vaihtosuhte: Onko Suomen hintataso epätasapainossa?», teoksessa *Korkean Hintatason Suomi*, Paulon Säätiö, Helsinki, ss. 53—72.
- Genberg H. (1990): »Exchange Rate Management and Macroeconomic Policy: A National Perspective», teoksessa Honkapohja S. (toim.), *The State of Macroeconomics*, Basil Blackwell, Oxford UK, ss. 223—253.
- Giovannini A. (1990a): »European Monetary Reform: Progress and Prospects», *Brookings Papers on Economic Activity*, ss. 217—291.
- Giovannini A. (1990b): »Is EMU Falling Apart?», mimeo, Columbia University.
- Honkapohja S. (1985): »Expectations and the Theory of Stabilization Policy: Some Recent Developments», *European Journal of Political Economy*, Vol. 1, ss. 467—483.
- Horn H. ja T. Persson (1988): »Exchange Rate Policy, Wage formation and Credibility», *European Economic Review*, Vol. 32, ss. 1621—1636.
- Korkman S. ja J. Pekkarinen (1987): »Kiinteän valuuttakurssin ongelma Suomen historiassa», teoksessa Honkapohja S. ja Suvanto A. (toim.), *Raha, inflaatio ja talouspolitiikka*, Valtion painatuskeskus, Helsinki, ss. 269—290.
- Krugman P. (1988): *Exchange-Rate Instability*, MIT Press, Cambridge Mass and London UK.
- Obstfeld M. (1991): »Destabilizing Effects of Exchange-Rate Escape Clauses», CEPR Discussion Paper No. 518.
- Pikkarainen P. (1991): »Valuuttakorjijärjestelmä — mitä se todella merkitsee?», *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 87, ss. 30—37.
- Stockman A. C. (1987): »The Equilibrium Approach to Exchange Rates», *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, Vol. 73, ss. 12—30.
- Stockman A. C. (1988): »On the Roles of International Financial Markets and Their Relevance for Economic Policy», *Journal of Money, Credit, and Banking, Supplement*, Vol. 20, ss. 531—549.