

Artikkeleita

Valuuttakurssiodotukset kärjistävät suhdannevaihteluita — verokiilloistako apua?

OLAVI RANTALA

1. Suhdannevaihtelut, valuuttakurssi- odotukset ja korkotaso

Suomi on monista syistä ollut suhdanneherkkä kansantalous, jossa on vuoroin menty suhdanteiden vuoristorataa alamäkeen ja taas noustu lamasta korkeasuhdanteen huipulle. On tavallaan ymmärrettävää, ettei suhdanteiden tasaamiseen tarkoitettua talouspolitiikkaa ole yleensä onnistuttu virittämään niin hyvin kohdalleen, että edes merkittävää osaa ennakoitavissakaan olleista suhdannevaihteluista olisi kyetty eliminoidaan.

Pikemmin sääntö kuin poikkeus on ollut, että suhdannepolitiikan virheitä on jossain vaiheessa jouduttu korjaamaan valuuttakurssimuutoksin. Tätä ajan kuluessa yhä säännönmukaisemalta näyttävää talouskehityksen ja talouspolitiikan dynaamista vuorovaikutusta on totuttu kutsuma devalvaatiosykliksi. Talouspolitiikka on tältä osin ollut vielä sillä tavoin symmetristä, että lamavaiheiden devalvaatioiden ohella parissa korkeasuhdanteessa markkaa on jonkin verran revalvoitu.

Ongelmaksi on muodostunut se, että tietoisuus suhdannekehityksen ja valuuttakurssipolitiikan välisestä riippuvuudesta on ajan mittaan syöpyneet valuutta- ja rahamarkkinoiden odotuksiin. Tästä syystä rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen jälkeen devalvaatiosykliin on tullut merkittävä uusi kytkentä suhdannetilanteen,

valuuttakurssiodotusten ja koron välille, joka saattaa olennaisesti jyrkentää suhdannevaihteluita.

Kansainvälisestä taloudesta tulevat negatiiviset shokit — ennen kaikkea vientikysynnän jyrkkä heikkeneminen — johtavat yleensä kasvaviin devalvaatio-odotuksiin, jotka nostavat kotimaista korkotasoa suhteessa kansainväliseen. Korkotason nousu puolestaan vähentää kotimaista kysyntää ja syventää taantumaa edelleen (vrt. Puumanen ja Suvanto 1992).

Suhdannevaihteluista kärjistävä mekanismi toimii vastakkaissuuntaisesti korkeasuhdannevaiheessa. Kansainvälisen talouden noususuhdanteessa alkanut viennin veto parantaa teollisuuden asemaa ja johtaa devalvaatio-odotusten häviämiseen tai jopa revalvaatio-odotuksiin. Nämä pienentävät korkoeroa suhteessa ulkomaihin ja estävät sen luonnollisen korkojarrun toiminnan, jonka pitäisi normaalin ajatustavan mukaan hidastaa kotimaisen kysynnän paisumista ja tästä seuraavaa suhdanteiden ylikuumenemistä.

Tavanomaisen keynesläisen makrotalouden mallin mukaan suljetun talouden autonominen kysyntäekspansio johtaa korkotason nousuun, joka vaimentaa osan reaaliaktiiviteetin kasvusta. Avoimessa taloussakaan eksogeeniset kasvushokit eivät tavanomaisen malliajattelun mukaan johda yliampuviin suhdannevaihteluihin.

Pitkästä devalvaatiosyklin historiasta huolimatta Suomessa ei vielä säännösteltyjen rahoitusmarkkinoiden kaudella päässyt syntymään nykyisenkaltaista haitallista valuuttakurssiodotuksista johtuvaa kytkentää suhdannekehityksen ja korkotason vaihteluiden välille. Pankkien otto- ja antolainauskorot olivat säänneltäviä ja ainoa joustava korko oli pankkien keskuspankkiluoton marginaalikorko. Marginaalikoron liikkeet ilmeisesti jonkin verran voimistivat suhdannevaihteluita, mutta syynä olivat lähinnä ulkoisten suhdanneshokkien ja rahapolitiikan muutosten väliset viipeet (ks. *Halttunen ja Korkman 1981*).

1980-luvulla kotimaisten korkojen ja ulkomaisten pääomaliikkeiden säännöstelyn purkauttua suhdannekehityksen, valuuttakurssiodotusten ja markkinakorkojen välinen yhteys alkoi paljastua. Tosin vielä vuoden 1989 revalvaation aikaan ilmeisesti ajateltiin, että markan ulkoisen arvon korottamisella olisi voitu korkeasuhdanteessakin aiheuttaa välittömiä devalvoitumisodotuksia, jotka olisivat nopeasti nostaneet korkoa ja jähdyttäneet ylikuumenunutta taloutta (ks. esim. *Korkman 1989*).

Näin ei kuitenkaan käynyt. Rahamarkkinoiden korkoreaktiot valuuttaputken siirtoihin eivät perustu putken asemaan sellaisenaan, vaan sen tasoon suhteessa reaalityökalouden tilaan. Jos korkeasuhdanteessa revalvoidaan, niin useimmiten toteutetaan vain markkinoiden odotuksia. On vaikea tehdä niin yllämpuvaa revalvaatiota, että se johtaisi välittömästi devalvaatioodotuksiin ja korkotason nousuun. Yhtä vaikea on kuvitella sellaista jättäjädevalvaatiota, joka lamassa johtaisi nopeasti revalvaatioodotuksiin ja korkotason merkittävään laskuun. Sitä paitsi näin aikaansaadut toivotunsuuntaiset korkoreaktiot todennäköisesti rajoittuisivat vain lyhytaikaisimpiin korkoihin ja pitkäaikaisten korkojen reaktio voisi olla aivan päinvastainen.

Suhdannekehityksen, valuuttakurssiodotusten ja korkoreaktioiden välinen yhteys havaitaan oheisista *kuvioista 1 ja 2* sekä vastaavan ajan valuuttakurssi *kuvioista 3*. *Kaavio 4* pyrkii havainnollistamaan muuttujien välistä kytkentää periaatteellisemmalla tasolla.

Kaaviossa 5 taas on pyritty tuomaan esiin se seikka, että talouden taantumavaiheisiin liittyvä

yritysten kannattavuuden heikkeneminen ja luottotappioiden kasvu voi myös johtaa rahoitusmarkkinoiden kiristymiseen siten, että tämä syventää lamaa samalla lailla kuin devalvaatioodotuksista johtuva korkotason nousu. Ääritapauksessa voidaan ajautua suoranaiseen luottolamaan. Toisaalta noususuhdanteessa yritysten kannattavuus paranee ja luottotappiot vähenevät, mikä voi keventää rahoitusmarkkinointia ja kiihdyttää talouskasvua samaan tapaan kuin revalvaatio-odotuksista johtuva ulkomaisen korkoeron pieneneminen.

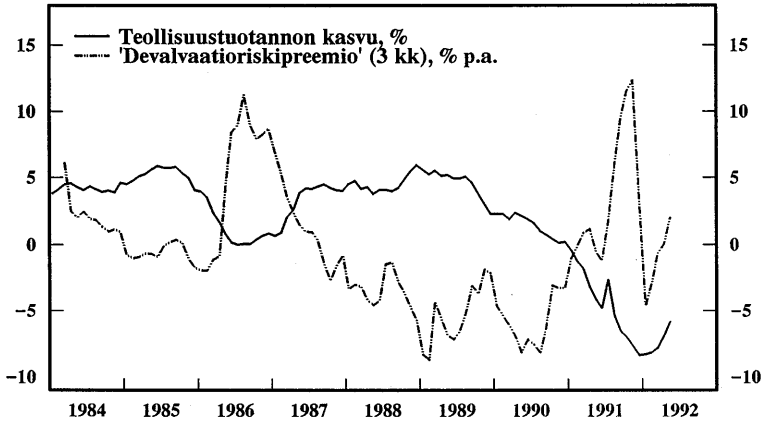
Kuviossa 1 suhdannekehitystä on kuvattu teollisuustuotannon 12 kuukauden liukuvan keskiarvon muutoksella vuotta aiemmalta tasolta. »Devalvaatoriskipremio» kuvaa kolmen kuukauden päähän ulottuvaa devalvaatioodotusta vuosikoroksi muunnettuna. Negatiivisena tämä muuttuja kuvaa revalvaatio-odotusta.

Muuttujan laskeminen perustuu siihen yksinkertaiseen lähtökohtaan, että kiinteän valuuttaputken tapauksessa on luonnollista asettaa valuuttakurssin odotusarvo putken keskikohtaan. Näin on ainakin, jos valuuttakurssin jakauma putkessa voidaan olettaa symmetriseksi ja valuuttakurssin odotusarvoa tarkastellaan vähänkin pidemmällä suunnittelujänteellä, esimerkiksi puolesta vuodesta eteenpäin. Lyhyemmällä aikavälillä odotusarvo ei ole välttämättä putken keskikohdassa, mutta sen voidaan olettaa sopeutuvan asteittain sinne (ks. *Rantala 1992*).

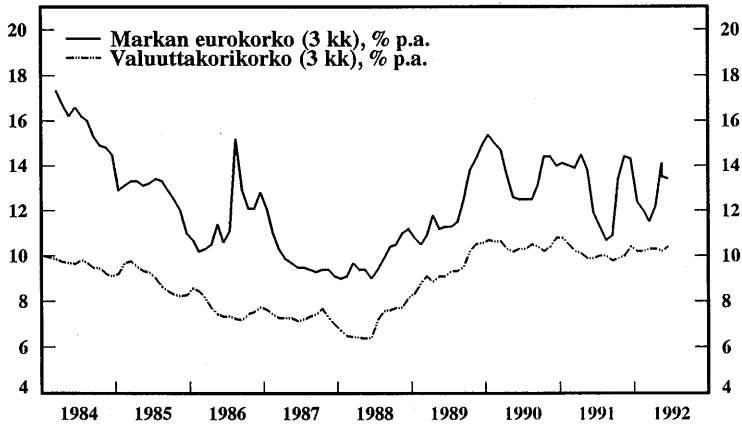
Jos valuuttaputken ajatellaan olevan uskottavasti täysin vakaana, niin edellisen lähtökohdan nojalla putken alaosassa markkaan kohdistuu devalvoitumisodotuksia ja kotimaiseen korkoon nousupainetta. Toisaalta putken yläosassa markkaan kohdistuu revalvoitumisodotuksia ja kotimaiseen korkoon laskupainetta. Tämä putken sisäistä odotettua kurssimuutosta vastaava korkoero on *kuvion 1* laskelmassa vähennetty *kuvion 2* esittämästä todellisesta korkoerosta. Näin saatua mittaria, joka kuvaa valuuttaputken muutosodotusta ja siihen liittyvää riskipremiötä, on kutsuttu »devalvaatoriskipremioksi». Vastaavan laskelman ovat tehneet myös Lehmuusaari, Kontulainen ja Suvanto.

Valuuttaputken muutosodotuksia kuvaava

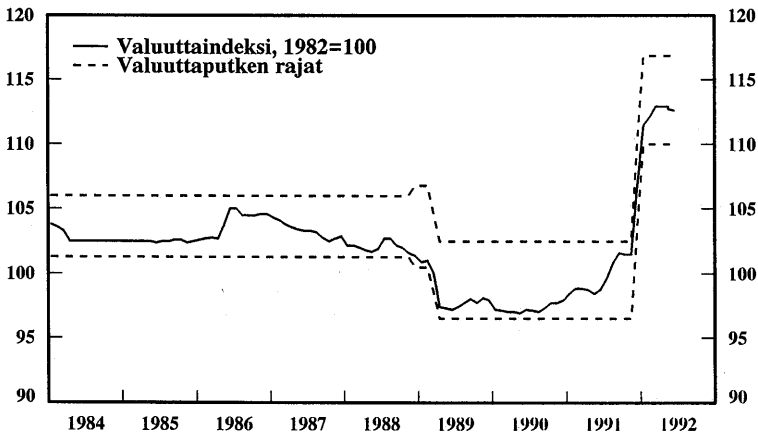
Kuvio 1: Suhdannekehitys ja devalvaatio-odotukset



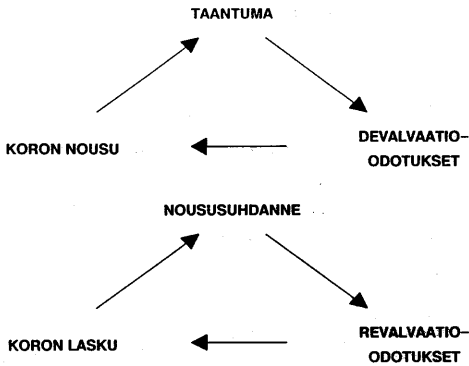
Kuvio 2: Kotimainen ja ulkomainen korkotaso



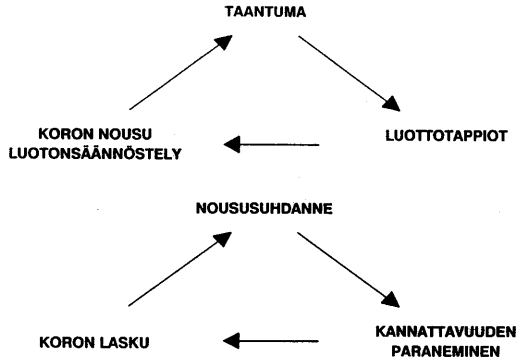
Kuvio 3: Valuuttakurssi



Kuvio 4: Suhdanteet, valuuttakurssi-odotukset ja korko



Kuvio 5: Kannattavuusvaihtelut, luottotappiot ja korko



muuttuja on korreloinut selkeän negatiivisesti teollisuustuotannon muutoksin mitattujen suhdannevaihteluiden kanssa. 1980-luvun puolivälissä ja vuosina 1987-1989 vahvan kasvun aikaan revalvaatio-odotukset painoivat korkoeron suhteessa ulkomaihin varsin pieneksi. Suhdannetaantuma vuonna 1986 ja vuonna 1990 alkanut lama ovat aiheuttaneet devalvaatio-odotuksia ja niiden takia korkotaso on noussut selvästi ulkomaista korkeammaksi, mikä on edelleen syventänyt lamaa.

Kotimaisen korkotason huomattava nousu tämän vuosikymmenen alkaessa ei tosin ole johtunut yksinomaan devalvaatio-odotusten aiheuttamasta korkoeron kasvusta. Kuvio 2 havaitaan, että siihen on vaikuttanut merkittävästi myös kansainvälisen korkotason nousu.

Lähivuosiksi odotetaan vuorostaan talouden elpymistä, joka viennin ja teollisuustuotannon alkuun päässeeseen kasvuun perusteella onkin varmaan tulossa. Paraneva suhdannekehitys kaventaa edellä kuvattuun tapaan jälleen jossain vaiheessa korkoeroa suhteessa ulkomaihin. Lisäksi Saksan ja muiden ERM-maiden korkojen ennustetaan alenevan lähivuosina ainakin jonkin verran nykyiseltä poikkeuksellisen korkealta tasolta (ks. Rantala ja Suni 1992). Kotimainen korkotaso saattaa noususuhdanteessa jäädä talouden elpymiseen nähden taas liian alhaiseksi, jotta se pystyisi hillitsemään kotimaisen kysynnän kasvua ja tästä tavan mukaan seuraa-

vaa talouden tasapainottomuuksien kärjistymistä.

2. Valuuttaputken laajentamismahdollisuus

Aika ajoin on ehdotettu valuuttaputken laajentamista keinona helpottaa sopeutumista talouden kohdistuviin ulkoisiin shokkeihin. Ehdotusten taustalla on ajatus, että laaja putki jättäisi tilaa kotimaiselle rahapolitiikalle, mutta samalla kiinteä putki olemassaolollaan antaisi taloudelle edelleen riittävän kiinnkohdan (ks. esim. Korkman 1989). Äärimmäisenä vaihtoehtona on esitetty myös markan kelluttamista.

Suomen viime vuosikymmenien taloushistorian perusteella voisi jopa väittää, että meikäläisissä oloissa ei täysin uskottavasti kiinteään valuuttaputkeen ole mahdollistakaan päästä muutoin kuin laajentamalla putkea riittävästi, jotta valuuttakurssille jäisi tarpeeksi sopeutumisvaraa putken sisällä. Tämä saattaisi lieventää valuuttakurssi-odotuksista johtuvaa lyhyiden korkojen ylimääräistä heilahtelua. Vaikutus talouden suhdanneherkkyyteen ei tosin olisi selvä pitkien korkojen reaktion osalta.

Käytännössä valuuttaputken laajentaminen on kuitenkin poissuljettu mahdollisuus. Ennen kaikkea EY-integraatiotavoitteet edellyttävät nykyisenkaltaista valuuttakurssijärjestelmää ja

jopa valuuttaputken kaventamista nykyisestään. EY:n sisällä integraation syventämisen keskeisimpiä tavoitteita on raha- ja talousunioni. Sen kolmas vaihe käynnistyy viimeistään vuoden 1999 alussa, ehkä jo vuonna 1997.

Ainakin tuohon prosessiin mukaan pyrkiminen edellyttää tiukkaa valuuttakurssipolitiikkaa. EY:n päättämien kriteerien perusteella mukaan kelpuutettavien maiden on täytynyt kahden edeltävän vuoden ajan pitää valuuttakurssinsa muutokset +/-2.25 prosentin vaihteluvälin sisällä suhteessa muihin ERM-maihin ja erityisesti pidättäytyä devalvoimasta valuuttaansa minkään muun jäsenmaan valuuttaan nähden.

Tämä tavoite, sitä edeltävä mahdollinen ulkojäsenyys EMS:ssä sekä Euroopan keskuspankkien sitoumukset markan tukemiseen voivat sinänsä vähentää valuuttakurssispekulaatioita. Kokonaan niitä ei kuitenkaan voitane hävittää ennen kuin Suomi on mukana EY:n täydellisesti integroituneessa rahaunionissa. Korkeeron pienenemistä alkavassa noususuhdanteessa ei ilmeisesti voida välttää millään käytävissä olevalla valuuttakurssipolitiikalla.

3. Verokiilat suhdannevaihteluiden lievennyskeinona

Voitaisiinko valuuttakurssiodotuksiin liittyvistä korkoheilahteluista johtuvaa ylimääräistä suhdannevaihtelua ylipäättään lieventää? Nykyoloissa vastuu talouden suhdannevaihteluiden, tasapainottomuuksien ja rakenneongelmien hoitamisesta on jäänyt viime kädessä finanssipolitiikalle, kun rahapolitiikka keskittyy kiinteän valuuttaputken ylläpitämiseen.

Sen takia jo nyt riittävän ajoissa ennen seuraavaa nousukautta finanssipolitiikan otteen pitäisi terästyä. Suhdannepolitiikassa olisi jälkikäteisestä kriisien hoidosta päästävä eteenpäinkatsovaan, odotettavissa oleviin suhdannevaihteluihin riittävän ajoissa varautuvaan finanssipolitiikkaan. Muutoin nousukauteen liittyvät tasapaino-ongelmat saattavat ehtiä kärjistyä uudelleen vielä ennen integraatiotavoitteiden toteutumista, jolloin lähtöasetelmat EY:ssä olisivat vaikeat.

Nousukauteen täytyy varautua kireällä finanssipolitiikalla. Tämä yleislinja voi tietysti sisältää paljon vaihtoehtoisia välineitä ja niiden virityksiä. Näiden joukossa voisi olla sijansa verokiiloilla, jotka saattaisivat olla varsin tehokkaita suhdannepolitiikan välineitä. Erityisesti uusiin investointeihin rajoitettuna niihin ei liity sellaisia tulonjakovaikutuksia, jotka poliittisten päättäjien kannalta epämiellyttävinä usein estävät monien muiden finanssipolitiikan välineiden tehokkaan ja oikea-aikaisen käytön.

Esimerkiksi rakennusveroa on varsin onnistuneesti käytetty rakennustuotannon sopeuttamiseen kysyntää vastaavalle tasolle. Muut investointiverot noususuhdanteessa ja -kannustimet laskusuhdanteessa voivat olla yhtä käyttökelpoisia välineitä investointiaktiiviteetin stabiloinnissa.

Investointiverojen ja -kannustimien lisäksi myös investointien rahoituskustannusten verotuskohtelusta voitaisiin tehdä nykyistä joustavampi ja jopa merkittävä suhdannepolitiikan väline. Tämä koskee ainakin kotitalouksien luottojen, muun muassa asuntolainakorkojen verotuskohtelua.

Nykymuodossaan tämä on varsin jäykkäliikkeen instrumentti paljolti sen muutoksiin liittyvien tulonjakovaikutusten takia, jotka ymmärrettävästi aiheuttavat poliittisten päättäjien keskuudessa haluttomuutta välineen aktiiviseen käyttöön. Myöskään pääomatulojen ja yritysverotuksen kehittämislinoja pohtineen työryhmän ehdotus ei tältä osin toisi muutosta asiaan. Pikemminkin ehdotuksen toteutuminen jäykistäisi luottokorkojen verovähennykset entistä kiinteämmäksi osaksi yleistä pääomatuloverotusta, kun periaatteena olisi luottokorkojen vähentäminen ensi sijassa verotettavista pääomatuloista.

Vaihtoehtoisesti voitaisiin ajatella luottokorkojen verovähennysoikeutta muutettavan aktiivisesti ennustettua suhdannevaihtelua tasaavalla tavalla. Periaatteessa tähän on hyvät mahdollisuudet, koska jo nykyisellään vähennysoikeudet säädetään tuloveroasteikon vahvistamisen yhteydessä aina kerrallaan vuodeksi eteenpäin ja päätökseen riittää eduskunnan yksinkertainen enemmistö.

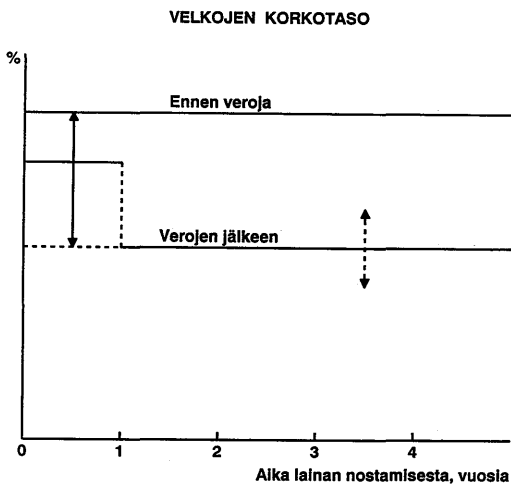
Välineen aktiivinen käyttö voisi tulla poliitikkojen kannalta nykyistä hyväksyttävämmäksi ja näin muodoin taloudellisesti tehokkaammaksi, jos vähennysjärjestelmässä eriytettäisiin uusien verovuonna nostettavien luottojen ja aiemmin nostettujen luottojen korot. Pelkkien uusien luottojen korkoihin kohdistuva verovähennysoikeuden kiristäminen ei aiheuttaisi sellaisia tulonjakomuutoksia, jotka estävät nykyisen järjestelmän aktiivisen käytön.

Sen sijaan uusien luottojen korkojen verovähennysoikeuden kiristäminen nousukauden alla vaikuttaisi merkittävästi efektiivisiin veronjälkeisiin luottokorkoihin, mikä voisi tehokkaasti ehkäistä kotitalouksien kysynnän liiallista paisumista. Toisaalta ennakoitun suhdannetaantumien edellä uusien luottojen korkojen verovähennysoikeutta voitaisiin laajentaa ja näin lieventää devalvaatio-odotuksista johtuvan korkojen nousun vaikutusta kotimaiseen kysyntään.

Järjestelmän toimivuuden ehtona olisi se, että uusien luottojen veronjälkeinen korko olisi kuviossa 6 hahmoteltuun tapaan aina vähintään vanhan luottokannan veronjälkeisen koron tasolla. Tällöin ei syntyisi sellaista mahdollisuutta veroarbitraasiin, että uusia luottoja kannattaisi verotuksellisista syistä ottaa pelkästään vanhojen luottojen takaisinmaksuun.

Kuviossa 6 on tuotu kaavamaisesti esiin

Kuvio 6: Uusien ja vanhojen luottojen korko eriytyessä vähennysjärjestelmässä



myös mahdollisuus vanhan luottokannan verovähennysoikeuden muutoksiin. Nämä muutokset olisivat joka tapauksessa olennaisesti pienempiä kuin aktiivisena suhdannepolitiikan välineenä toimivat uusien luottojen korkojen verovähennysoikeuden muutokset.

Edellä kuvattu luottokorkojen verovähennysjärjestelmän muuttaminen ei ole enää uusi ajatus. Muutos olisi ollut ajankohtainen jo 1980-luvun lopun kulutusjuhlan aikaan (ks. Rantala 1989). Kun pankkien antolainauskorot vapautettiin säännöstelystä lopullisesti elokuussa 1986, raha- ja finanssipolitiikkaa olisi ollut syytä toteuttaa sillä tavoin koordinoitusti, että rahapolitiikan keventymistä olisi kompensoitu finanssipolitiikan kiristämällä, muun muassa kaventamalla luottokorkojen verovähennysoikeuksia. Vaikka talouden tasapaino ei tulevassa noususuhdanteessa enää yhtä pahasti horjuisikaan, valuuttakurssiodotuksista johtuva korkoeron pieneneminen saattaisi kuitenkin vaatia vastapainoksi verokiilaa, joka palauttaisi edes osan korkojarrun muutoin menetettäväästä tehosta.

Kirjallisuus

- Halttunen H. ja Korkman S. (1981): *Central Bank Policy and Domestic Stability in a Small Open Economy*, Bank of Finland, D:47.
- Korkman S. (1989): »Suhdannepolitiikan tarpeet ja mahdollisuudet», *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 3:1989, 292-297.
- Puumanen K. ja Suvanto A. (1992): »Stabilization Policy and Institutional Flexibility in an Integrated Europe», teoksessa *Proceedings of the Workshop on Economic Policy in European Integration*, VATT:n julkaisuja 6, 25-33.
- Pääomatulojen verotuksen ja yritysverotuksen kehittämissuunnitelmat, Asiantuntijaryhmän muistio, VM:n työryhmämuistioita 1991:28.
- Rantala O. (1989): »Pääomaverotus ja pääomamarkkinoiden kehitys», *PTT:n katsaus* 2/1989, 39-50.
- Rantala O. (1992): »An Econometric Diffusion Model of Exchange Rate Movements within a Band, Implications for Interest Rate Differential and Credibility of Exchange Rate Policy», *ETLA:n keskusteluaiheita* No. 398.
- Rantala O. ja Suni P. (1992): »The European Economy, Medium-Term Perspectives», *ETLA:n keskusteluaiheita* No. 402.