

## Maksutasekriiseistä\*

ALPO WILLMAN

Historiansa aikana kiinteiden valuuttakursien järjestelmä on esiintynyt monessa muodossa. Pitkät ajat se on ollut yleinen kansainvälinen valuuttajärjestelmä. Näin oli kultakantaperiodilla viime vuosisadan jälkipuoliskolta ensimmäisen maailmansodan syttymiseen asti ja uudelleen 1920-luvulla sekä Bretton Woods -kaudella toisen maailmansodan jälkeisenä aikana 1970-luvun alkuvuosiin asti. Se on myös voinut olla osa alueellisesti rajattua valuuttayhteistyötä kuten EMS-järjestelmässä, tai se on voinut perustua yksittäisen maan riippumattomaan valintaan, jossa valuutan ulkoinen arvo sidotaan kiinteästi joko yhteen merkittävään valuuttaan tai usean valuutan koriin. Jälkimmäisellä tavallahan on mm. Suomessa ja muissa pohjoismaissa tehty.

Kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä maan keskuspankki sitoutuu vaihtamaan kotimaan valuuttaa ulkomaisiksi valuutoiksi ja päinvastoin kiinteään hintaan. Valuuttojen vapaa vaihdettavuus edellyttää, että kiinteiden valuuttakurssien on oltava myös markkinakursseja, ts. hintoja, joilla valuuttojen kysyntä ja tarjonta ovat tasapainossa. Tähän keskuspankki tarvitsee ulkomaisia reservejä eli valuuttavarantoa. Valuuttavaranto toimii siis puskurina, jonka koon vaihtelut viime kädessä tasapainottavat kotimaan valuutan kysynnän ja tarjonnan. Niin kauan kun keskuspankilla on riittävästi ulko-

maisia reservejä, se voi jatkaa interventioitaan valuuttamarkkinoilla ja ylläpitää kiinteää valuuttakurssia.

Kiinteän valuuttakurssin regiimissä valuuttavarannon riittävyys asettaa rajoitteen rahapolitiikalle; luottoekspansio kotimaassa ei voi pysyvästi olla nopeampi kuin maissa, joiden valuuttoihin kotimaan valuutan arvo on kiinnitetty. Ajan mittaan liian nopea luottoekspansio vuotaa joko vaihtotaseen alijäämänä tai suoraan pääoman vientinä ulkomaille ja kuluttaa maan valuuttavarannon. Ellei keskuspankki kykene ulkomaisella luotolla jatkuvasti täydentämään valuuttavarantoaan, käy kiinteän pariteetin säilyttäminen mahdottomaksi ja maa ajautuu maksutasekriisiin. Tyypillistä maksutasekriiseille lisäksi on, että edellä kuvatun prosessin loppuvaiheessa valuuttavarantoon tavallisesti kohdistuu spekulatiivisia hyökkäyksiä, jotka nopeasti hävittävät jäljellä olevan varannon.

Perinteisesti talousteoria ei ole käsitellyt edellä mainitun kaltaisia spekulatiivisia ilmiöitä. On epäilty, voidaanko tällaisia ilmiöitä, jotka niin voimakkaasti riippuvat psykologisista tekijöistä, ylipäätään ollenkaan käsitellä formaalien mallien avulla. Spekulatiiviset hyökkäykset ja kriisit yhdistetään helposti irratiionaaliseen käyttäytymiseen, jonka analysointi ei monien mielestä talousteorian piiriin kuuluukaan. 1970—80-lukujen vaihteessa syntynyt maksukriisejä käsittelevä kirjallisuus on kuitenkin osoittanut, ettei spekulatiivisten hyökkäysten selittämisessä tarvitse turvautua irratiionaalisuusoletukseen ja että spekulatiiviset hyök-

\* *Lectio praecursoria* Helsingin yliopistossa 3.7.1992. Perustuu väitöskirjaan »Studies in the Theory of Balance-of-Payments Crises», Suomen Pankki, B 46, Helsinki 1992.

käykset päinvastoin kuuluvat täysin rationaalisten talousyksiköiden optimaaliseen käyttäytymiseen.

Maksutasekriisejä käsittelevä kirjallisuus on varsin tuoretta, ja valtaosa siitä on kirjoitettu viimeisen kymmenen vuoden aikana. Tämän kirjallisuuden teoreettiset juuret ovat kuitenkin paljon kauempana eli 1930-luvun alussa, jolloin Hotelling esitti teoriansa uusiutumattomien luonnonvarojen käytöstä ja niiden hintojen määrääytymisestä. Valuuttavarannon rajallisuuden kautta maksutasekriisejä käsittelevällä kirjallisuudella on analoginen yhteys uusiutumattomia luonnonvaroja käsittelevään kirjallisuuteen.

Tilanne, jossa julkinen valta pyrkii säätelmään esimerkiksi kullan hintaa hallussaan pitämänsä kultavarannon avulla, on hyvin samankaltainen kuin tilanne, jossa keskuspankki valuuttavarannon avulla pyrkii kiinnittämään valuutan ulkoisen arvon. Kuten Salant ja Henderson (1978) kullan tapauksessa ja Krugman (1979) kiinteiden valuuttakurssien tapauksessa osoittavat, kilpailutasapaino edellyttää molemmissa tapauksissa, että varannot joutuvat lopulta spekulatiivisen hyökkäyksen kautta yksityisen sektorin haltuun ja että edellytykset hintojen ja valuuttakurssien säätelyyn häviävät.

Krugmanin mallissa oletetaan, että keskuspankki lisää kotimaista luotonantoaan pysyvästi vakionopeudella. Tämä tyhjentää ajan mittaan valuuttavarannon. Lisäksi yleisö tietää, että keskuspankki vetäytyy valuuttamarkkinoilta ja päästää valuutan kellumaan hetkellä, jolloin valuuttavaranto on käytetty loppuun. Valuuttamarkkinoilla operoivien sijoittajien kannalta keskeiseksi kysymykseksi nousee nyt, mitä valuuttakurssseille kunakin hetkenä tapahtuisi, jos keskuspankin valuuttavaranto tyhjennettäisiin välittömästi spekulatiivisella hyökkäyksellä. Käy ilmi, että liian aikaisin toteutetuna hyökkäys supistaisi liikeessä olevan rahan määrän niin pieneksi, että valuutan täytyisi revalvoitua. Tästä aiheutuisi sijoittajille huomattavat pääomatappiot, minkä takia spekulatiivista hyökkäystä ei tässä vaiheessa toteuteta. Toisaalta, jos valuuttakurssiregiimin vaihdos tapahtuisi ilman spekulatiivista hyökkäystä, devalvoituisi valuuttakurssi diskreetisti regiimin

vaihdoksen yhteydessä. Tämä puolestaan merkitsisi käyttämättä jääneitä voitontekomahdollisuuksia. Näin ei rationaalisilla, tehokkaasti toimivilla markkinoilla voi kuitenkaan tapahtua. Kilpailutasapaino edellyttää, että valuuttavarantoon kohdistuu spekulatiivinen hyökkäys hetkellä, jolloin kelluva kurssi on sama kuin siihen asti vallinnut kiinteä valuuttakurssi. Valuuttakurssi ei siis välittömästi regiimin vaihdoksen yhteydessä muutu. Sen sijaan devalvoitumisvauhdissa ja kotimaisessa nimelliskorossa tapahtuu pysyvä hyppäys ylöspäin. Korkotason nousun myötä rahan kysyntä pienenee. Spekulatiivisen hyökkäyksen koko vastaa juuri rahan kysynnän supistumista.

Formaali mallikehikko, johon edellä esitetty tarkastelu perustuu, on sekä rakenteensa että olettamustensa suhteen äärimmäisen pelkistetty. Kuten teoreettisessa tutkimuksessa yleensäkin, käytetystä analyysikehikosta on riisuttu pois kaikki ylimääräinen ja jätetty jäljelle vain sellaiset piirteet, jotka ovat olennaisia tutkimuksen kohteena olevan ilmiön kannalta—tässä tapauksessa valuuttakurssiregiimin vaihdokseen liittyvän spekulatiivisen hyökkäyksen kannalta. Tämän takia monet todellisten maksutasekriisien yhteydessä havaittavat piirteet jäävät mallissa selitystä vaille. Myöhempi kirjallisuus onkin täydentänyt ja laajentanut Krugmanin esittämää perusmallia monella tavalla ja samalla lisännyt sen realistisuutta. Tätä tavoitetta pyrkii myös nyt tarkasteltavana oleva tutkimus palvelemaan. Lähestymistavaltaan tutkimuksen on puhtaasti teoreettinen.

Aiheensa puolesta käsillä oleva tutkimus liittyy läheisesti myös viime vuosien tapahtumiin Suomen raha- ja valuuttamarkkinoilla—ovathan Suomen markan arvoon kohdistuneet spekulatiot selvästi lisääntyneet 1980-luvun jälkipuoliskolla. Yleensä tämä kehitys on tulkittu seuraukseksi 1980-luvulla toteutetusta rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnista, jonka yhteydessä ulkomaisten pääomaliikkeiden säätelystä luovuttiin käytännöllisesti katsoen kokonaan. Tämä näkemys sopii hyvin yhteen maksutasekriisejä koskevassa kirjallisuudessa esitettyjen tulosten kanssa; niiden mukaan pääomaliikkeiden kontrollin keventäminen kasvattaa spekulatiivisten hyökkäysten kokoa ja aiheuttaa sen,

että hyökkäyksiin ryhdytään tilanteissa, joissa valuuttavaranto on tuntuvasti suurempi kuin aikaisemmin vastaavien hyökkäysten yhteydessä.

Merkittävimmit vuoden 1982 devalvaation jälkeiset devalvaatiospekulaatioperiodit Suomessa ajoittuvat vuoteen 1986, vuosien 1989 ja 90 vaihteeseen, vuoteen 1991 ja kuluvaan vuoden huhtikuuhun. Tapausten kulkua voidaan näissä spekulaatiotilanteissa melko pitkälle kuvata maksutasekriisejä koskevan teorian avulla. Yleensä tilanteita on edeltänyt keskuspankin selvä pyrkimys keventää kotimaisia rahoitusmarkkinoita. Tästä oli seurauksena, että myös Suomen Pankin valuuttavaranto supistui ja jossain vaiheessa valuutan maastavirtaus alkoi saada selvästi spekulatiivisia piirteitä.

Teorian mukaan keskuspankin olisi helpointa pysäyttää valuutan maastavirtaus heti alkuunsa, sillä mitä myöhemmäksi kotimaista likviditeettiä kiristäviä toimia lykätään, sitä vaikeammaksi käy palauttaa usko keskuspankin haluun ja kykyyn puolustaa vakaan valuutan linjaa. Keskuspankin käytössä on — ainakin periaatteessa — riittävästi välineitä valuutan spekulatiivisen maastavirtauksen pysäyttämiseen. Vaikka esimerkiksi pääomaliikkeiden säännöstelyn purkaminen olennaisesti heikentääkin keskuspankin mahdollisuuksia kontrolloida kotimaan rahan määrää ja korkotasoa, säilyy perusrahan kotimainen komponentti edelleen keskuspankin kontrollissa. Käyttäen tätä instrumenttinaan voi keskuspankki kiinnittää valuuttavarannon haluamansa suuruiseksi. Tällöin koron täytyy kuitenkin antaa määräytyä täysin vapaasti.

Kuinka Suomen Pankki sitten toimi näissä spekulaatiotilanteissa? Sen sijaan, että keskuspankki olisi supistanut kotimaista luottokomponenttia, se monta kertaa spekulaatioiden alkuvaiheessa jopa laajensi sitä ja näin ainakin osittain esti valuutan maastavirtauksen likviditeettiä kiristävän vaikutuksen välittymisen kotimaisille rahoitusmarkkinoille. Tämä luonnollisestikin vain voimisti valuutan maastavirtausta ja devalvaatio-odotuksia. Jossain vaiheessa keskuspankin oli kuitenkin pakko luopua tästä »steriloivasta» politiikasta ja tällöin devalvaatio-odotukset pääsivät välittymään täysi-

määräisinä kotimaisiin korkoihin. Useassa tapauksessa korkojen nousu riittikin pysäyttämään valuutan maastavirtauksen. Luottamus markkaan ei yleensä kuitenkaan palauttanut spekulatioita edeltäneelle tasolle, sillä vaikka korot vähitellen alenivatkin, jäi varanto tyypillisesti vielä pitkäksi aikaa pieneksi.

Tulisiko sitten valuutan maastavirtauksen kotimaista likviditeettiä kiristävästä vaikutuksesta johtuvan korkojen nousun teorian mukaan sitten pysäyttää spekulatiivinen hyökkäys ja palauttaa luottamus kiinteään kurssiin, siten että valuuttavaranto ja korot palaisivat samansuuruisiksi kuin enne spekulatiota? Vastaus kysymykseen voi riippua esimerkiksi sen epävarmuuden luonteesta, joka liittyy devalvaation laukaisevaan valuuttavarannon kriittiseen kokoon. Myönteiseen vastaukseen päädytään, jos yleisö uskoo, että varannoilla on—kuten Krugmanin perusmallissa—tietty kynnsarvo, jonka saavuttaminen laukaisee devalvaation. Yleisön ei tarvitse tätä arvoa tuntea, mutta se tietää, ettei keskuspankki devalvoi ennen eikä jälkeen kynnsarvon saavuttamista vaan juuri sillä hetkellä, jolloin varanto on kynnsarvon suuruinen. Epävarmuuden olessa luonteeltaan tällaista yleisellä on mahdollisuus oppia. Siten spekulatiot olisivat yhtäkkisiä, vain lyhyen aikaa kestäviä hyökkäyksiä, jotka sammuvat itsestään, kun yleisö huomaa, että varannon kriittinen kynnsarvo on alempana kuin hyökkäyksen voima riittää. Uusi, entistä voimakkaampi hyökkäys olisi kuitenkin enne pitkää odotettavissa, jos rahapolitiikan ekspanstiivinen perusvire jatkuisi entisellään.

Kuten edellä kuvasin, ei spekulatiivinen käyttäytyminen Suomen valuuttamarkkinoilla näytä noudattavan tätä mallia. Sen sijaan, että markan ulkoiseen arvoon kohdistuvat hyökkäykset olisivat yhtäkkisiä hyökkäyksiä, näyttävät ne Suomen tapauksessa tapahtuvan spekulatiivisina, ajoittain voimakkainakin valuutan maastavirtauksina, eikä niiden yhteydessä menetettyä varantoa saada helposti takaisin. Yleensä valuuttavirran kääntymiseksi Suomeen päin on tarvittu muutoksia valuuttakurssin uskottavuuteen vaikuttavissa fundamentaaleissa—kuten esimerkiksi vaihtosuhteen yllättävä paraneminen—tai muita toimia, jotka ovat li-

sänneet halua tuoda pääomaa.

Edellä kuvatun kaltainen käyttäytyminen tulee mielestäni selvästi paremmin selitetyksi, jos oletetaan, että yleisö uskoo devalvaation voivan tapahtua, olipa valuuttavaranto sinänsä minkä suuruinen tahansa, mutta kuitenkin niin, että devalvaation todennäköisyys kasvaa valuuttavarannon pienetessä. Tällä tapauksella on keskuspankin kannalta — verrattuna tilanteeseen, jossa tietty varannon kynnyksarvo laukaisee devalvaation — se etu, että keskuspankilla on aikaa reagoida valuutan spekulatiiviseen maastavirtaukseen ja pysäyttää se alkuunsa. Jos kuitenkin valuutan spekulatiivisen maastavirtauksen sallitaan jatkua, haittana on, ettei spekulatiivisen yhteydessä menetettyä varantoa ja kohonneita korkoja, jotka lopulta ehkä pysäyttävät valuutan maastavirtauksen, saada helposti takaisin spekulatiota edeltäville tasoilleen. Tarvittaisiin vielä likviditeettiä voimakkaasti kiristäviä lisätoimia, jotta valuuttavaranto saataisiin valuuttakurssin uskottavuuden kannalta riittävän suureksi.

Maksutasekriisiä koskeva kirjallisuus korostaa voimakkaasti valuuttavarannon koon merkitystä kiinteän valuuttakurssin uskottavuuden kannalta. Jotta valuuttaan kohdistuvilta spekulatiivisilta hyökkäyksiltä sen mukaan välttyttäisiin, tulisi keskuspankin pitää valuuttava-

ranto riittävän suurena tai sen turvana tulisi olla spekulatiotilanteiden varalle tehty — esimerkiksi keskuspankkien välinen — tukisopimus, joka varmistaisi varannon riittävyuden myös spekulatiotilanteissa. Vapaasti liikkuvan pääoman oloissa tämä valuuttavarannon »riittävä» koko on paljon suurempi kuin tilanteessa, jossa pääoman liikkuvuutta rajoitetaan.

Mielestäni myös viime vuosien tapahtumat Suomen valuuttamarkkinoilla tukevat tätä valuuttavarannon koon merkitystä korostavaa näkemystä. Varmasti on kuitenkin myös niin, ettei valuuttavarannon koko ole ainoa kriteeri valuuttakurssin uskottavuuteen vaikuttava tekijä, vaan myös monilla muilla tekijöillä voi olla siihen yhtä suuri tai ajoittain ehkä suurempikin vaikutus. Maksutasekriisiä koskevissa teorioissa onkin näiltä osin vielä paljon täydentämistä.

### *Kirjallisuus*

- Krugman, P.R., (1979):, A Model of Balance-of-Payments Crises, *Journal of Money, Credit and Banking* 11, 311 — 325.
- Salant, S.W. and Henderson, D., (1978):, Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold, *Journal of Political Economy* 86, 627 — 648.