

Kansainvälinen rahoitusintegraatio, ulkoinen tasapaino ja rahoitusalan vakaus*

ALEXANDRE LAMFALUSSY

Tarkastelen seuraavassa joitakin rahoitusalan kansainvälistymisen seurauksia ja sen talouspolitiikalle antamia haasteita. Tämä kansainvälistymisen prosessi on jatkunut jo jonkin aikaa, mutta 1980-luvulla se näytti saavan jonkinlaista »uutta tuulta purjeisiinsa». Yksi syy tähän on se, että lisääntynyt kansainvälinen rahoitusintegraatio ei ole ilmestynyt aivan yksinään. Se on läheisesti sidoksissa ja toimii vuorovaikutuksessa toisten muutosprosessien kanssa, jotka liittyvät kansallisiin ja kansainvälisiin rahoitusjärjestelmiin, rahoitusalan innovaatioihin, säännöstelyn purkamiseen ja markkinoiden liberalisoitumiseen sekä teknologian, erityisesti tietotekniikan kehitykseen. Kansainvälisellä tasolla nämä kehitystrendit ovat olleet silmiinpistävimpiä rahoitusalan *cross-border*-transaktioiden volyymin äärimmäisen nopeassa kasvussa. Tämä kasvu on näkynyt sekä brutto- että nettopääomavirroissa. Jälkimmäisen kasvun vastineena vaihtotaseiden tasapainottomuus on noussut ennakkokemattomalle tasolle. Samanaikaisesti on ilmestynyt ylenpalttisesti uusia rahoitusvälineitä, kuten taseen ulkopuoliset instrumentit, koron- ja valuutanvaihtosopimukset (*swapit*) ja optiot, sekä enenevässä määrin tällaisten uusien instrumenttien mutkikkaat yhdistelmät.

Jaan havaintoni kolmeen osaan aloittaen huomautuksella muutamista säännöstelyn purkamisen ja kansainvälistymisen tuomista hyödyistä, joita sillä teorian mukaan tulisi olla. Seuraavaksi luettelen joitakin huolenaiheita kehitykseen liittyvistä riskeistä. Sen jälkeen tarkastelen viime vuosikymmenen kehityksen valossa, missä määrin nämä huolenaiheet näyttäisivät olleen oikeutettuja. Lopuksi yri-

tän tulevaisuuden varalle tehdä näistä kokemuksista joitakin johtopäätöksiä.

Deregulaation tuomia hyötyjä ja huolenaiheita

Kansainvälistymisen tuomista hyödyistä puhun hyvin lyhyesti — ei siksi, että ne eivät olisi tärkeitä, vaan koska ne ovat kiistattomia. Ammattiekonomistit eivät varmaankaan ole kovin erimielisiä väitteestä, jonka mukaan rahoitussektorilla kilpailun esteiden poistaminen markkinavoimilta on todennäköisesti hyödyksi maailmantaloudelle kokonaisuudessaan. Hyötyihin kuuluvat kasvanut tehokkuus, säästöjen parempi allokointi, rahoituspalveluiden kustannusten alentuminen ja rahoituspalveluiden tarjonnan laajentuminen. Tarjonnan monipuolistuminen on ollut nähtävissä niiden instrumenttien valikoimassa, joita on nyt käytettävissä erityisesti korko- ja kurssiriskeiltä suojautumiseen.

Lantin toinen puoli antaa kuitenkin aiheen miettiä »hintaa», jonka näistä hyödyistä saatamme joutua maksamaan. Huolenaiheeni liittyvät ensinnäkin rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuden mahdolliseen kasvuun ja toiseksi pääomanliikkeiden aikaansaamiin pitkäaikaisiin valuuttakurssivääristymiin ja vaihtotaseiden suureen tasapainottomuuteen. Tiivistetyksi sanottuna ensimmäinen huolenaiheeni on se, että pidettäessä pankkien keskeistä asemaa järjestelmässä annettuna tekijänä liberalisoinnin ja innovaatioiden mutkikas ja radikaali prosessi on tuonut kansainvälisen rahoitusjärjestelmän vakaudelle sellaisia uhkia, että ne saattavat vaningoittaa myös reaalityönteon terveyttä. Mielestäni noilla uhkatekijöillä on ollut yhteys rahoitusvaateiden hintojen lisääntyneeseen volatiliiteettiin ja kasvaneeseen mah-

* Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokouksessa 15. 10. 1990 pidetty esitelmä. Väliotsikot toimituksen.

dollisuuteen, että rahoitusmarkkinoiden osapuolet yksinkertaisesti tekevät virheitä tai vääriä arviointoja pitkittyneen, mutta nopean ja monimutkaisen muutoksen kauden aikana. Ei ole ollut esimerkiksi kysymys siirtymisestä yhdestä suhteellisen vakaasta tasapainotilanteesta toiseen, siten että kokemusta uudesta järjestelmästä olisi voitu nopeasti kartuttaa ja kokemuksen tuomaa oppia johdonmukaisesti soveltaa. Lisäksi, kokemus on opettanut meille, että emme tunne rahoitusvaateiden hinnanmuodostusprosessia riittävän hyvin. Tämä ei päde vain lyhyen aikavälin volatili-teettiin vaan, mikä vielä tärkeämpää, keskipitkän aikavälin vääristymiin paitsi valuuttakursseissa myös osakkeiden ja kiinteistöjen hinnoissa, ja ehkä jopa joukkovelkakirjojenkin hinnoissa riippuen itsekunkin perustana olevista fundamenteista. Täten emme ole epävarmoja ainoastaan siitä, miten paljon hinnat saattavat reagoida erilaisiin häiriöihin, vaan olemme epävarmoja myös siitä, missä vaiheessa hintojen muutoksilla alkaa olla epäsuotuisia vaikutuksia järjestelmän vakauteen.

Lisähuolenaihe on se, että rahoitusalan muutosprosessiin on liittynyt kova ja edelleen kiristynyt kilpailu, mikä on pannut ammatinharjoittajat kasvavan suorituspaineen alle. Vaikka seurauksena ollut voittomarginaalien alentuminen onkin periaatteessa hyvä asia, niin on kysyttävä, voiko se myös mennä liian pitkälle. Pidämmehän schumpeterilaista luovan tuhon kilpailuprosessia hyödyllisenä muillakin yritystoiminnan sektoreilla. Mutta ei ole täysin selvää, että rahoitussektorilla kilpailuprosessi voi — tai että sen pitäisi — toimia täysin samalla tavoin. Tällä sektorilla, johon luonnollisesti myös maksujärjestelmä kuuluu, yhdenkin suuren instituution romahdus voi vaikuttaa epäedullisesti koko järjestelmään. Nämä voittomarginaaleihin liittyvät näkökohdat näyttäisivät olevan erityisen huolestuttavia tilanteessa, jossa on useita uusia ja monimutkaisia instrumentteja, joiden riskiominaisuuksia saattaa olla vaikea määritellä tarkasti. Useimmat näistä uusista instrumenteista tarjoavat yksittäisille markkinaosapuolille merkittäviä suojautumismahdollisuuksia; mutta entä jos näiden johdannaisinstrument-

tien markkinat kireinä aikoina käyvät epälikvideiksi? Tällaisissa olosuhteissa marginaalien alentaminen ei ehkä olekaan tarkoituksenmukaista, koska järjestelmän haavoittuvuus saattaisi kasvaa ei-toivotulla tavalla. Mikä sitten olisi sopiva kilpailupaine, jotta maksimaalinen tehokkuus voitaisiin varmistaa?

Kansainvälistyminen sekoittuu tähän huoleen siinä mielessä, että sen myötä mahdollisten riskipositioiden lukumäärä kasvaa, koska eri valuuttojen kesken tapahtuvat liiketoimet laajenevat. Mahdollisuudet virhearviointoihin — tai vain huonoon tuuriin — siten edelleen lisääntyvät. Tämä pätee markkinaosapuolten arviointeihin paitsi omasta myös vastapuolen liiketoiminnasta. Globalisoituminen ja innovaatiot ovat vähentäneet yritysten tilinpäätösten läpinäkyvyyttä. Ne ovat myös melko varmasti lisänneet häiriöiden siirtymistä ja siirtymisnopeutta yhdestä järjestelmän osasta toiseen. Mietitäänpä vaikka uusia riskeiltä suojautumisen välineitä. Meidän tulisi muistaa, että kun nämä otaksuttavasti jakavat riskin uudelleen leveämmille harteille, kaikkia riskejä ei voida järjestellä uudelleen ulos järjestelmästä. Kun otetaan huomioon sekä uusien instrumenttien että yleensä rahoitusjärjestelmän monimutkaisuus, voimme olla varmoja, että kaikki osapuolet ovat selvillä ottamiensa riskien todellisesta suuruusluokasta?

Arvopaperistumiseen liittyy puolestaan kaksi näkökohtaa. Yhtäältä se poistaa osan riskistä pankkijärjestelmästä ja siirtää sen arvopapereiden haltijoille. Samanaikaisesti se kuitenkin poistaa pankkien taseesta parempiakin riskejä, koska turvallisimmat asiakkaat todennäköisesti hyötyvät eniten markkinoiden suomista paremmista rahoitusehdoista.

Lopuksi, makrotaloudellinen tausta oli suhteellisen suotuisa melkein koko 1980-luvun ajan. Kasvu piristyi ja jatkui sinnikkäästi, ainoa öljyshokki oli positiivinen, ja suuren osan ajasta korot liikkuivat alaspäin. Vielä kehityksessä olevaa rahoitusjärjestelmää ei ole siten testattu vähemmän suotuisassa ympäristössä. Tähän aiheeseen palaan jäljempänä.

Toisen huolenaiheryhmani osalta voin olla edellistä lyhytsanaisempi. Kelluvien kurssien

periodi on tuonut esiin useita esimerkkejä suurista ja selkeistä keskipitkän aikavälin valuuttakurssivääristymistä, ja 6—7 viime vuoden aikana olemme nähneet pysyvien ja suurten vaihtotase-epätasapainojen esiin nousun. Seurauksena olleet muutokset maiden kansainvälisissä rahoitussaatava- ja velkavarannoissa saattavat luonnollisesti lisätä rahoitusalan haavoittuvuutta, ts. niitä huolia joita olen edellä käsitellyt. Lisäksi tällaiset epätasapainotilanteet saattavat johtaa vinoutumiin resurssien allokoinnissa ja sellaiseen epävarmuuden ilmapiiriin, joka on tuottaville investoinneille vahingollista. Protektionistiset paineet ovat olleet selvästi havaittavissa.

Miten edellä kuvaamani ongelmat vaikuttavat reaalityöelämän terveyteen? Aloitan yritykseni vastata tähän kysymykseen itsestään selvällä tavalla, nimittäin katsomalla taaksepäin ja analysoimalla tiettyjä taloudellisen kehityksen piirteitä kymmenen viime vuoden aikana.

1980-luvun kokemuksia

Seuraavassa tarkastelen 1980-luvun kokemuksia viiden pääotsikon alla. Ensinnäkin kokonaisuutena ottaen taloudellinen kehitys on teollistuneessa maailmassa ollut yllättävän hyvä. Yksityisten investointien nousu on ollut voimakasta, minkä seikan luulisi ensi näkemältä olleen rahoitusjärjestelmän kannalta edullista. Toisaalta on totta, että kriisejä on ilmennyt. Niiden seuraukset eivät kuitenkaan ole olleet kovin vakavia, tai sitten ne on voitu eliminoida ripeillä toimilla siten, että kokonaistaloudellinen toiminta ei ole kärsinyt vakavia kolhuja. Sama arvio ei tosin päde niiden monien kehitysmaiden kohdalla, jotka olivat ylivelkaantuneet.

Toinen aiheeni koskettelee teollistuneiden maiden suuria ja pitkittyneitä vaihtotaseen epätasapainotiloja. Paljon on käyty keskusteluja siitä, onko tällaisilla epätasapainotilanteilla enää tämän päivän maailmassa merkitystä, verrattuna esim. Bretton Woods-sopimuksen aikaan. Minun mielestäni niillä on yhä merkitystä.

Kolmanneksi, silloin kun rahoitusjärjestelmä on joutunut koeteltavaksi, se näyttää pikemminkin olleen seurausta sen tyyppisistä luotonantajien epäonnistumisista tai väärinarvioinneista — joita nimittäisin »perinteisiksi» — kuin kansainvälistymisestä tai rahoitusinnovatiivisuudesta sinänsä. Joissakin tapauksissa sellainen toiminta on ollut läheisesti sidoksissa rahoitusvaateiden hintojen vääristymiin, erityisesti kiinteistösektorilla.

Neljänneksi rahoitusmarkkinat eivät aina ole täyttäneet niille liberalisoinnin myötä annetuksi oletettua kurinalaisuutta ja järjestystä. Lopuksi voidaan tietysti myös sanoa, etteivät viranomaisetkaan ole olleet tapahtumien passiivisia tarkkailijoita. Heidän reaktionsa ovat olleet kolmenlaisia: välitön kriisien hallinta, voimistunut talouspolitiikan koordinointi ja pidemmällä aikavälillä järjestelmän joustavuuden keinotekoinen ylläpitäminen, esimerkiksi valvonnalla.

Aloittaakseni taloudellisesta kehityksestä viime vuosikymmenen aikana, sen merkittävintä piirre on ollut aktiviteetin pitkittynyt nousu. Tätä nousukautta on nyt meneillään pitkälle kahdeksas vuosi, mikä tekee siitä sodanjälkeisen ajan pisimmän. Mikään ei näytä viittaavan siihen, että tällä olisi ollut mitään vakavampia haitallisia vaikutuksia rahoitussektorin tapahtumiin.

Joku saattaa pitää tätä tulkintaa liian hyväuskoisena arviona. Entä vuosikymmenen alun taantuma, joka työttömyyden osalta oli teollistuneen maailman pahin sodanjälkeisenä aikana? Entä samaan aikaan puhjennut kansainvälinen velkakriisi ja sitä seurannut heikko taloudellinen kehitys monissa velka- maissa? Itse lisäisin näihin kysymyksiin vielä kansainvälisten maksujen epätasapainon, joka syntyi vuoden 1982 jälkeen.

Vuoden 1982 taantumaa koskettelen hyvin lyhyesti. Näkemykseni mukaan se oli osa hinnasta, joka oli maksettava siitä, että inflaation oli 1970-luvulla annettu päästä hallinnasta. Se ei siten ollut seurausta rahoitusmarkkinoiden globalisoitumisesta.

Jyrkästi kohonneet korot ja heikkenevät vientimarkkinat olivat tärkeimmät syyt kehitysmaiden velkakriisin puhkeamiseen vuonna

1982. Mutta tämä ei kerro koko tarinaa. Suuri osa kehitysmaihin 1970-luvulla suunnatusta luotonannosta oli ollut epävertettä perinteisin kriteerein arvioituna. Kohoava inflaatio tarkoitti, että reaalkorot laskivat — ja monissa tapauksissa tulivat negatiivisiksi. Lainojen hoitaminen alkoi näissä olosuhteissa näyttää vaarallisen helpolta. Luotonantoa valtioille pidettiin lähes kokonaan riskittömänä ja vaihtotaseen alijäämää rahoitettiin ilman, että siihen olisi liittynyt tarvittavia makrotaloudellisia pakotteita. Yksittäisten projektien rahoittamisessa ei muistettu ottaa huomioon marraskiä, joka oli seurausta kokonaisluotonannosta projektien kohteena oleviin maihin.

Seuraukset eivät ole olleet kipeät ainoastaan luotonantajille; myöskään asianosaiset maat eivät ole onnistuneet hyötymään siitä, mikä olisi voinut olla hyödyllinen lisäys heidän pitkän aikavälin kasvupotentiaaliinsa. Vaikka rahoitusjärjestelmän lisääntyvä kansainvälistyminen tuotti erittäin kilpailevan ja reheväkasvuisten ympäristön ja varmaankin edesauttoi velkakriisin rakentumisesta, se tuskin kuitenkaan oli kriisin pohjimmainen syy. Vaihtuvakorkoisen luotonannon keksiminen joka tapauksessa auttoi siirtämään raskaan taakan eteenpäin velkaantuneille maille heti kun rahapoliittinen ilmasto vuonna 1979 muuttui. Oli miten oli, liiketoiminnallisen arvostelukykyyn puute, jonka tehdyt päätökset luotonotosta ja luotonannosta osoittavat, pysyy arvoituksena. Mielestäni on syytä erityisesti kantaa huolta pankkijärjestelmän ilmeisestä taipumuksesta tehdä toistuvia, melko suuren luokan erehdyksiä.

Kehittyvä kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on tuonut esiin myös muita ihmetyksen aiheita, kuten tuntuvat keskipitkän aikavälin valuuttakurssivääristymät; ainakin kaikkien tavallisten fundamentteihin liittyvien kriteerien perusteella ne näyttävät vääristymiltä. Yksi huolenaihe, joka tällaisista keskipitkän aikavälin reaalisista valuuttakurssiliikkeistä nousee esiin, on resurssien väärinallokoinnin riski. Investointipäätöksiä tehdessään tuottajat saattavat hyvinkin vastata hintasignaaleihin tavalla, joka viime kädessä osoittautuu kannattamattomaksi. Merkkillistä kyllä, reaa-

litalous näyttää olleen ainakin osittain immuuni tällaisille riskeille. Vaikka rahoitusmarkkinat ovat ajoittain käyttäytyneet melko oudolla tavalla, rahoitusalan ulkopuolisten kansainvälisten yritysten on monasti todettu jättäneen huomioimatta valuuttamarkkinoiden tuottamat hintasignaalit. Investointisuunnitelmat on sensijaan perustettu sellaisille valuuttakurssitasoille, joita on pidetty »järkevimpinä».

Toiselta puolen pelko, että vääristyneet reaaliset valuuttakurssit saavat aikaan myös maksutaseiden epätasapainon, on tapahtuneen kehityksen valossa osoittautunut täysin oikeutetuksi. Itse asiassa dollarin reaalin arvo jatkoi nousuaan vuosina 1983 ja 1984 vaikka Yhdysvaltojen vaihtotaseeseen syntyi samana aikana noin 100 mrd dollarin alijäämä. Pääomaliikkeet olivat itse asiassa panemassa liikkeelle vaihtotaseen kehitystä. Sitäkin yllättävämpi on ehkä se seikka, että vajeet ovat pysyneet hyvin suurina ja että ne on jatkuvasti rahoitettu suurimmaksi osaksi yksityisillä pääomavirroilla. Toisaalta Japanin ja Saksan vaihtotase on ollut kroonisesti ylijäämäinen. Siten tärkeimpien maiden välinen maksujen epätasapaino on kahdeksan viime vuoden ajan ollut ennenkokemattoman suuri.

Perinteinen huoli oli, pienempienkin epätasapainojen ollessa kyseessä, että tasapainotomuus ennemmin tai myöhemmin johtaa valuuttakriiseihin, jotka tuovat muassaan repiviä talouspolitiikan tarkennuksia ja/tai valuuttakurssien muutoksia. Juuri dollarin käyttäytyminen 1980-luvulla saikin viranomaiset hylkäämään *laissez faire*-asenteensa valuuttamarkkinoihin nähden. Vuoden 1985 Plaza-sopimusta, jolla pyrittiin kääntämään dollarin nousu laskuun, seurasi vuoden 1987 Louvren sopimus, jonka alkuperäisenä tarkoituksena oli estää ylilyönti päinvastaiseen suuntaan. Tässä jälkimmäisessä tilanteessa viranomaisten sitoutumista asiaan demonstroitiin ennennäkemättömän suurilla valuuttainterventioilla.

Ei ole täysin yllättävää, että USA:n vaihtotaseeseen vaje on pysynyt suurena valuuttakurssin heikentymisestä huolimatta. Ekono-metriset tutkimukset olivat jo pitkään antaneet viitteitä siitä, että korkea dollari oli ol-

lut vain osittainen syy vajeeseen säästämisen ja investointien välisen epätasapainon näytellessä myös tärkeätä osaa. Toisaalta on kuitenkin omituista, että vaje saattoi säilyä niin kauan ja on vuoden 1987 jälkeen taas rahoitettu spontaaneilla yksityisillä pääomanliikkeillä. Yleinen yksimielisyys on vallinnut siitä, että vajeen sulkeminen vaatisi myös säästämisen ja investointien välisen suhteellisen tasapainon tarkistamista kolmessa suurimmassa maassa. Erityisesti USA:n viranomaisia oli patisteltu USA:n liittovaltion budjettivajeen nopeampaan järjestyksenpanoon yhdistettynä, mikäli mahdollista, yksityisen säästämisen lisäämiseen.

Omituista tässä on se, että yksityisen pääoman virta Yhdysvaltoihin jatkui, vaikka näitä vaatimuksia ei ollut tyydyttävällä tavalla täytetty. Korkeero oli suurimman osan ajasta tietenkin dollarimääräisten rahoitusvaateiden hyväksi, mutta toisaalta sijoittajat ilmeisesti jättivät valuuttakurssiriskin huomioimatta. Miten oli käynyt vapautuneiden pääomamarkkinoiden kuria luovalle roolille? Osa vastauksesta saattaa tietysti olla, että monet muutkin maat kokivat julkisen sektorin rahoitusaseman huononemisen 1970-luvulla ja 1980-luvun alkupuoliskolla. Julkisen sektorin velka suhteessa bruttokansantuotteeseen nousi valtavasti, eikä Yhdysvalloissa — toisin kuin Japanissa — ole vielä saavutettu tämän suhdeluvun alentumista. Saksassa suhdeluku vakiintui suhteellisen alhaiselle tasolle. Mikä vielä tärkeämpää, sen paremmin Saksa kuin Yhdysvallatkaan ei ole asettanut »tarjontapuolen veronalennuksia» budjetin vakauttamisen edelle.

Myös yksityisen sektorin luotonotolla saattaa olla maksutaseseuraamuksia. Yksityisen sektorin säästämisen alentuminen Yhdysvalloissa on tunnettu asia. Iso-Britanniassa se on ollut vieläkin silmiinpistävämpi. Siellä budjetti on viime aikoina ollut ylijäämäinen, mutta kotimaisen rahoitusjärjestelmän liberalisointiin on liittynyt massiivinen kuluttajien velkaantumisen. Sen seurauksena syntynyt kulutusboomi on ollut tärkeä syy Britannian vaihtotaseen heikkenemiseen ja suuren alijäämän syntymiseen kahden viime vuoden aikana.

Tällaiset esimerkit antavat viitteitä siitä, että meidän ei pitäisi keskittyä vain ulkoiseen epätasapainoon sinänsä yrittäessämme arvioida rahoitusjärjestelmän haavoittuvuutta. Meidän pitäisi katsoa myös kotimaisen säästämisen ja investointien välisen epätasapainon luonnetta. Näin tehdessämme näemme, että tällaiset epätasapainotilanteet ovat osa laajempaa ilmiötä. Näyttää siltä, että liberalisointi ja säännöstelyn purkaminen ovat saaneet laajalti seurakseen talouden osapuolten suuremman halukkuuden kaikissa sektoreissa ottaa luottoa ja luotonantajien halukkuuden antaa lainoja. Velkaantumista kuvaavat tunnusluvut ovat nousseet valtavasti eri sektoreissa ja eri maissa. Sellaiset asiat, jotka näyttävät olevan puhtaasti kotimaisia ilmiöitä — kuten Yhdysvalloissa korkeariskisten joukkovelkakirjamarkkinoiden romahdus (*junk bonds*) sekä säästö- ja luottolaitosten ongelmat (*Savings and Loans Associations*) sopivat tähän laajempaan kuvioon. Toisin sanoen siinä määrin kuin rahoitusjärjestelmän haavoittuvuus on kasvanut, se on ainakin osittain tulosta siitä, mitä aikaisemmin kutsuin »perinteisiksi» virheiksi rahoitustoiminnan hoitamisessa yleensä.

Mikäli olen oikeassa katsoessani kansainvälisiä tasapainottomuuksia tästä näkökulmasta, en voi täysin sydämin yhtyä niihin näkemyksiin, joiden mukaan tasapainottomuudet ovat merkityksettömiä niin kauan kuin yksityiset pääomanliikkeet pitävät niitä yllä ja ne sen tähden tulevat rahoitetuksi ilmeisen autonomisesti. Myönnän, että liberalisoituneessa maailmassa voisi hyväksyä ja mahdollisesti toivottaa tervetulleeksi kansainvälisten bruttopääomanliikkeiden volyymin kasvun, kun se on seurausta sijoittajien portfolioiden diversifioinnista. Periaatteessa en pitäisi hälyttävänä myöskään suuria nettopääomanliikkeitä, jotka ilmenevät vaihtotasevajeina. Mutta silloin valokiila kohdistuu vajeiden ja niiden seurauksena olevien saatava- ja velkavarantojen laatuun. Säästö pääomien uudelleen allokointi tuottavampiin investointikohteisiin on vain tervetullutta. Huoleen on aihetta, jos säästö pääomat allokoidaan uudelleen sellaisella tavalla, joka ei luo riittävää kykyä lainojen hoitoon.

Ennen kuin päätän tämän tarkasteluni viime vuosikymmenen kokemuksistamme kommentoin lyhyesti osakehintojen romahdusta lokakuussa 1987. Tämä dramaattinen tapahtuma havainnollisti hyvin selvästi miten nopeasti nykyinen teknologia voi liikutella rahoitusmarkkinoita. Se osoitti myös miten pitkälle kansainvälistyneet markkinat ovat. Samalla kävi ilmi, että vaikka markkinaosapuolet olivat rahoittaneet epätavallisen suuria ulkoisia tasapainottomuuksia, ne olivat huolissaan, kun kävi ilmi, että kansainvälinen sopeutusprosessi saattaa olla menossa väärään suuntaan. Tärkeä johtopäätös tästä on, että makrotalouspolitiikan jonkinasteinen kansainvälinen koordinointi on tarpeen, jotta liiallinen turbulenssi kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla voidaan välttää. Tämä oli hyvin selvä opetus tapahtumista, jotka johtivat lokakuun 1987 romahdukseen.

Vuoden 1987 loppukuukausina seitsemän suuren OECD-maan muodostama ryhmä (G7-maat) toistivat sitoutumisensa talouspolitiikan koordinointiin. Ennen sitä monien maiden viranomaiset olivat jo toteuttaneet onnistuneita toimenpiteitä kriisin hallitsemiseksi. Nämä olivat enimmäkseen saaneet perinteisen muodon, jossa keskuspankki oli viivyttelemättä valmis toimittamaan markkinoille likviditeettiä koordinoitulla tavalla. Tällaisen lyhyen aikavälin kriisin hallinnan tehokkuus näyttää tähän mennessä useissa tapauksissa, *Herstattin* kriisistä alkaen, tulleen todistetuksi.

Muut viranomaisten reaktiot, jotka vaikuttivat lähinnä keskipitkällä ajalla, näyttävät niinkään hyvin tarkoituksenmukaisilta. Mainitsisin erityisesti kansainvälisen pankkitarkastusjärjestelmän vahvistamisen (ja sen tulevan laajentamisen arvopaperimarkkinoiden alueelle), erityistoimenpiteet esimerkiksi osakekurssien päivittäisten muutosten rajoittamiseksi tai ohjelmoitujen kaupankäyntijärjestelmien toiminnan muuttamiseksi, yritykset keventää raskaasti velkaantuneiden maiden velkataakkaa sekä lopulta keinojen etsimisen maksu- ja selvittelyjärjestelmien turvallisuuden vahvistamiseksi. Jos yhdistämme tämän kaiken jatkuvaan ja tarkoituksenmukaiseen

makrotalouspolitiikan koordinaatioon, voimako tehdä sen johtopäätöksen, että kaikki voitava on tehty sen varmistamiseksi, että tulevaisuudessa kriiseihin ei liity mitään järjestelmäpohjaista uhkaa kansainväliselle rahoitusjärjestelmälle?

Päätelmiä ja haasteita

Huomauttaisin heti, että vaikka vastaus ylläesittämäni kysymykseen on »ei», ei ole olemassa mitään tapaa, jolla kelloa voitaisiin kääntää taaksepäin. Meidän on hyväksyttävä se tosiasia, että kansainvälistyminen ja säännöstelyn purkaminen ovat tulleet jäädäkseen. Vielä ilmeisemmin niin ovat tehneet moderni tietotekniikka ja kommunikaatioteknologia. Itse asiassa tietotekniikka on itsessään tärkeä syy siihen, että säännöstelyä ei pystytäisi ottamaan uudelleen tehokkaaseen käyttöön ilman että samalla yritettäisiin kokonaan kieltää tietyn tyyppinen liiketoiminta. Läntisen teollistuneen maailman luottamus vapaan markkinajärjestelmän hyötyihin on jälleen runsaan vuosikymmenen aikana kasvanut. Historiallisesti merkittävä suunnitelmatalouden romahdus vain tukee tätä luottamusta. Siten kaikki toimenpiteet säännöstelyn palauttamiseksi rahoitusmarkkinoille todennäköisesti saisivat poliittisesti vain lyhyen elinajan, elleivät ilmeiset kustannukset niiden tekemättä jättämisestä olisi valtavan suuret. Edellä esittämäni perusteella on selvää, ettei tätä voida näyttää toteen aiempien kokemusten pohjalta.

Mutta tällä toteamuksella asia ei kuitenkaan ole täysin loppuunkäsittely. Joitakin tärkeitä kysymyksiä jää ratkaisematta. Niiden ohella kysymys siitä, miten viranomaisten tulisi asennoitua näihin ongelmiin. Yksi ongelma, jota jo olen käsitellyt, liittyy rahoitusvaateiden hintojen käyttäytymiseen. Kokemuksen mukaan rahoitusvaateiden hintojen kasvanut volatilitteetti ei lyhyellä aikavälillä ole erityisen vahingollinen. Monissa tapauksissa sellaista riskiä vastaan voidaan suojautua. Tiedämme myös, että ainakin osakemarkkinoilla keskuspankin ripeä toiminta voi pysäyttää hyvin suuret hintaliikkeet, mutta on epäselvää miten kauan ja

minkälaisin seurauksin tämä onnistuu pitemmällä aikavälillä? Keskipitkän aikavälin hintavääristymät, jotka eivät koske ainoastaan valuuttakursseja, saattavat muodostaa kokonaan toisen ogelman. Edellä käsitellystä makrotaloudellisesta todistusaineistosta huolimatta pidän varsin aiheellisena teoreettisella tasolla kantaa huolta mahdollisesta resurssien väärinallokoinnista, joka on seurausta tällaisista keskipitkän aikavälin ristiriitaisuuksista rahoitussaatavien hintojen ja niiden reaali-perusteiden välillä. Valuuttakursien vääristymien tapauksessa voimme panna itse asiassa merkille potentiaalisesti vahingollisten protektionististen paineiden vahvistumisen. Suoranaisesti merkityksellisempiä otsikkoni alla ovat kuitenkin ne rasitteet, joita rahoitusvaateiden hintojen vääristymät saattavat aiheuttaa itsensä rahoitussektorin taseille. Havaitsemme tällä hetkellä sellaisia rasitteita sekä Yhdysvaltojen että Japanin pankkijärjestelmissä. Edellisessä maassa ne ovat seurausta tiettyjen kiinteän omaisuuden erien aikaisempien yliarvostusten purkamisesta, ja jälkimmäisessä Tokion osakepörssin osakkeiden yliarvostuksesta (ja mahdollisesti myös kiinteistöjen yliarvostuksesta).

Minulla ei ole lopullisia vastauksia näihin ongelmiin. Mielestäni meidän on kuitenkin tiedettävä enemmän siitä, miksi näitä keskipitkän aikavälin väärinarviointeja ilmenee. Liittyvätkö ne esimerkiksi joihinkin rahoitusalan innovaatioihin? Ja jos liittyvät, niin voisiko tämä tieto antaa viranomaisille kyvyn keksiä menetelmiä, joilla tarpeettomia rahoitusvaateiden hintojen heilahteluja voitaisiin hillitä vahingoittamatta samalla vapaata kilpailua markkinoilla?

Toinen ratkaisematon kysymys koskee pankkitoiminnan ja rahoituslaitosten kehityksessä olevia järjestelmiä. Ensimmäisenä reaktiona säännöstelyn purkamiseen monet odottivat kehityksen kulkevan kohti yleispankkitoimintaa ja finanssitavarataloja. Ja tosiaankin, sellainen suuntaus pääsi vallalle joksikin aikaa pankkien kansainvälisissä toiminnoissa, kun esimerkiksi jotkut pankit alkoivat siirtyä arvopaperitoimintaan ja niin edelleen. Joka tapauksessa, ehkä osittain näiden vastalöydet-

tyjen markkinoiden ylioptimististen kasvunusteiden vuoksi, ikävät tulokset ovat aivan äskettäin johtaneet suuntauksen tiettyyn kääntymiseen. Ne eivät kuitenkaan ole vielä johtaneet nyt monien mielestä huomattavan ylikapasiteetin merkittäviin leikkauksiin.

Tämä ylikapasiteetti on huolestuttava useita näkökulmista katsottuna. Itse asiassa se uhkaa kasvaa edelleen teknologian tehdessä yhä helpommaksi luotonantajille ja parhaille (*prime*) luotonottajille välttyä käyttämästä välittäjiä ylipäättänsä lainkaan. Ylikapasiteetti on luonnollisesti lisäsyynä ympäristön kasvavaan kilpailullisuuteen ja voittomarginaalipaineisiin, joihin jo olen viitannut. Täten monet näkevät ylikapasiteetin myös tärkeänä syynä niin sanottuun lyhyen tähtäimen kuohuntaan, joka on nähtävissä rahoitusmarkkinoilla. Tämä edustaa kaupankäyntiä, jota ei kaivata fundamentaalisiin perusteisiin, mutta joka saattaa tietysti generoida tuloja palkkioiden muodossa. Ilmiö antaa myös rahoituslaitoksille hyvän syyn olla kiinnostuneita rahoitusvaateiden hinnan volatiliteteista ja edistää yleisempää tendenssiä, joka tunnetaan nimellä »lyhytnäköisyys».

Viranomaisille ongelmaksi muodostuu kuinka rahoitussektorin kokoa saadaan pienennetyksi aiheuttamatta vakavia riskejä järjestelmälle. Tai jos se tehdään yritysosto- ja fuusioiminnan kautta, miten alan tarpeeton keskittyminen on vältettävissä ja sopiva kilpailun taso säilytettävissä.

Kolmas ja ratkaisematon pitkän aikavälin kysymys koskee valvontaviranomaisten reaktioita rahoitusalan globalisoitumiseen. Kuten tiedätte pankkijärjestelmässä on otettu suuri askel päätettäessä niin sanotusta *Baselin sopimuksesta* pankkien vakavaraisuuden määrittämiseksi. Mutta vielä on tehtävä pankkitoiminnan ja arvopaperialan tarkastuksen koordinointi kansainväliseltä pohjalta. Tässä on päästy alkuun, ja jälleen valvonta on koordinoitava globaalisesti ja yhdenmukaistettava pankkisektorin voimassaolevan valvonnan kanssa. Muussa tapauksessa laaja-alaisia rahoituspalveluja tarjoavat yritykset saattaisivat joutua epäyhdennmukaisten tai epäselvien taloudellisuusvaatimusten kohteiksi.

Nämä lienevät kaikki keskipitkän aikavälin ongelmia. Yksi joka hyvin saattaisi vaatia pikaisempaa huomiota on kysymys globalisoidun rahoitusjärjestelmän vahvuudesta taantuman edessä, erityisesti jos taantuma sisältää inflatorisia paineita ja korkean korkotason. Tämän päiväisen aiheeni näkökulmasta taantuman ratkaisevin seikka on se, että se alentaa velallisten kykyä hoitaa velkansa. Ja kuten olen huomauttanut, velkaantumisen on nykyisellään historiallisesti korkealla tasolla laajalti sekä eri maissa että eri sektoreissa. Korkea korkotaso ilmeisesti lisää velanhoidon taakkaa, vaikka normaalisti odottaisi taantuman johtavan myös laimeampaan luotonkysyntään ja siten tarjoavan vastapainoa alhaisemman korkotason kautta. Kuitenkin jos pitkän aikavälin korkotasoa ylläpidetään tai jopa korotetaan, todennäköisesti — vastakohtana joustavalle todelliselle pääomatarviden kuluttamiselle — tämä vastapaino ei toteudu.

Jotakin tällaista saattaa olla tämänhetkisisä kansainvälisissä suhdanteissa. En ajattele nyt vain pelkoja, joita ovat luoneet erittäin ennalta arvaamaton tilanne öljyn toimituksissa ja hinnoissa, vaan myös Keski- ja Itä-Euroopan, samoin kuin Neuvostoliiton tulevan jälleerakentamisen vaikutuksia. Tässä on olemassa vahvoja — ja epäilemättä oikeutettuja — odotuksia pääoman kysynnän voimakkaasta kasvusta joskus tulevaisuudessa. Korkotaso näyttää kuitenkin nousseen jo ennakoita täysin epävarman resurssien (rahoituksellisten ja fyysisten) kysynnän edellä. Itse asiassa jos fyysisten resurssien kysyntä olisi jo »tehokas», se olisi luonnollisesti sekä todellinen oikeutus noussevalle korkotasolle pitkällä aikavälillä että vaimennin taantumaa vastaan.

Muut vaikutukset ovat työskennelleet samansuuntaisesti, esimerkiksi Yhdysvaltojen huononeva budjettitilanne, joka ei ole tulosta vain hidastuvasta taloudesta vaan myös säästämis- ja lainakatastrofista itse rahoitussektorilla. Tokion osakemarkkinoiden suunnattoman suuri lasku vaikeuttaa myös japanilaisten pankkien yrityksiä täyttää uudet kansainväliset pääomastandardit. Niiden reaktio on luonnollisesti ollut yrittää luoda markkinoilla uutta pääomaa ja aivan äskettäin alen-

taa taseidensa saatavapuolta — lyhyesti sanottuna leikata luoton tarjontaa. Tämä suuntaus vain voimistuu mikäli kiinteistöjen hinnatkin Japanissa liittyvät uudelleen yhteen fundamenttien kanssa.

Tämän tilanteen seuraukset saattavat olla syvät erityisesti kun Länsi-Saksan säästämisylijäämä on nyt suunnattu itäänpäin. Seurauksena on myös se että japanilaisten pankkien laaja osallistuminen kansainvälisille markkinoille on viime vuosina noussut tasolle, jota ei ehkä laajalti arvosteta. Mainitsen lyhyesti muutamia lukuja: Viidessä vuodessa — vuodesta 1983 vuoteen 1988 — kansainväliset kokonaisrahoitusvaateet lähes nelinkertaistuivat noin 450 mrd dollarista 1.750 mrd dollariin. Tämä ekspansio vastasi yli puolet kansainvälisen pankkitoiminnan globaalista kokonaisuudesta tällä periodilla. Japanin osuus ulkona olevista kansainvälisistä kokonaispankkisaamisista nousi siten 21 prosentista 38 prosenttiin, ja on pysynyt suunnilleen tuolla tasolla ainakin tämän vuoden alkupuolelle. Kun USA:laiset pankit niinkään yrittävät säästää vastauksena USA:n kiinteistöjen hintojen laskun vaikutuksille, ei ole ehkä liioiteltua sanoa, että olemme kasvokkain kansainvälisen luottoromahduksen (*credit crunch*) kanssa ja — vain osaksi riippuen öljynhinnan kehityksestä — inflatorisen taantuman mahdollisuuden kanssa.

Millainen tulisi olla rahapoliittisen reaktion tällaisen riskin suhteen? Yksi näkemys liittyy erityisesti Harvardin ekonomistiin *Benjamin Friedmaniin*. Hänen väitteensä on, että rahoitusalan haavoittuvuus on sitä luokkaa, että ainakaan Yhdysvalloissa viranomaisilla ei olisi muuta vaihtoehtoa kuin käydä läpi meneillään oleva taantuma ilman että tässä tilanteessa ryhdyttäisiin erityisesti tavoittelemaan alhaista inflaatiota. Muussa tapauksessa vakavien häiriöiden leviämisen uhka rahoitussektorilta ulospäin olisi liian suuri.

Minä näen asian eri tavalla, Luonnollisesti tunnistan riskin: se on ollut huomioideni pääteema. Mutta minusta näyttää siltä, että yksi riski, jota keskuspankeilla ei ole varaa olla ottamatta, on pitää korkotasonsa inflatoristen paineiden edessä. Ellei niin tehdä saattaa syn-

tyä joka tapauksessa vain lyhyen tähtäyksen kaunistus. Loppujen lopuksi inflatoristen olosuhteiden luoma tilanne oli yksi tärkeä syy rahoitusalan haavoittuvuuteen alun alkaen, sillä se edesauttoi rohkaisemaan rahoitusvaateiden hintojen epärealistista tasoa ja epätervettä luotonantoa. Jopa lyhyellä tähtämellä, inflatorisissa olosuhteissa, yrityksellä alentaa lyhyen aikavälin korkotasoa saattaa olla vain pieni- tai jopa takaperoinen- vaikutus pitkän aikavälin korkotasoon ja siten rahoitusvaateiden hintoihin. Pohjimmiltaan olemme taatusti oppineet, että vakavan inflaatiokierteen purkamisen kustannukset ovat korkeat ja se toisi todennäköisesti mukanaan taantumana ainakin jossakin pisteessä — kuten tapahtui vuonna 1982. Lisäksi yritykset jollakin tavoin »maksaa» menneistä virheistä inflaatiolla saattavat olla luonnostaan epäoikeudenmukaisia ja jakaa taakan uudelleen jokseenkin mielivaltaisella tavalla.

Kaikki tämä on osa keskuspankin alati polttavaa ongelmaa. Rahapolitiikan yksittäisenä instrumenttina odotetaan jatkuvasti saavutettavan useita — tavallisesti keskenään ristiriitaisia — päämääriä samalla kertaa. Mutta rahapolitiikalla ei yksinkertaisesti voi samanaikaisesti synnyttää alhaista inflaatiota, vakaita valuuttakursseja, välttymistä taantumalta ja yleistä rahoitusmarkkinoiden stabiliteettia. Pitkällä aikavälillä se voi kylläkin synnyttää inflatoriset olosuhteet, jotakin mikä — myös

pitkällä aikavälillä — voi auttaa saavuttamaan nämä toiset, arvokkaat päämäärät. Lyhyemmällä aikavälillä ei kuitenkaan tulisi tehdä mitään myönnytyksiä rahapolitiikan anti-inflatorisen sopeutumisen suuntaan.

Tämä antaa viitteitä siitä, että näiden muiden haluttujen tarkoituserien saavuttamiseksi tarvitaan lisäinstrumentteja. Olen myös sitä mieltä, että meidän tulisi tehdä selkeä ero yhtäältä niiden tekojen välillä, joita tarvitaan selvitytymiseksi jo rakennetun rahoitusjärjestelmän haavoittuvuudesta ja toisaalta niiden toimenpiteiden välillä, joita tarvitaan estämään ongelman uusiutuminen tulevaisuudessa. Ensin mainitun otsikon alla meidän on otettava tehtäväksemme menneiden virheiden väistämättömien kustannusten jakaminen niin »oikeudenmukaisella» tavalla kuin mahdollista, samalla kun yritämme minimoida tämän »moraalisen uhkapelin» vaikutukset tulevaisuuteen. Toisen otsikon alla meidän on epäilemättä esitettävä kiireellisesti kysymys, miten ohjata rahoituksen suhteen integroitunutta maailmaa. Kansainvälisellä yhteistyöllä ja koordinaatiolla on tässä ilmeisesti kasvava merkitys, erityisesti vahvistettaessa rahoitusalan tarkkailua ja valvontaa, mutta myös makrotalouspolitiikassa ja valuuttakurssijärjestelmän johdossa. Tämä on varsin työntäyteinen lista ja pitää talouspolitiikan tekijät työllistettyinä jonkin aikaa eteenpäin.