

## Näkökulma kolmesta arviosta Suomen talouskriisistä ja talouspolitiikasta

JARMO KONTULAINEN ja JOUKO VILMUNEN

Suomen Pankki pyysi vuoden 1993 alussa kolmea asiantuntijaa osallistumaan suomalaiseen talouspoliittisen keskusteluun. Suomen Pankin kutumat asiantuntijat olivat Professori Christian Bordes, Universite de Bordeaux, professori David Currie, London Business School ja professori Hans Tson Söderström, Handelshögskolan i Stockholm ja Studieförbundet Näringsliv och Samhälle. Heidän lausuntonsa julkaistiin kesäkuun 23. päivänä 1993 ja koottiin myöhemmin julkaisuun "Kolme arviota Suomen talouskriisistä ja talouspolitiikasta", Suomen Pankki C:9, 1993.

Asiantuntijoita oli alunperin pyydetty esittämään näkemyksensä seuraavista kysymyksistä:

— Mitkä ovat talouden nykyiseen tilaan johtaneet lyhyen ja pitkän aikavälin syyt, talouspolitiikan osuus mukaan lukien?

— Mitkä ovat vakaaseen rahan arvoon tähtäävän politiikan ja talouden rakennekehityksen (kasvu ja työllisyys) väliset yhteydet?

— Mikä talouspolitiikka, mukaan lukien rahapolitiikka, näyttäisi suosittelavalta tänä päivänä ja keskipitkällä aikavälillä?

Lisäksi asiantuntijoita pyydettiin esittämään näkemyksensä talouden kokonaiskehitykseen ja talouspolitiikan eri lohkojen merkitykseen tässä yhteydessä.

Ulkomaisten asiantuntijoiden näkemykset

eivät ainakaan toistaiseksi ole sanottavasti siivittäneet suomalaista talouspoliittista keskustelua. Heidän näkökulmiaan on kyllä hyödynnetty yksittäisissä talouspolitiikan kysymyksissä, mutta osin tavalla mikä ei tee oikeutta heidän työilleen. Heidän näkemyksensä eri talouspolitiikan osa-alueista sijoittuvat hankalasti suomalaisen etupiirijattelusta lähtevän keskusteluun. Jokainen löytää niistä hyvää, mutta kun mikään taloudessa vaikuttava lohko ei selviä kritiikittä, on suuri kiusaus joko vaieta raporteista kokonaan tai mikä pahempaa, poimia vain omia näkemyksiä tukevat kohdat.

Tämäkään asiantuntijoiden lausuntoja käsittelevä arvio ei kata kuin osan heidän esille tuomastaan Suomen taloutta ja talouspolitiikkaa käsittelevästä materiaalista. Sikäli toimimme kuin muutkin "keskustelijat". Mutta olemme kuitenkin pyrkineet tutustumaan lausuntoihin kokonaisuutena ja valinneet ruodittavaksemme kysymykset jotka ovat meidän mielestämme niiden olennaista sisältöä. Jätämme muiden arvioitavaksi esimerkiksi lausuntoihin sisältyvät rakennekehityksen kysymykset. Mielestämme niissä heijastuu lähinnä heidän kuulemiensa suomalaisten asiantuntijoiden "ääni", muun muassa työmarkkina- ja tulopolitiikan osalta, mutta nehan ovat meille kaikille jo ennestään tunnettuja. Rakennekysymyksien käsittelyssä paljastuu myös olemassa olevan suo-

alaisen rakenne- ja kasvupolitiikka käsittelevän tutkimusmateriaalin puute. Keskitymme asian-  
tuntijoiden näkemyksiin Suomea kohdanneen  
luottosyklin syistä ja seurauksista ja toisaalta  
rahapolitiikasta, erityisesti valuuttakurssipoliti-  
ikasta sen osana.

## 1. Luottosykli

Pelkistään voitaneen sanoa, että professorit  
Bordes, Currie ja Söderström lähtevät siitä  
ajatuksesta, että Suomi on viimeisen vajaan  
kymmenen vuoden aikana käynyt läpi luotto-  
syklin, eli rahoitusmarkkinoiden voimakkaasta  
ekspansioista niiden kontraktioon ja jopa rahoit-  
uskriisiin ja "luottolamaan". Tätä kautta rahoit-  
ustekijät ovat osaltaan kärjistäneet Suomen  
kansantalouden jo muutoinkin voimakkaiksi  
havaittuja suhdannevaihteluita. 1980-luvulla  
muuntuneiden rahoitusolosuhteiden vuoksi pro-  
fessorit tarkastelevatkin yhtäältä 1980-luvun  
jälkipuoliskon kasvua ja erityisesti tätä seuran-  
nutta syvää taantumaa *rahoituksen näkökul-  
masta*.

Esityksissä on toki eroja, mm. siinä suhteessa,  
miten rahoitustekijöiden vaikutuksia analy-  
soidaan ja siinä, mitä luottosyklin vaihetta  
raportissa painotetaan. Niinpä David Currie  
tarkastelee luottosyklin periaattellista taustaa ja  
tasapainoisen reaalisen valuuttakurssin käyttä-  
ytymistä luottosyklin eri vaiheissa, johtopäätös-  
ten painotuksen ollessa valuuttakurssin keskei-  
sessä roolissa reaalisen valuuttakurssin deval-  
voimiseksi. Christian Bordes kuvaa varsin yksity-  
iskohtaisesti luottosyklin eri vaiheita Suomen  
kansantaloudessa, painottaen yhtäältä rahoitus-  
markkinoiden liberalisoinnin synnyttämän "li-  
beralisointishokin" merkitystä 1980-luvun kas-  
vun olosuhteissa. Bordes painottaa toisaalta  
sitä, että tätä kasvukautta seuranneen finanssi-  
kriisin ainekset olivat selkeästi nähtävissä jo  
1980-luvun loppupuolella. Söderström puoles-  
taan keskittyy raportissaan pääasiassa argumen-  
toimaan (fisheriläisen) ajatuksensa puolesta,  
jonka mukaan Suomen kansantalous on ajautu-

nut velka-deflaatio uralle. Voitaneen sanoa, että  
hänen raporttinsa pääpaino on luottosyklin jäl-  
kivaiheen analyysissa.

### 1.1 Luottosykli; mitä se on?

Suomen kansantalouden viimeisen kymmenen  
vuoden taloudellinen ja institutionaalinen kehi-  
tys tarjoaa varmastikin otollisen maaperän koe-  
tella ajatusta siitä, miten rahoitusolosuhteiden  
suuret muutokset vaikuttavat kansantalouden  
kasvuun ja suhdannekiertoon. Näiden muutos-  
ten käyttäytymisvaikutusten erittely, ns. luotto-  
sykliahypoteesi tai -malli, on analyttisesti kat-  
soen selvästikin professorien raporttien yhtei-  
nen nimittäjä. Lähtökohdiltaan luottosyklimal-  
lissa on kyse siitä, että (lähinnä) rahoitusmark-  
kinoiden liberalisointia seurasi luottomarkki-  
noiden tasapainon fundamentaalinen muutos  
niin, että aikaisempaa suurempi määrä talletuk-  
sista haluttiin välittää luotoiksi. Tällainen "luot-  
toshokki" stimuloi kysyntää ja lainanottoa,  
pääasiassa shokkia seuranneen (laina)korkojen  
laskun vuoksi. Osittain lainanoton voidaan  
katsoa lisääntyneen myös sen vuoksi, että aiem-  
min likvideettirajoitteiset luotonottajat pys-  
tyivät lisäämään luotonottoaan. Yhtä kaikki  
kysynnän ekspansioista seuraa, että hyödyke- ja  
rahamarkkinoiden olisi tasapainotuttava kor-  
keammalla tuotannon ja pääomamarkkinoiden  
koron tasolla, mutta mikäli pääomaliikkeet ovat  
kansainvälisesti täysin vapaat ja valuuttakurssi  
kiinteä, on rahan määrää lisättävä talouden ta-  
sapainottamiseksi. Päinvastaisessa tapauksessa,  
eli kun luoton tarjonta taloudessa alkaa tyrehtyä  
ja luottojen korot nousta, hakeutuu talous tasa-  
painoonsa alhaisemmalla tuotannon ja rahan  
määrän tasolla, olettaen, kuten edellä, kiinteä  
valuuttakurssijärjestelmä.

### 1.2 Luottosykli ja makrotalous

Luottosykli tyypillisesti siis voimistaa talouden  
kokonaiskysynnän vaihteluita, ja kuten esimer-  
kiksi professori Currien tarkasteluista käy ilmi,

nämä kokonaiskysynnän vaihtelut pyrkivät olemaan voimakkaampia, kun valuuttakurssi on kiinteä ja pääomaliikkeet vapaat. Tämä jälkimmäinen puolestaan seuraa siitä, että kotimaisen rahan määrän on sopeuduttava tasolle, jossa paineita valuuttakurssin muuttamiseksi ei ole. Kokonaiskysynnän vaihteluiden voimistuminen merkitsee tyypillisesti nimenomaan suljetun sektorin kysynnän vaihteluiden voimistumista, joten luottosykliin liittyy olennaisena osana, kuten professori Currie painokkaasti toteaa, reaalisena valuuttakurssin sykliä.

On lähes itsestään selvää, että reaalisena valuuttakurssin vaihtelu on nähtävä osana talouden tasapainottamista, ja että luottoekspansiota tyypillisesti seuraavat ulkoisen tasapainon ongelmat, tässä tapauksessa kauppataseen alijäämäisyys, aiheutuvat sekä vientituotannon vähentymisestä että tuontikysynnän kasvusta. Sen sijaan valitettavan usein vähemmälle tarkastelulle on jäänyt ulkoisen tasapainongelman kärjistyminen resurssien allokaation kautta. Tyypillisesti on niin, että reaalisena valuuttakurssi vahvistuu noususuhdanteen aikana ulkomaista korkeamman kotimaisen inflaation kautta, ja että laman aikana reaalisena valuuttakurssin arvoa alennetaan markkaa devalvoimalla.

Näistä jälkimmäinen (johon tyypillisesti joudutaan edellisen vuoksi) on lähinnä kahdesta syystä erityisen ongelmallinen talouden tasapainottamisen kannalta; markan devalvoimien oletetut vaikutukset talouden tasapainottamiseen (lähinnä resurssien allokaation kautta) riippuvat ratkaisevasti siitä, miten tasapainoinen reaalisena valuuttakurssi muuttuu. Markan devalvointi ei vielä merkitse reaalisena valuuttakurssin devalvoitumista – onhan jälkimmäinen endogeeninen muuttuja. Näin ollen avoimen sektorin koko tasapainossa ei välttämättä kasva devalvaation jälkeen. Ainakin ruotsalaiset tietävät, että toisinkin päin voi käydä! Toisaalta on täysin mahdollista, että talouden rakenneongelmien hoitaminen valuuttakurssipolitiikan avulla voi johtaa valuuttakurssijärjestelmän uskottavuusongelmiin, jota juuri keskimääräistä

korkeampi inflaatio ja ajautuminen ajoittaisiin devalvaatioihin peilaavat. Tätä mahdollisuutta eivät professorit riittävästi analysoi, ei edes Currie, joka suorasukaisesti perustaa politiikkapäätelmänsä ja -suosituksensa valuuttakurssipolitiikkaan ja sen mahdollisuuksiin pysyvästi vahvistaa avoimen sektorin suhteellista hintaa.

Myöskin varallisuushintojen kasvunmyötäinen käyttäytyminen on tyypillistä talouden luottosyklille. Tällainen varallisuushintojen, erityisesti osakkeiden ja asuntohintojen, käyttäytyminen on velkaantumisen ohella se tärkeä tekijä, joka saa erityisesti professori Bordesin toteamaan, että merkit talouden tulevasta kriisistä olivat selkeästi nähtävissä jo korkeasuhdanteen aikana 1980-luvun lopulla, ja antaa hänelle aiheen puhua tämänhetkisestä lamasta nimenomaan finanssikriisiinä.

Varallisuushintojen sykliä ei voida pitää yksinomaan suomalaisena ilmiönä, kuten professoritkin toteavat. Mitkä tekijät sitten edesauttoivat varallisuushintojen voimakasta nousua 1980-luvun jälkipuoliskolla ja niiden romahdusta vuosikymmenen vaihteessa? Tässä suhteessa ei voida unohtaa teollisuusmaiden vaihtosuhteen voimakasta nousua öljyn hinnan laskun seurauksena 1980-luvun puolivälissä eikä kansainvälisten rahamarkkinoiden kevenemistä ja korkojen laskua 1987 USA:n pörssi-notkahduksen jälkeen. Näiden tekijöiden yksityiskohtainen analysointi jää professoreiden raporteissa suhteellisen vähäiseksi, joskin professori Bordes huomauttaa, että varallisuushintojen nousu Suomessa on nähtävä osana niiden kansainvälistä boomia, jota voidaan pääasiallisesti selittää juuri rahamarkkinoiden kevenemisellä vuoden 1987 jälkeen. Toisaalta varallisuushintojen laskuun ja romahdukseen 1980-luvun lopussa vaikutti Bordesin mukaan keskeisesti kansainvälisten rahamarkkinoiden kiristyminen ja tätä seurannut korkojen nousu. Rahamarkkinoiden kiristymisen taustalla oli puolestaan keskuspankkien toimenpiteet, joilla pyrittiin hillitsemään kiihtynyttä inflaatiota.

Kolmas luottosykliin tyypillisesti liittyvä

tekijä on kotitalouksien ja yritysten voimakas velkaantuminen noususuhdanteen aikana. Velkaantumisen ei sinänsä tarvitse olla ongelmallista, voidaanhan sen katsoa peilaavan yhtäältä kotitalouksien ja yritysten käsityksiä varallisuutensa kasvusta ja toisaalta niiden pyrkimyksiä menojojensa ajalliseen tasoittamiseen. Ongelmalliseksi velkaantuminen muodostuu tilanteessa, jossa kotitalouksien ja yritysten akuutti taloudellinen tilanne huononee ja käsitykset tulevista kulutus- ja investointimahdollisuuksista muuttuvat ratkaisevasti huonompaan suuntaan; kovan kasvun ja yleisen optimismin ajoista ei ole oikeastaan muuta jäljellä kuin "velkaperintö".

Professorien käsitykset velkaantumisen ongelmallisuudesta käyvät likipitäen yksiin; velkaantuminen on laman keskeisin ongelma ja on muodostumassa pahimmaksi esteeksi kasvun käynnistymiselle. Professoreista erityisesti ruotsalainen Hans Tson Söderström keskittyy analyysissään fisheriläiseen velka-deflaatio-problematiikkaan, eikä hän johtopäätöksissään sulje pois esimerkiksi sitä mahdollisuutta, että ongelman ratkaisu saattaa edellyttää talouden jonkinasteista "inflaatiota". Professori Bordes puolestaan sulkee tämän mahdollisuuden pois argumentoimalla, ettei näin voida velallisen asemaa parantaa, koska nykyoloissa rahoitusmarkkinat reagoivat inflaation kiihtymiseen korkoja nostamalla, joka vain pahentaisi velallisen tilannetta. Professori Curriella ei sen sijaan tähän kysymykseen ole suoraa vastausta, mutta välillinen kylläkin. Hän nimittäin katsoo, että mm. rahapolitiikan tehtävänä on jatkossa pitää markka kilpailullisena ja korot alhaalla, joista erityisesti jälkimmäinen tukee varallisuushintojen nousua, ja tätä kautta helpottaa velallisten asemaa.

Professorit tuntuvat monesti lähtevän siitä ajatuksesta, että rahoitusmarkkinoiden deregulointi tai "liberalisointishokki" on ollut 1980-luvun lopun kasvun *primus motors* ja että kasvuoptimismin hälveneminen uuden vuosikymmenen alkaessa oli seurausta luottoboomin katkeamisesta tai luottokontraktiosta. Itse asiasa Currie luonnehtii 1980-luvun kasvua käsit-

teellä "kasvukupla", ja Bordes toistamiseen korostaa mm. "liberalisointishokin" merkitystä vaihtosuhdeshokkiin nähden. Tällainen ajatus talouden ei-fundamentaalisesta kasvusta on vähintäänkin ongelmallinen, eikä vähiten Suomen kohdalla. Teollisuusmaiden vaihtosuhteen muutokset, kansainvälisten rahamarkkinoiden keveneminen 1987 ja kiristyminen 1989 kielivät suurista fundamentaalisista muutoksista Suomen talouden kannalta ulkoisissa tekijöissä, joiden vaikutuksia teollisuusmaiden kasvuun ei voida vähätellä. Onkin ehkä mielekkäämpää ajatella, että deregulaatiolla on ollut valtaisa vipuvaikutus (maailman)talouden fundamenteissa tapahtuviin muutoksiin, ts. muuttuneet rahoitusolosuhteet ovat muuttaneet sen propagointimekanismin toimintaa, jota kautta fundamenteissa tapahtuvat muutokset välittyvät taloudessa.

Näiden lisäksi erityistä Suomelle oli ulkomaankaupan rakennetta kohdannut shokki. Idänkaupan romahtamisen osuutta on mahdollisesti aliarvioitu sekä kotimaisessa keskustelussa että käsillä olevissa raporteissa. On myöskin syytä korostaa, että idänkaupan romahdus merkitsi erityisen suurta shokkia reaaliiseen valuuttakurssiin. Tämä yhdessä suurten negatiivisten vaihtosuhdeshokkien kanssa tekee Suomen tilanteen suhdannepoliittisesti erityisen hankalaksi, eikä vähiten talouspolitiikan virityksen kannalta. Olisi toivonut, että professorit olisivat avanneet tätä vyyhdettä hieman enemmän.

### 1.3 Talouspolitiikan dilemma

Professorit eivät anna synninpäästöä Suomessa harjoitetulle talouspolitiikalle, vaikka heidän raportejaan tulkittaisiin hyväntahtoisesti niin, että keskeiset Suomen talouteen kohdistuneet shokit ovat olleet ei-päätösperäisiä ja ulkoisia. Voidaan nimittäin aina kysyä, ehkä jälkiviisastellen, onko talouspolitiikka ollut tilanteeseen nähden optimaalisesti viritetty. Tämä tilanne ei suinkaan ole ollut yksinkertainen; teoreettisesti-kin tiedetään varsin vähän optimaalisesta ta-

louspolitiikasta, kun keskeiset talouteen kohdistuvat häiriöt ovat ulkomaankaupan vaihtosuhteissa, reaalisessa valuuttakurssissa ja varallisuushinnoissa. Optimaalisen politiikan riippuvuus spesifistä häiriön lähteestä vaikeuttaa sen hahmottamista ja konkretisoimista. Tätä talouspolitiikan dilemmaa ei suinkaan lievennä talousyksiköiden korkea velkaantumistaso eikä ne odotustenvaraiset tekijät, jotka ruokkivat pessimismia ja hidastavat osaltaan talouden nousua. Jälkimmäisten kohdalla ratkaisevaa ei ole niiden rationaalisuus, vaan niiden itseään toteuttavuus.

## 2. *Rahapolitiikka: vahvan markan politiikka*

Valuuttakurssi on talouspolitiikan peruskysymys Suomessa. Tämä näkyy myös tarkasteltavina olevissa raporteissa, sillä rahapolitiikkaa, ja erityisesti valuuttakurssipolitiikkaa sen osana, on käsitelty melko perusteellisesti kaikkien toimesta.

Suomen markan ja sen myötä koko harjoitetun rahapolitiikan rasitteena on devalvaatiopolitiikan pitkä historia. Professorit näkevät vanhan ulkomaankauppapainoisen valuuttakorijärjestelmän tätä taustaa vasten. Valuuttakurssijärjestelmän valintaa tarkastellaan talousteoriassa yleensä kiinteän ja kelluvan kurssijärjestelmän välisenä kysymyksenä. Kiinteää valuuttaputkijärjestelmää koskevat tietomme ovat lisääntyneet merkittävästi valuuttaputken uskottavuutta ja keskuspankkien itsenäisyyttä ja mainetta käsittelevän kirjallisuuden ja viimeaikoina sekä Suomen että muiden Euroopan maiden empiiristen kokemusten myötä. Suomen markan kurssia voidaan käsitellä näkökulmasta ja tavoitteista riippuen milloin kiinteänä milloin kelluvana valuuttana. Näin tekevät myös ulkomaiset asiantuntijat ja hyödyntävät laajasti myös viimeaikaisen kirjallisuuden opit.

### 2.1. *Markan revalvaatio maaliskuussa 1989*

Markan revalvaatioon 1989 maaliskuussa suhtaudutaan lausunnoissa erittäin kriittisesti. Professori David Currie pitää sitä taktisena virheenä. Talouden ylikuumentuminen oli tuolloin jo hidastumassa, ja korkojen lasku olisi ollut paikallaan. Revalvaatio heikensi kiinteän pariteetin uskottavuutta lisäten potentiaalisen spekulatiivisen mahdollisuuden markkaa vastaan. Revalvaatio paljon aikaisemmin olisi ehkä ollut paikallaan, mutta kelluva kurssi, yhdistettynä sopivaan rahapolitiikan ankuriin olisi ollut toiminut paremmin, Currie toteaa, jälkiviisaasti. Myös professori Christian Bordes asettaa päätöksen kyseenalaiseksi osittain samoista syistä. Hän näkee, että varallisuusesineiden hinnat olivat jo alkaneet laskea, heijastaen päätymässä olevaa nousukautta. Revalvaation taustalla Bordes näkee osittain kansainvälisen tendenssin. Keskuspankit olivat kaikkialla maailmassa huolissaan inflaation kiihtymisestä ja kiristivät rahapolitiikkaansa löysätyään sitä aiemmin vuoden 1987 pörssikriisin seurauksena.

Professori Hans Tson Söderström näkee vuoden 1989 revalvaation epäonnistuneena toimenpiteenä luoton kysynnän hillitsemiseksi. Hän menee pitemmälle ja katsoo, että revalvaatiolla ei ylipäättänsä voida vaikuttaa kotimaiseen ylikuumenemiseen, se vaikuttaa ainoastaan kilpailukykyä rapauttavasti. Revalvaatiota pitäisikin käyttää ainoastaan ulkoisen inflaatioshokin torjuntaan. Lisäksi revalvaatio rapauttaa kiinteän valuuttakurssin uskottavuutta, koska kotimaisen inflaation kiihtyessä liikaa devalvaatio tulee mahdolliseksi. Lopputuloksena on, että revalvaation johdosta kiinteä kurssi menettää roolinsa inflaationormina, jonka vuoksi se on alunperin otettu käyttöön. Tämä Söderströmin päättely on mielestämme oikeaan osunutta, kun asiaa halutaan tarkastella puhtaasti kiinteän valuuttaputken regiimin nä-

kökulmasta käsin.

## 2.2 Suomen Markan Ecu-kytkentä, vahvan markan politiikka ja sen epäonnistuminen

Professorit korostavat vuoden 1991 kesäkuun ecu-kytkennän merkitystä ja analysoivat sitä seikkaperäisesti. Heidän suhtautuminen siihen on kaksijakoista. He näkevät, että vasta tuolloin Suomessa yritettiin tosissaan sitoutua kiinteään valuuttakurssiin. Kytkemällä Suomen markka Saksan markan yhteyteen valittiin samalla ns. vahvan markan politiikka.

Professori Bordes nostaa esille kysymyksen vahvan markan politiikan epäonnistumisesta. Hän epäilee, että ecu-kytkentä ei ollut pitkään harkintaan perustunut valuuttakurssipoliittinen linjanveto vaan pikemminkin reaktio Ruotsin ja Norjan aiempiin päätöksiin. Tässä hän on ecu-kytkennän nopean toteuttamisaikataulun ja lyhyen keskustelun huomioon ottaen oikeassa. Ecu-sidonaisuus merkitsi alhaisemman eurooppalaisen inflaation hyväksymistä tilanteessa, jossa Suomen inflaatio ylitti sen. Hän viittaa Suomen talouden korkean hinta- ja palkkajäykkyyden asteeseen ja hallituksen budjettivallan kapeuteen. Lopuksi, vakaan markan politiikan uskottavuus kärsi Suomen Pankin heikon aseman vuoksi.

Professori Currie panee merkille Suomen taloudelle ominaisia piirteitä, joiden vuoksi oli erityisen vaikea ylläpitää Saksan ja Suomen markan pariteettia. Suomen talouden avoimuuden aste oli varsin pieni 1980-luvulla, mikä vähensi valuuttakurssiputken tehokkuutta inflaatioankkurina. Vaihtosuhteen vaihtelut ovat olleet Suomessa suuria verrattuna muihin OECD-maihin. Lisäksi kiinteän valuuttakurssin ylläpitäminen on ymmärrettävästi vaikeaa luotosykliin kiinteästi liittyvien reaalisen valuuttakurssin voimakkaiden vaihteluiden vuoksi.

Myös Söderström katsoo ecu-kytkennän merkinneen "uutta politiikkaa", mutta pitää sitä

väärään ajankohtaan osuneena ja toteaa se tehtiin väärällä valuuttakurssien tasolla.

Vahvan markan politiikkaa Suomessa arvioi Söderström on lyhytsanainen. Hän toteaa, että Suomi ei Ruotsin ja Norjan tavoin koskaan pyrkinytkään inflaation vastaiseen politiikkaan ja vahvan valuutan maaksi: 1989 revalvoitiin ja annettiin vaikutelma, että valuuttakurssin oli mahdollista sopeutua, 1991 devalvaatio vahvisti tätä käsitystä ja 1992 luovuttiin kiinteästä kurssista ilman vastarintaa. Mahdollinen hinta tästä politiikasta näkyy tulevaisuudessa. Söderströmin ansioksi on tässä luettava hänen suorasanaisuutensa, hän nostaa niin sanotusti kissan pöydälle kiinnittäessään huomiot *suomalaista rahapolitiikkaa koskevaan kipeään uskottavuusongelmaan*.

Bordes toteaa hieman Söderströmin tapaan, että kiinteän valuuttakurssin politiikka ei ollut välttämättä hyvin suunniteltu alhaisen inflaation ja vakaan hintakehityksen saavuttamiseksi. Kytkentä Saksan markkaan oli ei-toivottava, jonka lisäksi se ei ollut ylläpidettävissä.

Kiinteän valuuttakurssin regiimillä ja niin sanotulla vakaan markan politiikalla tai ns. vahvan markan politiikalla, on kuitenkin ecu-kytkentää pidempi historia. Sen voi katsoa alkaneen vuoden 1983 devalvaatiosta tai viimeistään vuoden 1986 valuuttaspekulaatiosta. Suomalaisessa keskustelussa ecu-kytkentää sinänsä ei ole kovinkaan yleisesti asetettu kyseenalaiseksi. Nähdään, että kysymys oli poliittisesta päätöksestä, joka edelsi Suomen anomusta liittyä Euroopan yhteisöön seuraavana keväänä. Sitä pidettiin lähinnä teknisenä valuuttakorin painojen muutoksena. Keskustelu oli toki kiihvästä, mutta koski lähinnä sitä pariteettia millä ecu-kytkentä pitäisi tehdä. Tässäkin suhteessa näkyi kannanottoja lähinnä vuoden 1989 revalvaation verran alhaisemmasta pariteetin muutoksesta. Talouspoliittisessa keskustelussa kritiikki "vahvan markan politiikan" vastaan voimistui vasta ecu-kytkennän jälkeen.

### 2.3 Valuuttakurssipolitiikka ja Suomen talouskriisi

Kaikki professorit, mutta erityisesti Currie ja Söderström, luottavat markan devalvaation tehoon oleellisena osana myös tämän hetken lamasta toipumisessa. Bordes ja Söderström suhtautuvat devalvaatiopolitiikkaan siunauksellisuuteen kriittisemmin pidemmällä aikavälillä. Bordes toteaa monikäsitteisesti, että mikään Euroopan maa ei voi ratkaista taloudellisia vaikeuksiansa naapuriensa kustannuksella. Professori David Currie on selkeästi kelluvien kurssien kannalla, mutta niin, että markan vahvistumispyrkimykset pitäisi torjua.

Suomessa omaksuttua huomattavaan hintakilpailukyvyn hyödyntämiseen perustuvaa talouspolitiikkaa ymmärretään Suomen poikkeuksellisen syvän taantumana vuoksi. Ymmärrystä on saatu nimenomaan idänkaupan romahuttamisen johdosta. Tämän vuoksi Suomen valuuttakurssipolitiikkaa ei yleisesti ottaen ole pidetty ns. aggressiivisena muille maille vaikeuksia sysäävänä politiikkana. Vaikka markan devalvoitumista voidaan pitää perusteltuna suhdannesyistä on tästä huolimatta keskusteltava rahapolitiikan harjoittamisen edellytyksistä tulevaisuudessa.

### 2.4 Suomen valuuttakurssijärjestelmä tulevaisuudessa

Valuuttakurssijärjestelmien yleisiä ominaisuuksia Suomen kannalta pohtiessaan Bordes on kirjoittajista selvästi perusteellisin. Hän päätyy suositteluun Suomelle Maastrichtin kriteerien täyttämisen kaltaista ohjelmaa kiinteään kurssiin palaamiseksi. Currie lähtökohtana, kuten todettiin, on yhtä selvästi kelluva marka.

Suomalaisessa talouspoliittisessa keskustelussa kelluvan valuuttakurssin järjestelmään on suhtauduttu 70-luvulta alkaen kriittisesti lähinnä tulonjako- ja rakennepoliittisista syistä. On katsottu, että kiinteä kurssi turvaa parhaiten

työntekijöiden reaaliensiot ja johtaa varmin kansantalouden elinkeinorakenteen monipuolistumiseen. On kuitenkin osoittautunut, että keskustelu eri valuuttakurssijärjestelmien siunauksellisuudesta, erityisesti suomalaisen tapaan tulonjakopolitiikkaan kytkettynä, ei ole rakentavaa eikä siten hyödyllistä. Kysymys ei ole erilaisista kurssijärjestelmistä, devalvaatioista ja revalvaatioista sinäänsä vaan harjoitetusta talouspolitiikasta ja sen uskottavuudesta yleensä ja rahapolitiikan uskottavuudesta erityisesti valuuttakurssijärjestelmästä riippumatta. Tulisi suhtautua vakavammin niihin empiirisiin tuloksiin, jotka osoittavat, että valuuttakurssijärjestelmistä ei voida johtaa syitä eroihin eri maiden taloudellisissa menestyksessä.

Professori Bordes suosittaa paluuta kiinteään kurssiin ja ottaa emun kiintopistekseen todetessaan, että joustavien valuuttakurssien järjestelmä ei voi olla Suomelle optimaalinen pitkällä aikavälillä. Hän katsoo, että rahapolitiikka ei ole riittävän tehokasta ja uskottavaa talouden vakauttamiseksi ja alhaisen inflaation saavuttamiseksi kelluvien kurssin järjestelmän oloissa.

Ongelmana Bordesin argumentissa on, että täsmälleen samoin perustein voidaan väittää, että kiinteä kurssi ei ole Suomelle hyväksi. Erityisesti vähätellään tässä yhteydessä uskottavuusongelmista kärsivän kiinteän kurssin ongelmia. Suomen markan toistaiseksi lyhyt kelluntajakso osoittaa lisäksi, että yleisimmin sovellettavan *Mundellin* ja *Flemingin* mallin tulokset rahapolitiikan itsenäisyyttä koskien, eivät ole käyttökelpoisia. Kelluva valuuttakurssijärjestelmä ei tarjoa rahapolitiikan täydellistä autonomiaa, jos rahapolitiikan uskottavuus on heikko. Tämän ongelman vuoksi Suomi ja useat muut heikot maat ovat asettaneet *konkreettisen numeerisen inflaationormin rahapolitiikan lopputavoitteeksi*.

Suomalaisessa keskustelussa, ei vähiten akateemisten talousmiesten taholta, on rahapolitiikalle asetettu tämänkin laman hoidossa hurskaita toiveita. Mutta missä on se keskuspankin pyrkimyksiä tukeva kirjoittelu, jossa

tarkasteltaisiin mahdollisimman tehokkaan rahapolitiikan edellytyksiä ja sille otollisten olosuhteiden luomista? Kuvaavaa on, että niinkin itsestään selvän tavoite kuin vakaan rahan arvon tavoite keskuspankille on, se ei ole kirjoittanut yhteiskunnassa yleensä eikä akateemisten ekonomistien taholla erikseen juuriakaan ymmärrystä. Tämän muualla Euroopassa jo pitkään jatkuneen keskustelun puuttuminen Suomesta osoittaa ehkä selvimmin miten kaukana Suomi Euroopasta vielä on.

Bordes, toteaa, että siirtyminen kiinteään kurssiin ei voi tapahtua uskottavasti "yhdessä yössä", vaan regiimin toteuttaminen on aloitettava jo "tänään". Kiinteiden kurssien uskottavuus riippuu hänen mielestään erityisesti työmarkkinoiden käyttäytymisestä. Bordes referoi Suomen kokemuksia sotien välisestä ajasta ja toteaa, että tuolloin Suomi näytti selviävän keskimääräistä paremmin lamasta, koska kurssi kellui. Tämä siksi, että markan devalvoituminen lopetti deflaation, so. devalvaatiolla oli hintoja vakauttava ja reaalikorkoja alentava vaikutus. Bordes epäilee tämän vaikutuskanavan tehokkuutta nykyoloissa mm. palkanmuodostuksen vuoksi, joka kunakin ajanhetkenä peilaa palkanasettajien inflaatio-odotuksia. Professorit eivät kuitenkaan tarkastele Suomen Pankin asettaman inflaationormin roolia nimenomaan deflaation torjunnan kannalta – voidaanhan nimittäin argumentoida, että inflaationormi sallii rahapolitiikan keventämisen deflaation torjumiseksi voimistamatta inflaatio-odotuksia.

Bordes ei pohdi valuuttakurssiregimin optimaalisuutta Suomen talouden keskeisien häiriölähteiden kannalta. Teoreettinen kirjallisuus nimittäin viittaa mm. siihen, että mikäli talouden keskeinen häiriölähte on vientihinnoissa, on makrotaloudellisen stabiileetin kannalta optimaalista pitäytyä joustavissa valuuttakurssissa.

Devalvaatiopolitiikan tehokkuutta Suomessa rajoittaa nimellispalkkojen korkea jousto inflaation suhteen (0.67), kun taas suhteellisen palkkarakenteen jäykkyys on kilpailukykyä

rapauttava ja "devalvaatiosykliä" selittävä tekijä. Bordes olisi voinut tarkentaa analyysiaan tältä osin ottamalla eksplisiittisesti kantaa siihen, voidaanko Suomea pitää maana, jossa palkat reagoivat herkästi inflaation, mutta eivät työttömyyteen. Bordesin taulukon mukaan palkkojen työttömyysjousto on -0.49. Palkkojen inflaatio- ja työttömyysherkyys yhdessä määrittävät rahapolitiikan tehokkuutta.

Palkkaestimaattien perusteella Bordes epäilee joustavien valuuttakurssien (tai devalvaatiopolitiikan) pitkän aikavälin optimaalisuutta Suomelle. Epäilyjä tukeakseen hän rakentaa simulointikokeen, jonka tarkoitus on jäljittää Suomen taloudellinen kehitys, mikäli kurssi olisi joutanut menneisyydessäkin. Simulointi perustuu oletuksille, että a) talouspolitiikan tavoitteena on 6 prosentin vuotuinen BKT:n kasvu, b) lyhyellä aikavälillä rahapolitiikkaa käytetään vakavoittamaan talous, ja c) rahapolitiikka ottaa huomioon rahamarkkinoiden mahdollisen epävakauden.

Simulointien perusteella nimellinen BKT olisi pysynyt hyvin tavoiteuralla. Erityisesti nimellinen BKT olisi palannut pitkän aikavälin kasvu-uralle jo vuoden 1992 lopussa. Tämä kuitenkin sillä edellytyksellä, että rahapolitiikka olisi ollut erityisen herkkä nimellisen BKT:n poikkeamille tavoiteurasta. Rahan tarjonnan kasvun olisi pitänyt muuttua 20 prosenttia jokaiseen BKT:n kasvun 1 prosentin poikkeamaan tavoiteurasta! Bordesin johtopäätös on, että rahapolitiikka ei olisi joustavien kurssienkaan vallitessa yksin riittänyt talouden lyhyen aikavälin ja hintatason pitkän aikavälin vakauttamiseen. Hän ei usko rahapolitiikan tehoon tässä suhteessa myöskään tulevaisuudessa.

Suomen valuuttakurssijärjestelmän tulevaisuutta pohtiessaan professorit ottavat esille myöskin mielenkiintoisen kysymyksen Pohjoismaisesta rahaunionista. Viittauksista yhteiseen suhdannekehitykseen ja työmarkkinoihin professori Bordes vetää johtopäätöksen, että optimaalinen valuuttakurssijärjestelmä olisi Suomen ja muiden pohjoismaiden, erityisesti Ruotsin, välillä vallitseva kiinteiden valuuttakurs-



sien järjestelmä. Bordes lähtee kuitenkin siitä, että Eurooppa ja emu on edelleen julkisesti hyväksytty tavoite Suomessa. Tässä suhteessa Bordes toivoo selkeitä toimenpiteitä, joilla viranomaiset Suomessa viestittäisivät tarkotuspäriään. Tämänsuuntainen toimenpide olisi mm. Suomen Pankin de facto itsenäisyyden vahvistaminen Maastrichtin sopimuksen mukaisesti selkeä signaali Suomen aikomuksista muuttaa keskeisiä instituutioitaan ja viime kädessä olla mukana Euroopan yhteiseen valuuttaan tähtäävissä yrityksissä.

### 3. Pääomamarkkinoiden liberalisointi

Kuten luvussa yksi todettiin rahoitusmarkkinoiden liberalisointi on osaltaan kärjistänyt Suomen talouden jo muutoinkin suuria suhdannevaihteluita 80-luvun puolivälin jälkeen. Liberalisointia seurannut luottosykli ei ole ollut kuitenkaan ominaista vain Suomelle. Professorit toteavat, että liberalisoinnin aiheuttamia ongelmia ei todennäköisesti olisi voitu välttää, sillä paineet deregulointiin olivat vastustamattomia.

Suomen kokemuksissa on kaksi merkillepantavaa seikkaa: Ensiksi korkojen verovähennysoikeutta on pidettävä merkittävänä väärinä tekijänä, jonka merkitys korostuu dereguloitulla markkinoilla. Verotuksen ylläpitämät kannustimet luotonottoon lisäsivät velkaantumista merkittävässä määrin. Toisaalta velanhoito laman keskellä vain syventää lamaa. Toinen selkeästi erottuva piirre on ulkomaisen velan voimakas kasvu. Tässä kohdassa professori Currie on erittäin kriittinen sekä valuuttaluoton ottajia, pankkeja että viranomaisia kohtaan. Valuuttaluottojen ottajat toimivat tyhmästi kun he eivät käsittäneet, että markkaluottojen korot olivat korkeampia juuri sen vuoksi, että markkinat katsoivat markan devalvoitumisen olevan mahdollista. Pankeilta jäi erityisesti arvioimatta luottotappioriskit tilanteessa, jossa markka heikkenee. Tämän lisäksi viranomaisetkin saavat osansa arvostelusta, koska eivät

vaatineet pankkeja varautumaan tähän valuuttakurssiriskiin.

Professori Currie katsoo, että nimenomaan valuuttaluottojen voimakas kasvu selittää vallitsevaan lamaan liittyviä ongelmia. Valuuttavelan kasvu aiheutui nimenomaan luottojen hinnoitteluvirheestä erityisesti siinä mielessä, etteivät luottojen hinnat peilanneet todellisia riskejä.

Bordes, samoin kuin Söderström, käy liberalisoinnin vaiheet seikkaperäisesti läpi. Talousteoriana Bordes johtaa menestyksellisen liberalisoinnin perusedellytykset. Näitä ovat kotimaisten rahamarkkinoiden asteittain tapahtuva vapauttaminen ajallisesti ennen ulkoisten pääomanliikkeiden vapauttamista. Nämä edellytykset Suomessa toteutettu liberalisointiprosessi Bordesin näkemyksen mukaan täyttää. Sen sijaan kolmas vaatimus, rahoitusmarkkinoiden vapautuksen näkemyksellisestä toteuttamisesta, ei tule kaikilta osin täytetyksi. Kysymys on tällöin erityisesti puutteista pankkien valvonnassa ja siihen liittyen vanhanaikaisesta lainsäädännöstä. Bordes löytää huomauttamista myös luottokorkojen vapauttamisesta ennen talletuskorkoja ja rahamarkkinoiden perustamisesta pankkien sijoitustodistusten varaan. Ennen kaikkea sijoitustodistusten yhtenäinen hinnoittelu liikkeeseenlaskijasta riippumatta loi pankeille insentiivin harjoittaa riskipitoista luotonantoa (ns. moral hazard -ongelma). Tähän pankkien mahdollisuuden luoda ns. sekundaarisia reservejä, joihin niiden Suomen Pankin liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset voidaan mahdollisesti myös lukea, on merkittävä rahapolitiikan tehoona vaikuttava tekijä, jonka soisi korjautuvan ennen seuraavan suhdannevaiheen alkamista.

Söderström katsoo, että 1980-luvulla toteutettu rahoitusmarkkinoiden liberalisointi oli välttämätöntä avotaloudelle kansainvälisten finanssimarkkinoiden integroitumisen ja Euroopan yhdentymisen vuoksi. Vaihtoehtona olisi ollut yritystoiminnan massiivinen maastamuutto. Hän katsoo, että 1980-luvun lopun luottoekspansion kontrolloiminen ei olisi ollut

mahdollista. Luottojen määrän kasvu oli kiinteän valuuttakurssin vuoksi kysyntäjohteista.

Luoton kysyntään olisi Söderströmin mielestä kuitenkin ollut mahdollista vaikuttaa luopumalla valuutansäännöstelystä aikaisemmin, verouudistusta aikaistamalla ja kireämmällä finanssipolitiikalla. Ainoana toimenpiteenä luoton kysynnän hillitsemiseksi Söderström näkee maaliskuun 1989 revalvaation. Bordes näkee tällaisena myös kassavarantojärjestelmän käytön.

#### 4. Finanssipolitiikka

Professoreiden finanssipolitiikan erittely 1980-luvun kasvun olosuhteissa ja sen järkevää viritystä koskeva analyysi jää raporteissa varsin vähäiseksi. Erityisesti niissä ei analysoida aiheutuuko yhtäältä kelluvasta kurssista ja toisaalta Suomen Pankin inflaatiotavoitteesta joitakin eksplisiittisiä rajoitteita harjoitettavalle finanssipolitiikalle. Kysynnäsäätelyn epäonnistuminen todetaan raporteissa lähes yhdestä suusta, ja finanssipolitiikan vallitsevan tilanteen analyysia dominoi julkisen velan hallittavuutta koskeva problematiikka, joskin erityisesti Söderström koettelee kysymystä elvytystoimista ekspansiivisen raha- ja finanssipolitiikan avulla.

Sanomattakin lienee selvää, että professorit katsovat julkisen velan hallittavuuden olevan finanssipolitiikan ehdoton prioriteetti. Sillä, että julkisen velan kasvu on aiheutunut primäärisen alijäämän räjähdysmäisestä kasvusta ei ehkä enää ole mitään informaatioarvoa, mutta velan kasvun (intertemporaalisella) hallittavuudella on. Tässä suhteessa olisi toivonut suurempaa panostusta professoreilta. Budjettiaritmeettisesti velan hallittavuuteen nimittäin vaikuttaa keskeisesti primäärisen alijäämän kasvu ja BKT:n kasvu. Professorit ovat painottaneet voimallisesti julkisten säästöjen merkitystä julkisten alijäämien pienentämiseksi, mutta tuntuu siltä, että julkisen velan hallittavuudenkin kannalta finanssipolitiikka tulisi virittää niin, että julki-

sisä menoiissa saadaan säästöjä samalla kun sillä tuetaan taloudellista kasvua.

On syytä korostaa, että julkisen velan hallittavuus on sisäisesti dynaaminen, intertemporaalinen ongelma, jolloin finanssipolitiikan liikkumavara säästöjen (ja menojen) suhteen on niiden ajallisessa kohdentamisessa, edellyttäen luonnollisesti, että julkisen vallan pitkän aikavälin säästöihin pystytään mm. poliittisen järjestelmän taholta uskottavasti sitoutumaan. Olisi ollut erityisen toivottavaa, että professorit olisivat panostaneet tarmokkaammin tähän finanssipolitiikan pitkän tähtäimen viritysproblematiikkaan, eikä vähiten sen vuoksi, että finanssipolitiikan todellinen liikkumavara on tällakin hetkellä suomalaisen talouspoliittisen keskustelun eräs avainkysymyksistä, joskin tätä keskustelua määrittää ehkä liikaa ulkoisen rajoitteen merkitys finanssipolitiikan liikkumavaralle. Professoreiden finanssipolitiikan viritystä koskeva analyysi kiteytyy lähes yksinomaan Söderströmin havaintoon siitä, että raha- ja finanssipolitiikassa voidaan odotettua huonomman taloudellisen kehityksen vuoksi joutua itseäänruokkivaan deflaatiopiraaliin, jolloin ekspansiiviseen raha- ja finanssipolitiikkaan voi sisältyä viisauden siemen, edellyttäen ettei velkaongelma kärjisty. Tietenkin!

#### 5. Johtopäätökset: entä työmarkkina- ja tulopolitiikka?

Suomalaisen talouspolitiikan yksi kulmakivistä on tulopolitiikka - näin ainakin olemme tottuneet ajattelemaan ja jopa toimimaan talouspolitiikan teon tasolla. Olemme tottuneet luottamaan tulopolitiikan mahdollisuuksiin talouspolitiikan instrumenttina. Sen tähden tämä arviointi onkin syytä päättää professorien niukoihin näkemyksiin suomalaisesta tulopolitiikasta tai oikeastaan yhteen sinänsä mielenkiintoiseen aspektiin suomalaisen työmarkkina- ja tulopolitiikan merkityksestä talouspolitiikan mahdollisuuksiin ja valintoihin.

Ensinnäkin professorit katsovat, että jonkin-

laiseksi haasteeksi keskitetylle työmarkkinajärjestelmälle voi muodostua tarve muuttaa niukan palkanmaksuvaran oloissa suhteellista palkkarakennetta avoimen sektorin hyväksi. Neuvoteluratkaisuna tämä voi olla jopa mahdotonta. Entä mikä on professorien mielestä yhteys inflaation ja työmarkkinajärjestelmän tai tulopolitiikan välillä Suomessa? Tässä näkemykset menevät ristiin; Currien mukaan keskitetty palkanmuodostus on ollut maltillista, eikä sen kautta ole inflaatiiosysäyksiä talouteen tullut. Söderström sen sijaan katsoo, että tulopolitiikka osana talouspolitiikan "suomalaista mallia"

on pitänyt inflaatiopaineita yllä. Suomessa ei hänen mukaansa ole työllisyyttä hoidettu aktiivisesti tulopolitiikalla, vaan valuuttakurssipolitiikalla, joka toistuvien devalvaatioiden vuoksi on johtanut kiinteän valuuttakurssin alhaiseen uskottavuuteen. *Tähän liittyen Söderström näkee tulopolitiikan Suomessa epäonnistuneen.* Tämä on mielenkiintoinen argumentti, eikä vähiten sen vuoksi, että siinä työmarkkinajärjestelmä nähdään talouspolitiikan uskottavuuden kannalta. Tällä voi olla tutkimisenarvoista merkitystä mm. SP:n inflaatiotavoitteen toteuttavuuden kannalta.