

# Valuuttakriisit kehittyvissä talouksissa: esseitä kansainvälisessä makrotaloustieteessä\*

Omar Farooq Saqib  
*Research fellow*  
DIW Berlin

## Johdanto

Bretton Woodsin jälkeistä kansainvälistä valuuttajärjestelmää voidaan kuvata suuren epävakauden ajaksi, erityisesti kehittyvissä talouksissa. Kuluneina kolmena vuosikymmenenä on koettu lukuisia pankki-, velka- ja vaihtotasekriisejä, jotka yleisesti tunnetaan valuuttakriiseinä. Öljy- ja velkakriisit leimasivat 1970- ja 1980-lukua, kun taas 1990-luvun alusta lähtien kehittyviä talouksia ovat vaivanneet valuuttakriisit, joiden seuraukset ovat olleet kalliita. Vaikka valuuttakriiseihin onkin kiinnitetty paljon huomiota viime aikoina, niitä esiintyi varsin runsaasti koko 20. vuosisadan ajan. Ongelma ei rajoitu vain kehittyviin talouksiin. Esimerkkejä viimeaikaisista kehittyneiden maiden valuuttakriiseistä ovat Bretton Woods -järjestelmän romahtaminen ja Euroopan valuuttakurssimekanismi ERM:n kriisi. Valuuttakriisit ovat siten globaali ongelma ja kiinnostavat niin hallituksia, politiikantekijöitä, tutkijoita, yritys-

johtajia kuin opiskelijoitakin, ja ne saavat myös paljon huomiota talouslehdistössä.

Vaikka nobelisti *Robert Mundell* varoitti jo 1960-luvulla, että kolmikon itsenäinen rahapolitiikka, kiinteä valuuttakurssi ja kansainvälisten pääomanliikkeiden vapaus yhteensovittaminen on mahdotonta, ajaututtiin 1990-luvulla kriisien kurimukseen. Tämä lisäsi myös valuuttakriisejä kohtaan tunnettua kiinnostusta.

Johtuen eräistä 1900-luvun jälkipuoliskon kehityskuluista, kriiseihin olisi voitu ajautua ilman Mundellin korostamaa yhteensovitusongelmaakin. Ensimmäinen ja tärkein lisätekijä oli itsenäistä rahapolitiikkaa harjoittavien maiden määrän nopea kasvu. Tämä kehitys johtui Bretton Woods -järjestelmän romahduksesta, siirtomaiden itsenäistymisestä Aasiassa, Afrikassa ja Etelä-Amerikassa, sekä Neuvostoliiton romahduksesta. Toinen oli pääomamarkkinoiden maailmanlaajuinen vapauttaminen, jonka seurauksena kansainväliset pääomanliikkeet kasvoivat. Pääomanliikkeiden vapauttaminen

\* *Lectio praecursoria Joensuun yliopistossa 4.10.2003.*

johtui paljolti Kansainvälisen valuuttarahaston ja Maailmanpankin politiikasta, joka vaikutti huomattavasti kehittyviin talouksiin. Kansainvälisten pääomanliikkeiden kasvua on myös vauhdittanut tekniikan, erityisesti tietotekniikan, kehitys, joka teki transaktioiden toteuttamisen paljon helpommiksi. Kolmanneksi kehittyvät taloudet omaksuivat kiinteiden tai kvasi-kiinteiden valuuttakurssien järjestelmän pääasiassa hintavakauden ja ulkoisen uskottavuuden saavuttamiseksi.

Valuuttakriisien yleistyminen on herättänyt laajaa akateemista kiinnostusta. Keskeinen valuuttakriiseihin liittyvä kysymys on, miksi markkinat yhtäkkiä menettävät luottamuksensa johonkin valuuttaan ja käyvät spekulatiiviseen hyökkäykseen. Ongelmaa on lähestytty kahdesta näkökulmasta. Ns. ensimmäisen sukupolven valuuttakriisimallien keskeinen hypoteesi on, että kiinteän valuuttakurssin regimin kestättömyys ja siten mahdollisuus keinotteluvoittoihin havaitaan taloudellisten fundamenttien heikkoudesta, erityisesti epäonnistuneen makrotalouspolitiikan seurauksena syntyneistä julkisista alijäämistä. Ensimmäisen sukupolven mallinusterinne oli vallitseva ennen 1990-luvun valuuttakriisejä. Mallit toimivatkin hyvin 1980-luvun lopulle asti koska julkisen talouden heikkeneminen edelsi lähes jokaista kriisiä.

Kriisien yleistyminen 1990-luvulla kuitenkin kyseenalaisti ensimmäisen sukupolven lähestymistavan, kun myös muita kuin julkisen talouden fundamenteja, pääasiassa makrotaloudellisia ja rahoituksellisia, astui kuvaan mukaan. Toisen sukupolven teoria perustuu laajasti ottaen siihen, että keinottelijoiden 'itseään toteuttavat ennusteet' saavat aikaan spekulatiivisen hyökkäyksen. Tällä tavoin esitetty hypoteesi eliminoi taloudellisten perustekijöi-

den vaikutuksen suurelta osin. Itseään toteuttavien ennusteiden tai odotusten käsite näyttikin valaisevan monia valuuttakriisejä. Näiden kahden sukupolven teorioiden lähempi analyysi osoittaa kuitenkin yhtäläisyyksiä ja jonkinasteista yhteensopivuutta niiden kesken.

Molempien teorioiden puitteissa pyritään tunnistamaan ne talouden fundamentit, joiden kehityksestä potentiaalinen kriisi on ennustettavissa. Tämä yhtäläisyys vallitsee huolimatta siitä, että ensimmäisen sukupolven mallien tapauksessa tasapaino on yksikäsitteinen ja toisen sukupolven malleissa monikäsitteinen kriisin itsensä toteuttavan luonteen vuoksi. Empiiriset kokemukset viittaavat kuitenkin siihen, että julkisen alijäämän kasvu edeltää ensimmäisen sukupolven tyyppistä kriisiä ja muiden fundamenttien heikentyminen toisen sukupolven tyyppistä. Viime kädessä talouden perustekijät määräävät lopputuloksen ja siten mallien ero on lähinnä teoreettinen. Yleisesti ollaankin yhtä mieltä siitä, että valuuttaromahdukset ovat johtuneet fundamenttien heikentymiseen johdaneesta politiikasta.

Itsensä toteuttavien ennusteiden käsite tuo konsensukseen perustuvaan talousjärjestykseen lisäulottuvuuden: kun talouden perustekijät ovat epäedulliset, markkinat epäilevät mitä hallitus haluaa tai voi tehdä. Siten markkinoiden epäily johtaa meidän ongelman vähemmän käsitelyihin tekijöihin. Poliittiset tekijät eivät esimerkiksi ole saaneet eksplisiittistä asemaa valuuttakriisien keskeisenä määrääjänä.

Tämän esseekokoelman tavoitteena on laajentaa valuuttakriisejä koskevaa näkemystä ja ymmärrystä. Ongelmaa lähestytään eklektisesti; työ perustuu eri koulukuntien lähtökohtiin ja tuloksiin. Työ koostuu kuudesta esseestä, jotka käsittelevät valuuttakriisejä erityisesti ja kansainvälistä makrotalousteoriaa yleisesti.

Ensimmäinen essee pyrkii ymmärtämään valuuttakriisien syitä ja oireita tarkastelemalla keskeistä kirjallisuutta, olemassa olevaa todistusaineistoa ja hahmottelemalla sen keskeisiä kysymyksiä. Erityisesti painotetaan valuuttakriisien taloudelliset ja ei-taloudelliset syyt yhdistävän kehikon tarvetta, jotta nykyisen tutkimuksen alaa voidaan laajentaa.

Toinen essee keskittyy devalvaation vaikutuksiin, joka lienee eräs kansainvälisen makrotaloustieteen suosituimpia aiheita. Tutkimuksessa selvitetään devalvaation vaikutuksia Turkin bruttokansantuloon estimoimalla redusoidun muodon yhtälö, joka tarkastelee Turkin vakautus- ja liberalisointipolitiikkaa 1980-luvulla.

Estimointitulosten perusteella devalvaation ekspansiivinen vaikutus on perustunut kolmeen tekijään. Ensimmäinen on devalvaatioon liittyneiden kysynnäsäätely- ja rakennepoliittikkatoimien johdonmukaisuus. Toiseksi verrattain vakaa poliittinen tilanne auttoi politiikan toimeenpanossa. Kolmas tekijä on liberaalisointipolitiikka, jolla oli positiivinen vaikutus Turkin bruttokansantuotteeseen 1980-luvun devalvaatioiden ohella.

Voidaan tehdä seuraavat johtopäätökset. Ensiksi devalvaation ajankohta ja syyt voivat auttaa ennakoimaan valuuttakeinottelijoiden odotuksia. Esimerkiksi hallitus voi devalvoida vaihtotasealijäämän vallitessa viennin lisäämiseksi. Toiseksi kysynnäsäätely- ja rakennepoliittikan johdonmukaisuus sekä poliittinen sitoutuminen ovat tärkeitä valuuttakurssipolitiikalle. Kolmanneksi 1980-luvun liberalisointipolitiikalla oli joitakin myönteisiä vaikutuksia. Tämä on ristiriidassa sen yleisen uskon kanssa, että lisääntyneet pääomanliikkeet ovat olleet valuutta- ja/tai rahoituskriisien yleistymisen takia pääasiassa haitallisia.

Kolmas essee keskittyy ulkoisen velan ja julkisten alijäämien kehitykseen oikeiden ja väärin lupauksen mallissa. Mallia sovelletaan Pakistanin tapaukseen. Ulkoinen velka ja julkiset alijäämät ovat kaksi tärkeää indikaattoria, joiden kestävämmäisyys ja pysyvyys lisäävät talouden alttiutta valuuttakriiseihin.

Mallin ennusteet selittävät verrattain tyhjentävästi Pakistanin suuret julkiset menot vuosina 1980–99 ja valaisevat Pakistanin pysyvää julkista alijäämää. Mallin ennusteet sopivat myös varsin hyvin Pakistanin suuren ulkoisen velan karttumiseen samana ajanjaksona, erityisesti 1990-luvulla. Valuuttakriisien kannalta opimme siis kuinka jotkin maat, esimerkiksi Pakistan, päätyivät kestävämmään ulkoiseen velkaan ja julkiseen alijäämään, jotka molemmat ovat valuuttakriisiä ennakoivia indikaattoreita.

Neljäs essee tulkitsee Itä-Aasian kriisiä vuosina 1997–98, joka lienee eräs eniten viime aikoina tutkituista valuuttakriiseistä. Kuten tiedämme, Indonesian, Malesian, Korean ja Filippiinien epävakaus alkoi Thaimaan bahtin kelttamisesta, jota seurasi devalvaatioiden kierre alueella. Nykyinen valuutta- ja/tai rahoituskriisikirjallisuus kiinnittää melkoisesti huomiota tämän kriisin syihin. Kaksi mahdollista selitystä ovat nousseet keskeisimmiksi: joko talouden perustavanlaatuiset tasapainottomuudet laukaisivat kriisin tai sen ytimenä oli itsensä toteuttava finanssipaniikki. Asiasta ei vallitse konsensusta ja keskustelu jatkuu edelleen. Tässä tutkimuksessa Itä-Aasian kriisiä käsitellään Kindleberger-Minsky -mallin avulla ja tarjotaan uusi tulkinta.

Tämän esseen ehkä tärkein yksittäinen tulos on, että valuuttakriisien tutkimuksen alaa tulisi laajentaa ohi talouden perustekijöiden heikkouden tai itsensä toteuttavan paniikin.

Itse asiassa tulisi keskittyä niihin prosesseihin jotka voivat johtaa kriisiin.

Viides essee tutkii Brasilian realin romahduksen syitä tammikuussa 1999. Esseen mukaan poliittiset tekijät olivat tässä tapauksessa merkittäviä. Hajanainen koalitiollahitus ja vaa-leihin valmistautuva presidentti jättivät ulkoisen epätasapainon ja julkisen alijäämän hoitamatta. Markkinat, jotka olivat jo Itä-Aasian ja Venäjän kriisien takia jännittyneet, tarttuivat tähän tilaisuuteen. Hypoteesi vahvistetaan ensin testaamalla Brasilian talouden alttiutta valuuttakriisiin vuosina 1997 ja 1998 Massonin monitasapainomallilla. Sitten suurimman uskottavuuden logit-regressiolla osoitetaan, että poliittiset muuttujat ovat verrattain merkittäviä Brasilian realin romahduksen syitä.

Tämän esseen johtopäätös on, että poliittisten tekijöiden merkittävyys korostaa ei-taloudellisten muuttujien roolia valuuttakriisien syinä. Tämä ei kuitenkaan merkitse, että ei-taloudelliset tekijät olisivat ratkaisevia; jos talouden perustekijät ovat terveet, se voi olla immuuni spekulatiivisille hyökkäyksille. Heikot taloudelliset tekijät herättävät keinottelijoiden kiinnostuksen arvioida viranomaisten johdonmukaisuutta kuten havaitaan Brasilian tapauksessa.

Kuudes essee kehittää viidennessä esitettyjä ajatuksia edelleen tarkastellen Puolan ja Venäjän kokemuksia 1990-luvulla. Neuvostoliiton hajoaminen rohkaisi sosialistileirin maita kuten Puolaa ja Venäjää siirtymään komentotaloudesta markkinatalouteen. Molemmat maat koekelivät erilaisia valuuttakurssiregiimejä. 1990-luvulla Puolan zloty osoittautui menestyksekkääksi valuutaksi kun taas Venäjän rupla ajautui kriisiin elokuussa 1998. Miten ja miksi zloty vältti häiriöt, mutta rupla romahti?

Esseessä tarkastellaan ensin Puolan ja Venäjän talouden alttiutta valuuttakriiseille 1990-

luvulla esittämällä molempien talouksien keskeiset makrotaloudelliset perustekijät ja identifioimalla ne, jotka vaikuttivat haavoittuvilta 1990-luvulla. Täsmällisemmin asiaa tutkitaan Massonin monitasapainoisella valuuttakriisimallilla. Kahden poliittisen taloustieteen käsitteen avulla havaitaan, että poliittinen epävarmuus voimisti Venäjän institutionaalisia ja rakenteellisia heikkouksia, jotka lopulta johtivat ruplan kriisiin elokuussa 1998; Puolan institutionaalinen vahvuus, joka kiteytyi taitavaan valuuttakurssipolitiikkaan 1990-luvulla, sai aikaan zlotyn menestystarinan.

Näiden kokemusten perusteella essee esittää teoreettisen kehikon valuuttakriisien analysoimiseksi. Valuuttakriisien tärkeimmiksi määrittäjäksi nähdään talouden perustekijöiden epäedullisen vaihtelu ja markkinailmapiiirin siirtymien sekä poliittisten vallankäyttäjien johdonmukaisuus. Kehikon puitteissa voidaan määrätä myös kriisin ajoitus.

## Yleiset tulokset

Kansakuntien suvereniteetin lisääntyessä, itenäisen rahapolitiikan harjoittaminen pysynee muodissa. Poikkeuksen tähän trendiin voivat kuitenkin muodostaa vapaaehtoiset valuuttanionit, kuten Euroopan talous- ja rahaliitto EMU. Nykyisistä valuuttakriiseistä huolimatta ovat pääomanliikkeistä koituneet hyödyt ylittäneet niistä aiheutuneet haitat. Viimeiseksi voidaan todeta, että Argentiinan valuuttakatejärjestelmän äskettäinen romahdus ja vapaasti kelluvien valuuttakurssien rajoittuminen teoriaan antavat odottaa jonkinlaisten kvasikiinteiden valuuttakurssiregiimien olevan parempi vaihtoehto nähtävissä olevassa tulevaisuudessa.

Ensimmäinen askel kohti parempaa valuuttakurssipolitiikkaa on oppia niin paljon kuin

mahdollista viimeaikaisista valuuttakriiseistä. Tämä on näiden esseiden keskeinen tavoite. Esseet esittävät kolme täsmällistä kontribuutiota. Ensiksi esseet tarjoavat laajemman näkökulman rahoitusepävakauteen johtaviin prosesseihin. Toiseksi esseet yhdistävät ensimmäisen ja toisen sukupolven teorial Massonin mo-

nitasapainoisen valuuttakriisimallin ja Kindleberger-Minskyn rahoituskriisimallin avulla. Kolmanneksi kokoelma korostaa poliittisten tekijöiden roolia valuuttakriisien tärkeinä määrääjinä puhtaasti taloudellisten ohella. □

(Suomennos: *Kai Torvi*)