

## Väärää talouspolitiikkaa?

MARTTI HETEMÄKI

VTT, ylijohtaja

Valtiovarainministeriö

Paul Krugman: *The Return of Depression Economics*. W.W. Norton, New York. 1999.

Paul Krugmanin uusimman kirjan aiheena on kansainväliset talouskriisit ja erityisesti Aasian ja Etelä-Amerikan viimeaikaiset kriisit. Krugmanin mukaan näitä kriisejä on hoidettu väärällä politiikalla. En käy järjestelmällisesti läpi Krugmanin kirjan osia, vaan yritän vain vastata kahteen kysymykseen:

- 1 Mikä on Krugmanin analyysi Aasian ja Etelä-Amerikan viimeaikaisista kriiseistä?
- 2 Onko Krugman oikeassa talouspoliittisten johtopäätösten suhteen?

Krugmanin analyysi Aasian ja Etelä-Amerikan maiden viimeaikaisten kriisien syistä on hyvin samanlainen kuin Suomen laman syiden analyysit. Vapaiden pääomaliikkeiden oloissa yksityinen sektori alkaa rahoittaa matalakorkoisilla valuuttalainoilla investointejaan. Varallisuusarvojen noustessa taseet pysyvät vahvoina.

Säästämisen jäädessä jälkeen nopeasta investointitahdistista vaihtotaseeseen syntyy vaje. Josain vaiheessa vaje ja yksityisen sektorin velkaantumismuutokset alkavat vaikuttaa kestävämmältä ja herää epäilyksiä valuuttakurssia kohtaan. Tällöin kaikki pahan kriisin ainekset ovat koossa. Luonnollisesti kussakin maassa on ollut omat rakenteelliset ongelmansa kuten monissa Aasian maissa rahoitusjärjestelmän tehottomuus ja sisäpiiritalouden ongelmat. Makrotaloudelliseen kriisiin ajautumisen vaiheet ovat kuitenkin olleet yllättävän samanlaiset useimmissa kriisimaissa.

Aasian ja osin myös Etelä-Amerikan kriisien kohdalla uutta oli se, kuinka kriisi levisi maasta toiseen, jolloin myös verrattain hyvin asiansa hoitaneet maat ajautuivat suuriin vaikeuksiin. Uutta oli myös se, että nämä kriisit ja ennen muuta Venäjän kriisi viime vuoden elokuussa pystyivät muodostamaan vakavan uhan maailman rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

Krugmanin mukaan kriisien vertaaminen perinteisiin pankkipaniikkeihin (bank runs) on ontuva. Pankkien pääoma- tai likviditeetti puute ei pysty selittämään kriisien syvyyttä. Krugman

hakee mielestäni oikein selitystä kriisien vakaavuuteen yritysten taseista, suurista valuuttamääräisistä lainoista ja valuuttakurssin heikkenemisen vaikutuksesta taseisiin. Toisessa yhteydessä Krugman on luonostellut tätä ilmiötä kuvaavan yksinkertaisen mallin, ks. Krugman (1999a). Krugmanin mukaan kriisimaan talous elpyy vasta, kun taseet ovat riittävän hyvässä kunnossa. Tasesopeutus edellyttää vaihtotaseen paranemista, mikä yleensä puolestaan tapahtuu sekä investointien voimakkaan supistumisen että reaalisien valuuttakurssin devalvoitumisen kautta.

Kokonaisuutena Krugmanin analyysi kriisien synnystä on mielestäni hyvin osuva. Eräs Krugmanin analyysin puute ei liity lainkaan sen sisältöön, vaan muotoon. Krugman esittää oman näkemyksensä tavallaan ilmeisenä totuutena. Kun hän ei haaskaa tilaa varauksille tai eri vaihtoehtojen tarkastelulle, tuloksena on sujuvaa ja helposti seurattavaa tekstiä. Varovainen ekonomistiteksti hämärtäisi Krugmanin kirjan viestin ja vähentäisi myös kirjan merkitystä julkisen keskustelun ja samalla talouspolitiikan kannalta. Tässä mielessä Krugmanin analyysin yksiselimäisyydessä on hieman tarkoitus-pyhittää-kei-not -makua.

Jonkinlaisen kuluttajasuojan nimissä Krugman olisi voinut vaikka kirjansa alussa todeta, että hän on selkeyden vuoksi jättänyt kirjastaan pois ekonomistien tavanomaiset varaukset. Nyt on riskinä, että toimittajat ja päättäjät luulevat kirjan perustuvan tieteellisen tutkimuksen tuotamiin yksiselitteisiin tuloksiin.

Krugmanin uutta kirjaa on helppo kritisoida sekä sen yksittäisten kohtien että sen tyylin takia, mutta pääkysymys on tietysti: Ovatko Krugmanin politiikkajohtopäätökset oikeita? Tekisi mieli vastata, että yksiselitteistä vastausta ei ole ja vetäytyä ekonomistien yhtäältä-toisaalta-saivartelun suojaan. Tätä en halua tehdä,

sillä Krugmanin ainakin implisiittinen ja mielestäni hyvä lähtökohta on, että taloustieteen pohjalta pitää pystyä tekemään valintoja. Muussa tapauksessa taloustiede olisi talouspolitiikan kannalta koko lailla hyödytöntä.

Krugman tuo selvästi esille kriisimaiden valintatilanteen. Ne eivät voi pitää samanaikaisesti kiinni kiinteästä valuuttakurssista, pääomaliikkeiden vapaudesta ja rahapolitiikan itsenäisyydestä. Joku näistä kolmesta on uhrattava.

Krugmanin mielestä kriisimaiden kannattaisi uhrata pääomaliikkeiden vapaus. Analyytisesti Krugman on perustellut tätä ehdotustaan hyvin toisessa yhteydessä, ks. Krugman (1999b). Mielestäni Krugmanin johtopäätös on kuitenkin arveluttava mm. seuraavista syistä. Ensinnäkin on eri asia ylläpitää säätelyä – kuten Kiinassa – kuin uudelleen asettaa pääomaliikkeille rajoituksia sen jälkeen kun ne on kerran vapautettu. Toiseksi ulkomaisten pääomaliikkeiden säännöstely muuttaa kansallisten rahoitusmarkkinoiden koko luonnetta. Jos pääomaliikkeitä aletaan säännöstellä, on myös kansallisessa pankkijärjestelmässä palattava säännöstelyaikaan. Kolmanneksi on todennäköistä, että kerran vapautuneiden rahamarkkinoiden uudelleensäännöstely vuotaa pahasti kuten Chilen tapauksessa on voitu havaita. Neljänneksi on ilmeistä, että uudelleensäännöstely pönkittää korruptiota ja tehottomuutta, mikä on myös voitu Chilen tapauksessa havaita.

Krugmanin mukaan Aasian maiden tapaisten kriisien hoidossa on olemassa ilmaisia lounaita. Hänen mielestään kriisistä voidaan selvitä elvytyksellä, ilman kiristäviä talouspoliittisia toimia. Tämän väitteen realistisuutta voi arvioida Suomenkin lamapolitiikan vaihtoehtojen valossa. Kun jonkun maan pankkijärjestelmä on polvillaan yksityisen sektorin kestävämmän suurien valuuttalainojen takia, on vaikea välttää tilannetta, jossa kyseisen maan valtion on tarjot-

tava pääomatukea pankeille ja tuotava valuuttaa maahan tilanteessa, jossa ulkomaiset lainottajat kiertävät kaukaa kyseisen maan yksityisen sektorin lainanhakijat. Jos kyseinen valtio tällöin yhdellä kädellä setelirahoittaisi kasvavaa budjettivajattansa ja toisella kädellä ottaisi valuuttalainoja, olisi valtio itse ennen pitkää maksukyvytön. Samalla setelirahoitus vahvistaisi valuuttakurssin putoamista ja valuuttavelkaisten yritysten taseiden heikkenemistä. Todellisuudessa valtiolla ei olekaan usein muuta mahdollisuutta kuin kiristää budjettia, vaikka se syventääkin talouden alamäkeä entisestään.

Rahapolitiikankin liikkumavara on kriisioleissa rajoitettu, vaikka valuutta kelluisikin. Koron painaminen hyvin alas johtaisi entistä suurempaan devalvoitumiseen, mikä kaataisi entistä enemmän valuuttavelkaisia yrityksiä. Pääomaliikkeiden rajoittaminen tarjoaa teorias- sa mahdollisuuden rahapoliittiseen elvytykseen ilman voimakkaasti heikkenevää valuuttaa. Chilen esimerkki viittaa kuitenkin pääomaliikkeiden säätelyn merkittäviin haittoihin. Säätely tarjoaa hallitukselle paremmat mahdollisuudet jatkaa vanhaa politiikkaa, joka puolestaan voi olla paljolti kriisin syy. Malesian ja Chilen pääomaliikkeiden säätelytoimet tarjoavat tässä suhteessa mielenkiintoisen tutkimuskohteen.

Periaatteessa suhdannetilanteen kannalta nyrinäinen talouspolitiikka voitaisiin välttää, jos olisi olemassa kansainvälinen hätärahoittaja eli lender-of-last-resort. Se voisi tarjota kriisimaalle rajattomasti valuuttaa ja tehdä tarpeettomaksi kiristävän kansallisen finanssi- ja rahapolitiikan. Tällöin Krugmanin esittämä ilmainen lounas olisi mahdollinen. Pankkipaniikin ja spekulatioiden kohteeksi joutuneen maan akuuttikriisi voidaan teoriassa hoitaa suurilla valuuttavastuksilla. Mutta tähän liittyy huomattavia käytännön ongelmia. Ensinnäkin kansainvälisellä hätärahoittajalla olisi oltava riittävästi pe-

linappuloita eli käytännössä samanlainen mahdollisuus luoda kovaa valuuttaa kuin USA:n, Euroopan tai Japanin keskuspankeilla. Toiseksi sen pitäisi pystyä etukäteen valvomaan ja säätelemään rahoituslaitosten toimintaa, jotta hätärahoituksen suuruus tai moral hazard -ongelma eivät muodostuisi maailman rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta isoiksi riskeiksi. IMF on nykyisellään sekä resurssiltaan että valtuuksiltaan kykenemätön hoitamaan kansainvälisen hätärahoittajan roolia. Kun tällaista instituutiota ei ole, on hyväksyttävä, että maat hoitavat pääosin itse talousongelmansa. Tällöin ei voida välttää, että kriisimaan mahdollisuudet harjoittaa elvyttävää raha- ja finanssipolitiikkaa ovat hyvin rajoitetut.

Mielestäni Krugman on kuitenkin oikeassa IMF:n talouspolitiikan liiallisesta dogmaattisuudesta. Budjettitasapainon parantaminen ja rahapolitiikan tiukentaminen ovat olleet hyvin perusteltuja oloissa, joissa vajeet ovat olleet suuret ja inflaatio korkea. Mutta ne eivät ole oikeita lääkkeitä kestävämpään valuuttakurssiin. Eikä ulkomainen maksutasetuki ole järkevää julkisen rahan käyttöä valuuttakurssin tukemiseksi sen enempää kansainvälisen yhteisön kuin kriisimaan kannalta. Itsepintainen valuuttakurssin puolustaminen ulkomaisilla lainoilla ja korkeilla koroilla on äärimmäisen riskialtis taistelu, jossa panoksina ovat kriisimaan laman syventäminen ja suuret valuuttakurssitappiot.

Lisäksi Krugman on oikeassa IMF:n bail-out -operaatioiden kyseenalaisuudesta, vaikka hän toisaalta näkeekin IMF:n rooliksi kansainvälisen hätärahoituksen antamisen. IMF:n pelastusoperaatiot ovat olleet huonosti perusteltuja kahdesta syystä. Ensinnäkin ne ovat omiaan synnyttämään moral hazard -ongelman. Meksikon kriisin hoito v. 1994 valtavalla IMF:n junailemalla paketilla saattoi tarjota huonon ennakkotapauksen ja siten lisätä riskinottoa muissa

emerging market -maissa 90-luvun jälkipuoliskolla. Meksikon kriisin seuraukset ilman IMF:n järjestämää pakettia olisivat kuitenkin olleet vakavat. Toiseksi IMF on ottanut itselleen kansainvälisen hätärahoittajan eli lender-of-last-resort -roolin ilman, että sillä on siihen tarvittavat voimavarat. Kun IMF:n rahoitus takkuilee esim. USA:n kongressin vastustuksen takia, luodaan hyvin riskialtis tilanne maailman rahoitusmarkkinoille kuten Brasilian kriisin yhteydessä voitiin havaita.

En tässä käsittele pitkälti muita vaihtoehtoja kriisien hoitamiseksi ja ennaltaehkäisemiseksi. Ne on hyvin esitelletty Rogoff (1999). Rogoffin oma ehdotus siitä, että kehittyvien maiden pitäisi tukeutua enemmän ulkomaiseen oman pääomanehtoiseen rahoitukseen velkarahoituksen sijasta on hyvä, mutta ehdotuksen käytännön toimivuus on kyseenalainen. Varsinkin kehittyvien maiden yritysten on vaikea houkutella ulkomaista riskirahaa. Lisäksi ulkomainen osakeomistus voi kääntyä valuuttakurssin romahduttavaksi pääomapaoksi, jonka vaikutus voi tosin jäädä lieväksi, jos valuuttalainoja ei juuri ole. Mikä sitten voisi olla hyvä ratkaisu vastaisiin kriiseihin ja uusien kriisien ehkäisyyn?

Kaikki tuntuvat olevan yhtä mieltä siitä, että tarvitaan lisää informaatiota ja läpinäkyvyyttä koskien sijoittajien, pankkien ja yritysten tilaa. Tässä suhteessa monet maat ja kansainväliset järjestöt ovatkin ryhtyneet toimeen. Mutta kaikki tuntuvat olevan yhtä mieltä myös siitä, että pelkkä informaation lisääminen ei estä uusia kriisejä, eikä informaatio luonnollisestikaan ole ratkaisu jo syntyneeseen kriisiin. Viime kädessä on kysymys paljolti siitä, missä määrin kansainvälisen yhteisön on ensinnäkin syytä ja toiseksi mahdollisuuksia vaikuttaa kriisien ennaltaehkäisyyn ja hoitamiseen. Lähtien näistä periaatteista Chari ja Kehoe (1998) ovat mielestäni pystyneet tarjoamaan tähän mennessä syste-

maattisimman analyysin kansainvälisten kriisien hoidosta ja IMF:n roolin kehittämisestä. Samaa teemaa käsittelee myös Fischer (1999) tarkastelussaan, jossa hän perustelee IMF:n roolin laajentamista lender-of-last-resort -instituutioksi. Charin ja Kehoen sekä Fischerin analyysit liittyvät kysymykseen, onko Krugman oikeassa vai ei. Heidän ja muiden asiaa käsitelleiden tutkimusten tarkastelu veisi minut kuitenkin etäälle Krugmanin kirjasta ja se olisi oman juttunsa arvoinen.

Krugman käsittelee kirjassaan myös Japanin taloustaantumaa. Krugmanin eräänlainen päähänpintymä on, että Japani on likviditeettiloukussa ja että ainoa ulospääsy siitä on tietynsuuruisen, pitkäaikaisen inflaatiotavoitteen asettaminen. Tähän reseptiin liittyy kuitenkin ongelma, josta Krugman ei halua kunnolla keskustella. Jotta korkeahkon inflaatiotavoitteen asettamisen ja saavuttamisen jälkeen nimelliset markkinakorot pysyisivät nykyisellä matalalla tasolla, olisi markkinoilla oltava odotuksia jenin vastaisesta jatkuvasta vahvistumisesta. Jenin vahvistumisodotusten synnyttäminen edellyttäisi kuitenkin ensin jenin voimakasta heikkenemistä. Tällä olisi puolestaan kaksi pahaa sivuvaikutusta. Ensinnäkin jenin suuri devalvoituminen voisi käynnistää uuden muiden Aasian maiden valuuttojen heikkenemiskierroksen, johon tällä kertaa voisi liittyä myös Kiinan juanin devalvaatio. Käynnistäisikö tämä uuden Aasian kriisin, on hyvä kysymys. Toiseksi jenin heikkeneminen lisäisi entisestään Japanin vaihtotaseen ylijäämää sekä syventäisi USA:n vaihtotaseen alijäämää. Lisäisikö tämä protektionismipaineita USA:ssa tai maailmantalouden taantumien todennäköisyyttä, on myös hyvä kysymys.

Kaiken kaikkiaan Krugman on politiikkajohdtopäätöksissään mielestäni oikeassa siinä, että viimeaikaisia kriisejä on hoidettu osaksi väärällä politiikalla. Pahimmat virheet ovat nähdäkse-

ni tehty kuitenkin jo ennen kriisien puhkeamista. En ole myöskään vakuuttunut Krugmanin johtopäätöksestä, että syntyneen kriisin hoidossa olisi hänen reseptejään soveltamalla tarjolla ilmaisia lounaita.

Krugmanin kirja on tavallaan samanlainen kuin sen kritiikin kohteet, sillä kirja julistaa yhden totuuden talouspolitiikkaa. Silti sitä voi lämpimästi suositella ekonomistien lisäksi kaikille maailmantaloudesta kiinnostuneille. Krugmanin tiivis kirja on painavampi kuin viime vuosien globaalitaloutta käsittelevät tiiliskivet yhteensä. Siinä olennainen ei huku anekdootteihin, irrallisiin tilastotietoihin, auktoriteettien siteerauksiin ja tekotieteellisyyteen. Krugman tarjoaa johdonmukaisen ja selkeän selityksen maailmantalouden viimeaikaisille myllerryksille. Krugmanin kirja on kuitenkin ennen muuta hyvä keskustelunavaus kysymyksistä, joihin ekonomisteilla ei mielestäni ole olemassa yhtä yhteneväisiä vastauksia kuin vaikkapa Euroopan työttömyysongelmaan.

### *Kirjallisuus*

- Chari, V.V. ja Kehoe, P.J. (1998). Asking the Right Questions About the IMF. 1998 Annual Report, Federal Reserve Bank of Minneapolis (<http://woodrow.mpls.fed.us>).
- Fischer, S. (1999) On the Need for an International Lender of Last Resort. (<http://www.imf.org/external/np/speeches/1999>).
- Krugman, P. (1999a). Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crisis. Preliminary draft (<http://web.mit.edu/krugman>).
- Krugman, P. (1999b). Analytical Afterthoughts on the Asian Crisis. (<http://web.mit.edu/krugman>)
- Rogoff, K. (1999). International Institutions for Reducing Global Financial Instability. Journal of Economic Perspectives, Fall 1999, tulossa (<http://www.wws.princeton.edu/~krogoff>).