

Finanssipolitiikka, inflaatio ja Euroopan rahapolitiikka

PERTTI HAAPARANTA¹

Professori

HKKK

1. Johdanto: Voiko hintakilpailukyvyyn säilyttäminen olla politiikan tavoitteena rahaliitossa?

Viime kesän ylikuumenemiskeskustelu antaa aiheen kysyä, onko yhteisen rahan oloissa mahdollista tai suotavaa nostaa hintakilpailukyvyyn ylläpito politiikan päämääräksi. Koska rahaliitossa ei itsenäinen rahapolitiikka ole mahdollista, niin voimme vain puhua siitä, pitäisikö finanssipolitiikka virittää hintakilpailukykyä silmälläpitäen. Käyty keskustelu viittaisi siihen, että näin nimenomaisesti oli tarkoitus. Väitän, että tämä ei ole suotavaa rahaliitossa.

Perustelen väitettäni kahdesta eri näkökulmasta. Ensimmäinen argumenttini perustuu sille, että hintakilpailukyvyyn nostaminen kansallisen politiikan tavoitteeksi on ristiriidassa sen kanssa, että rahaliitossa yhteisen keskuspankin tehtäväksi on asetettu koko alueen inflaation hillintä. Toinen argumenttini perustuu sille, että

yksi EMUn keskeisistä pilareista, vakaus- ja kasvusopimus, saattaa olla ristiriidassa kansallisen inflaation säätelyn kanssa (ja saattaa olla ristiriidassa itse asiassa myös Euroopan keskuspankin inflaatiotavoitteen kanssa).

2. Kansalliset hintakilpailukykytavoitteet ja Euroopan keskuspankki: liian monta kokkia samaa soppaa hämmentämässä

On tunnettua, että kaikilla maailman mailla (tai yhtenäisen valuutan alueilla) ei voi olla itsenäisiä valuuttakurssitavoitteita. Tämä on yksinkertainen seuraus siitä, että jos maailmassa on n maata niin keskinäisiä valuuttakursseja ei ole kuin $n-1$. Näin ollen vain $n-1$ maalla voi olla valuuttakurssitavoite ja ainakin yhden maan on vain sopeuduttava muiden maiden politiikkaan. Bretton Woods-järjestelmä perustui sille, että USA ei asettanut dollarille mitään tavoitearvoa suhteessa muihin valuuttoihin. Kelluvien kurssien järjestelmässä tämä keskinäisten kurssien niukkuus näkyi siten, että rahapoliittiseen pää-

¹ Esitelmä Taloustieteellisessä Seurassa 29.9.1998. Kiitän johtaja, KTT Timo Airaksista kommentteista.

töksentekoon väistämättä liittyy strategisia näkökohtia.

Rahaliitossa keskinäisten kurssien niukkuus on saanut uuden muodon. Rahaliiton jäsenillä ei kaikilla voi olla yhtä aikaa hintakilpailukykytaavoitetta (eli tavoitetta pitää oma inflaationsa annetuissa rajoissa suhteessa muiden maiden inflaatioon), jos yhteiselle rahapolitiikalle on asetettu inflaatiotavoite. Rahaliiton inflaatio on painotettu keskiarvo jäsenmaiden inflaatiosta. Jos kullakin jäsenmaalla on erikseen inflaatiotavoite ja vielä keskuspankilla omansa, niin tilanne on mahdoton: jos jäsenmaita on n kappaletta, niin päättäjiä (mukaanlukien yhteinen keskuspankki) on $n+1$ kappaletta. Hieman formaalimmin tämä nähdään seuraavasti:

Olkoon maan i (finanssi-)politiikan kohdefunktio, kun hintakilpailukyvyyn ylläpito on tavoitteena:

$$U_i = -E(\pi_i - \bar{\pi}_i)^2$$

missä π_i = maan i inflaatio, $\bar{\pi}_i$ = maan i tavoiteinflaatio, E on odotusarvo-operaattori. Oletan luonnollisesti maan i päättäjien valitsevan politiikan niin, että kohdefunktio maksimoituu. Maiden i , $i = 1, \dots, n$ lisäksi EKP tavoittelee omaa inflaatiotavoitettaan, eli pyrkii maksimoimaan lauseketta

$$U_{EKP} = -E(\pi_{EKP} - \bar{\pi}_{EKP})^2$$

missä

$$\pi_{EKP} = \sum_i \alpha_i \pi_i$$

ja α_i = maan i paino EMU-alueen hintaindeksissä.

Ainoa mahdollinen ratkaisu tilanteelle on se, että jokin maa tai jotkin maat tai EKP antaa inflaationsa määräytyä residuaalina. Jos yksittäi-

nen maa ei aseta hintakilpailukykytaavoitetta, niin se jättää hintakilpailukykyänsä muiden maiden päätettäväksi. Jos tämä ei ole mahdollista, niin järjestelmä on epävakaa. Tämä voisi näkyä esimerkiksi siten, että kukin maa pyrkisi muita tiukemmalla politiikalla parantamaan hintakilpailukykyään ja samalla EKP inflaatiotavoitteensa mukaisesti sitten torjuisi deflaatiota rahapoliittisella elvytyksellä. Pahempi vaihtoehto olisi se, että EKP:n politiikka reagoisi herkemmin inflaation kiihtymiseen kuin sen alentumiseen. Hintakilpailukykyä korostava politiikka voisi tällöin olla alku deflaatiokierteelle.

Hintakilpailukyvyyn ylläpito merkitsisi myös sitä, että rahaliiton jäsenmaiden keskinäiset reaaliset valuuttakurssit jäädytettäisiin. Tämä merkitsisi sitä, että riskien jakaminen rahaliiton jäsenten kesken tulisi mahdottomaksi. Mikäli rahaliiton jäsenten taloudet olisivat eri suhdannevaiheissa, niin reaalisten valuuttakurssien jäykistäminen estäisi nousukautta elävän talouden vetävän mukanaan laskukaudessa eläviä jäseniä. Toisin sanottuna tämä tarkoittaisi sitä, että rahapolitiikan itsenäisyyden menettämisen haitat tulisivat mahdollisimman suuriksi.

3. *Vakaus- ja kasvusopimus on ristiriidassa kansallisen hintakilpailukykytavoitteen kanssa*

Euroopan rahaliiton yksi peruspilareista on ns. vakaus- ja kasvusopimus, joka asettaa rajat hyväksytyille budjettivajeille (mutta ei mitään rajoja budjettiylijäämille). Sopimus edellyttää, että vajeiden kasvaessa kriteereitä suuremmiksi maille asetetaan vaatimuksia korjata tilanne tai ne joutuvat maksamaan sakkoja. Suurimmassa osassa EMU-maita olemassa oleva julkinen velka on huomattavan korkea ja veroasteet ovat hyvin korkeat. Siksi veroasteita ei ole mahdollista sopeuttaa. Mitä tapahtuu, jos vakaus- ja

kasvusopimuksen asettamat rajat budjettivajeille ovat sitovat tai jos vanhojen velkojen vuoksi vajeita on rajoitettava?

Jos vakaus- ja kasvusopimus sitoo, niin julkiset menot määräytyvät budjettivajekriteerin ja veroasteiden mukaan suoraan, eli mitään jouston varaa ei ole. Tällöin maan hintataso määräytyy suoraan julkisen vallan budjettirajoitteen kautta ns. finanssipoliittisen hintateorian mukaisesti (Buitter 1998, Sims 1997, Woodford 1994, 1995). Tämä nähdään seuraavasti:

Maan i julkisen vallan budjettirajoite on seuraava:

$$B_{i+1} = (1 + r_{i+1})(B_i - P_i D_i),$$

missä B_{it} = nimellismääräinen julkinen velka maassa i periodin t alussa, r_t = lyhyt periodin $t-1$ nimelliskorko ja D_t = periodin t alun reaalin perusbudjettivaje (vaje ilman nettokorkomenoja), P_t = periodin t hintataso. Yhtälössä on oletettu EMU-sääntöjen mukaan, että EKP ei rahoita minkään jäsenmaan budjettivajeita. Edellisen yhtälön ratkaisu on

$$B_{it} = \sum_{j=0}^{\infty} -P_{i+j} D_{i+j} \prod_{k=1}^j \frac{1}{1 + r_{i+k}}.$$

Merkitään inflaatiota periodin t aikana π_{t+1} :llä. Tällöin edellinen ratkaisu voidaan esittää seuraavasti

$$B_{it} = P_{it} \sum_{j=0}^{\infty} -D_{i+j} \prod_{k=0}^j \frac{1 + \pi_{i+k}}{1 + r_{i+k}} = P_{it} \sum_{j=0}^{\infty}$$

$$-D_{i+j} \prod_{k=0}^j \frac{1}{1 + \rho_{i+k}},$$

missä ρ_{t+1} = reaalikorko.

Lähtöhetken $t = 0$ olemassa oleva nimellinen velka on tietenkin annettu, $B_{i0} = B_i$. Tehtyjen oletusten mukaan reaalisten budjettivajeiden

ura on annettu ja oletan myös odotetun reaalkorkourankin olevan annettu. Reaalkoron voisi olettaa riippuvan maan i budjettivajeesta ja EKP:n rahapolitiikasta, eikä mikään muuttuisi. Näillä oletuksilla lähtöhetken hintataso määräytyy yllä olevasta yhtälöstä:

$$P_{i0} = \frac{B_i}{\sum_{j=0}^{\infty} -D_{i+j} \prod_{k=0}^j \frac{1}{1 + \rho_{i+k}}}.$$

Tämä sinänsä triviaali teoria antaa mahdollisuuden vetää seuraavat johtopäätökset:

1. Hintatasot ja sitä kautta kunkin maan hintakilpailukyky määräytyvät julkisen velan perusteella. Mitä suurempi on maan julkinen velka, sitä huonompi sen hintakilpailukyvyyn on oltava julkisen sektorin tasapainon ylläpitämiseksi.
2. Hintojen etsiessä tasapainoan inflaatiota-voite saattaa rikkoutua. Tällöin EKP:n politiikka ja julkisen sektorin tasapainon vaatimus saattavat olla ristiriidassa keskenään.
3. Hintatasapainoa ei edes välttämättä ole olemassa. Tämän ymmärtämiseksi voidaan olettaa, että rahaliittoon kuuluu 2 maata, 1 ja 2. Näissä maissa kulutetaan paitsi omassa maassa tehtyjä tuotteita, myös toisessa maassa ja rahaliiton ulkopuolella tehtyjä tuotteita. Tällöin hintatasot ovat hintaindeksijä, joiden tulee toteuttaa edellinen tasapainoehto, joka Leontief-kuluttajan tapauksessa on seuraava:

$$\alpha_1 p_1 + \alpha_2 p_2 + \alpha_3 (e + p_3) = P_{10}$$

$$\beta_1 p_1 + \beta_2 p_2 + \beta_3 (e + p_4) = P_{20}$$

$$\sum \alpha_i = 1 = \sum \beta_i, \alpha_1 > \alpha_2 + \alpha_3, \beta_2 > \beta_1$$

$$+ \beta_3, \alpha_i, \beta_i > 0.$$

Tässä e = euron kurssi suhteessa ulkomaiseen valuuttaan, p_i = maassa i tuotettujen tuotteiden hinta, ja α ja β ovat hintaindeksien painoja. Sallin sen, että kukin maa tuo EMU:n ulkopuolelta erilaisia tavaroita. Oletan, että kussakin maassa omassa maassa tuotetut hyödykkeet vievät suurimman osan kulutuskorissa. Nyt kansallisten hyödykkeiden hinnat ovat positiivisia vain jos seuraava ehto on voimassa:

$$\frac{\alpha_2}{\beta_2} < \frac{P_{10} - \alpha_3(e + p_3)}{P_{210} - \beta_3(e + p_4)} < \frac{\alpha_1}{\beta_1}$$

$$P_{10} - \alpha_3(e + p_3), P_{210} - \beta_3(e + p_4) > 0.$$

Tämän mukaan tasapaino on olemassa vain silloin, kun maiden velkatasot ovat samalla tasolla. Näin vakaus- ja kasvusopimuksen toimivuus näyttäisi edellyttävän sitä, että maiden velkatasot ovat konvergoituvat. Tässä mielessä EMUn rakentamisessa on ollut konsistenssia.

Muiden preferenssien tapauksessa ongelma ei ole yhtä vakava kuin yllä. Jos hintaindeksit ovat Cobb-Douglas-muotoa, niin tasapainoehdot ovat:

$$p_1^{\alpha_1} p_2^{\alpha_2} (ep_3)^{\alpha_3} = P_{01}$$

$$p_1^{\beta_1} p_2^{\beta_2} (ep_4)^{\beta_3} = P_{02}$$

josta saadaan

$$p_1 = \frac{\left(\frac{P_{01}}{(ep_3)^{\beta_3}} \right)^{\frac{\beta_2}{\alpha_1\beta_2 - \alpha_2\beta_1}}}{\left(\frac{P_{02}}{(ep_4)^{\beta_3}} \right)^{\frac{\alpha_2}{\alpha_1\beta_2 - \alpha_2\beta_1}}},$$

$$p_2 = \frac{\left(\frac{P_{02}}{(ep_4)^{\beta_3}} \right)^{\frac{\alpha_1}{\alpha_1\beta_2 - \alpha_2\beta_1}}}{\left(\frac{P_{01}}{(ep_3)^{\beta_3}} \right)^{\frac{\beta_1}{\alpha_1\beta_2 - \alpha_2\beta_1}}},$$

joten

$$\frac{p_1}{p_2} = \frac{\left(\frac{P_{01}}{(ep_3)^{\beta_3}} \right)^{\frac{\beta_1 + \beta_2}{\alpha_1\beta_2 - \alpha_2\beta_1}}}{\left(\frac{P_{02}}{(ep_4)^{\beta_3}} \right)^{\frac{\alpha_1 + \alpha_2}{\alpha_1\beta_2 - \alpha_2\beta_1}}}.$$

Tästä nähdään ylläesitetty väite, että maan hintakilpailukyvyyn tulee olla sitä huonompi mitä korkeampi on maan velka. Suuret erot julkisen velan tasossa rahaliiton sisällä johtavat suuriin eroihin hintakilpailukyvyssä.

4. Yllä kuvatuissa tilanteissa ulospääsy löytyy finanssipolitiikan koordinaatiosta rahaliiton jäsenten kesken, koska koordinaatio irrottaa yksittäisen maan hintatason määrätymisen sen julkisen velan tasosta. Vakaus- ja kasvusopimus ei toimi koordinaation välineenä, vaan itse asiassa juuri se mahdollisesti on ongelmien aiheuttaja.
5. Finanssipolitiikan koordinaatio saattaa johtaa tilanteeseen, jossa koko euroalueen hintataso määräytyy koko alueen yhteenlasketun julkisen velan perusteella. Näin käy, jos alueen keskimääräisiä veroasteita tai julkisia menoja on vaikea muuttaa. Tämän hintatasapainon löytyminen voi olla ristiriidassa EKP:n inflaatiotavoitteiden kanssa.

4. Lopuksi

Hintakilpailukyvyyn ylläpidosta ei voi eikä saa tulla rahaliitossa kansallisen finanssipolitiikan päämäärää, koska se väistämättä tekee rahaliitosta epävakaa. Se olisi mahdollista ainoastaan silloin, jos jotkin rahaliiton jäsenvaltiot eivät välittäisi hintakilpailukyvystään. Tämä ei tunnu uskottavalta.

Väitettäni ei tule tulkita siten, etteikö talou-

den rakenteita voi muuttaa niin, että se kykenee sopeutumaan erilaisiin muutoksiin ilman vakavia inflaatiopaineita. Esimerkiksi kilpailupoliittikka on tärkeä. Hyvin toimiva vaihtoehtoinen tarjonta ulkomailta ja mahdollisuudet kilpailuttaa kotimaisia tarjoajia antavat yrityksille mahdollisuuden hillitä tuotantokustannustensa nousua. Vastaavalla tavalla kaikki toimet, jotka edistävät työvoiman liikkuvuutta Suomen sisällä, ovat tärkeitä. Perinteisellä suhdannepolitiikalla voi tällöin olla merkitystä, jos laskukaudella esimerkiksi varaudutaan muuttoliikkeisiin panostamalla rakentamiseen.

Vakauserä- ja kasvusopimus voi aiheuttaa lähitulevaisuudessa ongelmia, mikäli EMU-alueen talouskasvu hidastuu merkittävästi. Tällöin on lähellä, että rahaliiton suurimpien jäsenten (Ranskan, Saksan ja Italian) budjettivajeet kasvavat sopimuksen sakkorajan yli. Mikäli näin käy saattaa markkinoilla syntyä kuohuntaa, mikäli ne tulkitsevat tilanteen heikentävän EKP:n uskottavuutta. Tämä on yksi syy, miksi sopimusta ei alun alkaenkaan olisi tullut solmia.

Lähteet

- Buiter W. (1998) The Young Person's Guide to Neutrality, Price Level Indeterminacy, Interest Rate Pegs, and Fiscal Theories of Price Level, *National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper 6396*.
- Sims C. (1997) Fiscal Foundations of Price Stability in Open Economies, käsikirjoitus, Yale University Economics Department (www.yale.edu).
- Woodford M. (1994) Monetary Policy and Price Level Indeterminacy in a Cash-in-Advance Economy, *Economic Theory*, vol. 4, No. 3, 345–380.
- Woodford M. (1995) Price Level Determinacy without Control of a Monetary Aggregate, *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 43, December, 1–46.