

**TYÖVÄEN
TALOUDELLINEN
TUTKIMUSLAITOS**

TUTKIMUSSELOSTEITA 26

HEIKKI OKSANEN

**KATSAUS SUOMEN RAHAPOLITIikkaAN JA RAHA-
MARKKINATUTKIMUKSEEN**

HELSINKI 1984

TYÖVÄEN TALOUDELLINEN TUTKIMUSLAITOS
TUTKIMUSSELOSTEITA 26. 1984

HEIKKI OKSANEN

KATSAUS SUOMEN RAHAPOLITIikkaAN JA RAHA-
MARKKINATUTKIMUKSEEN*

*Esitelmä pidetty Taloustieteellisen seuran iltapäiväseminaarissa 3.2.1984
Julkaistaan myös Taloustieteellisen seuran vuosikirjassa 1983/84.

Helsinki 1984

ISBN 951-9281-38-X

ISSN 0357-9603

KATSAUS SUOMEN RAHAPOLITIikkaAN JA RAHAMARKKINATUTKIMUKSEEN

Tässä esityksessä pyritään tarkastelemaan eräitä Suomen rahapolitiikan ja rahamarkkinatutkimuksen keskeisiä piirteitä. Esitys ei ole kattava katsaus suomalaiseen rahamarkkinatutkimukseen. Tätä on nimittäin niin runsaasti, ettei sen referointi puhumattakaan arvioinnista ole mahdollinen yhdessä esitelmässä. Sitä paitsi on jo käytettävissä kolme hyvää survey'ä, joihin tässä voi nojautua. Näiden kirjoittajat ovat Bingham, Halttunen, Kostiainen ja Tarkka (1981), Halttunen (1981) ja Suvanto (1979 ja 1980).

Suomen rahamarkkinoilla ja rahapolitiikan välineissä on nyt tapahtumassa merkittäviä muutoksia. Melko yksinkertaisesta luotonsäännöstelyjärjestelmästä ollaan siirtymässä monimuotoisempaan järjestelmään. Esiin nousevia ongelmia pyritään tässä esityksessä tarkastelmaan rahoitusmarkkinoiden ja sitä koskeneen tutkimuksen historiaa vasten.

Esityksessä on viisi jaksoa:

1. Rahapolitiikan rakennepiirteet: keskuspankkivelka ja luotonsäännöstely; tarkastellaan näiden Suomen pankkijärjestelmän peruspiirteiden muotoutumista 1950-luvun alussa ja niiden liittymistä toisiinsa.
2. Käsitykset keskuspankkivelan ehdoista rahapolitiikan välineenä; tarkastellaan sekä keskuspankin että tutkijoiden käsityksiä rahapolitiikan välitysmekanismista sekä eräitä edelleen avoinna olevia ongelmia.
3. Rahapolitiikan välitavoitteet; tarkastellaan rahamarkkinoiden tilan osoittimien ongelmaa eli kireyden mittaamista sekä rahan ja luoton määrää rahapolitiikan säädön välineinä Suomessa.
4. Korkojen rakenteesta; tarkastellaan pankkikorkojen rakennetta Suomessa ja tämän kautta esiin tulevia instituutioiden peruspiirteitä.
5. Lopuksi esitetään joukko avoimia kysymyksiä jatkotutkimuksen pohjaksi.

1. Rahapolitiikan rakennepiirteet: keskuspankkivelka ja luotonsäännöstely

Pankkien keskuspankkivelan pankkikohtaisesti asetettuja ehtoja käytettiin rahapolitiikan keskeisenä välineenä yli 30 vuoden ajan. Tämä suomalaisen rahapolitiikan omaleimainen vaihe päättyi ainakin toistaiseksi viime vuoden vaihteessa, kun liikepankkien peruskorkoiset keskuspankkiluottokiintiöt poistettiin. Nyt pankit voivat saada keskuspankista luottoa vain päiväluottokorolla. Tämä muutos ei tapahtunut hetkessä, vaan sen alkamisen voi päivätä syyskuun alkuun 1975, jolloin Suomen Pankki avasti päiväluottomarkkinat. Päiväluottomarkkinoiden merkityksen kasvuun liittyy joustavakorkoisen lyhyen pääoman markkinoiden eli markkinarahan syntyminen Suomeen. Muutoin ei rahapolitiikan siirtyminen operoimaan pelkästään päiväluottomarkkinoiden kautta olisi ollutkaan mahdollinen. Vaikutus on ollut myös toisen suuntainen: Suomen Pankin hoitamat päiväluottomarkkinat ovat edistäneet markkinaorientoitumista Suomen rahoitusmarkkinoilla.

Nämä piirteet ovat vielä varsin tuoreita. Vuodesta 1950 viime vuosikymmenen loppupuoliskolle saakka rahapolitiikan keskeisin vaikutusväylä oli pankkien keskuspankkivelan ehtojen säätely, jonka pyrkimyksenä oli vaikuttaa pankkiluottojen tarjontaan olosuhteissa, joissa luottojen kysyntä ylitti ainakin merkittävän pitkinä ajanjaksoina niiden tarjonnan. Ensimmäisen kerran Suomen Pankki asetti pankkien keskuspankkivelalle määrälliset pankkikohtaiset katot vuonna 1948. Helmikuussa 1951 Suomen Pankki määräsi kiintiön ylitykselle ensimmäistä kertaa sakkokoron. Ensimmäisen portaittain nousevan sakkokorkoasteikon se asetti kesäkuussa 1952 (Oksanen, 1977, s. 56).

Samoihin aikoihin korkopolitiikka jäykistyi. Vuosina 1947 - 1951 Suomen Pankin diskonttokorkoa muutettiin kuudesti, siis keskimäärin vähän useammin kuin kerran vuodessa (Ilaskivi, 1959, s. 69). Sen jälkeen nimellikorot jäykistyivät.

Korkojen jäykkyyden ja luoton säännöstelyn on yleisesti katsottu olevan Suomen rahamarkkinoiden vallitseva piirre. Luoton säännöstelyn on katsottu johtuvan yhtäältä rahoitusmarkkinoiden institutionaalisesta rakenteesta ja toisaalta rahapoliittisen viranomaisen toimenpiteistä.

Institutionaalisilla korkojen jäykkyyttä aiheuttavilla piirteillä viitataan Suomen rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyyteen. Tämä tarkoittaa lähinnä kotimaisten lyhyen pääoman markkinoiden puuttumista ja sekä lyhyiden että pitkien ulkomais-

ten pääomanliikkeiden jäykkyyttä. Tällaisissa oloissa pankkiluotoille ja pankkitalletuksille ei ole läheisiä substituuotteja, joten asiakassuhde pankin ja yleisön välillä on yritys- ja henkilökohtainen eikä täydellisen kilpailun mukainen anonyymi ja atomistinen. Koskela on kirjoituksissaan (esim. 1976 ja 1983) osoittanut, että pankkien käyttäytyminen suomalaisissa olosuhteissa johtaa luottoehtoihin, joilla luoton kysyntä ylittää niiden tarjonnan. Tämän mukaan luotonsäännöstely syntyy ilman viranomaisten harjoittamaa luottoehtojen säätelyäkin.

Tutkimuksessa ei ole asetettu vakavasti kysymystä, missä määrin vällinnut luottokorkojen jäykkyys on johtunut näistä Koskelan analysoimista tekijöistä ja missä määrin viranomaisten toimepiteistä. Ei tämä kysymys kaikkein tärkeimpiä olekaan ja sitäpaitsi viranomaisten korkopolitiikankin voidaan ymmärtää johtuneen ainakin osittain noista samoista rahoitusmarkkinoiden institutionaalisista piirteistä. Lyhyen pääoman puuttuminen esti avomarkkinaoperaatioiden käytön rahapolitiikan käytön välineenä. Varsinaiseksi yleisen rahapolitiikan välineeksi jäi siten pankkien keskuspankkivelan ehtojen säätely, jonka kautta keskuspankki pyrki säätelemään pankkiluottojen määrää. Luottokorkojen säätelyn voi tulkita seuranneen tästä siten, että se oli välttämätöntä, jotta tämä vaikutusväylä toimisi ennustettavalla tavalla. Onhan tavoiteltujen vaikutusten kannalta välttämätöntä, etteivät pankit voineet siirtää keskuspankkivelkaansa kohdistuvaa korkorasitusta luottokorkoihinsa, jolloin pankeilla ei olisikaan ollut tarkoitettua tarvetta karsia luottojaan. Tämän ongelman syntymistä ei voi sulkea täysin pois kartelloituneessa pankkijärjestelmässä, ja tällaiset näkökohdat ovat todennäköisesti vaikuttaneet politiikan tekijän käsitelmiin ja toimenpiteisiin. Ei tämä näkökohta toki yksin selitä vuosikymmeneksi kiinnitettyä nimelliskoron tasoa, vaan viranomaisten harjoittaman kiinteän nimelliskoron politiikan taustalla on täytynyt olla muitakin, nimelliskoron arvioituihin vaikutuksiin liittyneitä näkökohtia. Ilmeisesti pyrittiin taloudellista kasvua suosivaan suhteellisen alhaiseen korkoon. Lisäksi on varmaankin vaikuttanut riskin karttaminen: kun muutoksen vaikutuksia ei tunneta, pidetään vanhat päätökset voimassa.

Avomarkkinaoperaatioiden puuttumisen lisäksi rahapolitiikan keinovalikoimaa on rajoittanut varsinaisten kassareservivaatimusten puuttuminen. Tämä on korostanut pankkien keskuspankkivelan ehtojen merkitystä politiikan välineenä. Anglo-amerikkalaisessa pankkijärjestelmässä siirtymät yleisön talletuksissa heijastuvat pankkien likviditeettiin (vapaisiin reserveihin), koska ne vaikuttavat vaadittuihin kassareserveihin. Ellei tällaisia varsinaisia kassareservivaatimuksia ole - kuten pääosin Suomessa on ollut laita - ei tätä riippuvuutta ole, ja yleisön pankkitalletukset ja -luotot

voivat vaihdella samaan tahtiin (pari passu) ilman, että pankkien likviditeetti heilahtaa.

Pankkien keskuspankkivelan ehtojen lisäksi on keskuspankilla Suomessa päätäntävaltaa moniin muihinkin asioihin. Se antaa luottoa suoraan yksityiselle sektorille ja ajoittain myös valtiolle. Se säännöstelee määrällisesti pitkän ulkomaisen pääoman liikkeitä ja ajoittain rajoittaa lyhyen pääoman liikkeitä. Näistä huolimatta yleisen rahapolitiikan keskeinen väline on ollut pankkien keskuspankkivelan ehtojen säätely. Siihen on nojannut viimekädessä rahamarkkinoiden yleisen tilan säätäminen, kun muihin välineisiin on liittynyt pääasiassa muita erityisiä, selektiivisen rahoituspolitiikan tavoitteita.

2. Käsitykset keskuspankkivelan ehdoista rahopolitiikan välineenä

Koska pankkien keskuspankkivelan ehtoja säädeltiin melko usein 1950-luvulla ja 1960-luvun alkupuolella, on pääteltävissä, että keskuspankki oletti tällä välineellä olevan kohtalainen merkitys, mutta myöhemmin alkoi esiintyä epäilyjä. Binghamin, Halttusen, Kostiaisen ja Tarkan survey'n mukaan 1960-luvun loppupuolella voitti alaa käsitys, että tämä rahapolitiikan väline olikin hyvin heikko. Kirjoittajat viittaavat Leponiemen (1967) ja Puntilan (1969) kirjoituksiin. Arvioidessaan keskuspankkipolitiikan vaikutuksia koskevien käsitysten muuttumista Halttunen (1981) katsoo, että käsitys rahapolitiikan heikkoudesta voitti alaa keskuspankissa ja viittaa Puntilan kirjoitukseen Bank of Finland Monthly Bulletinissa (1972).

Mainitun Binghamin ym. surveyn mukaan viime vuosikymmenen alussa virinneessä tutkimuksessa käsitys pankkien passiivisuudesta ja keskuspankin politiikan heikkoudesta asetettiin kyseenalaiseksi ja Oksanen (1977) esitti evidenssiä, jonka mukaan keskuspankin säädettävissä oleva pankkien likviditeetti vaikutti selvästi pankkien luotonantoon. Tarkka (1980) jatkoi tätä työtä ja täsmensi tuloksia. Käsitys, että tämä vaikutusväylä on merkityksellinen, vakiintui tutkijoiden keskuudessa ja pankkien likviditeetin indikaattoreita alettiin sijoittaa yksityisen sektorin reaalkysyntäfunktioiden ja ulkomaisia pääomaliikkeitä selittäviä yhtälöiden argumenteiksi esimerkiksi Suomen Pankin mallin uusissa versioissa (Tarkka, 1983).

Koska keskuspankki vaihteli pankkien keskuspankkivelan ehtoja melko usein 1970-luvullakin, voidaan päätellä, että jotakin merkitystä päätöksentekijät toimenpiteillään arvioivat olevan. Voidaan kylläkin sanoa myös, että muutokset velan ehtojen rakenteessa eli lisäkorkojärjestelmän muodossa osoittavat, ettei keskuspankki ollut kovin tyytyväinen saavutuksiinsa, vaan haki uusia ja parempia muotoja.

Samaan aikaan, kun keskuspankin johtokunta haki käsitystään siitä, millainen keskuspankkivelan ehtojen järjestelmän tulisi olla, tutkijat askartelivat sen kysymyksen kimpussa, miten velan ehtoja ja siten pankkien likviditeettiä tulisi mitata. Mittauksen teki hankalaksi nimenomaan se, että keskuspankki vaihtoi usein systeemiä. Tutkijoiden piirissä vaihtoehtoja oli lukuisasti: (a) velan ehtojen puristaminen yhdeksi muuttujaksi, josta saattoi vähentää velan kulloisenkin määrän ja päätyä markkamääräiseen pankkien likviditeetin mittariin (Oksanen, 1977), (b) velan marginaalikorko, (c) sen ja pankkien keskimääräisen koron erotus, (d) velan keskimääräinen korko tai (e) velan kokonaiskustannus.

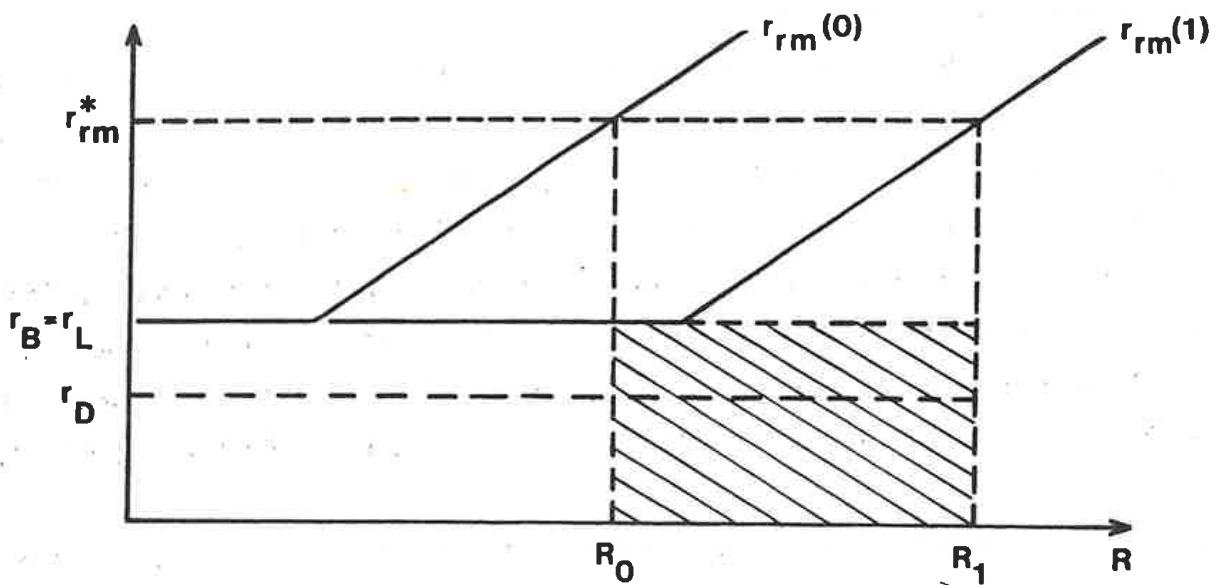
Tämä keskustelu päättyi tietysti ratkaisemattomaan. Ensinnäkin, kaikki nämä korreloivat keskenään, joten empiiriset testit eivät erottele hyvää huonoista. Toiseksi, ei niistä mikään voi olla oikea: pankin päätöksentekotilanteessa on kysymys tulevaisuutta koskevista sitoumuksista, joten päätökset perustuvat odotuksiin, eivätkä mihinkään päätöksentekohetkellä vallitsevaan havaittavaan muutukseen.

Pankkien likviditeetin ja yleisemmin rahamarkkinoiden kireyden mittaamisen ongelma jäi siis lopullista ratkaisua vaille. Kun jotenkin on kuitenkin tultava toimeen, on viisasta rakentaa korvikemittareita, jotka ottavat huomioon eri näkökulmia. Tällaisen hyödyllisen työn on äskettäin julkaissut Hella (1983).

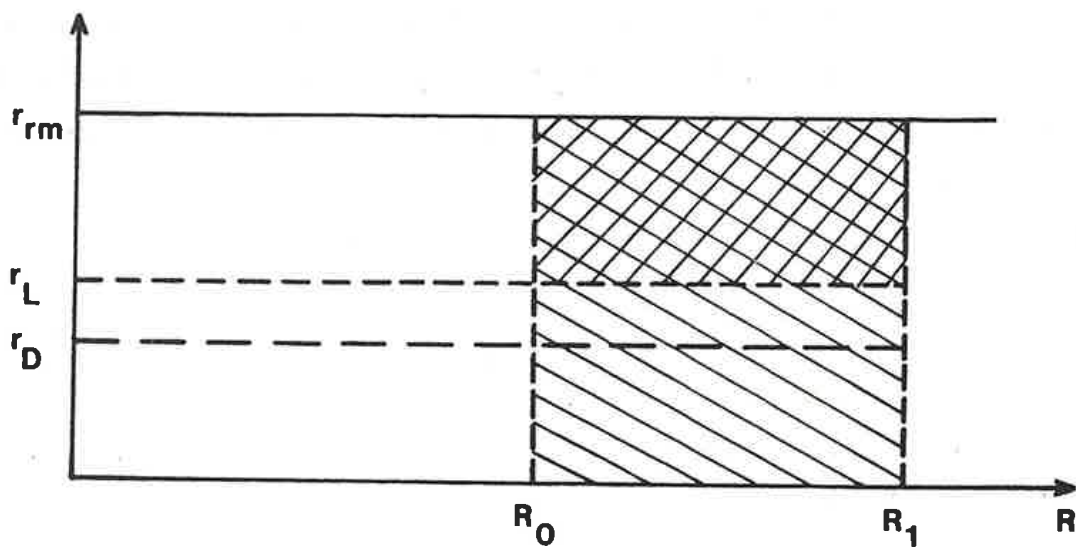
Keskuspankkivelan ehtojen järjestelmän ongelmaa, erityisesti velan marginaalikoron ja kokonaiskustannuksen suhdetta ei ole kuitenkaan syytä jättää vielääkään rauhaan. Tämän vuoden alustahan siirryttiin yhteen äärivaihtoehtoon, jossa marginaalikorko on riippumaton kunkin pankin velasta. Koska keskuspankki on aiemminkin tarkistanut näkemystään siitä, minkä muotoinen korkoasteikon tulee olla, voi näin käydä jatkossakin ja aivan perustelluista syistä. Tarkastelemme ongelmaa yksinkertaisten kuvioiden avulla.

Kuvio 1 on tyyliä esitys vanhasta keskuspankkivelakiintiö- ja lisäkorkojärjestelmästä. Siinä on oletettu, että nouseva lisäkorko maksetaan kiintiön ylittävältä osasta, joten korkoasteikko on jatkuva - käytännössähän se oli aina enemmän tai vähemmän portainen. Tarkasteltava yksittäisen pankin keskuspankkivelka on lyhyellä tähtäimellä sopeutuva erä ja yksinkertaisen taseidentiteetin mukaan luottojen ja talletusten erotus. Oletetaan, että pankin kannalta optimaalinen keskuspankkivelan marginaalikorko on r_{rm}^* , keskuspankki on asettanut korkoasteikon $r_{rm}(0)$ ja pankin keskuspankkivelka on optimissaan R_0 . Sekä keskuspankki että pankki (pankit) ovat tilanteeseen tyytyväisiä. Seuraavaksi oletetaan, että tapahtuu jokin eksogeeninen muutos, joka heilauttaa pankin keskuspankkivelkaa. Tällainen muutos voi olla vaikkapa sidotun valuuttavarannon väheneminen itäkaupan taseen muuttuessa, vaihdettavaa valuuttavarantoa vähentävä ulkomaisen pitkäaikaisen pääoman maastavienti tai keskuspankin yrityksille suoraan antamien luottojen supistaminen. Tarkasteltavan pankin keskuspankkivelka nousee tällöin tasolle R_1 . Oletetaan, että keskuspankki haluaa neutraloida tämän häiriön vaikutuksen eikä halua, että syntyisi kerrannainen luottojen ja talletusten supistuminen. Tämän vuoksi se siirtää korkoasteikon asemaan $r_{rm}(1)$. Keskuspankkivelan marginaali-

Kuvio 1.



Kuvio 2.



$$R = L - D$$

jossa R = pankin keskuspankkivelka

L = sen luotot

D = sen talletukset

r_{rm} = pankin keskuspankkivelan marginaalikoron asteikko

r_L ja r_D = luottojen ja talletusten korot.

kustannus r_{rm} on sama kuin lähtötilanteessa. Pankin lisäkustannukset keskuspankkivelasta ovat varjostettu alue eli $r_B(R_1 - R_0)$. Tämän vaikutus pankin voittoon kompensoituu täysin, jos keskuspankkivelan peruskorko on sama kuin antolainauskorko ja eksogeeninen muutos heijastuu pelkästään luottojen kasvuun, ja likipitään, jos se supistaa pankin talletuksia. Kuvion 1 järjestelmässä keskuspankki voi siis halutessaan neutraloida mainitunlaisten eksogeenisten muutosten vaikutukset keskuspankkivelan marginaalikoron ja pankkien voiton pysyessä muuttumattomina. Tällaiseen päätöksentekojärjestelmään voidaan haluttaessa kytkeä mukaan sel-laista automatiikkaa, että eksogeeniset muutokset, joiden rahamarkkinavaikutukset halutaan neutroloida, siirtävät korkoasteikkoa ilman eri päätöstä (Oksanen, 1974).

Kuviossa 2 tarkastellaan vastaavan ulkoisen häiriön vaikutuksia tämän vuoden alusta käyttöön otetussa, pelkkään päiväluottokorkoon perustuvassa järjestelmäs-sä. Siinä keskuspankkivelan marginaalikorko on kaikille pankeille eksogeeninen velan määrästä riippumaton päiväluottokorko. Kun nyt tapahtuu vastaava eksogeeni-nen pankin keskuspankkivelkaa kasvattava muutos, kasvavat pankin keskuspankkive-lan kustannukset määrällä $r_{rm}(R_1 - R_0)$. Tästä korkokatteen kasvu kompensoi määrän $r_L(R_1 - R_0)$ tai $r_D(R_1 - R_0)$ riippuen siitä, heijastuuko eksogeeninen muutos luottoihin vai talletuksiin. Olennaista on, että pankin voitto pienenee vähintään määrällä $(r_{rm} - r_L)(R_1 - R_0)$, joka on kuviossa varjostettu tummemmal-la. Sekä alku- että lopputila ovat analysoidussa tapauksessa keskuspankin tar-koittamia tavoiteltuja rahamarkkinatasapainoja, joissa keskuspankkivelan margi-naalikorko on muuttumaton, koska analyysissä oletetun eksogeenisen häiriön ker-rannaiset rahamarkkinavaikutukset halutaan neutroloida. Olennaista on, että tästä huolimatta pankkien voitot riippuvat oletetusta häiriöstä tavalla, joka on nykyisten korkojen vallitessa merkittävä.

Nykyinen, kuvion 2 mukainen järjestelmä on parempi, jos yksinomaan pankkien keskuspankkivelan marginaalikorko on ratkaisevaa. Tässä suhteessa nimittäin häi-riön neutralointi tapahtuu ilman eri päätöstä automaattisesti. Mutta vanha järjes-telmä on parempi siinä suhteessa, että siinä häiriön vaikutukset voidaan neutra-loida täydellisemmin: siinä voidaan pitää sekä marginaalikorko että pankkien voitot muuttumattomina. Tämän järjestelmän huono ominaisuus on vain se, että neutralointi edellyttää keskuspankin päätöksen keskuspankkivelan korkoasteikon siirtämisestä eli kuvatussa tapauksessa peruskorkoisen kiintiön muuttamisesta.

Keskuspankissa voikin arvioida jääneen kunnollista ratkaisua vaille ensinnäkin kysymyksen, mikä pankkien velan marginaalikoron ja kokonaiskustannuksen suhteen tulisi olla. Toiseksi on jäänyt ratkaisematta, miten erotetaan ulkoisten häiriöiden neutralointi rahapolitiikan linjan muutoksesta. Kiintiöiden määräytymiseen olisi voitu kytkeä jonkinasteista automatiikkaa reagoimiseksi sellaisiin häiriöihin, jotka halutaan neutraloida, mutta näin ei koskaan menetelty, vaan kiintiöiden markkamääriä muuteltiin keskuspankin päätöksin ja perusteluissa esitettiin sekä neutralointiin että aktiivisiin linjanmuutoksiin perustuvia syitä. Sinänsä se, ettei jäsenyyttä käsitystä neutraloinnista ja aktiivisesta linjanmuutoksesta syntynyt, on ymmärrettävä, koska käsitys koko välittymismekanismin toiminnastakin vaihteli.

Tässä pelkistetysti esitettyyn ongelmaan on keskuspankki monissa vaiheissa törmännyt ja ilmeisesti keskuspankkivelan korkoasteikon eräät muodon muutokset ovat osaltaan johtuneet kuvatuunlaisesta konfliktista rahapolitiikan parametrien asettamisessa. Muutoksia korkoasteikon muodossahan tehtiin varsin usein viime vuosina. Senkin jälkeen, kun päiväluotoista oli tullut merkittävä pankkien maksuvalmiuden säädön väline, sitä muokattiin aikaisemman kiintiöluottojärjestelmän tapaiseksi vuoden 1980 helmikuun alussa otettaessa käyttöön päiväluottojen lisäkorkoporrastus. Asteikon muotoa muutettiin tämänkin jälkeen, kunnes toukokuun alussa 1983 päiväluottojen korkoporrastus poistettiin ja kaikki päiväluotto tuli saman hintaiseksi. Tuolloin pankkien kokonaiskustannuksia jäivät vielä helpottamaan yhteensä 400 miljoonan markan suuruiset vanhaa perua olleet peruskorkoiset keskuspankkiluotto-kiintiöt, jotka sitten tämän vuoden alusta poistettiin.

Pankkien keskuspankkivelan korkoasteikon muoto on siis ollut ongelmallinen. Kun tämän vuoden alusta siirryttiin yhteen äärilaitaan, ei ongelma kadonnut, vaan pankkien voitot riippuvat nyt ulkoisista häiriöistä tavalla, jota voidaan perustellusti pitää epätarkoituksen- ja epäoikeudenmukaisena. Ongelmaan on kaksi ratkaisua. Voidaan palata vanhanmalliseen asteittain nousevaan korkoasteikkoon tai keskuspankki antaa pankkien siirtää korkorasitustaan yleisölle. Ainakin toistaiseksi keskuspankki on valinnut jälkimmäisen vaihtoehdon.

Nykyiseen yhtenäiseen päiväluottokorkoon perustuvan keskuspankkipolitiikan toimivuus edellyttää markkinarahan merkityksen laajentumista ja se vieläpä yllyttää pankit hakemaan tuottoja korkeakorkoisesta markkinarahasta. Siirtyminen yhtenäiseen päiväluottokorkojärjestelmään, rahoitusinstituutioiden kehittyminen markkina-

noiden suuntaan ja yleisen korkotason aikaisempaa suurempi joustavuus ovat siten saman kehitystendenssin eri osia. Keskuspankki ilmeisesti haluaa, että eksogeeniset häiriöt vaikuttavat voimakkaasti pankkien keskuspankkivelan kustannuksiin ja että pankit voivat siirtää merkittävän osan näistä kustannusten vaihteluista markkina-
rahan kustannuksina muille talousyksiköille ja yleensä luotonsaajilleen – samalla kun talousyksiköt joilla on hyvä likviditeetti, hyötyvät korkeasta markkinakorosta. Tällä tavoin rahapolitiikan välittymismekanismi alkaa saada piirteitä, jotka merkitsevät sen tukeutumista aikaisempaa enemmän markkinajärjestelmään.

3. Rahapolitiikan välitavoitteet

Rahapolitiikan välitavoitteiden ongelma on merkityksellinen sen takia, ettei keskuspankilla ole täsmällistä ainakaan ajantasalla olevaa informaatiota politiikan ns. lopullisten tavoitteiden kulloinkin edellyttämästä rahapolitiikan linjasta. Tämän takia sen tulee tarkkailla välitavoitteita kuten korkoa tai rahan määrää ja tehdä päätöksiä niistä saatavan informaation nojalla. Tämän ongelman formuloinnin suoritti William Poole vuonna 1970 ilmestyneessä artikkelissaan. Hänen analyysinsä mukaan korko on hyvä rahapolitiikan välitavoite, jos talouden reaalipuoli on moneen taaripuolelta vakaampi. Jos monetaripuoli on vakaampi, on välitavoitteena parempi käyttää rahan määrää.

Analyttinen keskustelu rahapolitiikan välitavoitteista ei ole vielä kunnolla saapunut Suomeen: täällähän ei ole ollut markkinainformaatiota välittävää korkotasoa, joka olisi voinut kilpailla rahapolitiikan välitavoitteen paikasta. Huomautettakoon kuitenkin, että silti olisi voitu tulkita jollakin tavalla mitattu rahamarkkinoiden kireys Poolen analyysin koroksi ja soveltaa tätä muokattua analyysia Suomeen.

Entä sitten rahan määrä tai jokin muu monetarinen aggregaatti rahapolitiikan välitavoitteena? Vaikka tästä aiheesta ei olekaan tutkimukseen perustuvaa, Suomeen sovellettua analyysia, on se ollut esillä monissa eri yhteyksissä. Vuodesta 1964 toukokuuhun 1967 keskuspankki piti pankkiluottojen kasvun rajoittamista tavoitteenaan. Se palautti pankeille näiden rediskonttauksista maksamia sakkokorvoja sen mukaan, miten ne saavuttivat luottojen kasvun rajoittamiselle asetetut tavoitteet. Myös 1970-luvulla on keskuspankki tiettävästi antanut pankkien ymmärtää, mikä sen käsityksen mukaan on sopiva luottojen kasvu. Esimerkiksi viime joulukuisia rahamarkkinoita kiristäviä toimenpiteitään keskuspankki perusteli luottojen liiallisella kasvulla.

Lisäksi varsin monissa rahapolitiikkaa käsitelleissä puheenvuoroissa luottojen kasvua - milloin nimellistä ja milloin reaalista - on pidetty rahamarkkinoiden tilan osoittimena. Esimerkiksi Työväen taloudellisen tutkimuslaitoksen suhdanneennusteissa esitetään luottojen reaalinen kasvu. Monetaristisimmin säilytettyjä ovat olleet muutamat Wahlroosin puheenvuorot, joissa aitoon monetaristiseen tapaan on inflaatio pantu yksinomaan rahan määrän kasvun syyksi (esim. Wahlroos 1983).

Kuten edellä todettiin, rahan määrän käyttö rahapolitiikan välitavoitteena edellyttää, että rahan kysyntä on harvalukuisten makromuuttujien, pääasiassa kansantulon stabiili funktio. Tämän testaaminen on ollut rahankysyntätutkimuksen pääasiallinen motiivi, vaikka toki rahan kysyntää kannattaa tutkia muistakin syistä.

Rahankysynnän tutkiminen on ollut Suomessakin melko vilkasta, mainittakoon Leponiemen (1966), Kanniaisen (1976) ja Suvannon (1976) työt sekä Suvannon survey (1980), joka sisältää yhteenvedon lukuisista muistakin.

Näissä suomalaisissa tutkimuksissa on yksinkertaisille rahankysyntäyhtälölle saatu selitysvoimaa. Aikasarjojen syklisen luonteen takia ei tämä ole mitenkään yllättävää etenkin malleissa, joissa viivästetty endogeeninen on yhtenä selittäjänä. Mutta tärkeä kysymys, kuinka hyvä rahapolitiikan välitavoite rahan määrä on, on jäänyt suomalaisessa tutkimuksessa käsittelemättä. Luultavasti tulos olisi negatiivinen. Voimme mitä ilmeisimmin puhua karkealla tasolla ja sanoa, että vuosia jatkuva 20 prosentin rahan tai luottojen määrän kasvu ei voi olla liittymättä jotenkin kaksinumeroiseen inflaatioon. Mutta jotta rahapolitiikka voisi perustua rahan määrän säätelyyn, ei rahan määrän ja nimellisen kansantulon tai inflaation välillä voine sallia yli parin prosenttiyksikön virhemarginaalia. Tätä vaatimusta ei rahankysyntäfunktion stabiliteetti luultavasti Suomessa täytä.

Tämä ennakkokäsitys pohjautuu osaksi siihen, ettei rahan määrä ole riittävän hyvä rahapolitiikan välitavoite edes Yhdysvalloissa. Vahvan argumentin monetaristista politiikkaa vastaan on esittänyt McKinnon (1982), jonka mukaan minkään yksittäisen maan rahamarkkinat eivät ole riittävän suljetut ja stabiilit, jotta monetaristinen politiikka olisi oikea, ei edes Yhdysvaltojen. Näin sanoo kirjoittaja, joka itse on monetaristi siinä mielessä, että maailman tasolla hän arvioi rahan määrän vaikuttavan monetaristien oppien tavalla.

Suomikin on avoin talous, joten McKinnon'in argumentti monetarismia vastaan pätee täälläkin. Tämän lisäksi meillä on rahamarkkinoilla epätäydellisyyksiä, jotka aiheuttavat rahan kysyntään häiriöitä. Talletustilien ehdot ovat vaihdelleet ja tulevat vastakin vaihtelevaan. Välillä rahoitusvirtoja on hakeutunut pois pankkien taseista notariaattiosastojen puolelle ja välillä taas takaisin, kun viranomaisen on sallinut korkojen nousta. Voi väittää, ettei viime vuosina havaittuja pankkitalletusten vaihteluja pystytä selittämään likikään parin prosenttiyksikön tarkkuudella.

Tästä seuraa myös, ettei luottojen määrä ole luotettava rahapolitiikan välitavoite. Talletukset ja luotot voivat liikkua yhdessä esimerkiksi rahoitusinstituutioiden murrosten yhteydessä, joten molemmat ovat rahapolitiikan välitavoitteena yhtä keinoja.

Tämä ei suinkaan merkitse, ettei vaikutusketju pankkien keskuspankkivelan ehdoista pankkiluottojen kautta reaalityouteen toimisi. Esimerkiksi Oksasen (1977) estimöimat luotontarjontafunktiot, jotka sisältävät rahapolitiikan säätämän pankkien likviditeetin vaikutuksen niiden luottoihin, sallivat tämän lisäksi sen, että talletukset ja luotot voivat heilua muista syistä samaan tahtiin. Nämä funktiot eivät siten edellytä oletusta stabiilista rahan kysynnästä. Kyseisistä estimointituloksista ei siten seuraa, että luottojen määrä olisi hyvä rahapolitiikan tavoite. Tulokset vain tukevat käsitystä, että muiden tekijöiden lisäksi pankkien likviditeetti vaikuttaa niiden luottojen määrään ja sitä kautta ilmeisesti reaalityouteen. Sama pätee mm. Halttusen ja Korkmanin työhön (1983). Siinä pankkien keskuspankkivelan marginaalikoron sijoittaminen yksityisen sektorin käyttäytymisfunktioihin ei välttämättä edellytä, että ko. marginaalikoron ja monetaariaggregaattien välillä olisi stabiili yhteys.

4. Korkojen rakenteesta

Lyhyiden ja pitkien korkojen suhde eli ns. maturiteettirakenne paljastaa rahoitusmarkkinoiden institutionaalisia piirteitä.

Ns. hyvin toimivilla rahoitusmarkkinoilla ovat pitkät korot yleensä korkeammat kuin lyhyet. Teorian perusteella näin on vakaan kasvun tilassa yksinkertaisesti likviditeettimotiivin johdosta: epälikvidin sijoituskohteen tuoton on oltava korkeampi. Jos lyhyet nimelliskorot ovat pitkiä korkeammat on syy tilapäinen lyhyt- ja pitkäaikaisten inflaatio-odotusten välinen ero ja/tai tilapäiseksi oletettu rahoitusmarkkinoiden kirstyminen, joka nostaa lyhyen reaalikoron tilapäisesti pitkän reaalikoron yläpuolelle.

Suomessakin pitkät korot ovat lyhyitä korkeammat valtion obligaatioissa, mutta ei pankkien koroissa. Sen, että pankkien lyhyet korot ovat jatkuvasti pitkiä korkeammalla, voi tulkita johtuvan säännöstelyjärjestelmästä ja epätäydellisestä informaatiosta. Yhteen tämän ilmiön piirteeseen on jo edellä viitattu. Keskuspankin on pitänyt asettaa pankkien keskuspankkivelan marginaalikorko niiden antolainauskorkoa ylemmäksi. Jos keskuspankki tietäisi tarkkaan, mikä on kunkin pankin oikea keskuspankkivelan määrä, se voisi tämän määrän antaa jollakin korolla eikä yhtään enempää millään hinnalla. Mutta kun keskuspankki ei tunne kullekin pankille annettavan luoton täsmälleen oikeata määrää, se on jättänyt pankeille jouston varaa ja ohjannut niitä haluamaansa suuntaan sakkokorkoasteikkoa käyttäen.

Vastaavanlainen tilanne on pankin ja sen luottoasiakkaan välillä. Pankki ei voi tietää täsmälleen, kuinka paljon pitkää investointiluototusta yritys tarvitsee. Tämän takia se nipistää arvioidusta tarpeesta vähän ja jättää lopun rahoitettavaksi korkeampikorkoisella vekseliluotolla tai nykyisin markkinarahalla. Tällöin yrityksellä on kannustin käyttää rahoitus tehokkaasti, joten pankki saa informaatiota yrityksen todellisesta luotontarpeesta ja voi välttää ylisuuren, ylikviditeettia synnyttävän halpakorkoisen investointiluoton antamisen. Tämä siis merkitsee, että Suomessa lyhyiden, esimerkiksi vekseliluottojen ja markkinarahan korot ovat korkeammat kuin pitkäaikaisten investointiluottojen. Tätä pidetään ilmeisesti pysyvänä, koska käydyssä korkokeskustelussa on puhuttu ainoastaan markkinarahan koron ja ns. hallinnollisen koron eron kaventamisesta, mutta ei sen poistamisesta tai järjestyksen muuttamisesta.¹

¹ Vaihtoehtoisen selityksen on esittänyt Tarkka (1981). Sen mukaan vekseleiden velkakirjalainoja korkeamman koron selittää se, että vain vekseleihin liittyy pankkien kannalta korkoriski, koska velkakirjalainat ovat vaihtuvakorkoisia. Yllä on esitetty toinen selitys. Niitä voi pitää rinnakkaisina ja olennaista on, että Suomessa erinäisistä syistä tyypillisesti pitkävaikutteisiin reaali-investointeihin käytävän velan korko on alhaisempi kuin lyhytaikaisten vekseleiden tai markkinarahan.

Olettakaamme, että pitkällä tähtäimellä valuuttakurssien nousuvauhti (e) kompensoi kotimaisen ja ulkomaisen inflaation eron. Pitkät ulkomaiset pääomaliikkeen ovat epätäydelliset, mutta kotimaiset ja ulkomaiset lyhyen pääoman markkinat ovat täysin integroituneet. Tästä seuraa, että lyhyet korot ovat samassa valuutassa mitattuina samat meillä ja muualla ja että pitkät korot ovat Suomessa ulkomaisia alhaisemmat. Kotimaan rahassa ilmaisten siis pätee seuraava:

$$r_l^d < r_s^d = r_s^f + e < r_l^f + e$$

$$\text{jossa } r_l^d = \text{pitkä korko Suomessa}$$

$$r_s^d = \text{lyhyt korko Suomessa}$$

$$r_l^f = \text{pitkä korko ulkomailla}$$

$$r_s^f = \text{lyhyt korko ulkomailla}$$

$$e = \text{valuuttakurssien nousuvauhti.}$$

Tämän yksinkertaisen tarkastelun merkityksen ja seuraamukset jääkööt tässä laajemmin arvioimatta. Todettakoon vain sen viittaavan siihen, että Suomen pankin kikeskeiset rahoitusmarkkinat näyttävät mahdollistavan ulkomaista pitkäaikaista reaalikorkoa alemman investointiluottojen reaalikoron tason. Ehkä tarkastelusta seuraa myös, ettei pyrkiminen ulkomaiden reaalikoron tasolle tai sen yli sovi yhteen vallitsevien rahoitusinstituutioiden perusluonteen kanssa ja että tämä voi siten aiheuttaa sekä reaalisia että monetaarisia häiriöitä.

5. Lopuksi

Suomen rahoitusmarkkinoilla on meneillään merkittäviä muutoksia. Lyhyen pääoman joustavakorkoiset markkinat ovat laajenemassa ja rahapolitiikan ohjausjärjestelmä pyrkii tukeutumaan näiden markkinoiden tilan säätöön aikaisemman pankkien likviditeetin säädön sijasta. Samalla keskuspankki on ilmoittanut pyrkimykseen korottaa reaalikorja.

Nämä muutokset vaikuttavat arvioihin rahapolitiikan merkityksestä sekä suhdannepolitiikassa että pitemmällä tähtäimellä. Muutama kommentti käytävään keskusteluun. Ensinnäkin, rahapolitiikasta suhdannepolitiikan välineenä ei ole Halttusen yhteenve-
toon (1981) juuri muuta lisättävää kuin se, että ne makromallit, joiden parametrit on estimoitu historiallisella aineistolla, on instituutioiden muuttuessa arvioitava uudelleen. Saadut estimaatit voivat tietysti olla parhaita arvauksia tästä eteen-
kinpäin, mutta tämä ei ole itsestään selvää.

Toiseksi, korkokysymyksestä keskusteltaessa on verotuksen ja inflaation yhteisvaikutus sivuutettu liian vähällä. Vaihteleva inflaatiovauhti yhdistyneenä Suomen verotus-
järjestelmään vaikuttaa sijoituskohteiden tuottoihin verrattomasti enemmän kuin useankaan prosenttiyksikön muutos jollakin tavalla määritellyssä reaalikorossa.

Kolmanneksi, kysymys, mitä siirtyminen luotonsäännöstelystä markkinoiden suuntaan vaikuttaa pitkävaikutteisten investointien rahoitukseen, on jäänyt selvittämättä. Markkinat lisäävät tehokkuutta jossakin mielessä, mutta voidaan perustella käsitystä, että luotonsäännöstelijä pystyy käsittämään laajempaa informaatiota kuin markki-
nat. Meneillään olevien pankkien osakeantien perusteella voi kylläkin arvioida, että pankit säilyttävät keskeisen asemansa Suomen rahoitusmarkkinoilla.

Neljänneksi, on edelleenkin epäselvää mitä reaalikorko vaikuttaa pääoman ja työvoiman suhteelliseen käyttöön. Millaisia investointien tuottolaskelmat itse asiassa yritystasolla ovat erityisesti sen suhteen, miten niiden tuottovaatimus arvioidaan? Onko aika-ajoin alhaiseksi painunut reaalikorko alentanut tuottovaa-
timusta vai onko luoton säännöstely pitänyt vaaditut takaisinmaksuajat koko ajan kohtalaisen kireinä ja tuottovaatimukset korkeina? Näihin kysymyksiin on vastattava, jotta voidaan esimerkiksi arvioida, vaikuttaako reaalikorko tuotantotek-
nologian valintaan niin, että työttömyys siitä olennaisesti riippuisi. Entä vaikuttaako

se pääomaintensiivisyydeltään poikkeaviin sektoreihin eri tavoin, suosiiko se palveluja teollisuuden kustannuksella? Jos suosii, niin mitä tämä merkitsee taloudelliselle kasvulle pitkällä tähtäimellä?

Viidenneksi, meille, jotka emme ota täydestä neoklassista rajatuottavuusteoriaa, tulonjako riippuu instituutioista, eikä ainoastaan työmarkkinajärjestöistä, vaan myös rahoitusinstituutioista. Mitäs siis reaalikoron mahdollinen nousu vaikuttaa tulonjakoon työn ja pääoman välillä?

Lähdeluettelo

- Bingham, G., Halttunen, H., Kostiainen, S. ja Tarkka, J., 1981, "Some Developments in Financial and Monetary Research in Finland", **Kansantaloudellinen aikakauskirja**, 3:1981.
- Hella, H., 1983, "Rahamarkkinoiden kireydestä ja sen mittaamisesta", **Unitas**, 3/1983.
- Halttunen, H., 1981, "Ovatko käsitykset keskuspankkipolitiikan vaikutuksista muuttuneet?", **Taloustieteellisen Seuran vuosikirja 1980/81**, Helsinki 1981.
- Halttunen, H. and Korkman, S., 1983, "External Shocks and Adjustment Policies in Finland, 1973 - 80", in **International Economic Adjustment**, ed. by Marcello de Cecco, Oxford.
- Ilaskivi, R., 1959, **Rahapolitiikka ja taloudellinen tasapaino Suomessa toisen maailmansodan jälkeen**, Helsinki 1959.
- Kanniainen, V., 1976, **The Demand for Money, Other Liquid Assets and Short-Term Credit by Finnish Firms**, Helsinki 1976.
- Koskela, E., 1983, "Credit Rationing and Non-Price Loan Terms", **Journal of Banking and Finance**, 7 (1983), North-Holland.
- Koskela, E., 1976, **A Study of Bank Behaviour and Credit Rationing**, Helsinki 1976.
- Leponiemi, A., 1967, **Empiirinen tutkimus Suomessa rahoitusmarkkinain käyttäytymisestä toisen maailmansodan jälkeen**, Helsinki 1967.
- McKinnon, R.I., 1982, "Currency Substitution and Instability in the World Dollar Standard", **The American Economic Review**, June 1982.
- Oksanen, H., 1974, "Rahapolitiikasta Suomessa", **Taloustieteellisen seuran vuosikirja 1973**, Helsinki 1974.
- Oksanen, H., 1977, **Bank Liquidity and Lending in Finland 1950 - 1973**, Helsinki.
- Poole, W., 1970, "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model", **Quarterly Journal of Economics**, May 1970.
- Puntila, M., 1972, "Monetary Policy in Finland", Suomen Pankki, **Monthly Bulletin**, August 1972.
- Puntila, M., 1969, **Pankkijärjestelmän rahoitusvarannot Suomen taloudellisessa kehityksessä vuosina 1948 - 1964**, Suomen Pankki, sarja B:29, Helsinki.

- Suvanto, A., 1979, **Econometric Studies on the Demand for and Supply of Money in Finland: a Survey**, Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitoksen keskustelualoitteita, Nr 113, myös 1980, Elinkeinoelämän tutkimuslaitos, Keskustelualoitteita No. 52.
- Tarkka, J., 1980, "A Test of Credit Rationing in Finland: An Experiment with the Data of 1967 - 1977", **Helsingin yliopiston kansantaloustieteen laitoksen keskustelualoitteita**, Nr. 130.
- Tarkka, J., 1981, "Huomioita korkojen määräytymisestä", **Taloustieteellisen seuran vuosikirja 1980/81**, Helsinki 1981.
- Tarkka, J., 1983, "Suomen kansantalouden neljännesvuosimalli BOF3: Rahamarkkinat ja maksutase", Suomen Pankki, **Tutkimusosasto**, Monistettuja tutkimuksia 16/83.
- Wahlroos, B., 1983, "Inflaatio syntyy rahamarkkinoilla", **Talouselämä** 35/1983.