

VATT-KESKUSTELUALOITTEITA  
VATT-DISCUSSION PAPERS

29

KANSALLISEN  
TALOUSPOLITIIKAN  
MAHDOLLISUUDET  
EUROOPAN TALOUS-  
JA RAHALIITOSSA

Timo Hämäläinen

**ISBN 951-561-038-9**

**ISSN 0788-5016**

**Valtion taloudellinen tutkimuskeskus  
Government Institute for Economic Research  
Hämeentie 3, 00530 Helsinki**

**Valtion painatuskeskus  
Pasilan VALTIMO  
Helsinki 1992**

HÄMÄLÄINEN, TIMO: KANSALLISEN TALOUSPOLITIIKAN MAHDOLLISUUDET EUROOPAN TALOUS- JA RAHALIITOSSA. Helsinki, VATT, Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, Government Institute for Economic Research, 1992, 43 s. (C, ISBN 951-561-038-9: No 29), ISSN 0788-5016.

**TIIVISTELMÄ:** Suomen mahdollinen liittyminen talous- ja rahaliittoon (EMU, Economic and Monetary Union) Euroopan yhteisön jäsenyyden myötä ei tuo kiinteään valuuttakurssipolitiikan linjaan periaatteessa uutta. Kiinteän valuuttakurssin tuoman uskottavuuden seurauksena valuuttariski ja valuuttojen välinen korkoero sekä vaihtotaseen asettama talouspolitiikan rajoite kuitenkin poistuvat. Ulkopuoliset tekijät aiheuttavat rahaliitossakin häiriötä taloudelliseen kehitykseen. Pääasiallinen sopeutumiskeino häiriöihin on palkkojen ja kotimaisten raaka-aineiden hintojen joustavuus, koska valuuttakurssin muutos ei ole enää mahdollinen ja finanssipolitiikan liikkumavara kapenee.

Finanssipolitiikkaan voitaisiin turvautua silloin, kun häiriö on tilapäinen ja vain asianomaista maata koskeva. Korko- ja vaihtotase rajoitteen poistuminen helpottaa stabilisatiopolitiikan velkarahoitusta. Finanssipolitiikalle asetettava kurinalaisuus luo kuitenkin rajat finanssipolitiikan mahdollisuuksille häiriöiden torjunnassa. Hyödykkeiden ja tuotantontekijöiden vapaa liikkuvuus lisäksi kaventaa muista maista poikkeavan vero- ja tulonsiirtopolitiikan soveltamista.

**AVAINSANAT:** rahaliitto, palkkojen ja muiden kustannusten joustavuus, finanssipolitiikka

HÄMÄLÄINEN, TIMO: KANSALLISEN TALOUSPOLITIIKAN MAHDOLLISUUDET EUROOPAN TALOUS- JA RAHALIITOSSA. (National Economic Policy in the EMU) Helsinki, VATT, Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, Government Institute for Economic Research, 1992, 43 s. (C, ISBN 951-561-038-9: No 29), ISSN 0788-5016.

**ABSTRACT:** Participation in the EMU as a member of the EC would not change, in principle, the present fixed exchange rate policy followed by Finland. As a result of the enhanced credibility of the fixed exchange rate, currency risk and the interest rate differential between currencies, however, would vanish. Unexpected shocks will still, despite the EMU, disturb national economic developments. The main adjustment mechanism in the face of disturbances is to let production costs, wages and domestic material prices vary flexibly, since it will no longer be possible to change the exchange rate and the room to manoeuvre of fiscal policy will become narrower.

Fiscal policy measures could be used, when the shock is temporary and country specific. The limitation set by the interest rate and the current account will vanish and make the debt financing of stabilization policy easier. The discipline required of fiscal policy will set formal limits for government debt and budget deficits. Further more, the free movement of commodities and factors of production will restrict the possibilities for differing tax and income transfer policy with respect to the other EC countries.

**KEY WORDS:** monetary union, flexibility of wages and other costs, fiscal policy



# SISÄLTÖ

	Sivu
1. JOHDANTO	7
2. EUROOPAN TALOUS- JA RAHALIITTOA KOSKEVAT SUUNNITELMAT	9
3. RAHAPOLITIIKKA EUROOPAN TALOUS- JA RAHALIITTOSSA	12
3.1. Rahapolitiikan tärkein tavoite on hintojen vakaus	12
3.2. Yhteinen valuuttakurssi joustaa	14
3.3. Euroopan keskuspankkijärjestelmän ohjesääntöluonnos	15
4. RAHALIITTO JA JULKINEN TALOUS	16
4.1. Paine julkishyödykkeiden tarjonnan ja verotuksen yhtenäistämiseen lisääntyy	16
4.2. Hyödykeverotus	18
4.3. Pääomatulojen verotus	19
4.4. Rahaliiton vaikutukset julkisiin tuloihin ja menoihin	19
4.4.1. Keskuspankin inflaatiovero (seignioragetulo) vähenee	19
4.4.2. Julkisen velan korkomenot vähenevät	20
5. RAHALIITTO JA FINANSSIPOLITIIKKA	23
5.1. Kansallisen finanssipolitiikan itsenäisyyden tarve	23
5.1.1. Finanssipolitiikka lyhyen aikavälin stabilisaatiopolitiikan välineenä	23
5.1.2. Finanssipolitiikka pitkällä aikavälillä	24
5.2. Finanssipolitiikan kurinalaisuuden tarve	25
5.2.1. Mitä finanssipolitiikan kurinalaisuus tarkoittaa	26
5.2.2. Finanssipolitiikan kurinalaisuus käytännössä	27
5.2.3. Finanssipolitiikan kurinalaisuus ei säily pelkästään markkinavoimien varassa	28
5.3. Finanssipolitiikan koordinoititarve	29
5.3.1. Finanssipolitiikan heijastusvaikutukset	29
5.3.2. Finanssipolitiikan koordinointi rahaliitossa	31
6. TALOUSPOLITIIKKA ILMAN VALUUTTAKURSSIA	32
6.1. Onko valuuttakurssipolitiikasta hyötyä?	32
6.2. Valuuttakurssipolitiikka korvattava pääasiassa tuotantotekijöiden hintojen sopeutumisella	33
7. YHTEENVETO	35
KIRJALLISUUS	39
LIITETAULUKOT	41



## 1. JOHDANTO

Tutkimuksen tavoitteena on selvittää, mitä rajoituksia ja ehtoja kehitteillä oleva Euroopan talous- ja rahaliitto (Economic and Monetary Union, EMU) asettaa sekä yhteiselle että jäsenmaiden talouspolitiikalle.

Euroopan talous- ja rahaliitto käsittää lopullisessa muodossaan yhteisen keskuspankin ja rahan. Jäsenmaat säilyttävät kuitenkin fiskaalisen itsenäisyyden lukuun ottamatta vähäistä yhteistä budjettia. Tällä hetkellä yhteisön budjetti on noin 1 % yhteisestä BKT:sta. Sillä hoidetaan yhteistä maatalous-, alue- ja rakennepolitiikkaa.

Talous- ja rahaliitossa jäsenmaa luopuu itsenäisestä rahapolitiikastaan peruuttamattomasti. Jäsenmaan kilpailukykyä ei voida korjata hallinnollisin keinoin heikentämällä jäsenmaan rahan arvoa yhteisillä eikä myöskään rahaliiton ulkopuolisilla markkinoilla.

Talous- ja rahaliitossa vastuu kilpailuvyvystä ja työllisyyden säilymisestä on pääosin työmarkkinajärjestöillä. Jos hinnat eivät jousta, on määrien sopeuduttava, jolloin jäsenmaa voi joutua kärsimään pitkäänkin tuotannontekijöiden vajaakäytöstä. Työmarkkinoiden toimivuutta voidaan tukea rakennepolitiikan avulla.

Euroopan valuuttajärjestelmä (European Monetary System, EMS) ja EFTA-maiden valuuttojen nivominen tähän merkitsee käytännössä jo nyt kansallisen rahapoliittisen itsenäisyyden olennaista kaventumista. Valuuttariskin vuoksi sijoittajien vaatima korkotaso on vain korkeampi muualla kuin järjestelmän "ankkurimaassa" Saksassa.

Euroopan keskuspankin - EY:n komissio suosittelee käytettäväksi lyhennettä EuroFed - ensisijaisena tavoitteena on inflaation pitäminen alhaisena. Täsmällistä inflaatiolukua ei ohjesääntöluonnoksessa ole esitetty. Joka tapauksessa se voidaan tulkita matalaksi, vain muutamaksi prosentiksi kuten Saksan keskuspankin inflaatiotavoitekin.

Jotta Euroopan keskuspankilla olisi edellytykset saavuttaa alhaisen inflaation tavoite, tulee sen olla päätöksenteossaan riippumaton poliittisten suhdanteiden vaihtelusta Saksan keskuspankin tapaan.

---

Tutkimusprojektissa on ollut mukana ideoimassa ja kritisoimassa työtä epävirallinen ja epämuodollinen tukiryhmä, johon ovat kuuluneet Pertti Haaparanta, Martti Hetemäki, Olavi Rantala, Antti Romppanen, Antti Suvanto, Juha Tarkka, Juhana Vartiainen ja Raija Volk, sekä tukiryhmän vetäjänä Seppo Leppänen. Kiitokset kaikille ryhmän jäsenille hyödyllisistä kommentteista ja keskusteluista. Tukiryhmä ei ole luonnollisesti vastuussa tutkimusraportin sisällöllisistä puutteista.

Keskuspankki ei yksin voi saavuttaa inflaatiotavoitetta, jos jäsenmaat harjoittavat löysää budjettipolitiikkaa. Kun yhteinen raha on käytössä, jäsenmaat voisivat velkaantua paljonkin ilman että korkotaso oleellisesti nousee. Korkotaso ei välttämättä nouse suurenkaan budjettialijäämän seurauksena, jos luotonantajat luottavat siihen, että tiukan paikan tullen joko yhteinen keskuspankki tai muut jäsenmaat pelastavat pulasta. Tällöin voi syntyä ns. moral hazard ilmiö, toisin sanoen, jos tiedetään, että joku lopulta pelastaa pulasta, ei korjaaviin toimiin tarvitse ryhtyä.

Tämän estämiseksi Delorsin komitean ja varsinkin Saksan keskuspankin vaatimuksesta budjettivajeille ja julkiselle velkaantumiselle asetettiin Maastrichtin huippukokouksessa joulukuussa 1991 sitova katto. Näin tehtiin siitä huolimatta, että Euroopan keskuspankki pidättäytyy budjettivajeiden keskuspankkirahoituksesta.

Keskeisenä ongelmana on, kuinka jäsenvaltioiden finanssipolitiikan rooli ja vaikutukset muuttuvat talous- ja rahaliitossa nykytilanteeseen verrattuna. Järkyttääkö budjettipolitiikan muodollisen koordinoinnin puute Euroopan sekä reaali- että rahataloudellista tasapainoa vai voitaisiinko tasapainoiseen kehitykseen päästä pelkkien markkinavoimien varassa?

Suomen kannalta oleellinen kysymys on, missä määrin jäljelle jäävillä finanssi- ja tulo-  
politiikan keinoilla voidaan hoitaa talouden suhdanneherkkyyden aiheuttamat ongelmat, ja kuinka myös institutionaalista joustavuutta voidaan lisätä.

Selvitys on jäsennetty seuraavasti. Aluksi

luvussa 2 selostetaan Delors'in komitean mietintöä ja EMU-suunnitelmien kehittymistä. Luvussa 3 tarkastellaan, miten EMUssa hoidettaisiin yhteistä raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa kolmansiin maihin nähden, so. tavoitteet ja toimintaperiaatteet sekä esitetään lyhyesti yhteistä keskuspankkia koskevat suunnitelmat.

Luvussa 4 tarkastellaan suppeasti verotuksen harmonisoinnin tarvetta sekä tuotannontekijöiden ja kuluttajien liikkuvuuden näkökulmasta että rajoitteena budjettivajeiden rahoitukselle. Lisäksi arvioidaan talous- ja rahaunionin vaikutuksia julkisen sektorin tuloihin ja menoihin.

Luku 5 on tutkimuksen keskeisin osa: siinä tarkastellaan EMUn asettamia rajoitteita budjettipolitiikalle edellä hahmotellun ongelman mukaisesti. Luvussa 6 pohditaan itsenäisestä raha- ja valuuttakurssipolitiikasta luopumisen ongelmia, ja lopuksi esitetään yhteen-  
veto rahaliiton vaikutuksista talouspolitiikkaan.



## 2. EUROOPAN TALOUS- JA RAHALIITTOA KOSKEVAT SUUNNITELMAT

Euroopan talousyhteisö perustettiin vuonna 1957. Euroopan reaali- ja rahatalouden integraatio on edennyt tämän jälkeen vaihtelevalla nopeudella. Vuonna 1971 Euroopan neuvosto hyväksyi Wernerin raportin suositukset talous- ja rahaunionin muodostamiseksi Eurooppaan. Kokemukset Euroopan valuuttakärmeestä 1970 luvulla kuitenkin osoittavat, että Wernerin raportin päämäärä oli liian kunnianhimoinen. Tuolloin ei vielä ollut mahdollista saavuttaa sellaista poliittista sitoutumista talous- ja rahaunionin muodostamiseksi, mihin nyt on päästy.

Euroopan rahataloudellinen yhteistyö sai uuden virikkeen, kun Euroopan rahajärjestelmä (European Monetary System, EMS) perustettiin vuonna 1979. Alussa keskinäisiä valuuttakursseja jouduttiin monasti muuttamaan. Vuoden 1987 alun jälkeen kurssisopeutuksia ei ole kuitenkaan enää tarvittu lukuun ottamatta Italian liiran pientä devalvaatiota vuoden 1990 alkupuolella.

Seuraava merkittävä askel integraation syventämisessä on yhden yhteisen markkina-alueen, sisämarkkinoiden, muodostaminen Eurooppaan vuoden 1993 alusta lukien ns. valkoisen kirjan esittämällä tavalla. Sisämarkkinoilla ihmisten, tavaroiden, palvelusten ja pääoman liikkuminen on vapaata.

EFTA-maat osallistuvat yhteisiin markkinoihin Euroopan talousalue eli ETA-sopimuksen välityksellä. Yhteisten ulkotullien asettaminen (tulliliitto), yhteinen maatalouspolitiikka, sisäisten tullirajojen poisto ja tähän liittyvä välillisten verojen harmonisointi, talouspolitiikan koordinointi ja osallistuminen yhteiseen päätöksentekoon jäävät ETA-sopimuksen ulkopuolelle. ETA-sopimus nähdään kuitenkin vain väliaikaisena ratkaisuna, sillä Itävalta, Ruotsi ja Suomi ovat jo hakeneet EY:n jäsenyyttä.

Talous- ja rahaunionia tutkiva komitea eli ns. Delorsin komitea aloitti työnsä kesäkuussa 1988 ja jätti loppuraporttinsa huhtikuussa 1989. Komitea ehdottaa Euroopan talous- ja rahaliiton (Economic and Monetary Union, EMU) luomista kolmessa vaiheessa.

Ensimmäisessä vaiheessa pyritään edistämään EY-maiden taloudellista yhdentymistä nykyisten instituutioiden puitteissa. Toinen vaihe olisi ylimenovaihe, jolloin perustettaisiin yhteinen keskuspankki ja luovuttaisiin itsenäisen rahapolitiikan harjoittamisesta. Kolmannessa vaiheessa siirryttäisiin peruuttamattomasti kiinteisiin valuttakursseihin ja lopulta yhteiseen valuuttaan.

Talous- ja rahaunioni edellyttäisi siis lopullisessa muodossaan yhteisen rahan käyttöönottoa ja yhteistä keskuspankkijärjestelmää (European System of Central Banks, ESCB).

Ehdotuksella on kauaskantoisia vaikutuksia järjestelmään kuuluvien maiden talouspolitiikan sisältöön ja välineistöön.

EFTA-maat kytkeytyvät Euroopan talousyhteisöön paitsi ETA-sopimuksen kautta, myös sitomalla valuuttansa Euroopan valuuttajärjestelmään. Norja (syksyllä 1990) ja Ruotsi ja Suomi (keväällä 1991) ovat yksipuolisilla päätöksillä sitoneet valuuttojensa arvon Euroopan valuuttajärjestelmän yhteiseen laskennalliseen valuuttaan ECUun (European Currency Unit). Itävalta ja Sveitsi ovat puolestaan jo pitkään sitoneet valuuttansa arvon Euroopan valuuttajärjestelmän ankkuriin Saksan markkaan. Käytännössä EFTA-maat ovat siis jo nyt talouspolitiikan harjoittamisen kannalta sidoksissa Euroopan talousyhteisöön ja sen suunnitelmiin talous- ja rahaunionista.

Eurooppaneuvosto (Euroopan huippukokous) hyväksyi Delorsin komitean raportin EMUn kehittämisen lähtökohdaksi Madridin kokouksessaan kesäkuussa 1989. EMUn ensimmäinen vaihe päätettiin aloittaa heinäkuun alussa 1990 ja perustaa komitea valmistelemaan myöhemmin päätettävänä ajankohtana pidettävässä hallitusten välisessä konferenssissa käsiteltäviä kysymyksiä.

Vuoden 1989 puolivälistä lähtien kehitys EMUn muodostamiseksi on nopeutunut. Itä-Euroopan vapautuminen ja varsinkin Saksan yhdistyminen ovat edesauttaneet eurooppalaisten kumppanusten pyrkimyksiä nivoa Saksa EMUn kehittämiseen ja estää sen eriytyminen muiden maiden rintamasta (Alleingang).

Monet EY-maat ovat laatineet oman ehdotuksensa EMUn kehittämiseksi (Huomo-Lehmussaari 1991). Toukokuussa 1991 Luxemburgin esittämän ehdotuksen mukaan EMUn toinen vaihe alkaisi vuonna 1994 ja parhaassa tapauksessa ecu voisi korvata kansalliset valuutat jo vuonna 1998. Hollanti toimi EY:n puheenjohtajamaana vuoden 1991 jälkipuoliskolla ja yritti muokata ehdotusta siten, että Saksan kaksi tärkeänä pitämää vaatimusta, kontrolloitu budjettipolitiikka ja pitkälle viety konvergenssi, eivät estäisi kolmannen vaiheen aloittamista.

Maastrichtin huippukokouksessa joulukuussa 1991 sovittiin, että vuoden 1994 alussa perustetaan yhteistä keskuspankkia edeltävä Euroopan rahainstituutti (European Monetary Institute), joka koordinoi mutta ei suoraan kontrolloi kansallista rahapolitiikkaa. Ennen vuoden 1996 loppua rahainstituutti ja Euroopan komissio raportoivat jäsenmaiden valmiudesta siirtyä kolmanteen vaiheeseen, joka käynnistyisi kun 7 tai 8 jäsenmaata täyttää seuraavat neljä konvergenssille asetettua kriteeriä:

a) Hintojen vakaus on saavutettu. Tätä mitataan siten, että rahaliittoon liittyvän maan inflaatiovauhti ei saa ylittää enempää kuin 1.5 prosenttiyksikköä kolmessa hitaimman inflaation maassa vallitsevan inflaatiovauhdin.

b) Julkisen sektorin rahoitusasema on kestäväällä pohjalla. Tämä tulkitaan siten, ettei julkisen sektorin (Suomessa valtio ja kunnat) budjettialijäämä (nettoluotonotolla mitattuna) ylitä 3 prosenttia BKT:sta (vastaa suuruudeltaan julkisten investointien määrää) eikä julkisen sektorin bruttovelka ylitä 60 prosenttia BKT:sta. Maahan ei saa kohdistua Eurooppaneuvoston päätös, että sen julkisen sektorin budjettialijäämä on liian suuri. Rajojen tulkinta ei ole siten kirjaimellinen.

c) Valuutan arvo on pysynyt vähintään kahden vuoden ajan ERM-järjestelmässä normaalin vaihtelualueensa sisällä devalvoitumatta minkään jäsenmaan valuutan suhteen.

d) Konvergenssin pysyvyys ja valuutan vakaus ERM-järjestelmässä on kestäväällä pohjalla. Tätä mitataan pitkäaikaisten korkojen (valtion obligaatioiden tai vastaava korko) konvergoitumisella kolmen alimman inflaation maan korkotasoon. Korko ei saa ylittää näiden maiden korkotasoa enempää kuin 2 prosenttiyksikköä viimeksi kuluneen vuoden aikana.

Rahaliittoon ja yhteiseen keskuspankkiin siirrytään viimeistään vuoden 1999 alussa niiden maiden voimin, jotka tuolloin täyttävät em. kriteerit.

Maastrichtin kokouksessa päätettiin, että tuleva Euroopan keskuspankki on riippumaton jäsenmaiden hallituksista samalla tavoin kuin Saksan keskuspankkikin sekä myös EY:n yhteisistä poliittisista elimistä. Euroopan keskuspankki on vastuussa rahapolitiikasta, ja kansalliset keskuspankit toimeenpanevat yhteisesti määritellyn politiikan. Valuuttakurssipolitiikan (dollari ja jeni) suhteen on jossain määrin epävarmuutta, mikä rooli olisi Euroopan keskuspankilla ja toisaalta EY:n valtiovarainministerien neuvostolla (Ecofin).

Euroopan keskuspankki ei tule rahoittamaan jäsenvaltioiden budjettivajeita, ja valtioiden etuoikeudet obligaatioidensa myynnissä lakkaavat. Pankkeja ei voida pakottaa ostamaan tiettyjä määriä valtioiden obligaatioemissioista.

### **3. RAHAPOLITIikka EUROOPAN TALOUS- JA RAHALIITTOSSA**

#### **3.1. Rahapolitiikan tärkein tavoite on hintojen vakaus**

Rahaliitossa jäsenmaiden keskinäiset valuuttakurssit ovat kiinteitä tai niillä on yhteinen valuutta sekä täydellisesti integroitunut rahoitus- ja pankkijärjestelmä. Jäsenmaiden on päästävä yksimielisyyteen talouspolitiikan ja varsinkin rahapolitiikan tavoitteista. Rahaliittoon myöhemmin liittyvien maiden on hyväksyttävä nämä tavoitteet.

Talouspolitiikan tavoitteiksi on tavanomaisesti asetettu hintatasapaino, täystyöllisyys ja vakaa taloudellinen kasvu - eräissä tapauksissa myös valuuttakurssin kiinteys ja rahoitusjärjestelmän vakaus. Painotus eri tavoitteiden välillä on vaihdellut eri aikoina ja maissa.

OECD-maissa rahapolitiikka oli aina 1970-luvun jälkipuoliskolle saakka työllisyyden korostamisen takia passiivista alhaisen koron politiikkaa ja finanssipolitiikka aktiivista stabilisaatiopolitiikkaa. Yhtäaikaisen inflaation ja vajaatyöllisyyden eli ns. stagflaation seurauksena inflaation kurissapitäminen on 1980-luvulla useimmissa maissa nostettu työllisyystavoitteiden edelle. Hintatasapainoa pidetään nykyisin välttämättömänä joskaan ei riittävänä ehtona muiden talouspolitiikan tavoitteiden saavuttamiselle.

Suomessa finanssipolitiikan voidaan sanoa vasta 1980-luvulla pyrkineen aktiiviseen stabilisaatiopolitiikkaan. Rahapolitiikan roolia ollaan kääntämässä aktiivisesta stabilisaatio- ja kasvupolitiikasta valuutan vakauteen ja tätä kautta inflaation hillintään tähtäävään politiikkaan (Korkman 1989).

Eräs makrotaloudellisen analyysin tärkeimmistä edistysaskeleista viimeisen viidentoista vuoden aikana on ollut talouspolitiikan uskottavuusongelmien korostuminen (Honkapohja 1991). Tämän lähestymistavan yleinen perustulos on, että talouspoliittinen autonomia eli harkinta taloudellisen aktiviteetin ja inflaation kontrolloimisessa johtaa huonompaan lopputulokseen kuin "omien käsien sitominen" eli kiinteän ja uskottavan talouspolitiikkasäännön noudattaminen.

Sääntöihin turvautumista talouspolitiikan harjoittamisessa voidaan perustella talousteoreettisesti kokonaistuotannon ja inflaation välistä yhteyttä kuvaavan ns. Phillips-yhtälön avulla. Phillips-yhtälön mukaan taloudellista aktiviteettia voitaisiin pitää systemaattisesti keskimääräistä, so. potentiaalisen kasvun edellyttämää tasoa korkeammalla vain mikäli inflaatio-odotukset jäisivät systemaattisesti jälkeen toteutuneesta inflaatiosta. Talouspolitiikan tulisi siten tuottaa yllätyksellinen inflaatio keskimääräistä paremman kokonaistuotannon tason ja työllisyyden saavuttamiseksi.

Pyrkimykset kohottaa aktiviteetin tasoa ovat kuitenkin tuomittuja epäonnistumaan, sillä yleisöä ei pystytä systemaattisesti narraamaan. Seurauksena on vain inflaatio ja tavoitel-

tua alempi aktiviteetin taso. Talouspoliittisen autonomian säilyttäminen johtaa siis epäedulliseen lopputulokseen.

Ratkaisuna ongelmaan on talouspolitiikan tavoitteiden ja toimintatapojen muuttaminen. Täysin sidottuun ja uskottavaan inflaatiotavoitteeseen perustuva talouspolitiikka antaa saman kokonaistuotannon ja työllisyyden mutta alhaisemman inflaation kuin edellä mainittu yllätykselliseen rahapolitiikkaan perustuva harkinnanvarainen ratkaisu.

Suomalainen ja pohjoismainen vastine tälle politiikalle on ollut ns. devalvaatiosykli eli pyrkimys pitää korkeaa aktiviteettia yllä aika ajoin tapahtuvien devalvaatioiden avulla. Tämä on johtanut muita maita nopeampaan inflaatioon. Muka yllätyksellisiin devalvaatioihin on totuttu ja ne on leivottu sisään palkka- ja muihin tulovaatimuksiin.

Talouspoliittisessa keskustelussa harvoin täsmennetään, mitä hintatasapainolla itse asiassa tarkoitetaan. Neumannin (1991) esittämän analyysin mukaan odotettu pysyvä inflaatiovauhti tulisi asettaa nolllaksi.

Havaittu todellinen hintojen nousu, jota on merkitty  $dp$ :llä, voidaan jaotella seuraavasti:

$$dp = Edp + e + s$$

$Edp$  on odotettu pysyvä inflaatiovauhti, kun taas  $e$  ja  $s$  ovat kertaluonteisia muutoksia hintatasossa.  $e$  kuvaa niitä muutoksia hintatasossa, jotka johtuvat pienehköistä satunnaisista häiriöistä reaali- tai rahataloudellisessa kehityksessä.  $s$  puolestaan kuvaa häiriötä, joka on harvemmin tapahtuva, mutta verrattain suuri. Tämän voi aiheuttaa reaalitaloudellinen shokki kuten öljyn hinnan tai välillisen verotuksen suuri yhtäkkäinen muutos.

Järkevä rahapolitiikan normi on sellainen, missä odotettu inflaatiovauhti asetetaan nolllaksi. Tämä johtuu siitä, että  $e$ :n kuvaamia häiriöitä ei voida ennustaa ja varautuminen niihin tuottaisi vain haittaa. Toisaalta kertaluonteisen shokin  $s$  hintatasoa nostavan tai laskevan vaikutuksen eliminointi johtaisi kokonaiskysynnän muutoksen voimistumiseen sen vaikutuksen lisäksi, jonka shokki itse on jo aiheuttanut.

EuroFed joutuu käytännössä ratkaisemaan myös ongelman, kuinka toteutunut inflaatio mitataan rahaunionissa.

Maittaisten inflaatiovauhtien voisi odottaa poikkeavan toisistaan siihen saakka kunnes hintatasot ovat riittävästi sopeutuneet. Esimerkiksi kuluttajahintojen nousuvauhdin tulisi olla Portugalissa 2.5 prosenttiyksikköä ja Espanjassa yhden prosenttiyksikön korkeampi kuin muissa EY-maissa 20 vuoden ajan, jotta hintatasoerot tasoittuisivat. Vuonna 1989 Portugalin hintatason on arvioitu olleen 40 % ja Espanjan 20 % EY-maiden keskiarvoa alempi. Suomessa puolestaan joudutaan devalvaation jälkeen uudelleen totuttautumaan muita EY-maita alempaan inflaatiovauhtiin.

Euroopan keskuspankkijärjestelmän EuroFedin ohjesääntöluonnos ei sisällä täsmällistä numeroin asetettua inflaatiotavoitetta. Tätä on myös kritisoitu (Goodhart 1991).

### **3.2. Yhteinen valuuttakurssi joustaa**

Maailman valuuttajärjestelmä toimii käytännössä jo nyt kolminapaisena järjestelmänä perustuen dollariin, jeniin ja Saksan markkaan. EMUssa Saksan marka korvautuu yhteisellä valuutalla eculla. Se, millaisia tavoitteita päävaluuttojen välisille valuuttakursseille asetetaan ja millaisissa puitteissa kurssit voivat vaihdella, sanelee myös sen, miten EMUn tulisi hoitaa valuuttakurssipolitiikkaansa.

Frenkelin ja Goldsteinin (1991) mukaan valuuttajärjestelmän ankkureina toimii kolme itsenäistä keskuspankkia, joiden tavoitteena on hintojen vakaus eikä niinkään keskinäisten valuuttakurssien asettaminen etukäteen ilmoitettujen tavoitteiden puitteisiin. Kurinalainen raha- ja finanssipolitiikka tarjoaa edellytykset valuuttakurssien vakaudelle. Reaalisten valuuttakurssien sallitaan vaihdella sen mukaan kuin reaalitaloudellisissa olosuhteissa tapahtuu muutoksia.

Virallisten valuuttainterventioiden mahdollisuus, mutta säästeliäs käyttö turvaa valuuttakurssien vakauden tehokkaammin kuin tiukka ennakkositoutuminen tiettyihin kurssitasoihin. Jos valuuttainterventioita tarvitaan, ne on säästettävä sellaisiin tapauksiin, joissa on osoitettavissa selvä valuuttakurssien yliampuminen eli ns. kupla tai muuten suuri epätasapaino. Valuuttainterventiolla ymmärretään tällöin joko virallisia lausuntoja toivotavasta valuuttakurssista, suoranaista yhteistä väliintuloa valuuttamarkkinoille valuutan ostoina tai myynteinä, tai viime kädessä rahapolitiikan koordinoitua halutun valuuttakurssitavoitteen saavuttamiseksi.

Talous- ja rahaliiton sisällä kiihoke valuuttakurssien vakauteen on voimakas. Euroopan talous- ja rahaunioniin kuuluvat maat ovat avoimia, niiden keskinäisen kaupan osuus on suuri, valuuttakurssien vakaus on alueellisen integraation edellytys, ja "sitomalla omat kädet" kiinteän valuuttakurssin avulla saavutetaan rahapolitiikassa suurempi uskottavuus inflaation hillinnän onnistumisesta.

Valuuttakurssien joustavuus kolminapaisessa järjestelmässä on Suomelle muihin maihin verrattuna ehkä suurempi haaste, mikäli jatkossakin merkittävä osa vientituotteistamme hinnoitellaan dollareissa. Kun palkat ovat sidoksissa talous- ja rahaunionin yhteiseen inflaatiovauhtiin, dollarimääräiseen hinnoitteluun nojaavien vientiyritysten kannattavuus vaihtelee dollarin kurssikehityksen mukaan.

### 3.3. Euroopan keskuspankkijärjestelmän ohjesääntöluonnos

EY-maiden keskuspankkien pääjohtajien komitea on valmistellut luonnoksen Euroopan keskuspankkijärjestelmän ohjesäännöksi Saksan ja Yhdysvaltain keskuspankkien ohjesääntöjen pohjalta. Euroopan keskuspankkijärjestelmä (European System of Central Banks, ESCB) käsittää Euroopan keskuspankin ja tällä hetkellä 12 kansallista keskuspankkia. Ohjesääntöluonnos rakentuu riippumattomuuden, taloudellisen vastuun (accountability) ja subsidiarisuuden periaatteiden varaan.

Keskuspankin riippumattomuus on keskeisin periaate. Ohjesäännön mukaan keskuspankin tulisi olla riippumaton sekä kansallisista että koko yhteisön poliittisista suhdanteista ja sitoutua yksinomaan hintatasapainon ylläpitämiseen. Riippumattomuuden varmistamiseksi keskuspankin johtokunta valitaan virkaansa 8 vuodeksi.

Riippumattomuudesta huolimatta keskuspankin on oltava demokraattisesti valvottavissa. Sen on laadittava vuotuiset raportit toiminnastaan sekä annettava julkisuuteen säännöllisesti lausuntoja taseistaan ja muista toimistaan. Edelleen yhteisön valitsemat riippumattomat tilintarkastajat tarkastavat sekä yhteisen että kansallisten keskuspankkien tilit ja toiminnan.

Subsidiarisuusperiaatteen mukaan kaikki ne toiminnot, jotka tehokkaasti voidaan hoitaa kansallisissa keskuspankeissa, jäävät kansallisten keskuspankkien hoidettavaksi. Yhteinen keskuspankki hoitaa vain ne toiminnot, jotka vaativat kollektiivista päätöksentekoa, kuten yhteisen rahapolitiikan.

Euroopan keskuspankkijärjestelmä rakentuu kolmelle tasolle. Johtokunta (Executive Board) käsittää kuusi ammatillisen pätevyyden perusteella valittua jäsentä, joista yksi toimii puheenjohtajana. Johtokunta ja kansallisten keskuspankkien pääjohtajat muodostavat neuvoston (Council), joka antaa johtokunnalle ohjeet rahapolitiikan yleislinjasta, jota johtokunta päivittäisessä toiminnassaan noudattaa.

Kansalliset keskuspankit toimivat järjestelmän operaattoreina. Johtokunnan ohjeiden mukaan ne osallistuvat yhteisen rahan liikkeeseen laskuun, reservien hoitoon, pankkitarkastustoimintoihin, maksujärjestelmän hoitoon sekä keskuspankkiluoton antoon rahoituslaitoksille. Lisäksi ne voivat joutua suorittamaan avomarkkinaoperaatioita yhteisön sisäisillä rahamarkkinoilla sekä intervenoimaan valuuttamarkkinoilla.

Kansallisten keskuspankkien tehtäviin kuuluu myös osallistuminen yhteisen rahapolitiikan valmisteluun pääjohtajansa välityksellä sekä taloudellisen tutkimuksen ja tilastoaineistojen hoito. Kansalliset keskuspankit voivat hoitaa muitakin toimintoja sikäli kuin ne eivät ole ristiriidassa keskuspankkijärjestelmän yhteisen päämäärän kanssa.

## 4. RAHALIITTO JA JULKINEN TALOUS

EY:n komission raportissa "One market, one money" (European Economy No. 44, 1990) rahaliiton vaikutukset julkisen talouden toimintaan on arvioitu seuraavanlaisiksi:

- 1) Talous- ja rahaliitossa julkisen talouden tulee sisältää sopiva määrä kansallista itsenäisyyttä, kurinalaisuutta ja koordinaatiota.
- 2) Julkisen talouden kansallisen itsenäisyyden ja joustavuuden tarve korostuu, kun kansallista raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa ei voida käyttää maakohtaisten häiriöiden vaikutusten lieventämiseen.
- 3) Rahaliitossa finanssipolitiikan on oltava pitemmällä aikavälillä sopusoinnussa yhteisen rahapolitiikan kanssa. Jos finanssipolitiikka ei ole kurinalaista, saattaa yhteinen keskuspankki joutua antamaan periksi inflatoriselle rahapolitiikalle tai muiden jäsenmaiden on pakko auttaa pulaan joutunutta maata.
- 4) Rahaliitossa finanssipolitiikan kurinalaisuuden ei tarvitse heikentyä, mutta toisaalta markkinavoimat yksin eivät takaa finanssipolitiikan kurinalaisuutta.
- 5) Finanssipolitiikan koordinoitua jäsenmaiden kesken tarvitaan, kun yhteinen valuuttakurssi ja vaihtotase vaativat korjausta ja kun on kysymys finanssipolitiikan globaalista koordinoinnista.
- 6) Neljän eteläisen jäsenmaan ns. inflatiovero (0.5 - 1 % BKT:sta), joka syntyy käteisen suuresta osuudesta rahamäärässä, joudutaan inflaation hidastuessa korvaamaan muulla verotuksella.
- 7) Julkisen velan korkokulut pienenevät useimmissa jäsenmaissa inflatio-odotusten ja korkoihin sisältyvien riskipreemioiden alentuessa.
- 8) Talous- ja rahaliitossa verotus ja julkishyödykkeiden tarjonta tehostuvat. Talous- ja rahaunioni ei kuitenkaan vaadi verojärjestelmien yleistä harmonisointia. Jäsenmaat voivat valita oman verotuksensa ja julkisten menojensa tason. Rajanaapuruuden tuomat ongelmat ja veropohjan mahdollinen maastamuutto on kuitenkin otettava huomioon. Jotta tämä ei johtaisi hyvinvoinnin kannalta epäoptimaaliseen, so. liian alhaiseen, verotuksen tasoon ja julkishyödykkeiden tarjontaan, tarvitaan koordinoitua myös tässä suhteessa.

### 4.1. Paine julkishyödykkeiden tarjonnan ja verotuksen yhtenäistämiseen lisääntyy

Euroopan yhteisön sisämarkkinoilla hyödykkeet, pääoma ja ihmiset voivat liikkua vapaasti veroalueelta toiselle. Jos oletetaan, että ihmisillä on täydellinen informaatio ja



sekä yksityiset että julkiset hyödykkeet tuotetaan kilpailuolosuhteissa, ihmiset voivat periaatteessa valita haluamansa määrän julkisten palvelujen tarjontaa ja vastaavasti verotusta "äänestämällä jaloillaan". Käytännössä liikkuvuutta estävät kieli- ja kulttuurierot sekä EY:n aluepolitiikka, joka pyrkii pitämään työvoiman alkuperäisillä asuinalueilla.

Veroalueiden ei tarvitse suinkaan tämän ajattelun mukaan olla yhdenmukaisia julkisten palvelujen tarjonnan ja verotuksen suhteen. Esim. jollakin veroalueella julkisten palvelujen julkinen tarjonta ja laatu ja niiden rahoittamiseksi tarvittava verotus voivat olla muita suuremmat. Hyvin hoidetut julkiset palvelut voivat olla merkittävä alueiden välinen kilpailuetu. Julkisten palvelujen tuotannon tehokkuus pyrkii kuitenkin yhtäläistymään, sillä kukaan ei ole halukas maksamaan samasta palvelusta muita veroalueita korkeampaa hintaa.

Veroalueiden käyttäytymisellä on myös ns. ulkoisvaikutuksia. Esim. jonkin veroalueen kuljetuspalvelujen infrastruktuurista hyötyvät myös muut veroalueet, ja toisaalta ilmaansaasteet leviävät maasta toiseen. Ilman koordinoitua tuloksena voi olla julkisten palvelujen vähentämis- ja toisaalta saastuttamiskilpailu. Verotuksessa koordinoinnin puute johtaa veropohjan maastamuuttoon silloin kun veropohjan liikkuminen on mahdollista. Veroalueiden erilainen tulonsiirtopolitiikka johtaa myös helposti ihmisten liikkumiseen veroalueiden välillä tulonsiirtojen perässä ellei tulonsiirtopolitiikkaa pystytä riittävässä määrin koordinoimaan.

Verotuksen harmonisointi on välttämätöntä ainoastaan tietyillä verotuksen alueilla, joiden julkistaloudellinen merkitys ei kuitenkaan nouse kovin suureksi. Varsinkaan tuloverojen ja sosiaaliturvamaksujen harmonisointi ei ole työvoiman vähäisen liikkuvuuden vuoksi tarpeen. Sen sijaan yhtiöverotuksen ja pääomatulojen verotuksen harmonisointi on välttämätöntä.

Sisämarkkinaohjelmaan sisältyvä kaupan esteiden poistaminen saattaa sekä lisätä jo olemassa olevia verotuksen vääristymiä että luoda uusia. Tästä syystä verotuksen harmonisointi on tarpeen, jotta niukat voimavarat kohdennettaisiin mieluummin varsinaisen talouden toiminnan suhteellisen edun periaatteen mukaan kuin verotuksen minimointia silmällä pitäen.

Seuraavassa tarkastellaan verotuksen harmonisointitarvetta hyödykeverojen ja pääomatulojen verotuksen osalta, joissa ongelmat ovat suurimmat. Liitetaulukoissa 2 ja 3 on esitetty tietoja verotuksesta EY- ja EFTA-maissa.

## 4.2. Hyödykeverotus

Hyödykkeiden verotuksessa (välillisessä verotuksessa) verotussyistä johtuvan liikkumisen estämiseksi sovelletaan perinteisesti kulutusmaaperiaatetta, ts. vienti on verovapaata kun taas tuontihyödykkeet joutuvat kulutusmaan välillisen verotuksen alaiseksi. Näin taataan, että eri maiden yritykset kilpailevat tuottajahintojen perusteella, so. ilman hyödykeveroja, jolloin vapaan kilpailun vallitessa maiden tuotantorakenteet muodostuvat suhteellisen edun periaatteen mukaisiksi.

Sisämarkkinaohjelman mukaisesti rajalla tapahtuva valvonta poistetaan, joten tuontihyödykkeiden verotusta ei enää voida suorittaa tässä yhteydessä. Jotta hyödykeverotuksessa voitaisiin noudattaa kulutusvaltioperiaatetta, EY ottaa käyttöön selvitysjärjestelmän (clearing house), jossa EY-alueelta lähtöisin oleviin toiseen EY-maahan tuotuihin hyödykkeisiin sisältyvä vero palautetaan myyjälle ja tuoja maksaa kulutusmaan hyödykeveron.

Selvitysjärjestelmän ongelmana on se, että se koskee vain yrityksiä (Sinn, 1990). Kun tavoitteena on myös kuluttajien vapaa liikkuvuus, saattaa erilaisten hyödykeveroprosenttien seurauksena syntyä massiivista ostosmatkailua. Vaikka ostosmatkailu jäisi vähemmälle, voi huomattavaa veronkiertoa syntyä erilaisten postimyyntiyhtiöiden tai jopa suoraan alhaisen veron maiden tuottajien postimyyntin kautta. Tästä syystä hyödykeverotusta voidaan joutua ainakin naapurimaiden kesken jossain määrin harmonisoimaan.

Yhdysvaltain ja Kanadan kokemusten mukaan välillinen verotus voi poiketa huomattavastikin osavaltioiden kesken. Yhdysvalloissa osavaltioiden asettama keskimääräinen liikevaihtoveroprosentti on 6.3, sen keskihajonta 2.9 prosenttia ja vaihteluväli 12.3 prosenttia. Itärannikolla kahden naapuriosavaltion välinen veroprosentti poikkeaa toisistaan jopa 7 prosenttiyksikköä. Kanadassa veroprosentit ja hajonnat eri provinssien välillä ovat likipitään samansuuruiset (van Hoek ja Groot, 1991).

EY-maiden keskimääräinen normaali arvonlisäveroprosentti on 17.3, keskihajonta 3.7 prosenttiyksikköä ja vaihteluväli 13 prosenttiyksikköä (ks. liitetaulukko 2). Suomessa liikevaihtovero on tällä hetkellä 22 prosenttia eli Euroopan maiden korkeimpia. Suomen syrjäisestä asemasta huolimatta saattaa syntyä painetta arvonlisäveron alentamiseen varsinkin jos Ruotsi alentaa arvonlisäveroaan. Valmisteverojen yhtenäistämisen seurauksena verotulot alenevat 14 mrd. markkaa (VATT 1992).

### **4.3. Pääomatulojen verotus**

Pääomatulojen verotuksessa pääoman verotussyistä johtuvan liikkumisen estämiseksi on perinteisesti sovellettu asuinvaltioperiaatetta. Tämän mukaan pääomatuloja ei veroteta pääomatulojen ansaintamaassa vaan siinä maassa, missä tulonsaaja asuu.

Asuinvaltioperiaatteen mukaisessa pääomatulojen verotuksessa veroasteiden kansainvälistä eroista huolimatta markkinavoimat periaatteessa yhtenäistävät pääoman tuoton eri maissa ennen verotusta ja takaavat näin ollen pääoman tehokkaan sijoittumisen eri maihin. Asuinvaltioperiaate ei kuitenkaan takaa säästäminen vs. kulutus-päätöksen optimaalisuutta eri maissa (Razin ja Sadka, 1991 ja Erkki Koskelan luennot VATTissa 1991).

Ansaintavaltioperiaatteen (lähdevero) soveltaminen takaa puolestaan kulutus vs. säästämisspäätöksen optimaalisuuden, mutta ei pääoman tehokasta allokoitumista eri maihin, ellei lähdeveroprosentteja harmonisoida.

Asuinvaltioperiaatteen soveltaminen tuottaa hankaluuksia, jos pääomatuloja ei ilmoiteta asuinmaan verottajalle. Varsinkin ulkomailta saatujen pääomatulojen osalta tämä on helppoa tehdä ja on verottajan vaikeasti kontrolloitavissa, koska se edellyttää informaation vaihtoa sekä pankkien ja veroviranomaisten välillä että eri maiden veroviranomaisten välillä. Tällöin asuinvaltioperiaatteen mukaisesta verotuksesta tulee ikäänkuin lähdevero, jonka helposti liikkuva pääoma pyrkii minimoimaan lähelle nollaa.

Yhtiöverotuksessa asuinvaltioperiaate edellyttää veropohjan harmonisointia siten että poistot määritellään todellista taloudellista kulumista vastaaviksi. Tällöin yhtiöveroprosenttien erot eivät vaikuta merkittävästi pääoman tehokkaaseen allokaatioon eri maiden välillä.

Lähdeveroa soveltamalla voitaisiin torjua asuinvaltioperiaatteen mukaiseen pääomatulojen ilmoitusvelvollisuuden laiminlyönti. Haittapuolena on, että lähdeveroprosentteja ei ole toistaiseksi pystytty harmonisoimaan edes EY-maiden itsensä piirissä. Pikemminkin verokilpailun tuloksena voi syntyä pääomatulojen täydellinen verottomuus. Pääomatulojen verotus tultaneen yhä yleisemmin määrin suuntaamaan liikkumattomaan pääomaan eli soveltamaan esim. kiinteistöverona.

### **4.4. Rahaliiton vaikutukset julkisiin tuloihin ja menoihin**

#### **4.4.1. Keskuspankin inflaatiovero (seignioragetulo) vähenee**

Seignioragetulolla tarkoitetaan julkisen vallan (keskuspankin) mahdollisuutta rahoittaa menojaan laskemalla liikkeeseen korottomia maksuvälineitä ja asettamalla kassavaranto-vaatimuksia eli pakottamalla liikepankit tallettamaan käypää korkoa alemmalla korolla

varoja keskuspankkiin. Kun korko nousee inflaatiovauhdin mukana ja kun liikkeessä olevan setelistön sekä kassavarantojen nimellinen arvo inflaation mukana kasvaa, kasvaa myös seignioragetulo. Tästä syystä seignioragetuloa kutsutaan myös inflaatioveroksi.

Seignioragetulo lasketaan lyhytaikaisen markkinakoron ja setelistölle maksetun nollakoron ja pankkireserveille maksetun markkinakorkoa alemman koron erotuksena. Euroopan komission laskelmien mukaan seignioragetulo oli vuonna 1988 Kreikassa ja Portugalissa, yli 2 % BKT:sta, Espanjassa ja Italiassa yli 1 % BKT:sta, ja muissa EY-maissa noin 0.5 % BKT:sta. Suomessa seignioraasitulo on tällä hetkellä 11 % markkinakoron mukaan laskettuna noin 0.4 % BKT:sta.

Suomessa seignioragetulon menetys riippuu siitä kuinka paljon lyhytaikainen markkinakorko laskee. Nykytilanteessa 11 prosentiksi oletettu markkinakorko on noin viidenneksen Saksan markkinakorkoa korkeampi, joten seignioraasitulon menetys olisi 0.1 % BKT:sta eli 400 milj. markkaa.

Seignioragetulon merkitys vähenee jo ennen yhteiseen rahaan siirtymistä, kun maksujärjestelmät kehittyvät ja pankkien kansainvälinen kilpailun lisääntyminen pakottaa yhteistä jäsenmaiden kassavarantovaatimuksia.

#### **4.4.2. Julkisen velan korkomenot vähenevät**

Julkisen velan korkomenot ovat Euroopan yhteisössä keskimäärin noin 5 prosenttia BKT:sta. Yhteisön velkaantuneimmissa maissa kuten Belgiassa, Kreikassa, Irlannissa ja Italiassa korkomenot ylittävät jopa 10 prosenttia BKT:sta. Suomessa julkisen velan korkomenot ovat vielä vain 0.5 prosenttia BKT:sta, mutta ne kasvavat julkisen velan mukana nopeasti ja ovat vuonna 1995 jo yli 4 prosenttia BKT:sta.

EY-jäsenyys edellyttää Maastrichtin päätösten mukaan Suomen liittymistä Euroopan valuuttakurssijärjestelmään (EMS) ja myöhemmin perustettavaan rahaliittoon. Tämän seurauksena Suomen markan korko tulee lähenemään järjestelmän ankkurimaan Saksan korkotasoa. Rahaliitossa yhteisen valuutan korko on kaikille rahaliittoon kuuluville sama. Tällä hetkellä Saksan pitkäaikaisten valtionobligaatioiden korko on runsaat 8 prosenttia ja Suomen valtionobligaatioiden korko vajaat 12 prosenttia, joten nimelliskorkojen ero on yli 3 prosenttiyksikköä.

Maiden välisten korkoerojen syyt voidaan analyttisesti jakaa neljään ryhmään (European Economy 1991):

- pääomanliikkeiden rajoittamisesta johtuva maakohtainen korkopreemio,
- valuuttakurssien vaihtelumahdollisuudesta johtuva preemio eli valuuttariski,

- reaalisien valuuttakurssin heikkenemisestä johtuva preemio, ja
- valuuttakurssin muutosodotusten virheellisyydestä johtuva preemio.

Korkoeroon voi vaikuttaa näiden lisäksi myös rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyydestä aiheutuva likviditeettipreemio.

Maakohtaisen korkopreemion merkitys on jo pääomanliikkeiden vapautumisen seurauksena vähentynyt, joten EY-jäsenyydellä on tähän tuskin enää lisävaikutusta. Valuuttariskistä johtuva preemio ei myöskään ole kovin suuri, mutta se poistuu yhteisen valuutan mukana kokonaan. Valuuttariski määritellään analyyttisesti valuutan terminikurssin ja termiinin erääntymispäivänä toteutuvaksi odotetun valuuttakurssin erona.

Reaalisien valuuttakurssin heikkenemisestä johtuva preemio syntyy siitä, etteivät toteutetut valuuttakurssimuutokset vastaa täysin inflaatiovauhtien kumuloitunutta erotusta. Kun inflaatiovauhteja koskevat odotukset rahaliittoon siirryttäessä eri maissa yhtenäistyvät, tämäkin preemio poistuu.

Valuuttakurssin virheellisistä muutosodotuksista johtuva preemio, jota akateemisessa kirjallisuudessa on kutsuttu ns. peso-ongelmaksi, vaikuttaa ylivoimaisesti eniten maittasiin korkoeroihin. Peso-ongelma johtuu siitä, että valuuttakurssiodotukset ovat varsin hitaat poistumaan ja/tai sitoutumista kiinteän valuuttakurssin politiikkaan ei pidetä uskottavana. Suomessa peso-ongelma jatkuu ecu-sidonnaisuudesta huolimatta, sillä huonon taloudellisen tilanteen ja varsinkin devalvaation vuoksi markkinat eivät pidä kiinteän valuuttakurssin politiikkaa uskottavana.

Maakohtaisesta korkoerosta erillinen ongelma on yksittäiseen luotonottajaan liittyvä riski. Valtioiden tapauksessa korkoeroja voi syntyä valtioiden erilaisesta luottokelpoisuudesta ja toisaalta valtion luotonoton portfoliovaikutuksista.

Luottokelpoisuudesta johtuva Suomen valtion riskipreemio on nykyisin pieni. Mikäli julkinen velka kasvaa hallitsemattomasti, voi luottoriski nousta merkittäväksi. Se kumoaisi kuitenkin korkeintaan valuuttariskin poistumisesta johtuvan korkopreemion. Suomessa julkinen velkaantuminen on nousemassa ongelmaksi, vaikka velka vuosikymmenen puoliväliin nousee vasta vähiten velkaantuneiden EY-maiden tasolle (ks. liitetäulukko 1).

Portfoliovaikutus johtuu siitä, että yksityisten sijoittajien halukkuus pitää salkussaan valtion velkapapereita riippuu sekä valtion että muiden velkapapereiden tuotoista ja riskeistä. Rahaliitossa eri maiden velkapaperit tulevat sijoittajien kannalta samanarvoisiksi verrattuna tilanteeseen, jossa rahoitusmarkkinat ovat segmentoituneet. Tämä johtaa portfolioiden hajauttamismahdollisuuksien kasvun myötä korkoerojen tasoittumiseen.

Tästä hyötyvät erityisesti ne maat, joiden velkaantuminen on suurta. Myös Suomi pienenä maana hyötyy, kun markkinat valtion velkapapereiden kauppaamiselle rahaliiton myötä laajenevat.

Euroopan valuuttakurssijärjestelmään liittyminen poistaisi ilmeisesti muut riskit kuin edellä mainitun valuuttariskin. Tämän suuruudeksi voitaisiin karkeasti arvioida eri maiden tähänastisen ERM-kokemuksen perusteella runsaat 1 % (van Hoek ja Groot, 1991). Rahaliittoon siirryttäessä valuuttariskikin poistuu.

Näin arvioiden valtion markkamääräisen velan korko alenisi aluksi yli 2 prosenttiyksikköä ja myöhemmin vielä yhden prosenttiyksikön nykyiseen Saksan korkotasoon verrattuna. Kun markkamääräisen julkisen bruttovelan määräksi ennustetaan yli 100 mrd. markkaa vuonna 1995, olisi korkomenojen vuotuinen säästö EMS-jäsenyyden seurauksena 2 mrd. markkaa eli 0.3 prosenttia BKT:sta.

Koron aleneminen vaikuttaa luonnollisesti myös taloudelliseen kasvuun. Valtiovarainministeriön kansantalousosaston KESSU IV mallin mukaan koron lasku 2 prosenttiyksiköllä johtaa BKT:n noin yhden prosentin suuruiseen lisäykseen lähinnä investointien ja vientipotentiaalin kasvun vaikutuksesta.

## 5. RAHALIITTO JA FINANSSIPOLITIikka

Rahaliitossa kansallisen raha- ja valuuttakurssipolitiikan itsenäisyys katoaa. Tällöin paine finanssipolitiikan käyttöön kansallisten häiriöiden torjunnassa vastaavasti lisääntyy. Koko yhteisön kannalta tästä voi syntyä kuitenkin ongelma, sillä yhden tai useampien jäsenmaiden julkisen sektorin liiallinen velkaantuminen saattaa järkyttää yhteisten rahoitusmarkkinoiden vakautta.

Jäsenmaiden finanssipolitiikkaa olisi toisaalta koordinoitava, jotta koko yhteisön alueella kysyntää voitaisiin säädellä ja vaikuttaa yhteiseen valuuttakurssiin. Jäsenmaiden budjettivajeet ovat tässä tapauksessa talouspolitiikan instrumentteja.

Seuraavassa kansallista finanssipolitiikkaa talous- ja rahaliitossa tarkastellaan kansallisen itsenäisyyden, kurinalaisuuden ja koordinaation näkökulmista.

### 5.1. Kansallisen finanssipolitiikan itsenäisyyden tarve

Finanssipoliittista itsenäisyyttä tarvitaan, kun maata on kohdannut maakohtainen shokki, jonka vaikutuksia halutaan lieventää. Kaikkiin maakohtaisiin shokkeihin ei tietenkään ole tarvetta puuttua, eikä varsinkaan finanssipolitiikan avulla, koska pääasiallisena sopeutumiskeinona rahaliitossa on sekä hintojen että tuotantokustannusten - siis palkkojen ja raaka-ainepanosten - hintojen joustavuus.

Perinteisen ajattelun mukaan hintojen ja palkkojen ollessa jäykkiä voitaisiin finanssipolitiikalla lieventää tilapäisen maakohtaisen shokin kansantaloudellisia kustannuksia. Finanssipolitiikkaan voitaisiin turvautua myös silloin kun on kysymys pysyvistä shokista. Molempia tapauksia tarkastellaan seuraavassa esimerkin avulla.

#### 5.1.1. Finanssipolitiikka lyhyen aikavälin stabilisaatiopolitiikan välineenä

Oletetaan, että shokki on sellainen, että maan säästämisaste on tilapäisesti alentunut ja vastaavasti kulutus ja investoinnit ovat lisääntyneet. Kun hyödykemarkkinoiden integraatio on rahaliitosta huolimatta epätäydellinen, lisääntynyt kysyntä kohdistuu kotimarkkinahyödykkeisiin kiihdyttäen inflaatiota.

Joustavien valuuttakurssien järjestelmässä rahapolitiikan kiristäminen nostaisi korkoja. Tämä alentaisi kotimaista kysyntää ja lisäisi pääomantuontia, jolloin valuuttakurssi revalvoituisi. Kysynnän aleneminen ja valuutan revalvoituminen hidastaisivat inflaatiota.

Kiinteiden kansallisten valuuttakurssien järjestelmässä hyödykemarkkinat tasapainottuvat tuonnin lisääntymisen kautta, kun inflaatio heikentää kilpailukykyä eli nostaa reaalista valuuttakurssia. Inflaatio ja vaihtotaseen vajuus voitaisiin välttää estämällä restriktiivisellä finanssipolitiikalla alentuneesta säästämisasteesta johtunut kysynnän lisäys. Finanssipolitiikka olisi siis kiinteiden valuuttakurssien ja vapaiden pääomanliikkeiden vallitessa varsin tehokasta, kuten perinteinen Mundell-Fleming malli osoittaa.

Finanssipolitiikkaa ei ole kuitenkaan juuri käytetty talouden hienosäätöön tähän liittyvien haittavaikutusten vuoksi. Valtion budjetti ei ole riittävän joustava instrumentti lyhytaikaisten häiriöiden torjuntaan. Finanssipolitiikka saattaa myös estää tarvittavan reaali-palkkojen sopeutumisen, joka muutoin syntyisi markkinavoimien vaikutuksesta. Jos rahaliitossa ja muutoinkin turvauduttaisiin jatkuvasti talouden hienosäätöön finanssipolitiikan avulla, tämä vähentäisi markkinoiden sopeutumiskykyä shokkeihin pitemmällä aikavälillä.

### **5.1.2. Finanssipolitiikka pitkällä aikavälillä**

Finanssipolitiikan roolia, kun shokki on pitkäaikainen, hahmotetaan seuraavassa myös esimerkin avulla. Nyt oletetaan, että säästämisasteen lasku verrattuna edelliseen tapaukseen on pysyvä.

Tällöinkin hyödyke- ja tuotannontekijämarkkinoiden tasapaino edellyttää tuonnin lisääntymistä. Valuuttakurssijärjestelmästä riippumatta kilpailukyvyyn on heikennyttävä eli reaalisena valuuttakurssin on vahvistuttava, jotta tuonti voisi lisääntyä. Kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä tämä tapahtuu kotimaisen inflaation voimistumisen kautta, ja joustavan valuuttakurssin järjestelmässä nimellinen valuuttakurssi revalvoituu.

Heikentynyt ulkoinen tasapaino voidaan korjata kolmella mahdollisella tavalla. Ulkomaisen velan voidaan antaa kasvaa, kunnes varallisuus ja käytettävissä oleva tulo laskevat siinä määrin että kulutus alenee. Tämä keino on valuuttakurssijärjestelmästä riippumaton, mutta sen tuloksellisuus edellyttää normaaliolosuhteissa melko pitkää odottamista.

Toisena mahdollisuutena on antaa inflaation voimistua. Tällöin rahoitussaamisten reaaliarvo laskee ja johtaa kulutuksen alenemiseen. Tämä edellyttää kuitenkin nimellisen valuuttakurssin devalvoimista kilpailukyvyyn palauttamiseksi, mikä ei ole rahaliitossa mahdollista.

Kolmantena ja rahaliitossa lopulta ainoana mahdollisuutena on lisätä julkisen talouden kautta kansantalouden säästämistä (edellyttäen ettei tämä vähennä yksityistä säästämistä) kiristämällä finanssipolitiikkaa.



Edellä olevasta esimerkkeihin perustuvasta tarkastelusta ilmenee, että jos ulkoisen tasapainon vuoksi reaalista valuuttakurssia eli kansallista kilpailukykyä on korjattava, pystytään tämä rahaliitossa toteuttamaan vain finanssipolitiikan avulla. Taustaoletuksena on tällöin, että nimellispalkat eivät jousta pitkälläkään aikavälillä.

Finanssipolitiikan pitemmän aikavälin rooliin liittyvä kysymys on, pitäisikö jäsenmaiden budjettien olla suhdannevaikutuksista puhdistettuna tasapainossa vai sallitaanko pysyvä mutta hoidettavissa oleva budjetin alijäämäisyys tai ylijäämäisyys.

Pysyvä budjetin epätasapaino voi johtua mm. seuraavista syistä. Maittaiset sosiaaliturvan rahoitusjärjestelmät saattavat poiketa toisistaan, kun joissakin maissa eläketurva rahoitetaan juoksevista tuloista, kun taas toisissa maissa harrastetaan eläketurvan rahastointia. Julkisten investointien rahoitus saattaa vaatia pitkään jatkuvaa budjetin alijäämäisyyttä, esimerkkinä Itä-Saksan jälleenrakennus. Jonkin maan investointitarve saattaa vaatia budjetin alijäämäisyyttä varsinkin, jos nykyinen sukupolvi ei ole valmis luopumaan kuluksistaan tulevien sukupolvien hyväksi. Tämänkaltaisista syistä maittaiset budjetit voivat olla epätasapainossa myös keskipitkällä aikavälillä mutta eivät kuitenkaan ikuisesti.

Yhteenveto finanssipolitiikan roolista talouspolitiikan instrumenttina on seuraava: Suhdanteita tasaavalla stabilisaatiopolitiikalla on tärkeä roolinsa tilapäisten maakohtaisten shokkien torjunnassa, mutta stabilisaatiopolitiikkaan tulisi turvautua vain vakavien häiriöiden tapauksissa. Kireätä finanssipolitiikkaa tarvitaan ulkoisen tasapainon palauttamiseksi niin kauan kuin tämä asetetaan tärkeäksi talouspolitiikan tavoitteeksi. Perustellut kotimaiset syyt voivat toisaalta edellyttää budjettialijäämien sallimista myös keskipitkällä aikavälillä. Finanssipolitiikan kansallista itsenäisyyttä tarvitaan siis myös rahaliitossa.

Kaikki budjettialijäämät eivät ole kuitenkaan hyväksyttäviä. Tämä käy ilmi seuraavasta finanssipolitiikan kurinalaisuutta ja koordinointia käsittelevästä tarkastelusta.

## **5.2. Finanssipolitiikan kurinalaisuuden tarve**

Delorsin raportin julkistamisen jälkeen on käyty laajalti keskustelua siitä, missä määrin kurinalaisuutta tarvitaan ja saavutetaanko se markkinavoimien varaan nojaten vai asettamalla budjettivajausta rajoittavia sääntöjä. Seuraavassa asiaa tarkastellaan kolmesta näkökulmasta:

- mitä finanssipolitiikan kurinalaisuus tarkoittaa ja miksi siitä rahaliitossa ollaan huolestuneita,
- onko finanssipolitiikan kurinalaisuus käytännössä ongelma, ja

- voimistaako vai heikentääkö rahaliitto finanssipolitiikan kurinalaisuutta.

### **5.2.1. Mitä finanssipolitiikan kurinalaisuus tarkoittaa**

Kurinalaisuuden käsite on intuitiivisesti helposti ymmärrettävissä, mutta sen täsmällinen määrittely ja kvantifiointi on vaikeampaa. Suoraviivaisimman ja vähiten kiistanalaisen määritelmän mukaisesti se tarkoittaa sitä, ettei valtio saa tulla maksukyvyttömäksi. Keskustelunalaiseksi kuitenkin jää, missä vaiheessa valtion budjettipolitiikka määritellään ei-kurinalaiseksi, kun se johtaa velkaantumisasteen kasvuun.

Finanssipolitiikan kurinalaisuuden puute johtaa ääritapauksina joko julkisen velan rahoittamiseen keskuspankista eli ns. setelirahoitukseen tai valtion konkurssiin ja sen saamien lainojen anteeksiantoon.

Rahaliiton yhden tai useamman jäsenmaan finanssipolitiikan ei-kurinalaisuus vaikuttaa Euroopan keskuspankin politiikkaan ja muihin jäsenmaihiin kolmella tavalla.

Ensimmäiseksi ja mitä ilmeisimmin syntyy paine löysätä Euroopan keskuspankin rahapolitiikkaa. Vaikka Euroopan keskuspankki olisikin muodollisesti riippumaton valtiontalouksien kehityksestä, finanssikriisien mahdollisuus rajoittaa keskuspankin toimintavapautta. Myös rahoitusmarkkinoilla saattaa syntyä odotuksia keskuspankin väliintulosta, jolloin keskuspankin inflaation vastaisen politiikkalinjan jatkumisen uskottavuus kärsii ja pääomamarkkinoiden korot nousevat.

Toisena mahdollisuutena on, että jäsenmaa irrottautuu rahaliitosta, ajautuu konkurssiin ja pidättäytyy velkojensa hoidosta. Irrottautumismahdollisuus toisi kuitenkin valuuttariskin uudelleen esiin ja vähentäisi eri maiden lainojen substituutio-ominaisuuksia pääomamarkkinoilla.

Kolmantena mahdollisuutena on turvautua muiden jäsenvaltioiden apuun. Tämä voi tapahtua joko suorana pelastusoperaationa tai ongelmamaan velkapapereiden suurempana osuutena yhteisen keskuspankin portfoliossa. Molemmissa tapauksissa kaikkien julkisten velkapapereiden markkina-arvostus laskee ja korko nousee.

Nähdään, että kaikissa kolmessa tapauksessa jonkin maan finanssipolitiikan kurinalaisuuden puute synnyttää ulkoisvaikutuksia muihin jäsenmaihiin. Finanssipolitiikan kurinalaisuus määriteltynä siten, ettei julkinen velka kasva hallitsemattomasti on siten välttämätön ehto rahaunionin onnistumiselle.

### 5.2.2. Finanssipolitiikan kurinalaisuus käytännössä

Velan hallittavuuden (sustainability) empiirinen tarkastelu on luonnollisesti ehdollinen sille, mitä tulevaisuudessa tapahtuu. Julkisen velan hallittavuusehto riippuu kerättävistä veroista ja menoista sekä talouden kasvusta ja reaalikorosta. Teknisesti tämä ns. intertemporaalinen budjettirajoite voidaan esittää rahoitusvajauksen ja velan dynamiikkaan perustuvan laskentaidentiteetin avulla (Blanchard 1990).

Intertemporaalisen budjettirajoitteen ehtona on, että jos reaalikorko on suurempi kuin taloudellinen kasvu, tulevien budjettiylijäämien summa diskontattuna reaalikoron ja kasvuvauhdin erotuksella tulee olla vähintään yhtä suuri kuin velan nykyinen määrä. Budjetin ylijäämä määritellään tällöin ns. primäärisenä eli perusylijäämänä, so. ilman korkomenoja ja -tuloja. Jos talouden kasvuvauhti on reaalikorkoa suurempi, ei velkaantumisongelmaa synny.

Usein käytetty velan hallittavuusehto on, että velkaantumisaste, so. velan suhde bruttokansantuotteeseen, pysyy vakiona tai pienenee. Laskentaidentiteettien mukaan velkaantumisaste ei kohoa, kun primäärinen budjettijäämä on suurempi kuin reaalikoron ja talouden kasvuvauhdin erotus kerrottuna velkaantumisasteella.

EY- sekä EFTA-maiden velkaantumista ja budjettijäämiä on tarkasteltu liitetaulukossa 1. Sen mukaan mitä korkeampi on velkaantumisaste, sitä suurempi budjetin perusylijäämä tarvitaan velkaantumisasteen stabilisoimiseksi.

Velkaantumisasteelle on vaikea määritellä ehdotonta maksimia. 100 prosentin velkaantumisastetta ei tulisi missään tapauksessa kasvattaa, sillä tällöin veroja tarvitaan jo nimellisen korkoprosentin verran BKT:sta velkaantumisasteen ennallaan pitämiseksi. Kun rahaliitossa syntyy verotuksen yhtenäistämispainetta, nousee vastaavasti paine hallittavissa olevalle velkaantumisasteelle.

Maastrichtin päätöksen mukaan julkinen bruttovelka ei saa ylittää 60 prosenttia BKT:sta ja budjettivajaus ei saa olla suurempi kuin julkiset investointimenot, jotka ovat EY-maissa keskimäärin 3 prosenttia bruttokansantuotteesta.

EY-maista valtiontalouden korjaamistarve (liitetaulukko 1) laskettuna vaaditun ja toteutuneen primäärisen budjettiylijäämän erotuksena on vuonna 1991 suurin Portugalissa, Saksassa, Kreikassa ja Italiassa. Toisaalta vaikka Belgian ja Irlannin velkaantumisasteet ovat korkeat, ne näyttävät primäärisen budjettiylijäämän perusteella olevan hallinnassa. EFTA-maista Suomella ja Norjalla valtiontalouden korjaustarve on suurin, vaikka kummassakaan maassa velkaongelmat eivät näyttäisi asettavan esteitä rahaliiton jäsenyydelle.

Suomessa julkisen sektorin velkaantumisaste nousee liitetaulukossa 1 esitetyn ennustelaskelman mukaan vuoteen 1995 mennessä vasta vähiten velkaantuneiden maiden tasolle EY- ja EFTA-maista. Velkaantumisasteen perusteella Suomelle ei siis tulisi esteitä rahaliittoon osallistumiselle. Julkisen sektorin budjettialijäämän suhteen tilanne on huolestuttavampi. Vuonna 1995 julkisen velan nettokorkomenot ovat ennustearvioiden mukaan jo yli 4 prosenttia BKT:sta. Jos julkisen sektorin alijäämä (ml. korkomenot) saadaan puristettua rahaliiton edellyttämään 3 prosenttiin BKT:sta, tilanne olisi hallinnassa eikä primäärisen budjettijäämän korjaustarvetta enää olisi edellyttäen ettei velkaantumisastetta haluta pienentää.

Velkaantumisasteen pitäminen ennallaan vuodesta 1995 lähtien edellyttäisi 5 prosentin reaalikoron ja 3 prosentin taloudellisen kasvun vallitessa 0.8 prosenttia BKT:sta suuruista primääristä budjettiylijäämää. Vastaava EY- ja EFTA-maiden keskiarvo on 1.2 prosenttia BKT:sta, sillä niiden keskimääräinen velkaantumisaste on korkeampi.

EY- ja EFTA-maihin verrattuna näyttäisi siltä, ettei Suomen velkaantumisaste muodosta haittaavaa rajoitetta rahaliittoon osallistumiselle. Ongelmaksi tulee kuitenkin se, missä määrin on oikeutettua maksattaa tulevilla sukupolvilla nykyistä elintasoa ja missä määrin EY:n vaatima budjettipolitiikan koordinointi rajoittaisi velkaantumista. Iso ongelma on myös se, että odotukset velkaantumisen hallittavuuden puutteellisuudesta nostavat korkoja.

### **5.2.3. Finanssipolitiikan kurinalaisuus ei säily pelkästään markkinavoimien varassa**

Voisiko yksittäisten maiden finanssipolitiikan kurinalaisuus säilyä mm. markkinavoimien tuottamien kiihokevaikutusten varassa vai tarvitaanko tähän koko yhteisön myötävaikutusta säännöin ja sanktioin?

Rahaliitossa jäsenmaa on hyväksynyt Euroopan keskuspankin ja muiden yhteisön instituutioiden toimintasäännöt: a) itsenäisen keskuspankkipolitiikan, ja b) julkisia menoja ei voida rahoittaa keskuspankista. Tämä merkitsee myös intertemporaalisen budjettirajoitteen tiukentumista. Rahaliitossa finanssipolitiikan kurinalaisuuden voidaan odottaa näin ollen voimistuvan aikaisempaan verrattuna.

Ongelmana toisaalta on, voivatko markkinavoimat pääomamarkkinoiden vapautuessa pitää yllä finanssipolitiikan kurinalaisuuden, eli pystyvätkö markkinat analysoimaan oikein maan luottokelpoisuuden ja asettamaan sopivan riskipreemion kyseisen maan julkisen velan rahoitusehtoihin.

Yhdysvalloista ja Kanadasta saatujen empiiristen havaintojen mukaan riskipreemiot ovat jääneet pieniksi. Kanadan provinseissa korkopreemiot ovat olleet 0.5 prosenttiyksikköä

ja Yhdysvaltain osavaltioissa 0.4 prosenttiyksikköä parhaimpiin luotonottajiin verrattuna. Lisäksi Yhdysvalloissa on havaittu, ettei suurikaan velkataakka ole oleellisesti nostanut riskipreemiota eikä yhdessäkään tapauksessa korkean velkaantumistasen osavaltiota ole säännöstelty ulos lainamarkkinoilta.

Goldsteinin ja Woglomin (1991) tutkimusten mukaan kurinalaisempi budjettipolitiikka Yhdysvaltain osavaltioissa heijastuu alempina luotonotokustannuksina. Osavaltion yhtä keskihajonnan mittaa "löysempi" budjettipolitiikka vastaa 0.15 - 0.20 prosenttiyksikköä korkeampia lainanotokustannuksia. Tämän perusteella he eivät kuitenkaan pysty ratkaisemaan kysymystä, pystyisivätkö markkinat yksin pitämään huolta finanssipolitiikan kurinalaisuudesta.

van Hoek ja Groot (1991) ovat todenneet, ettei nykyisen EMS-järjestelmän puitteissa ole havaittu finanssipolitiikan ns. syrjäytysvaikutusta (crowding out). Julkisen velanoton aiheuttama korkojen nousu on ollut merkityksetön verrattuna koko kansantalouden rahoitusvajauksesta ja inflaatiosta aiheutuneeseen korkovaikutukseen.

Rahaliitto ei sinänsä edellä olevien pohdintojen perusteella vaikuta kielteisesti finanssipolitiikan kurinalaisuuteen. Toisaalta ei voida täysin luottaa myöskään markkinavoimien vaikutukseen kurinalaisuuden ylläpitäjänä. Näin ollen markkinavoimien epäonnistuessa tulisi olla mahdollisuus turvautua EY:n asettamiin sääntöihin ja sanktioihin. Maastrichtin kokouksessa lopulta ratkaistiin, että rahaliittoon mukaan pääsemisen ehtona on kurinalainen finanssipolitiikka.

### **5.3. Finanssipolitiikan koordinoititarve**

Koordinaatio on finanssipolitiikan itsenäisyyden ja kurinalaisuuden ohella kolmas näkökulma rahaunionissa harjoitettavaan finanssipolitiikkaan. Kunkin maan omalla finanssipolitiikalla on heijastus (spill-over) -vaikutuksia muihin maihin. Näitä voitaisiin vähentää politiikkaa koordinoimalla.

Seuraavassa tarkastellaan, miten finanssipolitiikan heijastusvaikutukset rahaliitossa syntyvät ja vaatiiko rahaliitto koordinoinnin tehostamista. Lisäksi tarkastellaan rahaliiton mukanaan tuomia kustannuksia ja hyötyjä koordinoinnin toteuttamisessa.

#### **5.3.1. Finanssipolitiikan heijastusvaikutukset**

Rahaliitto voimistaa finanssipolitiikan heijastusvaikutuksia muihin rahaliiton jäsenmaihin. Tämä johtuu siitä, että hyödyke- ja pääomamarkkinoiden integroituminen tehostuu ja finanssipolitiikka vaikuttaa yhteiseen korkotasoon, ja siitä, että yhteisestä valuuttakurssis-

ta tulee entistä merkittävämpi vaikutuskanava, kun jäsenmaiden budjetit määräävät yhteisen vaihtotaseen ja edelleen yhteisen valuuttakurssin.

Jos finanssipolitiikan koordinointia ei harrastettaisi, jokaisen jäsenmaan oma finanssipolitiikka vaikuttaisi yhteiseen valuuttakurssiin. Tällöin valuuttakurssista tulisi eräänlainen kaikkien käytettävissä oleva julkishyödyke. Suomessa eri tahojen valuuttakurssipoliittiset tavoitteet ovat tästä esimerkkinä.

Rahaliitossa finanssipolitiikan koordinointitarve lisääntyy heijastusvaikutusten vuoksi. Näitä tarkastellaan seuraavassa sekä perinteiseen Mundell-Fleming malliin nojautuen että yhteisen vaihtotaseen ja valuuttakurssin näkökulmasta.

### **Mundell-Fleming mallin tulokset**

Rahaliittoon siirtyminen tehostaa Mundell-Fleming mallin mukaan finanssipolitiikan vaikutusta kotimaiseen talouteen, sillä koron kautta tapahtuvaa syrjäytysvaikutusta (crowding out) ei synny, kun korko ei enää riipu yksittäisen maan finanssipolitiikasta. Toisaalta hyödykemarkkinoiden integraatio lisää sekä kysynnän että suhteellisten hintojen muutosten kautta finanssipolitiikan heijastusvaikutuksia muihin maihin.

Finanssipolitiikan heijastusvaikutukset muihin maihin riippuvat sekä tulo- ja korkovaikutuksen suhteellisesta voimakkuudesta että siitä, miten valuuttakurssijärjestelmä toimii.

Joustavan valuuttakurssin järjestelmässä ja täydellisen pääoman liikkuvuuden vallitessa ekspansiivinen finanssipolitiikka vaikuttaa myönteisesti ympäröiviin maihin lisäämällä niiden vientiä sekä suoran tulovaikutuksen että kilpailukyvyn paranemisen kautta.

EMSissä eli kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä ekspansiivinen finanssipolitiikka ankkurivaluutan maassa Saksassa saattaa hyvinkin olla muille jäsenmaille epäedullista beggar-thy-neighbour politiikkaa. Jos korko- ja valuuttakurssivaikutus ympäröiviin maihin on suurempi kuin tulovaikutus, ekspansiivinen finanssipolitiikka Saksassa ja tästä johtuva korkotason nousu ja dollarin devalvoituminen laskevat muiden EMS-maiden kysyntää enemmän kuin vienti Saksaan lisääntyy. Saksan viennin osuus on vähemmän kuin 3 prosenttia BKT:sta Ranskassa, Englannissa ja Italiassa; Suomessa Saksan viennin BKT-osuus on lähes 5 prosenttia.

Muissa EMS-maissa kuin järjestelmän ankkurimaassa Saksassa harjoitetulla ekspansiivisella finanssipolitiikalla on selvä veturivaikutus ympäröiviin maihin, myös Saksaan. Syrjäytysvaikutusta korkotason pysyessä ennallaan ei nimittäin synny ja EMS-järjestelmä tukirahastoineen hillitsee valuuttakurssin muutosodotusten puhkeamista ekspansiivista finanssipolitiikkaa harjoittavassa maassa.

### **Yhteisen vaihtotaseen ja valuuttakurssin kautta syntyvät finanssipolitiikan heijastusvaikutukset**

Rahaliitossa jokaisella jäsenmaalla on sama valuuttakurssi kolmansiin maihin nähden sekä yhteinen vaihtotase. Yhteinen valuuttakurssi ja vaihtotase tulevat olemaan jokaisen jäsenmaan kiinnostuksen kohteena (vrt. yhteistä rahapolitiikkaa koskeva keskustelu luvussa 3.2.).

Yhteisen vaihtotaseen epätasapainon korjaaminen vaatii finanssipoliittisia toimenpiteitä. Toimenpiteiden vaikutus kohdistuu koko yhteisön hyväksi ulkoisen tasapainon korjaantumisena, mutta lähes kaikki tästä johtuvat kustannukset tulevat korjaavaa finanssipolitiikkaa harjoittavan jäsenmaan kannettaviksi. Tämä on kouluesimerkki voimakkaasta finanssipolitiikan heijastusvaikutuksesta.

#### **5.3.2. Finanssipolitiikan koordinointi rahaliitossa**

Yhteisen vaihtotase- tai valuuttakurssitavoitteen saavuttamiseksi finanssipolitiikan koordinointi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä on tärkeää, jotta välttyttäisiin "vapaamatkustajien" muodostamilta ongelmilta. Talouspolitiikan koordinointia tarvitaan myös globaalilla tasolla. Euroopan keskuspankki ei voi huolehtia pelkästään rahapolitiikkaan turvautuen globaalisen talouspolitiikan koordinoinnista, vaan tähän tarvitaan myös finanssipolitiikan tukea. Tämä tuki syntyy rahaliiton sisäistä finanssipolitiikkaa koordinoimalla.

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä koordinointitarve on välttämätön. Jonkin rahaliiton jäsenmaan liiallisen budjettialijäämän heijastusvaikutukset ilmenevät naapurimaiden korkeampana reaalikorkona sekä heikompana kilpailukyynä kolmansiin maihin nähden.

Yhteenvetona voidaan todeta, että finanssipolitiikan koordinaatiota tarvitaan ensinnäkin varmistamaan rahaliitolle sopiva talouspolitiikkakokonaisuus maailmantalouden puitteissa, erityisesti yhteisen valuuttakurssin ja vaihtotaseen kannalta, ja toiseksi korjaamaan keskipitkällä aikavälillä mahdollisesti ilmenevät jäsenmaiden pyrkimykset liian suuriin budjettialijäämiin.

## **6. TALOUSPOLITIikka ILMAN VALUUTTAKURSSIA**

Kansantalouksien vakaata kehitystä tulevat talous- ja rahaliitossakin edelleen häiritsemään odottamattomat joko kotimaista tai ulkomaista alkuperää olevat häiriöt. Näiden seurauksena tuotanto ja hinnat vaihtelevat, mikä alentaa erilaisten reagoitaviivien ja jäykkyyksien takia hyvinvointia. Sikäli kun nimellisen valuuttakurssin muutoksella on voitu tasoittaa näitä vaihteluita, valuuttakurssipolitiikasta luopuminen voi vähentää hyvinvointia.

Seuraavassa tarkastellaan kysymystä, mitä seurauksia valuuttakurssista luopumisella on ja mitä muita keinoja on olemassa maakohtaisten shokkien vaikutusten lieventämiseen.

Kun sisäistä valuuttakurssia ei ole, shokkiin voidaan reagoida joko sopeuttamalla tuotannontekijöiden määriä niiden eri maiden välisen liikkuvuuden avulla tai sopeuttamalla tuotannontekijöiden hintoja eli palkka- ja raaka-ainekustannuksia. Toinen mahdollisuus on turvautua ulkoiseen rahoitukseen ja ottaa lainaa ja tällä torjua shokin vaikutuksia. Luotonotto voi kuitenkin olla vain tilapäistä. Luotonotto voi olla joko yksityistä tai julkista, ja julkisen rahoituksen lähteenä voi puolestaan olla joko kansallinen tai yhteisön yhteinen budjetti. Koska tuotannontekijöiden, erityisesti työvoiman, liikkuvuus on usein varsin rajoittunutta, tuotannontekijöiden hintojen jousto on tärkein sopeutumiskeino.

### **6.1. Onko valuuttakurssipolitiikasta hyötyä?**

Valuuttakurssien käyttö talouspolitiikan välineenä voidaan monin tavoin asettaa kyseenalaiseksi. Voidaan kysyä, ovatko nimellisten valuuttakurssien muutokset pystyneet vaikuttamaan reaaliin valuuttakursseihin eli kilpailukykyyn muuten kuin lyhyellä tähtämellä.

Asiaa voidaan muodollisesti testata vertaamalla nimellisen ja reaalin valuuttakurssin yhteisintegroituvuutta, so. liikkuvatko nimellisen ja reaalin valuuttakurssin tasot pitkällä aikavälillä samaan tahtiin. Jos näin ei tapahdu, ei nimellisellä valuuttakurssilla ei ole vaikutusta reaaliin valuuttakurssiin.

EY:n komission EMS-valuutoilla suorittamien testien mukaan nimelliset ja reaaliset valuuttakurssit eivät ole yhteisintegroituneita, ts. nimellisellä valuuttakurssilla ei ole ollut vaikutusta kilpailukykyyn. Myöskään Suomessa nimellisen valuuttakurssin muutoksilla ei ole pitkäaikaisesti pystytty pitämään yllä kilpailukykyä.

Toisaalta voidaan olettaa, että rahaliitto vähentää epäsymmetristen shokkien esiintymistä. Hyödykemarkkinoiden integraation syveneminen johtaa samalla myös toimialojen sisä-



sen kaupan lisääntymiseen. Tällöin toimialaa kohtaavan kysyntäshokin vaikutus laajenee rahaliiton alueelle, joten shokkien epäsymmetrisyys rahaliitossa tulee ilmeisestikin vähenemään.

Symmetrinen, kaikille maille yhteinen, shokki voi aiheuttaa epäsymmetrisen, vain yhtä maata kohtaavan, vaikutuksen. Tämä riippuu maiden tuotantorakenteen yksipuolisuudesta ja reaali-palkkojen joustavuudesta.

Reaali-palkkojen joustavuuteen vaikuttaa kaksi tekijää: nimellispalkkojen jousto odotetun inflaatiovauhdin suhteen ja toisaalta nimellispalkkojen jousto työttömyysasteen suhteen. Näiden kahden jouston suhteena saadaan mittaluku reaali-palkan jäykkyydelle. EY-maissa reaali-palkat ovat tämän mittaluvun mukaan jäykkiä, sillä Saksan, Ranskan, Italian, Hollannin ja Iso-Britannian jäykkyyksiksi saadaan 1.5 - 2.2, Belgian ja Tanskan noin 1, kun Yhdysvaltojen ja Japanin indeksi on vain 0.3.

Suomessa reaali-palkat ovat olleet joustavampia kuin EY-maissa, mutta jäykempiä kuin USA:ssa, Japanissa, Ruotsissa tai Itävallassa. Suomessa nimellispalkan jousto odotetun inflaation suhteen on 0.7 (Tarkka etc., 1990) ja jousto työttömyysasteen suhteen 1 (Pehkonen 1991), jolloin reaali-palkkajäykkyyden indeksiksi saadaan 0.7, mikä asettuu selvästi EY-maiden indeksiarvoa alemmaksi lähelle USA:n ja Japanin indeksilukuja. OECD:n sihteeristö on laskelmissaan päätenyt hieman alempaan jäykkyyksiin (0.6).

Rahaliitto lisää paineita reaali-palkan jäykkyyden alentamiseksi, kun inflaatio-odotukset vaimenevat eikä valuuttakurssimuutoksia tarvitse enää diskontata nimellispalkkoihin. Suomella ja Ruotsilla näyttäisi olevan suhteellista etua palkkojen joustavuudessa. Reaali-palkan joustavuudesta saadut kokemukset ovat kuitenkin peräisin devalvaatiovuosilta, jolloin palkansaajat pidättäytyivät vaatimasta kompensatiota devalvaatioiden aiheuttamasta inflaatiosta (Calmfors 1992).

Valuuttakurssia voitaisiin kuvitella käytettävän myös muita maita nopeamman kasvun ylläpitoon pysyvästi pitämällä reaali-palkka kilpailukykyisenä. Tämän tavoitteen kumoo jo edellä mainittu tulos, jonka mukaan nimellisellä valuuttakurssilla ei ole pysyvää vaikutusta reaaliiseen valuuttakurssiin. Myöskään empiirisesti kasvun ja reaali-palkkojen trendimäisen heikkenemisen yhteyttä on vaikea todentaa.

## **6.2. Valuuttakurssipolitiikka korvattava pääasiassa tuotannontekijöiden hintojen sopeutumisella**

Kun valuuttakurssia ei voida käyttää, joudutaan sopeutumaan negatiiviseen shokkiin pait-si voittomarginaalien kaventumisella myös palkkojen joustavuudella ja/tai työvoiman liikkuvuudella. Vaikka jo sisämarkkinoiden synty eliminoi monopolivoittoja, rahaliitto

lisää edelleen voittomarginaalien joustavuutta. Kun työvoiman liikkuvuus jää ilmeisen vähäiseksi ja voittomarginaaleista on vain vähän apua, shokkeihin sopeutuminen jää suuressa määrin palkkojen ja kotimaisten raaka-aineiden hintojen joustavuuden varaan.

Rahaliitto vaikuttaa palkkojen muodostuksen kolmella tavalla. Kun ei voida turvautua valuuttakurssimuutoksiin, palkkainflaation pitäminen kurissa jää työmarkkinaosapuolten vastuulle. Toiseksi, finanssipolitiikan kurinalaisuuden vaatimus rajoittaa ratkaisevasti maltillisten palkankorotusten ostoa verohelpotuksin tai auttamasta palkkainflaatiosta kärsimään joutuvia alueita tai toimialoja. Kolmanneksi, hyödykemarkkinoiden integraation syveneminen lisää niiden hintajoustavuutta. Tämä edellyttää lisää joustavuutta myös työmarkkinoilla, kun työ on hyödykemarkkinoiden synnyttämää kysyntää.

Epäselvää on, kuinka rahaliitossa sosiaalisen koheesion aikaansaama paine tuloerojen kaventamiseksi vaikuttaa palkkojen joustavuuteen. Edelleen on epäselvää, miten itse palkanmääräytymisprosessi tulosopimusneuvotteluineen muuttuu ja vaikuttaa joustavuuteen.

Valuuttakurssi-instrumentin menetyksen voisi ajatella korvattavan turvautumalla luotonottoon. Tämän houkuttelevuutta lisää korkoihin liittyvän valuuttariskin poistuminen rahaliitossa. Luottorahoitukseen turvautumista voi kuitenkin rajoittaa pääomien vapaalle liikkuvuudelle eri alueiden välillä edelleenkin jäävät esteet. Näitä voivat olla transaktio- ja informaatiokustannukset sekä diskriminoiva verolainsäädäntö sekä mahdollisuus pääomaliikkeiden säännöstelyyn tulevaisuudessa.

Finanssipolitiikka on periaatteessa tehokas väline, kun valuuttakurssi on kiinteä ja pääomanliikkeet ovat vapaat kuten edellä luvussa 5 tarkasteltiin. Jos ulkoinen tasapaino on huolena, voitaisiin finanssipolitiikkaa käyttää tämän korjaamiseksi. Näin voidaan menettellä kuitenkin vain silloin, kun on kysymys tilapäisestä häiriöstä, sillä pysyviin häiriöihin on tuotannontekijöiden sopeuduttava ja finanssipolitiikan apu vain pitkittäisi sopeutumista. Finanssipolitiikan on joka tapauksessa otettava huomioon sen heijastusvaikutukset muihin maihin sekä kurinalaisuuden vaatimus.

Talous- ja rahaliiton oma yhteinen budjetti voisi myös osaltaan edesauttaa alueellisten ongelmien ratkaisuun. Tämän hetkinen yhteinen budjetti (1 prosentti BKT:sta) on kuitenkin riittämätön. Monet tutkijat ovatkin ehdottaneet mm. federatiivista budjetin tasapainon suhteen neutraalia tulonsiirtojärjestelmää työttömyysongelmien lievittämiseksi.

## 7. YHTEENVETO

Euroopan yhteisön jäsenyyden mukana Suomi liittyy Euroopan valuuttakurssijärjestelmään (EMS, European Monetary System) ja sen kurssimekanismiin (ERM, Exchange Rate Mechanism) ja myöhemmin muodostettavaan rahaunioniin (EMU, Economic and Monetary Union). Euroopan talous- ja rahaliitto käsittää lopullisessa muodossaan yhteisen keskuspankin ja rahan. Jäsenmaan kilpailukykyä ei ole tällöin enää mahdollista parantaa valuuttakurssia muuttamalla. Jäsenmaat säilyttävät kuitenkin fiskaalisen autonomiansa lukuun ottamatta vähäistä yhteistä budjettia (1 % BKT:sta), joka hoitaa yhteistä maatalous-, alue- ja rakennepolitiikkaa.

Useat EY-maat ovat jo pitkään asettaneet hintavakavuuden ensisijaiseksi tavoitteeksi. Sen katsotaan turvaavan kasvu- ja työllisyystavoitteiden saavuttamisen pitemmällä aikavälillä. Inflaation hillinnän keinona on käytetty kiinteän valuuttakurssin politiikkaa. Euroopan valuuttajärjestelmä EMS ja EFTA-maiden valuuttojen arvon yksipuolinen sitominen EMS-järjestelmän laskennalliseen valuuttaan ECUun ja Itävallan osalta suoraan Saksan markkaan ovat tästä osoituksena. Myös Sveitsissä on ollut samanlainen rahapoliittinen tavoite ja sen uskottavuus kuin Saksassa.

EY-jäsenyys sinänsä ja osallistuminen EMS-järjestelmään ei tuo kiinteän valuuttakurssin politiikkalinjan kannalta mitään uutta, ERM estää kuitenkin valuuttakurssin yksipuolisen muuttamisen ilman muiden ERM-maiden hyväksyntää. EMS-jäsenyyden aikana virheellisten valuuttakurssiodotusten todennäköisyys mittavien tukirahastojen ansiosta pienenee lähes olemattomiin ja sijoittajien vaatima korko tulee lähestymään samaa tasoa kuin järjestelmän ankkurimaassa Saksassa.

Valuuttakurssin vaihtelumahdollisuudesta johtuva valuuttariski ja samalla eri valuuttojen välinen korkoero poistuu kokonaan vasta rahaliitossa. Vaihtotaseen asettama talouspolitiikan rajoite poistuu myös rahaunionissa, kun koko kansantalouden lainaehtojen tarkastelu siirtyy yksittäisiä luotonottajia, kuten valtiota koskevaksi.

Talouspolitiikan keskeinen tehtävä on luoda hyvin toimiva ja vakaa ympäristö sekä yksityisen että julkisen sektorin toiminnalle, sillä nimenomaan tulevaisuutta koskevat odotukset vaikuttavat taloudelliseen päätöksentekoon. Suhdannepolitiikan eli ns. stabilisaatiopolitiikan tehtävänä on reagoida ulkopuolisiin shokkeihin, jotka aiheuttavat talouden poikkeamisen tavoitteistaan eli riittävästä kasvusta, täystyöllisyydestä ja hintatasapainosta. Stabilisaatiopolitiikka ei saa kuitenkaan toimia siten, että se itsessään epävakauttaisi yksityisen sektorin toimintaa.

Ulkopuoliset tekijät aiheuttavat edelleenkin häiriöitä Suomen kuten muidenkin EY- ja EFTA-maiden taloudelliseen kehitykseen. Öljyshokit ovat esimerkkinä symmetrisestä, yhteisesti kaikkia maita kohtaavasta shokista, jonka vaikutuksia ei voida lieventää rahaunionin sisäisin valuuttakurssimuutoksin. Suomen idänviennin tyrehtyminen on puolestaan esimerkki epäsymmetrisestä eli maakohtaisesta shokista. Yhteinenkin shokki voi olla vaikutuksiltaan epäsymmetrinen, jos maiden tuotantorakenteet poikkeavat riittävästi toisistaan. Epäsymmetristen shokkien vaikutuksia voitaisiin periaatteessa lieventää valuuttakurssimuutoksella. Jos shokki kohdistuu vain kansantalouden yhteen sektoriin, ei kurssimuutos kohdennu tehokkaasti.

Rahaliitossa pääasiallisen sopeutumiskeino maakohtaiseen shokkiin tulee kuitenkin olemaan tuotannontekijöiden hintojen joustavuus, sillä valuuttakurssin muutos ei ole enää mahdollinen ja budjettipolitiikan liikkumavara kapenee. Palkanmuodostus ja työmarkkinoiden joustavuus ovat tällöin ratkaisevia kilpailukyvyn ja työllisyyden ylläpitämisessä. Vastuuta lisää vielä se, että työvoiman liikkuvuus maasta toiseen tulee olemaan kieli- ja kulttuurierojen vuoksi rajoittunutta. Jos hinnat eivät jousta, on määrien sopeuduttava. Tällöin rahaunionin jäsenmaa voi joutua pitkäänkin kärsimään tuotannontekijöiden vajaa-käytöstä.

Suomessa reaali-palkkojen on katsottu olevan verrattain joustavia muihin maihin verrattuna. Tämä saattaa johtua kuitenkin osaltaan siitä, että devalvaatioiden yhteydessä ns. jälkihoito eli nimellispalkkojen kurinalaisuus on muutaman vuoden ajan kohtalaisesti onnistunut. Tämä ei välttämättä todista sitä, että reaali-palkat voisivat olla Suomessa joustavampia kuin muissa maissa myös ilman valuuttakurssimuutoksia kuten rahaunionissa edellytetään. Tästä syystä on tarve vähentää työmarkkinoiden toiminnan jäykkyyttä ja lisätä suhteellisten hintojen sopeutumista ulkopuolisiin shokkeihin. Työllisyyden kasvava vaihtelu saattaa myös olla seurauksena.

Rahaliitossa maakohtaiseen epäsymmetriseen shokkiin voidaan yrittää sopeutua ja ylläpitää työllisyyttä tuotannontekijöiden hintojen joustavuuden lisäksi myös finanssipolitiikan avulla. Kun raha- ja valuuttakurssipolitiikkaan turvautuminen ei ole mahdollista, näyttäisi shokkeihin reagoivan budjettipolitiikan tarve lisääntyvän. Vajaatyöllisyystilanteessa budjetin alijäämää kasvatettaisiin joko menoja lisäämällä tai veroja vähentämällä ja korkeasuhdanteessa budjetin alijäämää puolestaan supistettaisiin verotusta kiristämällä ja julkisia menoja vähentämällä.

Kokonaiskysyntää säätelevään finanssipolitiikkaan turvautuminen ei ole kuitenkaan järkevää silloin, jos shokki on pysyvä, kuten tuottavuuden tason aleneminen tai mahdollisesti myös Suomen idänviennin tyrehtyminen. Finanssipolitiikka tällöin vain estäisi tarvittavan reaali-talouden sopeutumisen ja pitkittäisi sopeutumisprosessia.

Finanssipolitiikalla voitaisiin lisätä hyvinvointia vain, jos shokki on tilapäinen ja maakohtainen. On kuitenkin vaikea etukäteen nähdä, millaisia shokkeja, maakohtaisia vai yleisiä ja tilapäisiä vai pysyviä, Suomen kansantalous kohtaa tulevaisuudessa. Integraation syveneminen johtaa toimialojen sisäisen kauppavaihdon lisääntymiseen, mikä pienentää maakohtaisten shokkien esiintymistodennäköisyyttä. Shokkien on todettu EY-maissa olevan myös useimmiten pysyviä kuin tilapäisiä.

Suomea kohdanneet tilapäiset shokit ovat yleensä kohdistuneet myös EY-maihin ja olleet siis symmetrisiä. Tällöin ei talouspolitiikan, valuuttakurssi- tai finanssipolitiikan, reagointi ole ollut tarpeen. Jos symmetrisen negatiivisen shokin tapauksessa olisi ryhdytty harjoittamaan elvyttävää finanssipolitiikkaa, olisivat tämän vaikutukset vuotaneet ulkomaille hyödyttämättä paljonkaan Suomea samalla kun elvytyspolitiikan kustannukset olisivat jääneet Suomen kannettavaksi. Suhdanteiden tasaamiseen tähtäävä finanssipolitiikka on siis tulevassa rahaunionissa hoidettava koordinoitusti.

Suomen talous perustuu huomattavan yksipuolisesti metsäraaka-aineeseen sekä puunjalostusteollisuuteen ja tätä palvelevaan metalliteollisuuteen. Metsäteollisuustuotteiden kysynnän ja samalla hintojen voimakas vaihtelu jatkuu ilmeisesti myös tulevaisuudessa. Vaihtelua saattaa lisätä myös se, että metsäteollisuuden tuottamien hyödykkeiden maailmanmarkkinahinnat määrittellen todennäköisesti myös rahaliiton aikana edelleenkin dollareissa. Kun kustannukset määräytyvät Euroopan yhteisen rahan ja inflaation perusteella, toimialan kannattavuus vaihtelee edelleenkin voimakkaasti.

Toimialakohtaista suhdannehäiriötä voitaisiin periaatteessa lieventää yleisen, koko kansantalouteen kohdistuvan finanssipolitiikan avulla - koska häiriö on tilapäinen - ja toisaalta väliaikaisilla erityisveroilla ja tukipalkkioilla pyrkiä tasaamaan toimialan kannattavuuden vaihtelua. Tällöin kuitenkin tuotettaisiin shokkeja muihin toimialoihin myös avoimella sektorilla. Lisäksi hankaluutena on se, että verojärjestelmän vääristymät jatkuvat ja ulkomaiset kilpailijat katsovat tällaiset toimenpiteet protektionistisiksi.

Yritysten on aiempaa selvemmin varauduttava suhteellisten hintojen vaihteluihin. Tämä vaikuttaa silloin sekä tuotekehittelyyn, investointeihin että rahoitukseen. Kannattavuusongelmaa lieventäisi osaltaan myös tuotannon tekijöiden, työn ja varsinkin raaka-ainepanosten hintojen suurempi markkinatilanteen mukainen vaihtelu.

Finanssipolitiikan käyttömahdollisuuksia rajoittaa myös yhteisen keskuspankin mukanaan tuomat vaatimukset julkisen sektorin velkaantumiselle ja budjettialijäämille. Maastrichtin kokouksessa päätettiin, ettei julkinen velka saa ylittää 60 prosenttia BKT:sta ja ettei budjetin alijäämä saa olla suurempi kuin julkiset investoinnit eli 3 prosenttia BKT:sta. Ennusteiden mukaan Suomen julkinen velka nousee vuoden 1995 loppuun mennessä 35 prosenttiin BKT:sta.

Jotta velkaantumisasteen nousu ei jatkuisi vuoden 1995 jälkeen, tulisi budjetin perusrahoitusali jäämän, so. alijäämän ilman velan korkomenoja ja saatavien korkotuloja, olla ylijäämäinen keskimäärin 0.8 prosenttia BKT:sta. Jos budjetin koko alijäämä olisi julkisten investointien suuruinen eli 3 prosenttia BKT:sta, velkaantumisaste nousisi vuoteen 2005 mennessä 45 prosenttiin. Tällainen velkaantumisen kasvu ei ole yhteisön eikä tulevien sukupolvien kannalta enää hyväksyttävissä.

**KIRJALLISUUS**

Blanchard, Olivier (1990): Suggestions for a New Set of Fiscal Indicators, OECD Department of Economics and Statistics Working Papers No. 79

Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989): Report on economic and monetary union in the European Community, Luxembourg

Calmfors, Lars (1992): "Illuusioita ja uusajattelua", TTT Katsaus 1/1992, 34-41

European Economy No. 44 (1991): One Market, One Money, An evaluation of the potential benefits and costs of forming an economic and monetary union

Frenkel, Jacob, A., and Morris Goldstein (1991): "Monetary Policy in an Emerging European Economic and Monetary Union", IMF Staff Papers Vol. 38, No. 2 (June 1991), 356-373

Goldstein, Morris and Geoffrey Woglom (1991): Market-Based Fiscal Discipline in Monetary Unions: Evidence from the U.S. Municipal Bond Market, IMF Working Paper/ 91/89

Goodhart, Charles (1990): An European Central Bank (julkaisematon moniste)

Hildebrandt, Paula (1991): "The Path to European Monetary Union", Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, March/April 1991, 35-48

Honkapohja, Seppo (1991): "Valuuttakurssijärjestelmä ja finanssipolitiikan liikkumavara", Kansantaloudellinen Aikakauskirja 3/1991, 325-332

Huomo, Ahti, ja Olli-Pekka Lehmuusaari (1991): EY:n rahataloudellinen integraatio ja eri maiden EMU-mallit, Suomen Pankin Keskuspankkipolitiikan osaston työpäperi 8/1991

Korkman, Sixten (1989): "Suhdannepolitiikan tarpeet ja mahdollisuudet", Kansantaloudellinen Aikakauskirja 3/1989, 292-297

Koskela, Erkki (1991): Pääoman liikkuvuus ja pääomatulojen verotus avoimessa taloudessa, julkaisematon luentomuistio

Neumann, Manfred J.M. (1991): "Central Bank Independence as a Prerequisite of Price Stability", European Economy Special Edition No. 1, 1991, The Economics of EMU, Background Studies for European Economy No. 44 "One market, one money", 77-106

Pehkonen, Jaakko (1991): "Empiiriset palkkayhtälöt - tuloksia 1980-luvun tutkimuksista", Kansantaloudellinen Aikakauskirja 4/1991, s.426-444

Razin, Assaf, and Efraim Sadka (1990): "Capital Market Integration: Issues of International Taxation", NBER Working Paper, No. 3281

Sinn, Hans-Werner (1990): "Tax Harmonization and Tax Competition in Europe", European Economic Review, 489-504

Tarkka, Juha, Hanna-Leena Männistö ja Alpo Willman (1990): "Macroeconomic Foundations and Simulation Properties of the BOF4 Model", teoksessa Bank of Finland: The BOF4 Quarterly Model of the Finnish Economy, s. 9-61

van Hoek, T.H., and J.S.M. Groot (1991): "Economic and Monetary Union in Europe: implications for economic policies", (The Netherlands) Central Planning Bureau Research Memorandum No. 85

VATT (Valtion taloudellinen tutkimuskeskus) (1992): Suomi Euroopan yhteisön jäseneksi? Taloudelliset vaikutukset, Julkaisuja No. 5, Helsinki 1992



Taulukko 1. Julkisen velan hallittavuus EY- ja EFTA-maissa<sup>1</sup>

	Velkaantumisaste (b)		Budjetin ylijäämä (db)	Budjetin primäärinen ylijäämä (s)	Kasvu- vauhti (y)	Vaadittu primäärinen ylijäämä		Korjaustarve(+)tai pelivara (-)	
	(1991)					r = 4 %	r = 5 %	r = 4 %	r = 5 %
	brutto (1)	netto (2)				(6)	(7)	(6) - (4)	(7) - (5)
Belgia	131,6	122,2	-6,1	3,8	3,0	1,3	2,6	-2,5	-1,2
Tanska	60	24,3	-1,5	2,3	3,0	0,6	1,2	-1,7	-1,1
Saksa	47,6	26,4	-3,5	-3,0	3,0	0,5	1,0	3,5	4
Kreikka	83,5		-15,9	-2,3	3,5	0,4	0,8	2,7	3,1
Espanja	43,4	30,7	-2,7	-0,3	3,5	0,2	0,4	0,5	0,7
Ranska	47,5	25,7	-1,7	0,9	3,0	0,5	1,0	-0,4	0,1
Irlanti	113,4		-2,3	4,5	3,5	0,6	1,2	-3,9	-3,3
Italia	103,1	100,2	-9,2	-0,6	3,0	1,0	2,0	1,6	2,6
Luxemburg (1989)	9		3,3	1,2	3,0	0,1	0,2	-1,1	-1,0
Hollanti	83,4	61	-4,3	0,8	3,0	0,8	1,6	0	0,8
Portugali (1989)	73,1		-5	-3,2	3,5	0,7	1,4	3,9	4,6
Englanti	36	29,3	-1,7	0	3,0	0,4	0,7	0,4	0,7
EY (1989)	58,4		-2,8	1,2	3,0	0,6	1,2	-0,6	0
Ruotsi	41,8	-5,7	2,3	2,8	3,0	0,4	0,8	-2,4	-2,0
Norja	43,2	-25,6	0,1	-3,7	3,0	0,4	0,8	4,1	4,5
Itävalta	52,5		-1,9	1,5	3,0	0,5	1,0	-1,0	-0,5
Eurooppa	58,9	42,3	-2,5	-0,4	3,0	0,6	1,2	1	1,6
Suomi 1991	22,7	11,5	-5,1	-4,7	3,0	0,2	0,4	4,9	5,1
Suomi 1995	50		-3	1	3,0	0,5	1,0	-0,5	0

Lähteet: OECD Economic Outlook No 49 (1991), European Economy No 44 (1990) ja omat laskelmat

<sup>1</sup> Velan hallittavuus lasketaan yhtälöstä  $db = -s + (r - y)b$ , missä  $db$  = velan/BKT kasvu,  $s$  = budjetin primäärinen ylijäämä (ilman korkomenoja),  $r$  = reaalikorko,  $y$  = talouden kasvuvauhti (reaalinen) ja  $b$  = julkinen velka/BKT. Asettamalla velan kasvu  $db$  nolaksi, saadaan laskettua tämän edellyttämä budjetin primäärinen ylijäämä vaihtoehtoisilla reaalikoron ja taloudellisen kasvun oletuksilla kaavasta  $s = (r - y)b$ . Esimerkiksi Euroopan kokonaisuutena on saatava 5 % reaalikorolla 1,2 %/BKT:sta suuruinen pysyvä primäärinen ylijäämä, jottei velkaantumisaste kasvaisi. Primäärisen ylijäämän on tällöin kohennettava 1,6 %/BKT:sta nykytilanteeseen verrattuna.

Taulukko 2. Veroasteet EY:ssä ja pohjoismaissa

	Korkein rajavero- aste tulo- verotuk- sessa	Yritys- vero jakamat- tomasta voitosta	Arvonlisävero		
			Alennettu kanta	Normaali kanta	Korkeampi kanta
Saksa	53	50	7	14	-
Ranska	56.8	34	2-13	18.6	33
Englanti	40	34	0	15	-
Italia	50	36	2/9	19	38
Hollanti	60	35	6	18.5	-
Belgia	55	39	1/6/17	19	25/33
Tanska	68	38	-	22	-
Irlanti	53	10	0-10	25	-
Luxemburg	56	33.3	3/6	12	-
Espanja	56	35	6	12	33
Portugali	40	36	0/8	17	30
Kreikka	50	40	3/6	16	36
EY:n Maksimi	60	50		25	
Minimi	40	10		12	
Keskiarvo	50.2	38.6		17.3	
Suomi	65	36	-	22	-
Ruotsi	51	30	-	23.5	-
Norja	48.8	27.8	-	20	-
Itävalta	50	30	10	20	32

Taulukko 3. Verorasitus EY- ja EFTA-maissa (1989), % BKT:sta

	Välilliset verot	Välittömät verot	Sotu- maksut	Yhteensä
Saksa	12.3	12.4	16.9	41.6
Ranska	14.2	9.1	21.1	44.3
Englanti	15.7	13.6	6.4	35.7
Italia	10.4	14.3	14.1	38.9
Hollanti	12.5	14.2	18.9	45.6
Belgia	11.7	16.4	14.2	42.3
Tanska	18.5	31.1	2.2	51.8
Irlanti	19.1	17	6.1	42.2
Luxemburg	15.6	19	12.4	46.9
Espanja	10.1	12.1	12.9	35.1
Portugali	17.4	7.3	9.9	34.5
Kreikka	16	5.5	10.6	32.1
EY:n Maksimi	19.1	31.1	21.1	51.8
Minimi	10.1	5.5	2.2	32.1
Keskiarvo	14.5	14.3	12.1	40.9
Suomi	14.2	20.5	9.6	44.3
Ruotsi	13.4	28.1	13.8	55.3
Norja	17.5	17.4	12	46.9
Itävalta	13.4	14.8	13.7	41.9

