

Tapio Korhonen

# Säännöstelystä markkinoille

**Suomen Pankin raha- ja valuutta-  
politiikan sääntelyjärjestelmä  
säännöstelyn ja liberalisoinnin  
kaudella 1970–1980-luvulla**



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

Yleistajuiset selvitykset  
A:114 · 2011

Tapio Korhonen

# Sääntöstelystä markkinoille

**Suomen Pankin raha- ja valuutta-  
politiikan sääntelyjärjestelmä  
sääntöstelyn ja liberalisoinnin  
kaudella 1970–1980-luvulla**



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

Yleistajuiset selvitykset  
A:114 · 2011

Tässä julkaisussa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajien  
eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

ISBN 978-952-462-649-1  
ISSN-L 1798-1050  
(painettu julkaisu)

ISBN 978-952-462-650-7  
ISSN 1798-1069  
(verkkajulkaisu)

Multiprint Oy  
Vantaa 2011

# Tiivistelmä

Rahoitus- ja valuuttamarkkinoita säännöstelltiin toisen maailmansodan jälkeen pitkään niin Suomessa kuin useimmissa muissakin Euroopan maissa. Vielä 1970-luvulla Suomen Pankki säänteli rahoitustoimintaa varsin kattavasti. Aitoja kotimaisia rahamarkkinoita ei säännöstelykaudella Suomessa ollut. Kansantalouden korkotasoa asetettiin poliittisesti ohjaamalla laajavaikutteista peruskorkoa. Rahoituskasvun rajaaminen perustui pankkien keskuspankkivelan kustannusten sääntelyyn. Aitoa määrällistä säännöstelyä ei kotimaisessa rahoituksessa kuitenkaan juuri käytetty. Rahapolitiikan itsenäisyyden takasi jokseenkin kattava ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely, jonka kireys vaihteli kuitenkin tuntuvasti. Valuuttakurssia ohjattiin poliittisesti. Rahoitus- ja valuuttamarkkinat vapautettiin vaiheittain 1980-luvun kuluessa. Se vaati rahapolitiikan ohjausjärjestelmän uudistamisen markkinaehtoiseksi. Liberalisoinnissa myötäiltiin kansainvälistä kehitystä epävakaan kotimaisen rahoitusmarkkinakehityksen oloissa. Suomen talous ei sopeutunutkaan ongelmitta vapaisiin markkinoihin. Rahoitusriskejä otettiin liikaa, erityisesti siirtymällä laajalti käyttämään ulkomaan valuutan määräisiä luottoja kiinteistöalalla ja yleensäkin suljetussa sektorissa. Rahoitusmarkkinat olivat säännöstely- ja inflaatiokauden jäljiltä yksinkertaiset ja suppeat, mutta silti markkinat ajautuivat 1980-luvun lopulla kansantalouden kehityksen kannalta vaikeisiin tasapaino-ongelmiin.

Avainsanat: Suomen Pankki, rahapolitiikka, säännöstely, liberalisointi

JEL classification: N14, N24, E51, E52, E58, E65

# Abstract

For many years after the Second World War, financial and foreign exchange markets were subject to strict controls, both in Finland and in most other European countries. In the 1970s, the Bank of Finland was still applying fairly comprehensive controls to financial transactions. During this period, Finland did not have a genuine domestic money market. The level of interest rates in the economy was determined politically by steering the highly influential basic rate. Financial growth was delineated through regulatory control of the costs of commercial banks' central bank debt. No real quantitative controls were, however, applied to financing on the domestic market. The independence of monetary policy was guaranteed by fairly comprehensive controls on foreign capital movements, although there was considerable fluctuation in the stringency of these controls. Exchange rates, too, were steered politically.

The financial and foreign exchange markets were deregulated in stages during the course of the 1980s. This required reform of the monetary policy steering mechanism to make it market-based. Liberalisation followed the international trend at a time of instability on the domestic financial markets. The adjustment of the Finnish economy to free market conditions was, in the event, not entirely problem-free. Excessive financial risks were taken, particularly the widespread adoption in the real estate sector (and in the closed sector more generally) of credit denominated in foreign currency. After the years of regulatory controls and inflation, the financial markets in Finland were simple and undeveloped. Even so, at the end of the 1980s they drifted into imbalances with serious implications for the economy.

Key words: Bank of Finland, monetary policy, regulation, deregulation, liberalisation

JEL classification numbers: N14, N24, E51, E52, E58, E65

# Esipuhe

Tässä selvityksessä tarkastellaan Suomen Pankin 1970- ja 1980-luvulla toteuttamaa raha- ja valuuttamarkkinoiden ohjausta. Tämä julkaisu on ensimmäinen kahdesta toisiinsa liittyvästä katsauksesta. Toinen julkaisu, ”Talouskriisistä rahaliittoon” (Suomen Pankin yleistajuiset selvitykset, A:115), kuvaa 1990-luvun kehityspiirteitä. Kuvaus näistä vuosikymmenistä, joita luonnehtivat suuret muutokset, tehtiin alkuaan Suomen Pankin sisäiseen käyttöön. Tavoitteena oli esitellä ja kommentoida Suomen Pankissa tuona aikana käytettyä laajaa raha- ja valuuttamarkkinoiden seuranta-aineistoa. Tässä julkaistavassa katsauksessa kuvioaineistoa on vähennetty ja tekstiä muokattu. Alkuperäisten lähteiden numeroaineisto perustuu ennakkotietoihin.

Lähtökohtanani tämän selvityksen kirjoittajana on tarkastelu-ajanjaksoon ajoittuva työskentely Suomen Pankissa raha- ja valuuttapolitiikan analyysi- ja seurantatehtävissä. Pääasiassa omiin kokemuksiini perustuvan tarkastelun perustana ovat kuvioaineiston ohella aiemmin kirjoittamani raportit. Täydentävänä aineistona olen käyttänyt Suomen Pankin julkaisuja ja sisäisiä ennusteita sekä jonkin verran myös muita sisäisiä muistioita. Selvitys on ennen kaikkea oma tulkintani tapahtumista, asiantuntijatasolta tehty katsaus. Se ei edusta Suomen Pankin virallista tulkintaa.

Lähteitä ei ilmoiteta erikseen tekstin yhteydessä. Lähdeviitteiden poisjättämiseen on monia syitä. Esitys pohjautuu alkuaan luentosarjaan, jossa käytin muistini tukena tarjolla ollutta osin sattumanvaraista ja lähdearvoltaan eriasteista aineistoa. Samoin tein myöhemmin kuvausta täydentäessäni. Perusteellisesti dokumentoidun tieteellisen selvityksen tekeminen näin laajalta alueelta olisi ollut tavoitteiltaan ja työpanokseltaan aivan eri tason projekti. Yksityiskohtaiset tiedot olen pyrkinyt tarkistamaan erityisesti Suomen Pankin vuosikirjoista, joihin osa tekstistä myös perustuu.

Kehitystä on hahmoteltu hyödyntäen Suomen Pankin runsasta kuvioaineistoa. Vielä pääosan 1970-lukua tilastojen ja kuvioiden tuottaminen oli paljolti käsityötä ja seuranta-aineistoa tuotettiin käytännön syistä varsin vähän. Paperimuodossa olleita kuvioita ja aineistoja on säilynyt, mutta tätä selvitystä varten niitä on rakennettu vain osittain uudestaan. Erityisesti puuttuu keskuspankkivelan rakennetta systemaattisesti kuvaava aineisto. Monilukuisten muutostensa vuoksi se olisikin ollut hankalasti muokattavissa aikasarjamuotoon. Uudempi aineisto on paljolti Suomen Pankin seurannassa aikanaan käytettyä materiaalia. Seuranta-aineisto painottuu rahoitus- ja valuuttamuuttuihin.

Säännöstelytoimien ja liberalisoinnin yhteydessä kommentoidaan melko paljon myös raha- ja valuuttapolitiikkaa, erityisesti koska sääntelyjärjestelmän kehittäminen riippui merkittävästi kunkin ajankohdan tilanteesta. Varsinainen rahapolitiikan arvio tämä selvitys ei kuitenkaan ole. Poliitiikan näkökulmasta esitys ei edes etene aivan systemaattisesti eikä kaikilta osin aikajärjestyksessä. Suomen Pankin politiikan kuvauksena esitys on vajavainen myös sen vuoksi, etten ole ollut mukana seuraamassa johtokuntatason linjanvetoja muuten kuin satunnaisesti.

Aloitteen aineiston julkaisemiseksi tekivät Antti Suvanto ja Antti Kuusterä. He, samoin kuin Samu Kurri, ovat myös kommentoineet esitystä jättäen kuitenkin ennalleen tekstin luonteen aitona henkilökohtaisena aikalaiskatsauksena. Kaisa Paasovaara selkeytti merkittävästi valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden osin varsin vaikeaselkoisten ilmiöiden kuvausta. Kiitos esitettävän laajan kuvioaineiston suunnittelusta ja toteutuksesta kuuluu puolestaan monille Suomen Pankin aikaisemmille ja nykyisille ekonomisteille ja tutkimussihiteereille. Ulkoasultaan kirjavan vanhan työkuvioaineiston muokkasivat yhtenäiseen julkaisukuntoon Essi Tamminen ja Hanne Viitala. Julkaisun viimeisteli Päivi Nietosvaara. Kiitokset heille samoin kuin myös kaikille muille Suomen Pankissa julkaisun valmisteluun osallistuneille.

Tämän julkaisun kuvat ovat erikseen katsottavissa ja ladattavissa Suomen Pankin internetsivuilla ([www.suomenpankki.fi](http://www.suomenpankki.fi)) osiossa Tilastot/Historiallisia aikasarjoja. Niiden perustana oleva tilastoaineisto on tarkoitus saattaa (tietyin rajoituksin) yleiseen käyttöön.

\*

Sääntelyjärjestelmästä ja liberalisointitoimista on yksityiskohtaisia katsauksia Suomen Pankin viime vuosikymmeninä julkaisemissa sarjajulkaisuissa. Säännöstelyn kuvauksessa on käytetty tukena erityisesti seuraavia, keskeisiä lähteitä.

Laurila, Juhani (1981) Ulkomaiset pääomanliikkeet ja niiden sääntely 1970-luvulla. TU 6/81.

Nordman, Tom (1979) Suomen Pankin vetäytyminen termiinimarkkinoilta. Suomen Pankin sisäinen muistio.

Palva, Marianne (1986) Antolainauskorkojen kehitys ja sääntely sekä liike- ja säästöpankkien antolainauskantojen korkojakaumat 1975–1986. RP 10/86.

Puntila, Markku (1972) Suomen Pankin rahapolitiikan välineet. Julkaisematon Suomen Pankin sisäinen moniste.

- Saarinen, Veikko (1984) Liikepankkien keskuspankkirahoituksen määrä ja kustannukset vuosina 1940–1984. RP 4/84.
- Saarinen, Veikko (1985) Suomen Pankin päiväluottomarkkinat ja niiden ehdot vuosina 1975–1984. RP 3/85.
- Yksityiskohtainen luettelo valuutansäännöstelyyn ja sen purkamiseen liittyvistä toimenpiteistä on Päivikki Lehto-Sinisalon julkaisussa (1991) Valuutansäännöstelyn vuosikymmenet. Suomen Pankin keskustelualoitteita14/1991.
- Säännöstelykaudesta on kuvaus mm. Juha Tarkan katsauksessa (1988) Kahlitun rahan aika – Suomen rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn vuosikymmenet. Katsaus on julkaistu teoksessa Raha, inflaatio ja säännöstelyn vuosikymmenet, jonka ovat toimittaneet Seppo Honkapohja ja Antti Suvanto.

Helsingissä 19.1.2011  
Tapio Korhonen





# Sisällys

<b>Tiivistelmä.....</b>	<b>3</b>
<b>Abstract.....</b>	<b>4</b>
<b>Esipuhe.....</b>	<b>5</b>
<b>1 Johdanto.....</b>	<b>11</b>
<b>2 Säännöstely 1970-luvulla.....</b>	<b>13</b>
2.1 Säännöstelyn tausta .....	13
2.2 Yleinen talouskehitys 1970-luvulla .....	18
2.3 Kansantalouden rahoitusrakenne 1970-luvulla.....	21
2.4 Inflaation vaikutus.....	24
2.5 Rahoituslaitokset 1970-luvulla .....	27
2.6 Rahapolitiikan yleinen lähestymistapa .....	30
2.7 Korkokannan yleinen korottaminen .....	34
2.8 Rahoituspalvelujen vaihtokauppa.....	39
2.9 Rahapolitiikan vaikutuskanavat.....	41
2.10 Luottopoliittiset ohjeet .....	42
2.11 Suomen Pankin taseen keskeisyys.....	44
2.12 Keskuspankkivelan sääntely.....	49
2.13 Päiväluottomarkkinat vuodesta 1975.....	52
2.14 Suomen Pankin vaihdettava valuuttavaranto.....	54
2.15 Idänkaupan saldo.....	57
2.16 Bretton Woods -järjestelmän murtuminen.....	58
2.17 Rahapolitiikka 1970-luvun alkupuolella .....	64
2.18 Vaihtotaseen vajeen ongelma 1970-luvun puolivälissä .....	71
2.19 Pääomanliikkeiden säännöstelyn pääperiaatteet.....	74
2.20 Lamavuodet 1976–1977 .....	81
2.21 Valuuttapolitiikka 1970-luvun loppupuolella.....	87
2.22 Rahapolitiikka 1970-luvun lopulla .....	94
<b>3 Raha- ja valuuttamarkkinoiden liberalisointi 1980-luvulla...100</b>	
3.1 Valuuttatermiinimarkkinoiden hinnoittelun vapauttaminen .....	100
3.2 Miksi liberalisointisuunnitelmaa ei ollut? .....	103
3.3 Talouden kehitys 1980-luvun alkupuolella .....	106
3.4 Periaatteellinen keskustelu raha- ja valuuttapolitiikasta .....	110
3.5 Talouden kehitys ja rahapolitiikka 1980-luvun alussa .....	111
3.6 Valuuttapolitiikka vuonna 1982 .....	113
3.7 Rahapolitiikka devalvaation jälkeen.....	116
3.8 Rahamarkkinoiden kehitys 1980-luvun alkuvuosina.....	119

3.9	Neuvostoliiton clearingsaldon ongelma .....	121
3.10	Likviditeetin kasvu vuonna 1984 .....	123
3.11	Säännöstelyjärjestelmän murros .....	127
3.12	Rahapolitiikka vuonna 1984 .....	130
3.13	Ohjausjärjestelmän kehittämishankkeita .....	133
3.14	Valuutansäännöstelyn kiristäminen vuosina 1985–1986....	136
3.15	Raha- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamista koskevia selvityksiä.....	141
3.16	Rahapolitiikka keveni vuosina 1985–1986.....	142
3.17	Valuuttakurssipolitiikan ongelmat.....	144
3.18	Kesän 1986 valuuttaongelmat .....	148
3.19	Pitkäaikaisen pääoman tuonnin osittainen vapauttaminen .....	154
3.20	Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän uudistus vuosina 1986–1987.....	157
3.21	Vaikutuksiltaan merkittävin vapautusratkaisu.....	161
3.22	Suomen Pankin organisaatio muuttui liberalisoinnin myötä.....	167
3.23	Rahapolitiikka ja vakauspolitiikka .....	169
3.24	Talouskehitys vuosina 1987–1988 .....	171
3.25	Korkopolitiikan ongelma vapautetuilla markkinoilla .....	173
3.26	Toissijaisia politiikkavälineitä vuosina 1988–1989.....	183
3.27	Lisäkassavarantojärjestelmä vuonna 1989 .....	187
3.28	Valuuttakurssipolitiikka vuosina 1988–1989 .....	191
3.29	Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamisen arvostelu .....	196

# 1 Johdanto

Raha- ja valuuttamarkkinoiden säännöstely toisen maailmansodan jälkeen ja sitä seurannut markkinoiden vapauttaminen ovat kiinnostavia taloushistorian vaiheita. Suomen säännöstelykauden tarkastelulla on kuitenkin myös pysyvää informaatioarvoa. Yhä tänä päivänä suurin osa maailman maista toteuttaa jonkinasteista rahamarkkina- ja valuuttatoimien säännöstelyä talouspoliittisin tavoittein. Lisäksi säännöstelyn tai lievemmän sääntelyn mielekkyydestä on keskusteltu paljon 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen lopun kansainvälisen pankki- ja talouskriisin yhteydessä. Säännöstelykysymykset eivät jääneet kaikkialla pohdintojen asteelle, vaan jopa jotkin kehittyneetkin maat joutuivat turvautumaan säännöstelytoimiin.

Säännöstely on käytännössä ongelmallista, ja siihen liittyy aina hyviä ja huonoja puolia. Esimerkiksi Suomen mahdollisia tulevia poikkeusoloja ajatellen menneen säännöstelyn tarkastelu tarjoaa monia näkökohtia, joskin toisaalta rahoitusmarkkinat ovat sittemmin hyvin paljon kehittyneet ja monimutkaistuneet. Erityisesti talous- ja rahaliitto on muuttanut perusteellisesti Suomen tilanteen. Suomen säännöstelyn ja markkinoiden liberalisoinnin analyysi auttaa vertailukohdana ennen kaikkea kehittyvien talouksien säännöstelyn arvioinnissa. Tätä korostaa se, että Suomessa säännöstelyä ja markkinoiden vapauttamista seurasi paha talous- ja pankkikriisi.

Merkittävää onkin, ettei Suomen talouden syvällistä kriisiä 1990-luvun alussa voi ymmärtää ilman sitä edeltäneen säännöstelykauden suhteellisen perusteellista tuntemista. Kriisi oli ehkä melko onnistunut ja monessa suhteessa erikoista säännöstelykautta seurannut talouden kallis ja samalla syvä rakenteellinen murros ja uudistuminen. Kriisiä ei voi selittää tyydyttävästi vain muutamien talouden perusmuuttujien avulla, sillä sen taustalla oli laajasti säännöstelykauden taloudellisia, institutionaalisia ja asenteellisia tekijöitä.

Suomen taloudessa 1970-luku oli vielä selväpiirteistä jatkoa sodan jälkeisten vuosikymmenten säännöstelytaloudelle. Raha- ja valuuttamarkkinat vapautettiin asteittain eurooppalaista kehitystä seuraillen 1980-luvulla. Edellisen vuosikymmenen epävakaan kauden jälkeen 1980-luku oli talouden kasvun kannalta suhteellisen rauhallinen ajanjakso ennen vuosikymmenen lopun ylikuumenemista. Valuutta- ja rahamarkkinoita leimasivat 1980-luvulla kuitenkin monet vaikeasti hallittavat paineet. Näissä paineissa erityisesti valuuttamarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden vapauttaminen oli hankalaa, ja se riippui suuresti määrin kulloisestakin markkinatilanteesta.

Raha- ja valuuttapolitiikan ohjausmenetelmien esittely jakautuu luontevasti kahteen osaan. Selvityksen alkuosa kuvaa markkinoiden säännöstelyä 1970-luvun vaihtelevissa talouden suhdanteissa ja loppuosa markkinoiden asteittaista vapauttamista 1980-luvun epävakaisissa oloissa. Kehitystä voikin luonnehtia yleisesti niin, että 1970-luvulla käytettiin säännöstelyn menetelmiä, 1980-luvua alkupuolella jo vapaampia sääntelyn menetelmiä, ja vuosikymmenen loppupuolella siirryttiin markkinapohjaisiin ohjausmenetelmiin. Kehityksen kuvaus keskittyy pääpiirteisiin, eikä toimenpiteiden ja järjestelmien yksityiskohtiin mennä kovin laajasti. Rahapolitiikan sääntelyjärjestelmään ja sen kehitykseen sekä valuutansäännöstelyyn ja sen liberalisointiin liittyi suuri määrä erillisiä ilmiöitä ja ratkaisuja, joista on yksityiskohtaisia selostuksia lukuisissa Suomen Pankin katsauksissa.

## 2 Säännöstely 1970-luvulla

### 2.1 Säännöstelyn tausta

Toisen maailmansodan jälkeisinä vuosikymmeninä Suomi oli muiden Pohjoismaiden ja monien muidenkin Länsi-Euroopan maiden tavoin varsin valtiojohtoinen talous. Suuri osa keskeisestä teollisuudesta, energiantuotanto, metalli- ja kemianteollisuus sekä merkittävä osa metsäteollisuudesta, oli valtion luomaa ja omistamaa. Valtio ohjasi asuntotuotantoa. Hintasäännöstely koski suurta osaa elintarvikkeiden ja muidenkin tuotteiden hintoja. Ajoittain saatettiin voimaan osittaisena jopa suoranainen hintasulku eli yleinen hintojen nostokielto. Vuokria säännösteltiin ja polttoaineiden hintoja kontrolloitiin. Ulkomaalaisten mahdollisuuksia ostaa suomalaisia yrityksiä ja kiinteistöjä rajoitettiin tiukasti. Valtiokeskeisyys näkyi 1960-luvun lopulta lähtien myös keskitetyissä työehtosopimuksissa, joihin hallitus osallistui talouspolitiikkaa koskevilla sitoumuksillaan.

Erityisen vahvana säännöstely näkyi raha- ja valuuttamarkkinoilla. Sitä sovellettiin laajasti kaikessa kotimaisessa rahoitustoiminnassa. Keskeisintä oli ulkomaisia pääomanliikkeitä koskeva säännöstely. Tämä eristi Suomen rahoitusmarkkinat ulkomaista markkinoista. Se oli edellytyksenä kotimaisten rahoitusmarkkinoiden hallinnolliselle ohjaukselle ja itsenäiselle rahapolitiikalle.

Säännöstely periytyi sota-ajalta. Sitä jopa lisättiin sodan jälkeen. Säännöstelyä purettiin sitten hitaasti jo 1950- ja 1960-luvulla. Vuoden 1957 devalvaation yhteydessä eräitä ulkomaisten pääomanliikkeiden rajoituksia vähennettiin. Vuoden 1967 devalvaation jälkihoidon yhteydessä indeksiehto kiellettiin uusissa rahoitusmarkkinoiden sopimuksissa. Samalla voimassa olleet sopimukset lopetettiin. Rahoitusmarkkinoiden indeksiehdon pelättiin leviävän muihin sopimuksiin. Laajaa indeksijärjestelmää pidettiin myös ongelmana tilanteissa, joissa piti vaikuttaa tulonjakoon ja suhteellisiin hintoihin. Indeksiehdon kieltö lisäsi merkittävästi markkinoiden joustoja.

Kotimaanmarkkinoilla keskeistä oli pankkien luotonannon ja korkojen sääntely. Myös muut rahoituslaitokset ja arvopaperimarkkinat toimivat ahtaissa rajoissa. Valtio varasi suppeat obligaatiomarkkinat suurelta osin omaksi rahoituslähteekseen. Säännöstelyllä rajattiin rahoituksen hintaa ja määrän kasvua. Ulkomaisen rahoituksen määrää säännösteltiin suoraan hallinnollisesti. Kotimaisten pankkien luotonannon laajenemista rajoitettiin välillisesti pankkien keskuspankkirahoituksen kautta. Tärkeä säännöstelyn kohde oli yleinen korkotaso,

joka riippui eduskunnan pankkivaltuusmiesten asettamasta perusko-  
rosta.

Talouden laajan säännöstelyn tavoitteet olivat moninaisia, mutta samalla epämääräisiä. Matalilla koroilla uskottiin tuettavan investoin-  
teja ja sitä kautta talouden kasvua. Pääomavirtoja haluttiin ohjata hal-  
lituksen hyvinä pitämiin kohteisiin. Tämä perustui ajatteluun, jonka  
mukaan investointien kansantaloudellinen kannattavuus erosi yritysten  
liiketaloudelliseen kannattavuuteen perustuvista laskelmista. Keskei-  
nen korostus oli resurssien suuntaaminen vientiä edistäviin ja tuontia  
korvaaviin kohteisiin. Siten investointeja ja vientiä suosittiin. Samalla  
syrjittiin kulutusta ja tuontia.

Ekonomistien ajatteluun vaikutti osaltaan keynesiläinen näkemys  
koron vähäisestä merkityksestä talouden ohjaamisessa. Paljolti oli ky-  
symys myös puhtaasti poliittisesta valtion ohjailua korostavasta ilma-  
piiristä. Tärkeä tekijä oli edelleen se, että säännöstelyyn oli yksinker-  
taisesti totuttu. Pelättiin sen vähentämisestä ja poistamisesta seuraavaa  
epävakautta.

Suomi ei ollut näissä näkemyksissään yksin. Kaikissa Euroopan  
maissa taloutta ja ulkomaankauppaa säännösteltiin monin tavoin vielä  
1950-luvulla. Valuuttojen vaihdettavuus vaihtotaseeseen kuuluvissa  
taloustoimissa toteutui laajasti vasta vuonna 1958. Pohjoismaissa  
sääntelyä käytettiin eniten Norjassa, mutta Suomikin oli keskimääräis-  
tä enemmän säännöstelty maa. Pääomanliikkeet ja rahoitusmarkkinat  
vapautettiin Länsi-Euroopassa pääosin vasta 1970- ja 1980-luvulla,  
joissakin maissa nopeasti mutta useimmissa hyvin hitaasti ja asteittain.

Raha- ja valuuttamarkkinoiden laaja säännöstely oli Suomessa ou-  
toa sikäli, että sen oikeudellinen perusta oli varsin heikko. Tämä ker-  
too siitä, että rauhanajan säännöstelyn kokonaisuutta ei koskaan perus-  
teellisesti harkittu.

Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely perustui valuuttala-  
kiin. Se oli määräaikainen laki. Säännöstely oli selvästi ajateltu tila-  
päiseksi. Aikaa myöten siitä tuli totuttu tapa, ja valuuttalakia jatkettiin  
muutamien vuosien välein.

Valuuttalaissa säännöstelyn perusteeksi todettiin pelkästään ”maan  
ulkomaisen maksukyvyyn turvaaminen”. Sota-ajan olosuhteissa sää-  
döksen merkitys oli selvä, mutta ei enää 1970-luvulla. Maan ulkoma-  
sella maksukyvyllä voidaan tarkoittaa pääasiassa kahta asiaa. Sup-  
peammassa mielessä se viittaa lähinnä Suomen Pankin ulkomaiseen  
maksuvalmiuteen eli valuuttavarannon riittävyteen. Laajassa mieles-  
sä sillä voidaan tarkoittaa koko maan ulkomaista velkaantuneisuutta ja  
sen hallittavuutta.

Kun valuuttalain tarkoitus oli turvata maan maksukyky, voi kysyä,  
miksi myös pääoman tuontia säännösteltiin usein tiukasti. Tätä voitiin

perustella maan velkaantumisen hallinnalla. Tässä mielessä on ymmärrettävää, että pääomanliikkeiden kokonaismäärää haluttiin säädellä. Sitä vastoin säännöstelyn käyttö pääomavirtojen ohjailuun eli rakenne- ja elinkeinopoliittisiin tarkoituksiin – joskus myös yksittäisten yritysten investointikohteiden säännöstelyyn – oli kyseenalaista. Toisaalta voi ajatella, että kun ulkomaisen rahoituksen kysyntä ylitti 1970-luvulla sille harkitun tarkoituksenmukaisen kokonaismäärän, säännöstelyssä oli syytä noudattaa joitakin periaatteita. Tällöin korostettiin rakenne- ja kasvupoliittisia päämääriä.

Merkittävää oli, että valuuttalain mukaisen säännöstelyn soveltaminen oli delegoitu Suomen Pankin johtokunnalle. Sillä oli yksinomainen valta päättää valuuttalain mukaisista ulkomaisia pääomanliikkeitä koskevista ratkaisuista.

Ulkomaisten rahoitus- ja sijoitustoimien rajoituksia oli jonkin verran muussakin lainsäädännössä. Merkittävimpiä olivat rajoitukset, jotka koskivat suomalaisten kiinteistöjen ja yritysten osakkeiden myyntiä ulkomaille. Ulkomaalaisille myytävät pörssiyhtiöiden vapaat osakkeet oli pitkään rajoitettu 20 prosentiksi osakepääomasta.

Valuuttakurssipoliittikka perustui rahalakiin. Markan kurssi kuului itsestään selvästi poliittisesti säädeltäviin asioihin. Laissa oli määritelty markan suhteen sovellettava valuuttakurssijärjestelmä. Vielä aivan 1970-luvun alussa markka oli sidottu Bretton Woods -järjestelmän mukaisesti kultaan, käytännössä Yhdysvaltain dollariin. Valuuttakurssijärjestelmä oli siis eduskunnan päätettävä asia, mutta valuuttakurssin muuttaminen kuului valtioneuvostolle. Se tarvitsi tähän kuitenkin Suomen Pankin johtokunnan ja pankkivaltuusmiesten esityksen. Tosiasiassa suuren osan 1970-lukua Suomen Pankin johtokunta ohjaili valuuttakurssia epävirallisesti. Vuonna 1977 rahalakia muutettiin. Uuden lain mukaan Suomen Pankin johtokunta saattoi säädellä valuuttakurssia (kauppapainotettua valuuttakurssi-indeksiä) valtioneuvoston määrittelemien vaihtelurajojen sisällä.

Kotimaisten rahamarkkinoiden säännöstely ei perustunut erityiseen lainsäädäntöön. Kuitenkin säännöstelyn toteuttamiseen vaikuttivat monet lait, erityisesti verotusta koskeva lainsäädäntö.

Rahapolitiikan ohjaus tukeutui pankkien välttämättömiin maksuvalmiustarpeisiin. Pankkien keskuspankkirahoituksen ehtona oli, että pankit noudattivat keskuspankin ohjeita ja määräyksiä. Itse asiassa tätäkään ei ollut missään kirjaimellisesti määritelty. Suomen Pankki ei edes ”määrännyt”, vaan pankeille suunnattujen rahapoliittisten kierto- kirjeiden muotoilu kuului tyypillisesti: ”Suomen Pankki edellyttää, että ...”.

Keskuspankin ohjaus perustui osin pankkien kanssa tehtyihin sopimuksiin. Sopimuskäytäntö vähensi keskuspankin vaikutusvaltaa. So-



pimuspohjainen oli mm. pankkien kassavarantovelvoite, jota sovellettiin ajoittain. Tosin taustalla vaikutti kassavarantoja koskenut kassa-kaappilaki, joka olisi voitu ottaa käyttöön, ellei sopimuspohjaiseen käytäntöön pankkien kanssa olisi päädytty. Sääntelyä toteutettiin myös suostuttelemalla pankit toimimaan keskuspankin toivomusten mukaisesti, useimmiten luotonannon kasvun rajoittamiseksi. Tässä tarkoituksessa tavallisiksi tulivat 1970-luvulla Suomen Pankin liikepankkien pääjohtajille järjestämät aamukahvit. Tämä ei tarkoita, että pankkien pääjohtajat olisivat aina olleet erityisen tyytyväisiä Suomen Pankin suosituksiin ja ratkaisuihin.

Verolakien vaikutus tuntui siinä, että lait sitoivat pankkien talletuskorot Suomen Pankin peruskorkoon. Kotitalouksien talletuskorot ja talletukset olivat verottomia, kun ne olivat tietyin ehdoin peruskorkosidonnaisia. Käytännössä verollisia kotitalouksien talletuksia ei juuri ollut. Velkojen korot voitiin puolestaan verotuksessa vähentää verotettavasta tulosta, mikä merkitsi jyrkän veroprogression oloissa sitä, että erityisesti hyvätuloisten koroista valtio maksoi suuren – jopa suurimman – osan. Voimakkaan inflaation vuoksi tilanne oli velallisille erittäin edullinen. Toisaalta talletusten verottomuus oli säädetty juuri nopean inflaation hyvitykseksi. Tallettajat saivat tuskin missään vaiheessa 1970-luvulla reaalikorkoa talletuksilleen. Sekä valtionobligatioiden että erityisluvin myös rahoituslaitosten obligaatioiden tuotot olivat verottomia.

Rahapolitiikan järjestelmiä koskeneet ratkaisut kuuluivat Suomen Pankin johtokunnalle. Sen sijaan tärkeimmät korkoratkaisut, kuten päätös peruskoron muuttamisesta, kuuluivat eduskunnan valitsemille pankkivaltuusmiehille. He päättivät peruskorosta ja samalla siis laajasti talouden koko korkotasosta. Peruskorkopäätösten ohella pankkivaltuusto asetti myös ylä- ja alarajat niille Suomen Pankin koroille, joita käytettiin Suomen Pankin luotonannossa pankeille ja yrityksille. Käytännössä nämä rajat olivat melko väljät, joten Suomen Pankin johtokunnalla oli merkittävä toimintavapaus säädellä pankkien keskuspankkivelan ehtoja.

Hallitus ja pankkivaltuusto päättivät siten muutamat tärkeimmät asiat, mutta johtokunnalle jäi vahva asema. Johtokunnan nimitysprosessi oli poliittinen, ja siinä olivat mukana pankkivaltuusto, hallitus ja viime kädessä presidentti. Johtokunnan jäsenten valinnoissa keskeisten poliitikkojen merkitys korostui. Normaalisti kolmella, välillä neljälläkin suurella puolueella oli kokenut poliitikko johtokunnassa. Näiden ohella siellä oli tyypillisesti kaksi asiantuntijajäsentä, toinen kotimaista rahapolitiikkaa ja toinen ulkomaista rahoitusta varten. Vahvojen poliitikkojen mukanaolo johtokunnassa ei välttämättä heikentänyt Suomen Pankin itsenäistä asemaa. Yleensä se pikemminkin lisäsi sitä.

Suomessa keskuspankki oli eduskunnan alainen pankki. Hallitukseen nähden se oli kansainvälisestäikin vertaillen varsin itsenäinen.

Valuutta- ja rahapolitiikan paineet lisääntyivät 1970-luvulla. Kansainväliset rahoitusmarkkinat alkoivat vapautua ja laajentua voimakkaasti 1960-luvulla. Euromarkkinoiksi kutsuttu rahoitustoiminta alkoi vaikuttaa Suomenkin talouteen. Euromarkkinat syntyivät alun perin siksi, että amerikkalaiset yritykset ja sijoittajat alkoivat sikäläisen sääntelyn vuoksi tehdä dollarimääräisiä sijoituksia Lontoossa toimiiviin pankkeihin. Myös Itä-Euroopan sosialistiset maat suosivat Lontootta dollaritalletuksia tehdessään. Euromarkkinoiksi kutsuttiin sittemmin rahoitustoimintaa, joka tapahtui tietyn maan valuutan määräisenä tämän maan ulkopuolella.

Suomalaiset pankit, valtio ja monet suuryritykset alkoivat 1970-luvulla nostaa kansainvälisiltä markkinoilta suuria määriä luottoja. Niillä korvattiin vanhoja ulkomaisilta valtioilta ja kansainvälisiltä järjestöiltä saatuja luottoja. Rahoituksen saatavuuden paraneminen muutti tuntuvasti Suomenkin rahataloutta. Runsas rahoituksen tarjonta kansainvälisillä markkinoilla ja reaalikorkotason alhaisuus nopeuttivat Suomen rahoitusmarkkinoiden kansainvälistä integroitumista.

Maailman muuttuessa Suomen Pankin organisaatiota uudistettiin vuonna 1971. Pankkiin luotiin laaja osastojakoon perustunut organisaatio. Pääomanliikkeiden sääntelyn käytännön tehtävistä huolehtimaan perustettiin ulkomaisen rahoituksen osasto. Kalle Kosken hoitama käsikortisto ei enää riittänyt. Samoin perustettiin rahoitusosasto hoitamaan Suomen Pankin kotimaista yritysrahoitusta. Valuutantarkkailuosasto alkoi valmistella valuuttamääräyksiä ja valvoa niiden noudattamista. Talouspolitiikan kannalta merkittävät valuutta-asiat kuuluivat valuuttapolitiikan osastolle.

Uudistusten yhteydessä 1.12.1972 lopetettiin sota-aikana perustettu, pankin toiminnasta jossakin määrin irrallinen Suomen Pankin taloustieteellinen tutkimuslaitos. Tutkimuslaitoksen asiantuntijat yhdistettiin osasto-organisaatioon. Alkuvaiheessa tutkimuslaitoksen pohjalta syntyivät kansantalouden osasto, tutkimusosasto ja rahapolitiikan osasto sekä vuosi tai pari myöhemmin valuuttapolitiikan osasto. Ekonomistikuntaa palkattiin melkoisesti lisää 1970-luvun alkuvuosina, mutta kasvu pysäytettiin jo vuosikymmenen puolivälissä. Kaikkiaan ekonomistiosastoilla työskenteli avustava henkilökunta mukaan lukien noin 60–70 henkeä ja näistä lähes puolet kansantalouden osastolla.

Suomen Pankin johto oli 1970-luvulla ja pääosin vielä 1980-luvuillakin kaksitasoinen. Johtokunnan alapuolella on enimmillään kuusi johtajaa (kaikkia vakansseja ei yleensä ollut täytetty). Johtajat koordinoivat pankin työtä ja esittelivät päätettävät asiat johtokunnalle. Suomen Pankki oli sisäisesti varsin avoin keskusteluorganisaatio mui-

den Pohjoismaiden ja anglosaksisten maiden tapaan. Yrityssalaisuuksien lisäksi lähinnä vain jotkin keskeiset kysymykset, kuten valuuttakurssiratkaisut, valmisteltiin pienessä muutamista henkilöistä koostuneessa piirissä. Ekonomistiosastoilla tehdyllä analyysillä ja politiikan valmistelulla oli yleensä varsin merkittävä vaikutus pankin toimintaan.

## 2.2 Yleinen talouskehitys 1970-luvulla

Talouden kasvun vaihtelut olivat 1970-luvulla niin maailmalla kuin Suomessakin suuria. Suomea pidettiin erityisen vahvasti suhdannevaihteluille alttiina maana. Kun kasvu oli vuonna 1969 lähes 10 %, vuonna 1976 käytiin nollakasvun tuntumassa (kuvio 1). Suomen talous ajautui suuriin vaikeuksiin vuosikymmenen puolivälin jälkeen. Jälkikäteen puhuttiin usein 1970-luvun lamasta. Kasvun ohella keskeiset tasapainomuuttajat heiluivat. Inflaatio ja vaihtotaseet reagoivat kahteen öljykriisiin.

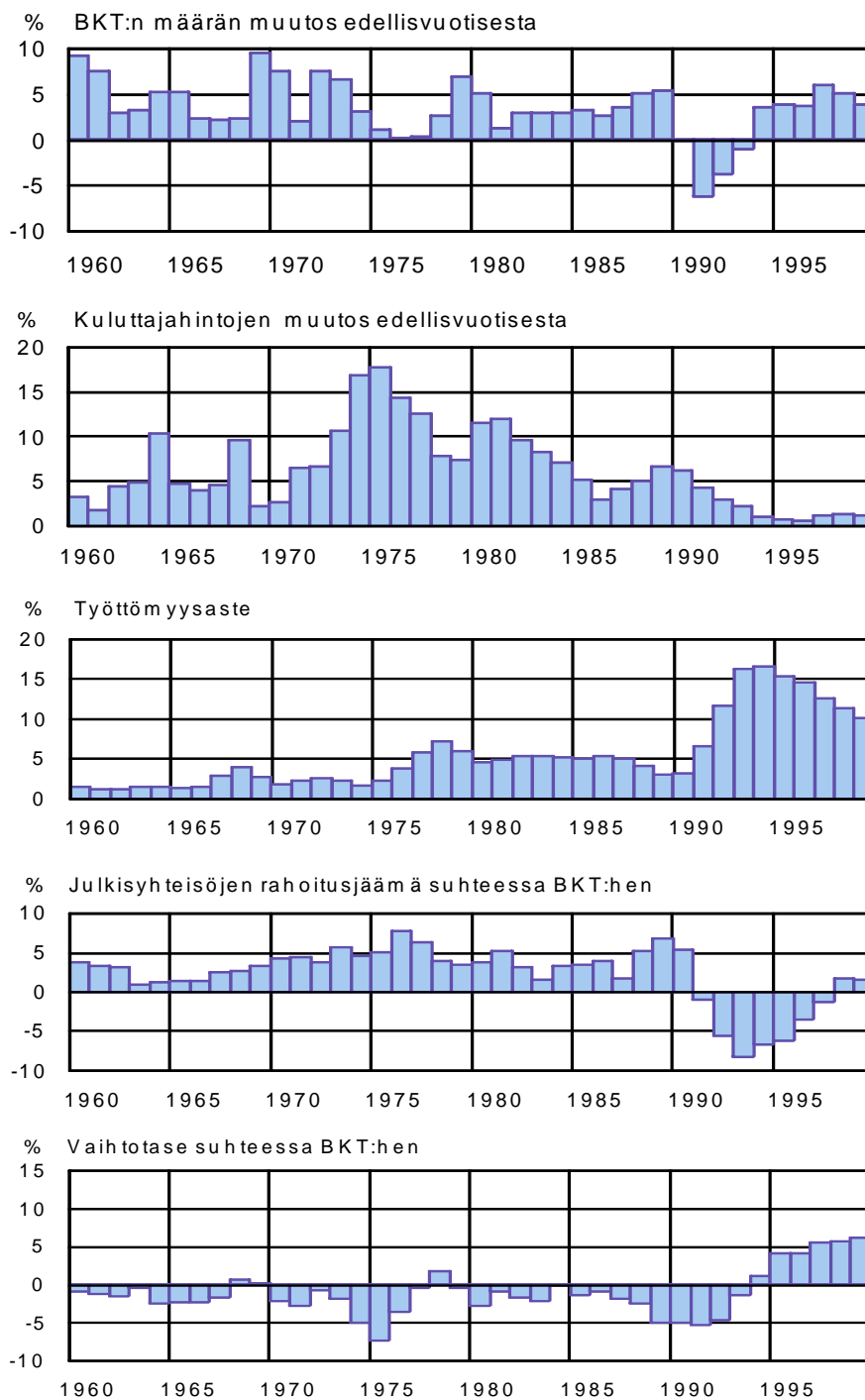
Maailmantalouden kasvu kiihtyi odottamattoman voimakkaaksi 1970-luvun alussa. Suomen talous seurasi mukana. Vielä vuonna 1971 talouden kehitys jäi osin metallilakon vuoksi vaisuksi, mutta vuoden 1972 parin prosentin ennusteet ylitettiin reippaasti ja päädyttiin 7 prosentin kasvuun. Maailmantalouden ylikuumeneminen ja Lähi-idän poliittis-sotilaalliset ongelmat saivat aikaan ensimmäisen öljykriisin syksyllä 1973. Öljyn hinta moninkertaistui. Öljysokkia pidettiin reaalitytönnäköisenä ja siihen reagoitiin yleisesti talouspolitiikkaa keventämällä. Tämän myötä kansainvälinen inflaatio kiihtyi merkittävästi.

Maailma kohtasi muutaman vuoden mittaisen 10–20 prosentin inflaatioaallon. Suomen inflaatio kiihtyi keskimääräistä nopeammaksi, lähelle 20:tä prosenttia. Metsäteollisuuden vientihintojen kaksinkertaistuminen ja öljyn hinnan lisäämä viennin kasvu Neuvostoliittoon vauhdittivat ylikuumenemistä ja inflaatiota. Investointiastetta nosti kahden ydinvoimalan rakentaminen. Vaihtoaseen vaje suureni kansainvälisiin huippulukemiin, noin 7 prosenttiin BKT:stä.

Talous ajautui ylikuumenemisen jälkeen kasvutaantumaa, jota jatkui vuoteen 1977. Työttömyysaste kaksinkertaistui 6–7 prosenttiin. Toisaalta muut tasapainottomuudet korjautuivat taantumaa myötä. Kuluttajahintojen nousu pysyi vuosikymmenen lopullakin 7–8 prosentin vauhdissa. Julkinen talous pysyi ylijäämäisenä. Vuosikymmenen lopulla turvauduttiin markan devalvaatioihin. Toisaalta jo vuosikymmenen vaihteessa markkaa hiukan myös revalvoitiin ensi kerran sodan jälkeen.

Kuvio 1.

## Keskeiset tasapainomuuttujat



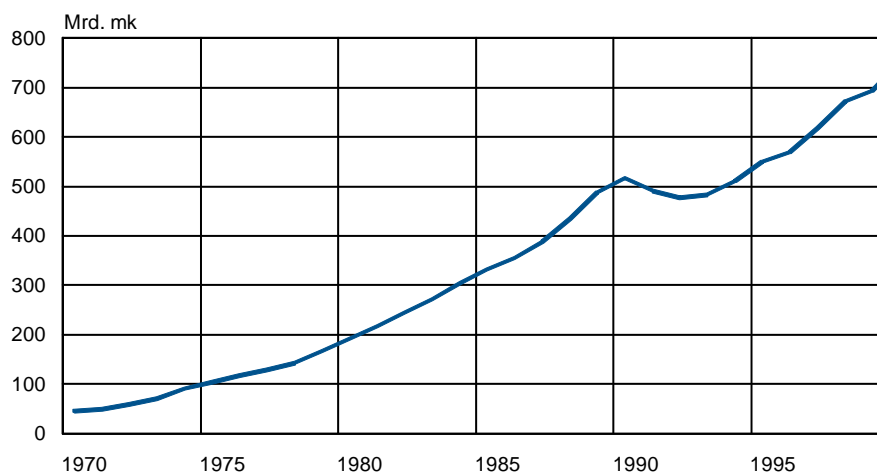
Lähde: Tilastokeskus.

Vuosikymmenen loppu oli taas nopean kasvun kautta sekä maailmalla että Suomessa. Vuonna 1979 tuli toinen öljykriisi. Öljyn hinta melkein kolminkertaistui noin 40 dollariin tynnyriltä (vuoden 2010 hinnoin yli 100 dollariin). Inflaatio kiihtyi myös Suomessa mutta jäi selvästi vaikeammaksi kuin edellisessä öljykriisissä eli vähän yli 10 prosenttiin. Öljymaiden ylijäämät olivat 1970-luvulla suuria, ja niiden kanavoinnista tuli maailmantalouden ongelma. Varoja suunnattiin paljon kansainvälisten pankkien kautta kehittyviin talouksiin, mistä puolestaan seurasi 1980-luvun alussa laajamittainen kansainvälinen rahoitus- ja pankkikriisi.

\*

Tässä selvityksessä esitetään eri yhteyksissä ja eri ajankohtina runsaasti nimellisarvoisia suureita. Koska näitä eri ajankohtien suureita on inflaation vuoksi hankala verrata, suuri osa muuttujista on suhteutettu BKT:n arvoon. Muiden nimellisarvoisten muuttujien mahdollista suhteuttamista varten on syytä todeta nimellisarvoisen BKT:n kehitys. Suomen vuotuisen kokonaistuotannon arvo oli 1970-luvun alussa vajaa 50 mrd. markkaa (kuvio 2). Jo vuoteen 1976 mennessä arvo kaksinkertaistui, eli ylitettiin 100 mrd., ja taas viidessä vuodessa tämä nimellisesti kaksinkertaistui, joten vuonna 1981 ylitettiin 200 mrd. markkaa. Vuonna 1986 ylitettiin 300 mrd. ja vuonna 1989 puolestaan 400 mrd. markkaa. BKT:n arvo kasvoi siten 20 vuodessa 1990-luvun

Kuvio 2. **Suomen BKT:n arvo\***



\*Arvo on vuodesta 1996 kehitetty SKT95:n sarjoilla.  
Lähde: Tilastokeskus.

alun kriisiin mennessä lähes kymmenkertaiseksi. Reaalisesti BKT ei edes kaksinkertaistunut. Laman aikana eli vuodesta 1990 vuoteen 1993 tuotannon arvo laski lähes 10 %, runsaaseen 430 mrd. markkaan. Eurokauteen siirryttiin vuonna 1999 vajaan 700 mrd. markan eli runsaan 100 mrd. euron tuotantotasolla.

## 2.3 Kansantalouden rahoitusrakenne 1970-luvulla

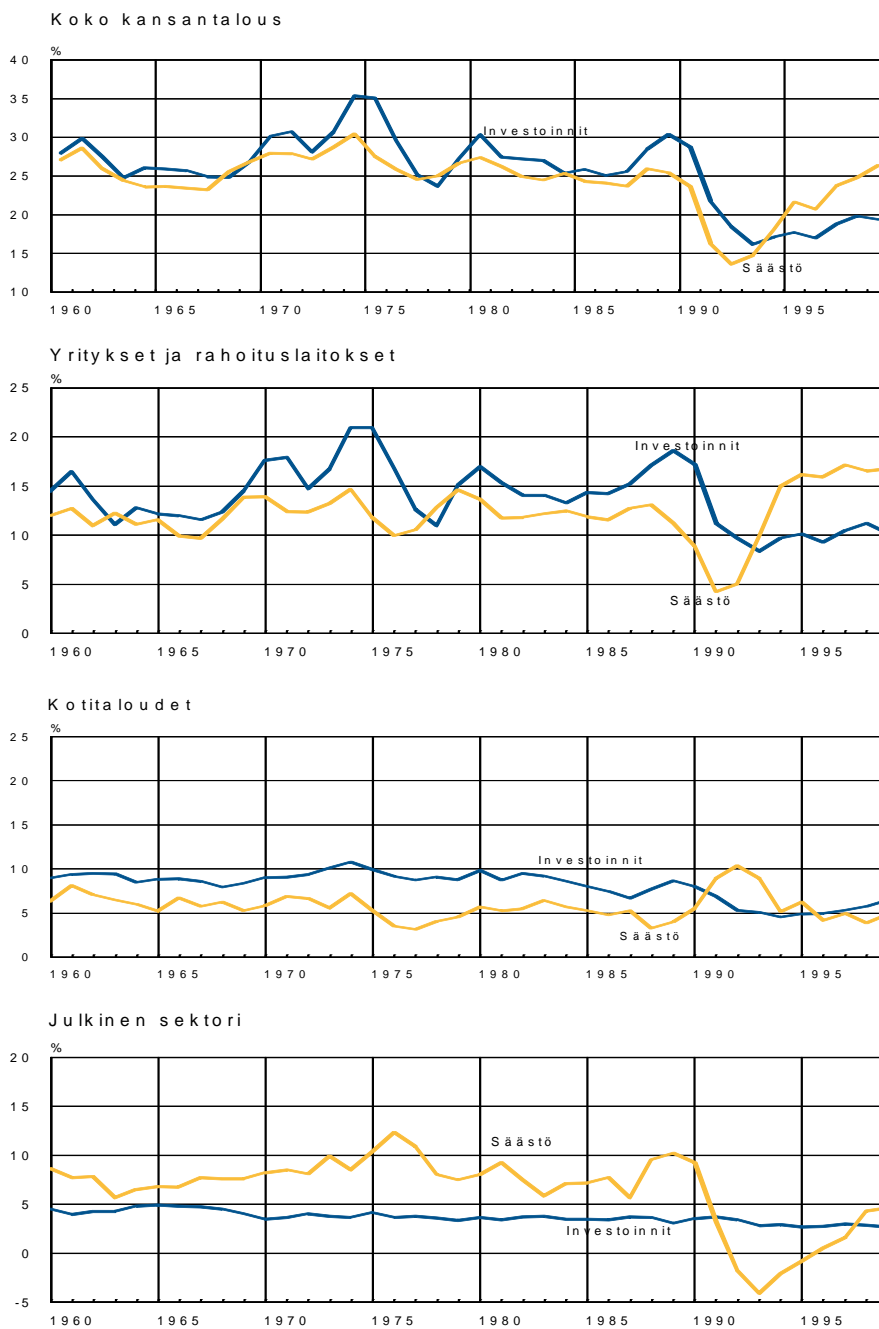
Suomen taloutta luonnehdittiin yleisesti 1970-luvulla ja myöhemmin niin, että Suomi oli pääomiltaan köyhä maa. Väite oli tulkinnanvarainen eikä oikeastaan pitänyt paikkaansa. Näkemys syntyi lähinnä kahdesta tekijästä. Taloudessa vallitsi yleensä luottojen ylikysyntä, ja Suomi velkaantui lähes jatkuvasti ulkomaille. Varmaan näkemykseen vaikutti myös se, että pitkäaikaisen pääoman markkinat olivat pienet ja toimivat heikosti. Tosiasiassa kuitenkin säästämisaste oli Suomessa kansainvälisesti vertaillen korkea, keskimäärin neljännes kokonaistuuloista (kuvio 3).

Käsitys rahoituspääomien niukkuudesta perustui siihen, että Suomessa investoitiin määrällisesti paljon. Nimenomaan yritykset tekivät runsailla reaalisijoituksillaan Suomesta pääomiltaan köyhän maan. Ne investoivat lähes koko vuosikymmenen huomattavasti enemmän kuin pystyivät sisäisellä rahoituksellaan kattamaan. Vuosikymmenen puolivälissä yritysten säästäminen (yritykseen jätetty tulorahoitus) jäi puoleen investoinneista. Huipussaan vuonna 1974 yritysten reaalisijoitukset olivat 20 % BKT:stä, mikä oli useissa länsimaissa talouden koko investointiaste. Suomessa koko investointiaste oli tuolloin lähes 35 % BKT:stä. Vuosikymmenen lopulla, vuonna 1978, investointiaste (ml. varastoinvestointien supistuminen) jäi kuitenkin hetkellisesti suunnilleen samalle tasolle kuin säästäminen.

Yritysten vahvaan investointiaktiivisuuteen vaikuttivat monet tekijät. Näistä tärkein oli investointeja kaikin tavoin tukeva talouspolitiikka. Tuotantorakenne oli pääomavaltainen, ja metsäteollisuuden osuus tuotannossa ja varsinkin viennissä oli suuri (kuvio 4). Yritysten veroste oli nimellisesti korkea, mutta väljät poistosäädökset tekivät veroinvestoinneista edullisia. Inflaatio pysyi nopeana, ja sen myötä reaalkorko oli negatiivinen. Näistä ongelmista puhuttiin paljon jo 1970-luvulla, mutta mitään oleellisia muutoksia ei 1970-luvulla saatu aikaan. Verotukseen ei pystytty puuttumaan vielä 1980-luvullakaan.

Kuvio 3.

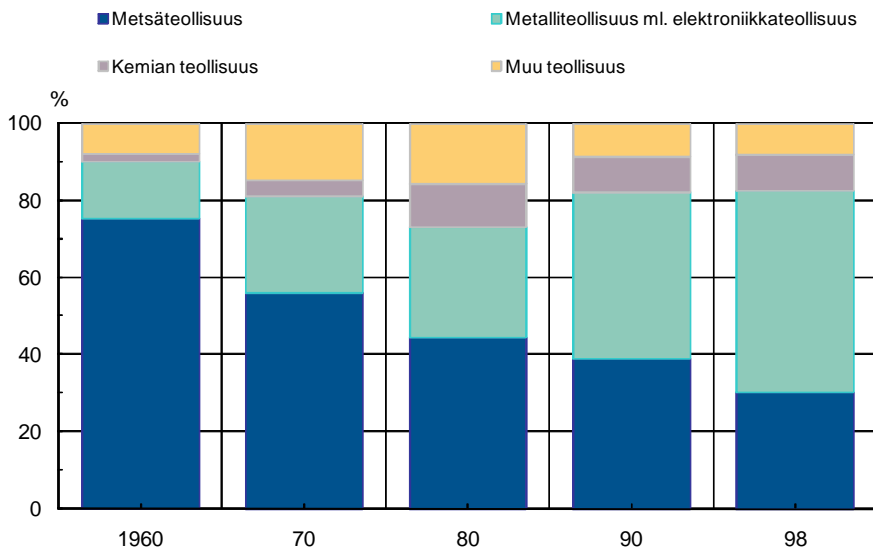
## Säästämis- ja investointiaste Suomessa % BKT:stä



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 4.

## Suomen viennin arvo tavararyhmittäin



Lähde: Tulli.

Tuon aikakauden suhdannevaihtelut olivat voimakkaita. Niihin myötävaikuttivat hyvin suuret varastoinvestointien syklit. Varastoinvestointien osuus vuoden 1974 investointiasteestakin oli useita prosenttiyksiköjä. Varastojen suuri koko ja varastojen vaihtelut selittyvät paljolti inflaation ja negatiivisten reaalikorkojen kautta. Toisaalta tietotekniikan kehittymättömyyden vuoksi keinot varastojen minimoimiseksi olivat rajallisia.

Talouselämän valtiokeskeisyyteen kuului, että julkinen sektori säästi paljon, jopa enemmän kuin kotitaloudet. Joinakin vuosina julkinen säästäminen ylitti yritysten tulo-rahoituksen. Noin puolet julkisen sektorin säästöstä meni sen omiin reaalisisijoituksiin ja toinen puoli erilaisiin rahoitussijoituksiin, jotka kohdistuivat valtionyhtiöihin, asunto-tuotantoon ja maatalouteen. Valtion rahoitus annettiin pääosin suoraan näihin kohteisiin, osin se meni pankkien kautta. Julkisen talouden tulot ja menot lisääntyivät tasaisesti suhteessa BKT:hen ja olivat jo 1970-luvulla yli 40 %. Näissä oloissa valtio otti lainaa hyvin vähän. Kotitaloudet investoivat jatkuvasti hiukan enemmän kuin säästivät, joten ne velkaantuivat nettomääräisesti hiukan, vaikka ne pysyivätkin rahoitusvarantojen osalta lievästi nettovelkojina.

Kansantalouden eri sektoreiden rahoitusvajaus näkyi vaihtotaseessa, jossa oli yleensä suuri vaje. Vaihtotasetta katsottiin Suomessa ensisijaisesti ulkomaankaupan näkökulmasta. Niinpä juuri tähän – hiukan



harhaiseen – ajatteluun perustui jatkuva innostus edistää vientiä ja korvata tuontia. Vajauksen perussyys ei ollut yleensä varmaankaan tuonnissa ja viennissä itsessään vaan liian alhaiseksi asetetussa korkotasossa. Korkotason alhaisuus paisutti investointien ja säästämisen välistä kuilua ja piti yllä pääomien vähäisyyttä.

Rahoitusmarkkinoiden keskeinen piirre oli, että aktiivisesti toimivat arvopaperimarkkinat ja lyhyen ajan rahamarkkinat puuttuivat. Rahoitus välittyi pankkien ja muiden rahoituslaitosten taseiden kautta. Näissä oloissa rahoitusmarkkinoiden tilaa ei voitu arvioida normaalien korkomuuttujien kautta. Rahapoliittinen likviditeetin ja korkotason säätely ei toiminut aidon markkinaehtoisesti.

## 2.4 Inflaation vaikutus

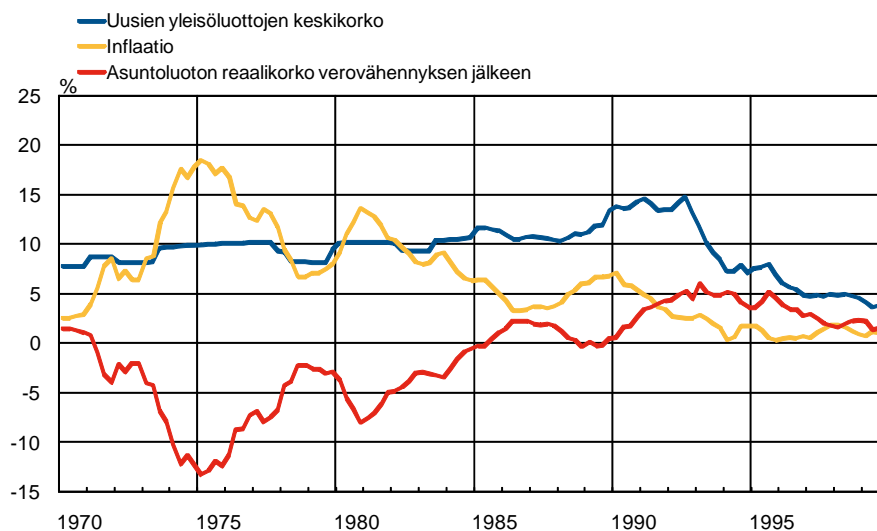
Voimakas inflaatio 1970-luvulla ei johtunut pelkästään öljyn hinnan noususta. Sen syyt olivat varmasti moninaiset, mutta hyvin keskeinen tekijä oli säännöstelyn turvin jatkunut kotimainen hinta- ja palkkakierre. Suomen hintakilpailukyky rapautui kilpailijoihin nähden vaihtelevaa vauhtia, keskimäärin pari prosenttia vuosittain 1970-luvulla ja melkein saman verran seuraavalla vuosikymmenelläkin. Palkkapaineita lisäsi sosiaalidemokraattien ja kommunistien kilpailu ammattiyhdistysliikkeessä. Suomi oli Euroopan lakkoherkimpiä maita. Työnantajatkin menivät mukaan ylimitoitettuihin kokonaisratkaisuihin, koska ei ollut markkinoita, jotka olisivat rangaisseet heti. Säännöstelyn oloissa korot ja valuuttakurssi eivät reagoineet kasvaviin tasapainottomuuksiin. Ylimitoitettuihin palkkaratkaisuihin liitettiin joskus vielä peruskoron lasku, välillä suoraan, välillä epäsuorasti. Inflaatiota pidettiin 1970-luvulla ennen kaikkea tulopolitiikan asiana. Tosiasia kuitenkin oli, ettei tulopolitiikka pystynyt turvaamaan Suomen hintakilpailukykyä pitämällä palkka- ja hintakehityksen Länsi-Euroopan keskitasolla.

Ajan mittaan hintakilpailukyvyn heikkeneminen alkoi väistämättä tulla ongelmaksi. Silloin vientiteollisuus ensimmäisenä, metsänomistajat toisena ja lopulta ehkä vientiteollisuuden ammattiliitot kolmantena alkoivat vaatia devalvaatiota. Devalvaation saatua laajan poliittisen tuen Suomen Pankin johtokunnan tehtäväksi tuli kirjoittaa devalvaatiositys ensin pankkivaltuusmiesten ja sitten hallituksen salaisesti käsiteltäväksi. Säännöstelyn oloissa asiaa ei puitu välttämättä edes täysin salassa. Vielä 1970-luvulla säännöstely ei jättänyt tilaa merkittävään keinotteluun markalla. Vuosikymmenen lopulla alettiin puhua devalvaatiosyklistä, jolla tarkoitettiin ajautumista devalvaatioon noin kymmenen vuoden välein.

Inflaatio vääristi erittäin pahasti taloudellisia laskelmia erityisesti juuri 1970-luvulla. Tuolloin totuttiin yleisesti siihen, että velanotto on melkein kuin tuloa. Pahimmillaan inflaatio kävi vuositasolla 18 prosentin vauhdissa vuonna 1975, ja vuosikymmenen keskiarvokin oli yli 10 % (kuvio 5). Nimelliskorko ei paljontaan seurannut inflaatiota. Uusien yleisöluottojen keskikorko nousi enimmillään 10 prosentin tuntumaan, mutta jäi yleensä vähän sen alle. Kotitalous sai vähentää korkomenot täysimääräisesti tulostaan verotuksessa, jolloin tosiasiallinen reaalikorko jäi keskimäärin ainakin 5 % negatiiviseksi. Keskimääräinen talletuskorko, joka 1970-luvulla vaihteli 4 ja 6,5 prosentin välillä, jäi aivan vuosikymmenen alkua ja loppua lukuun ottamatta selvästi alle inflaatiovauhdin.

Kotitaloudet kokonaisuutena kärsivät inflaatiotappioita, sillä niillä oli vähän enemmän rahoitusvaroja kuin velkoja. Sama oli julkisen sektorin tilanne. Valtiolla oli hyvin vähän velkaa ja melkoisesti lainanantoa ja rahoitussijoituksia. Eläkevakuutuslaitokset kärsivät sijoituksistaan inflaatiomenetystä ja joutuivat perimään sen takaisin suurempina eläkemaksuina. Reaalikorot olivat negatiiviset ulkomaisissakin velkavaluutoissa, erityisesti dollarissa, mistä syystä velkaantuva Suomen kansantalous sai ulkomaiden kustannuksella hiljalleen kasvavaa inflaatiohyötyä, joka vuosikymmenen lopulla oli arviolta runsas prosentti bruttokansantuotteesta.

Kuvin 5. **Pankkien luottojen keskikorko ja inflaatio**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Yrityssektori sai muiden sektoreiden menetysten vastineena veloistaan erittäin suuren inflaatiohyödyn. Yritykset olivat nettomääräisesti raskeasti velassa viime kädessä kaikille muille sektoreille. Yritysten nettovelka oli suurimmillaan vuosikymmenen puolivälin jälkeen määrältään yli puolet vuositason BKT:stä. Siten 10 prosentin keskimääräinen inflaatio antoi yrityksille vuosittain inflaatioedun, joka kasvoi lähes 5 prosenttiin BKT:stä – ja pahimmillaan melkein kaksinkertaiseksi. Valuuttamääräisessä velassa inflaatiohyöty oli jonkin verran pienempi kuin markkavelassa. Inflaatiolla oli tietenkin tämän edun vastapainona myös vaikeasti arvioitavia vahingollisia vaikutuksia yritystoimintaan.

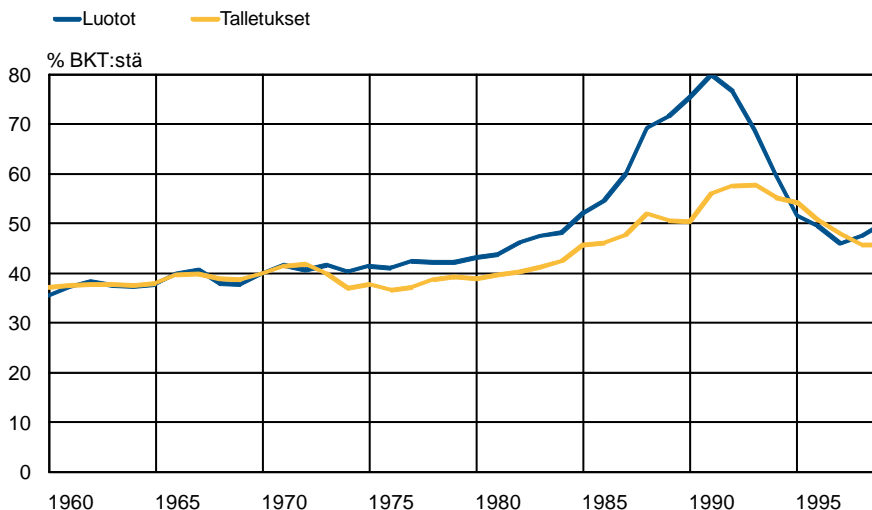
Inflaatio vaikutti merkittävästi myös kansantalouden tilastojen tulkintaan. Ilman inflaatiohyötyä laskettu yritysten tulo-osuus pieneni tilastoissa, ja pääosa 1970-luvun loppupuolesta oli heikkoa yritysten tulokehityksen aikaa. Velkaantuneisuuden kasvu ja inflaation kiihtyminen kasvattivat yritysten inflaatioedun 1970-luvun puolivälissä yli viiteen prosenttiin BKT:tä. Joinakin vuosina inflaatiohyöty oli jopa suurempi kuin tilastoitu bruttovoitto. Inflaatioetu oli periodin lopulla niin suuri, että ns. inflaatiokorjatun voiton trendi oli kasvava. Eräänä syynä yritysten tilastoitujen voittojen supistumiseen 1970-luvulla olikin varmaan se, etteivät yritykset tarvinneet kovin paljon aitoa voittoa, kun inflaatio huolehti investointien rahoituksesta. Lisäksi verolait kannustivat veropohjan minimointiin.

On kuitenkin selvää, että inflaatio kaikkine vaikutuksineen oli syvällekyypä ja vakava rakenteellinen häiriö talouselämässä. Suomi erosi tässä useimmista muista maista sikäli, että muualla inflaatioetu meni paljolti velkaiselle valtiolle ja yritykset joutuivat hankkimaan aidommin tulonsa tuotannostaan. Yritykset tottuivat Suomessa lepäilemään inflaation ja devalvaatioiden turvissa. Lisäksi nimenomaan 1970-luvun inflaatiokautena hintojen nousu oli Suomessa selvästi nopeampaa kuin Länsi-Euroopassa yleisesti. Näin ei käynyt enää myöhemmin.

Inflaatiolla oli myös se väistämätön vaikutus, että rahoitussektori pysyi pienenä suhteessa talouteen. Voimakkaasta lisäyksestään huolimatta talletus- ja luottovarannoilla oli vaikeuksia pysyä inflaatiotalouden nimellisessä kasvuvauhdissa. Pankkien talletusten ja luottojen määrä suhteessa BKT:hen säilyi 1970-luvulla noin 40 prosentissa (kuvio 6). Talletukset supistuivat kovimman inflaation aikana jopa tuota vähäisemmiksi. Talletuksia oli kansainvälisesti katsoen hyvin vähän.

Kuvio 6.

## Pankkien yleisöluotot ja -talletukset



Lähde: Suomen Pankki.

## 2.5 Rahoituslaitokset 1970-luvulla

Suomen rahoituslaitokset muodostivat 1970-luvulla pelkistetyn kokonaisuuden. Oli kolme suurta pankkia: Kansallis-Osake-Pankki (KOP), Suomen Yhdyspankki (SYP, aikaisemmin PYP) ja Postipankki (PSP). Pieniä liikepankkeja olivat lisäksi Helsingin Osakepankki (HOP), Ålands Aktiebank (ÅAB) sekä Peruspankki (jolla ei ollut oikeutta keskuspankkirahoitukseen). Näiden lisäksi oli kaksi suurta paikallispankkiryhmää: säästöpankkiryhmä, keskuspankkinaan Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki (Skop) ja osuuspankkijärjestö, keskuspankkinaan Osuuspankkien Keskuspankki Oy (OKO).

Sillä, että Suomen pankkimarkkinoilla toimi näin suppea, tosiasiassa viiden pankin tai pankkiryhmän joukko, oli merkittävä vaikutus rahamarkkinoiden toimintaan, rahapolitiikkaan ja ulkomaisiin pääomanliikkeisiin. Suurten liikepankkien ja suurten yritysten suhteet olivat tiiviit. Ne mm. omistivat toisiaan ristiin. Liikepankeilla oli tämän myötä vahva taloudellinen ja poliittinen asema. Lisäksi paikallispankeilla oli poliittista vaikutusta eduskunnassa olleiden edusmiestensä kautta. Puhuttiin pankkipuolueesta, joka vaikutti oleellisesti mm. rahoitusmarkkinalainsäädäntöön. Esimerkkinä olivat vuonna 1970 voimaan tulleet uudet pankkilait, joissa paikallispankkien edut otettiin hyvin huomioon. Paikallispankkien vakavaraisuusraja pienennettiin 2

prosenttiin, kun se liikepankeilla oli 4 %. Tämä pankkien vahva, omia lyhytnäköisiä hyötyjä ajava edunvalvonta oli tuolloin ja on ollut myöhemminkin yleinen kansainvälinen ilmiö. Sitä on pidetty yhtenä syynä pankkikriiseihin.

Harvalukuiset vahvat pankit seurasivat tarkasti markkinaosuuttaan ja toistensa toimia. Jos jokin pankki sattui syystä tai toisesta laajenemaan muita nopeammin, syntyi helposti vahva laajenemispaine koko pankkisektorissa. Toisaalta vaikka kaikki viisi pankkia tai pankkiryhmiä olivat valtakunnallisia, ne olivat liikeidealtaan ja asiakaskunnaltaan melko erilaisia. SYP:n toiminta painottui keskimääräistä enemmän vahvaan vientiteollisuuteen, KOP:n selvemmin myös kotimarkkinatuotantoon, Postipankin toiminta valtion rahoitusasioiden hoitoon, osuuspankkijärjestön vahvasti maaseutuun ja maatalouteen ja säästöpankkien toiminta henkilöasiakkaisiin ja kiinteistösektoriin.

Tässä tilanteessa Suomen Pankin erilaiset rahapolitiikan välineet vaikuttivat käytännössä melko eri tavoin eri pankkeihin. Tämä jouduttiin usein ottamaan huomioon raha- ja valuuttapolitiikkaa suunniteltaessa. Muutenkin rahoitusjärjestelmä ylläpiti eriarvoisuutta. Luoton saatavuus saattoi olla varsin erilainen eri alueilla eri luottolaitoksissa eri luottomuodoissa ja eri luotonottajille.

Postipankki oli monessa suhteessa erityisasemassa. Se ei ollut juridisesti liikepankki (vaan sitä varten oli oma lakinsa), mutta se toimi lähes kuin liikepankki talletuksia mm. posteissa vastaanottaen. Se oli myös valtion pankki, muutenkin kuin omistukseltaan. Se hoiti valtion rahaliikkeen ja kassavarat. Tämä aiheutti suuria vaihteluja muiden pankkien taseisiin verojen ja sosiaalietujen ym. suurten maksujen vuoksi. Postipankille tuli valtion likviditeettiennusteista informaatioetua, mitä muut pankit toistuvasti valittivat. Toisaalta Postipankilla ei ollut kaikkia liikepankkien oikeuksia. Se oli vuoteen 1979 saakka ilman keskuspankkiluotto-oikeutta. Tämä perustui siihen, ettei haluttu antaa valtiolle edes välillistä mahdollisuutta rahoittaa menojaan keskuspankista.

Eri pankkiryhmillä oli omat kiinnitysluottopankkinsa. Myös Suomen Pankki oli siirtänyt ulkomailta ottamansa lainat omaan Mortgage Bank of Finland -kiinnitysluottopankkiin. Tämä myytiin Postipankille vuonna 1986. Lisäksi valtio ja osin Suomen Pankkikin olivat perustaneet yhdessä pankkien kanssa muutamia erityislaitoksia, kuten Teollistamisrahaston, Suomen Vientiluoton ja Kehitysaluerahaston.

Vakuutuslaitokset, erityisesti eläkevakuutuslaitokset, olivat suuri luotonantajaryhmä. Yksityisen sektorin osin rahastointiin perustuva työeläkejärjestelmä oli luotu 1960-luvulla. Työeläkerahastojen sijoituksista huolehtivat yksityiset vakuutuslaitokset. Suurin osa luototuksesta eli jopa 2/3 hoidettiin ns. automaattisena takaisinlainauksena.

Tässä yritys yksinkertaisesti maksoi vakuutusmaksut omalla velkakirjallaan. Raha ei toisin sanoen liikkunut kumpaankaan suuntaan. Korotaso oli yrityksille edullinen. Nopean inflaation vuoksi rahastojen kasvu oli hidasta. 1980-luvun alkuun rahastojen arvo oli kasvanut noin 20 prosenttiin BKT:stä. Yritykset hyötyivät inflaation velkaa vähentävästä vaikutuksesta, mutta rahastojen arvon menetys jouduttiin korvaamaan suurenevilla työeläkemaksuilla. TEL-laskuperustekorko, jota käytetään mm. tietynlaisena eläkesijoitusten viitekorkona, pysyi 1980-luvun alkupuolelle saakka pääosin reaalisesti negatiivisena (kuvio 7).

Kuvio 7. Pitkäaikaisia korkoja ja inflaatio



Lähteet: Reuters ja Ilmarinen.

Arvopaperimarkkinat olivat pienet. Yksityisiä obligaatioita oli verotettu vuoteen 1968 saakka, mikä yhä näkyi niiden pienenä määränä. Obligaatiomarkkinoita hallitsivat verottomat valtion ja rahoituslaitosten lainat. Yksityisten obligaatioiden liikkeeseenlasku vaati valtioneuvoston luvan, ja Suomen Pankki antoi sitä varten lausunnon. Obligaatiolainojen pörssivaihto oli pieni, ja kun markkinoilla ei ollut likviditeettiä, kiinnostus pysyi vähäisenä. Sijoittajia puuttui. Sijoitusrahastoja ei Suomessa vielä tuolloin ollut. Vakuutuslaitokset, jotka kehittyneillä rahoitusmarkkinoilla tyypillisesti ostavat arvopapereita, sijoittivat Suomessa suoraan lainanantoon yrityksille. Ulkomaalaisilla ei ollut vielä 1970-luvulla kiinnostusta suomalaisiin obligaatioihin, vaikka ne olivat ulkomaalaisten vapaasti ostettavissa.

Obligaatiot olivat laajasti kiinteäkorkoisia päinvastoin kuin yleensä muut vaateet, jotka oli sidottu peruskorkoon. Monipuolista valtion lainojen tarjontaa ei ollut, joten aitoa tuottokäyrää valtionlainojen erimaturiteettisista koroista ei saatu. Oli mahdollista laskea vain vajaavaista indikaattoritietoa. Puutteistaan huolimatta obligaatiomarkkinat olivat kuitenkin osakemarkkinoiden ohella se osa rahoitusmarkkinoista, joilla hintamekanismi jollakin tavalla toimi. Tämä näkyi siinäkin, ettei obligaatioiden reaalityttö inflaatiokaudellakaan supistunut pitkäksi aikaa negatiiviseksi.

Osakkeiden emissiot ja pörssivaihto olivat vähäiset. Suomen Pankissa pörssiä verrattiin joskus kooltaan maitokauppaan (joita tuolloin vielä oli melkein joka korttelissa). Osakekurssien informaatioarvoa pidettiin yleisesti vähäisenä. Inflaatio huolehti pitkälle yritysten omien pääomien riittävydestä. Inflaation vaikutuksesta yritykset pitivät velkoja ja runsaasti reaaliomaisuutta, jonka arvonkorotuksilla ja niitä vastaavilla osakkeiden ilmaisaneilla oma pääoma saatiin pysymään taaseessa kohtuullisena. Osakkeiden ilmaisanti oli kansainvälisesti melko outo menettely, jota jouduttiin joskus ulkomaalaisille selittämään. Melkoinen osa yrityksistä oli pörssin ulkopuolella joko valtion tai perinteisten sukujen omistuksessa. Ulkomaalaisille oli tarjolla vain vähemmistöomistukseen oikeuttavia avoimia osakkeita.

## 2.6 Rahapolitiikan yleinen lähestymistapa

Rahapolitiikkaa toteutettiin varsin käytännönläheisesti. Rahapolitiikan tavoitetta ei ollut erikoisesti täsmennetty, eikä Suomen Pankilla ollut selvää, julkisesti ilmoitettua rahapolitiikan strategiaa. Suomen Pankin vanha ohjesääntö totesi pankin tehtävän lyhyesti ensimmäisessä pykälässään: Suomen Pankin tehtävänä on Suomen rahalaitoksen pitäminen vakavalla ja turvallisella kannalla sekä maan rahaliikkeen edistäminen ja helpottaminen.

Pääomanliikkeiden säännöstely antoi rahapolitiikalle vapauden määrittellä sekä valuuttakurssin että kotimaisen korkotason. Sikäli kuin valuuttakurssi olisi voitu pitää kiinteänä, myös kotimainen rahoitus-, hinta- ja kustannuskehitys oli pidettävä sopusoinnussa ulkomaisen kehityksen kanssa. Tämä olisi rajannut rahapolitiikan strategian ja tavoitteen varsin selvästi. Koska kuitenkin valuuttakurssia ei kyetty pitämään kiinteänä, rahapolitiikkaa toteutettiin varsin epämääräisenä kokonaisuutena.

Rahapolitiikan tavoite esitettiin esimerkiksi Suomen Pankin vuosikirjassa talouden kasvuun, hintatason vakauteen ja maan maksuval-

miuteen kytkettynä ja yleensä suhdannetilanteen mukaan aina vähän eri tavalla painotettuna: kansantalouden tasapainoinen kehitys, kotimaisen kysynnän rajoittaminen, kasvun tukeminen, inflaation hillitseminen, vaihtotaseen tasapainottaminen, maksutaseen tukeminen jne. Myös Suomen Pankissa inflaation nähtiin olevan paljon rahapolitiikan suoran vaikutuksen ulottumattomissa. Ainakaan inflaation rajaaminen ei ollut korostetusti Suomen Pankin ensisijainen tavoite.

Inflaatio määräytyi 1970-luvun ajattelun mukaan pitkälti palkka-kehityksen perusteella, mihin tulopoliitikalla yritettiin vaikuttaa. Myös Suomen Pankki pyrki ainakin kannanotoillaan vaikuttamaan tulopoliitiikkaan, jossa oli 1960-luvun lopulla aloitettu laajat tulopoliittiset ratkaisut. Toisaalta Suomen Pankki joutui sodan jälkeen, selvästi mm. vuosina 1977 ja 1988, sopeutumaan siihen, että peruskoron alennus kytkettiin tulopoliitiikkaan. Muulloinkin, kuten vuonna 1971, koron alentamisella pyrittiin myötävaikuttamaan maltillisen ratkaisun syntyyn.

Rahapolitiikan tavoitteen epämääräisyyden vuoksi on myös vaikea arvioida, kuinka hyvin Suomen Pankki onnistui politiikassaan. Ulkoisista syistä johtuneet kansantalouden tasapainottomuudet olivat 1970-luvulla joka tapauksessa suuria. Varmaan niiden vaimentamisessa josakin määrin onnistuttiin.

Suomen Pankissa vieroksuttiin rahapolitiikan yleisiä teorioita. Vaikka rahapoliittisessa ajattelussa oli tiettyjä keynesiläisiä piirteitä, katsottiin, etteivät tuona aikana paljon esillä olleet keynesiläisyys ja monetarismi toimineet Suomen säännöstellyssä järjestelmässä. Valtion finanssipoliitikassakaan ei juuri turvauduttu alijäämpolitiikkaan, ei edes 1970-luvun puolivälin jälkeisinä lamavuosina. Veroja korotettiin siinä kuin julkisia menoja. Keynesiläisen talousopin perusoletukset eivät Suomessa yleensä oikein päteneet. Keynesin teoriassa alhaisen koron politiikan lähtökohta on kansantalouden liiallinen säästämisaikeus, kun taas Suomessa ongelmaa pidettiin päinvastaisena. Suomea luonnehdittiin pääomiltaan köyhäksi.

Monetarismilla ei ollut lainkaan merkitystä. Rahamäärämuuttujia ei edes käytetty Suomen Pankin sisäisessä seurannassa, vaan niiden asemasta seurattiin vain pankkien talletuseriä. Ei puhuttu rahan kiertonopeudesta eikä juuri rahaperustasta tai rahakertoimestakaan. Rahamääriä tilastoitiin ja esitettiin Kansainväliselle valuuttarahastolle (IMF) ja muille kansainvälisille järjestöille. Tämä ei tarkoita, etteikö rahoituksen kasvun – nimenomaan luottojen – rajoittamisella olisi ollut keskeinen asema rahapolitiikassa eräänlaisena välitavoitteena. Toimintaa ei vain tulkittu monetarismin käsittein.

Suomen Pankissa painotettiin Suomen omalaatuista säännösteltyä järjestelmää. Valuuttapolitiikka ja rahapolitiikka olivat kaksi erillistä



politiikkalohkoa, mikä näkyi Suomen Pankin organisaatiossakin. Vahvasti säännöstellyssä järjestelmässä tämä oli perusteltua. Vielä 1970-luvun alkuvuosina politiikkalohkojen koordinaatiota pidettiin heikkona, mutta se parani, kun politiikan valmistelu vuosikymmenen puolivälissä organisoitiin säännölliseksi prosessiksi.

Valuuttapolitiikan alueeseen kuuluivat ennen kaikkea valuuttakurssia koskevat päätökset. Valuuttakurssijärjestelmä oli käymistilassa oikeastaan koko 1970-luvun. Lähtökohtana oli kiinteän kurssin järjestelmä, mutta se osoittautui melko huojuvaksi. Todellisuudessa markan kiinnityksen kohdetta ja valuuttakurssia muutettiin ajoittain harkinnanvaraisesti (ns. adjustable peg). Valuuttapolitiikkaan kuuluivat myös ulkomaisia pääomanliikkeitä, valuuttainterventioita ja valuuttavarantoa koskeneet päätökset.

Koska valuuttapolitiikka eristi kotimaiset rahoitusmarkkinat tehokkaasti ulkomaisista, omaa rahapolitiikkaa voitiin vielä 1970-luvulla toteuttaa suhteellisen vapaasti. Koko järjestelmän kannalta lähtökohta oli poliittisesti määritelty matala yleinen korkotaso. Sen seurauksena luottorahoituksen kysyntä oli yleisesti – ja monien luotonottajaryhmien, kuten kuluttajien, osalta aivan pysyvästi – suurempaa kuin luottorahoituksen tarjonta. Kansantalouden kotimaisen ja ulkoisen tasapainon turvaamiseksi oli pakko rajoittaa säännöstellen sekä kotimaista luotonantoa että ulkomaista pääomantuontia. Tällainen hyvin harkinnanvarainen rahoituksen määrällisen säännöstelyn strategia olikin rahapolitiikan yleinen lähtökohta. Mitään selkeää, numeerisesti määriteltyä tavoite- tai välitavoitemuuttujaa ei kuitenkaan ollut. Edes luottojen kasvulle ei asetettu prosenttimääräisiä tavoitteita, joskin politiikan taustana oli tietysti mm. luottoennuste.

Rahan tarjontaprosessi ja rahan luominen luotonlaajentamisprosessin kautta olivat myös Suomen rahoitusmarkkinoiden keskeisimpiä ilmiöitä. Ne koettiin kuitenkin lähinnä avotalouden rahan luomisena. Liiallinen pankkirahan (talletusten) luominen pankkiluottoja myöntämällä johti nopeasti rahan katoamiseen ulkomaille tuonnin kasvun vuoksi. Tämän seurauksena liikaa rahaa luonut pankki, koko pankkijärjestelmä ja viime kädessä ehkä myös Suomen Pankki joutuivat maksuvalmiusvaikeuksiin. Liiallinen rahan kasvu johti siihen, että pankkien velka keskuspankille (tai ulkomaille) kasvoi ja Suomen Pankin valuuttavaranto supistui. Tästä syystä rahanluomisprosessiin ei kiinnitetty kovin paljon huomiota, vaan liiallinen luotonanto tulkittiin suoraan pankkien velkaantumiseksi suhteessa Suomen Pankkiin tai ulkomaihin. Usein tulkittiin myös niin, että vaihtotaseesta tai valtion rahoitusjäämistä tulleet rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuusilmiöt eivät näkyneet niinkään talletuksissa kuin luottomuuttujissa.

Yritysten likviditeetti oli paljolti velkaantumismahdollisuuden varassa. Toisaalta yritykset käyttivät ylimääräiset varansa pitkälti velkojen maksuun. Suuria maksuvalmiusvarantoja ei pidetty. Näin sekä yritysten että pankkien ja välillä myös Suomen Pankin ulkomainen maksuvalmius oli velan käytön varassa. Luottoindikaattoreista pyrittiin erittelemään sekä velkaantuneisuutta että likviditeettiä. Aivan näin pelkistettyjä eivät tulkinnat tietenkään käytännössä olleet.

Rahoituskehityksen hallitsemiseksi erilaisia rahoitusvirtoja ja -varantoja tilastoitiin, ennustettiin ja seurattiin hyvin laajasti. Rahatalouden analyysissä keskeisessä asemassa olivat ennusteet. Lähtökohdiana olivat Suomen Pankin ja pankkien taseet, ja näitä täydennettiin varsin yksityiskohtaisella ulkomaisten pääomanliikkeiden ja valtion rahoituserien analyysillä. Ennuste laajennettiin 1970-luvun alkuvuosina kattamaan kaikki kotimaiset sektorit, eli yritykset, kotitaloudet, valtio, kunnat sekä rahoituslaitokset, ja näiden tulot ja tulonkäyttö sekä saamiset ja velat pääerittäin. Kaikki nämä taseet liittyivät kiinteästi toisiinsa.

Mikäli ennusteessa päädyttiin voimakkaaseen pankkien keskuspankkivelan ja sen kustannusten kasvuun, sen katsottiin merkitsevän rahoitusmarkkinoiden kiristymistä. Keskuspankkivelan kasvu vähensi pankkien halukkuutta myöntää uusia luottoja. Tällöin reaaliennustetta korjattiin aiemmin ennustettua heikomman kehityksen suuntaan yksityisten investointien ja kulutuksen osalta. Investointien toteutuminen riippui luottorahoituksen saatavuudesta, samoin osin kulutushyödykkeiden hankinta, erityisesti autokauppa. Keskuspankkiluoton ehdot vaikuttivat malleissakin suoraan investointien tasoon.

Analyysimenetelmät olivat kirjavia. Enimmäkseen näkemysten luominen oli harkinnanvaraista. Tietojenkäsittelyn kehittyessä nopeasti 1970-luvulla turvauduttiin lisääntyvästi eriasteiseen ilmiöiden mallintamiseen. Jo vuosikymmenen vaihteessa Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksessa aloitettiin sittemmin BOF1-malliksi nimitetyn kokonaistaloudellisen mallin rakentaminen. Sitä ja sen uudempia versioita käytettiin aina vuosituhannen vaihteeseen saakka perinteisempien menetelmien rinnalla.

Kattavan rahoituskuvan saamiseksi yritysten, kotitalouksien ja muiden rahoituslaitosten rahoitusta sekä niiden likviditeettiä ja velkaantuneisuutta seurattiin jatkuvasti. Pankkien luottojen ohella käytettiin ajoittain laajempia yleisön ”kokonaisluottoekspansion” käsitteitä. Laajin näistä voitiin määritellä yleisön kotimaisten sijoitusten, valtion ylijäämän ja vaihtotaseen vajeen summaksi.

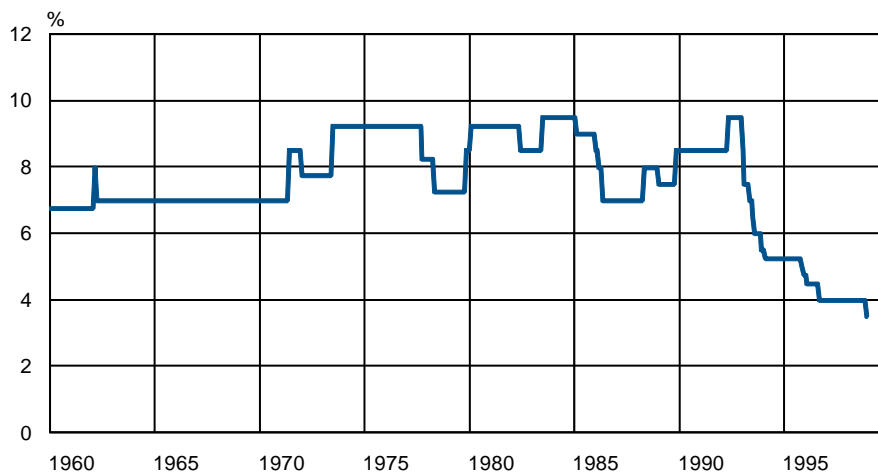
Rahoitusrakenteet muuttuivat hitaasti, mutta muuttuivat kuitenkin. Merkittävimpiä muutoksia 1960–1970-luvulla olivat ulkomaisen rahoituksen kasvu ja pankkien sekä valtion rahoitusosuuden supistumi-

nen. Pankkien osuus yleisön kokonaisluottokannasta oli 1970-luvun puolivälissä runsaat 40 %, muilla rahoituslaitoksilla osuutta oli noin 25 %, samoin ulkomaisella rahoituksella, ja valtion osuus oli vajaat 10 %. Vielä 1960-luvun alussa pankkien osuus oli ollut yli 50 % ja valtion yli 15 %. Valtion lähes koko lainananto meni kotitalouksille (asuntoihin ja maatalouteen) ja pankkienkin luotoista noin puolet. Koska tämä kokonaisluottomuuttuja oli jokseenkin yhtä suuri kuin BKT, todetut prosenttiluvut osoittavat suunnilleen myös yleisöluottojen osuuden BKT:stä.

## 2.7 Korkokannan yleinen korottaminen

Rahamarkkinoiden tärkein korko oli peruskorko. Sitä kutsuttiin tällä nimellä systemaattisesti tosin vasta vuodesta 1971. Nimitystä oli käytetty satunnaisesti aiemminkin, ja tosiasiasa tätä vastaavalla korolla oli jo takanaan hyvin pitkä historia (kuvio 8). Aikaisemmin korko oli ollut nimeltään (alin) diskonttokorko tai rediskonttokorko. Se oli korko, jolla Suomen Pankki oli antanut pankeille luottoja diskonttaamalla niiden omia vekseleitä tai rediskonttaamalla pankkien diskonttaamia yritysten vekseleitä.

Kuvio 8. Suomen Pankin peruskorko



Lähde: Suomen Pankki.

Vähitellen peruskorosta tuli kuitenkin lähinnä vain yleinen viitekorko, sillä sen merkitys pankkien keskuspankkirahoituksessa väheni ja

pankkien rahoitus hoidettiin lisääntyvästi muin järjestelmin. Pankeilla säilyivät kuitenkin asteittain pienennetyt peruskorkoiset luottokiintiöt Suomen Pankissa vuoteen 1984 asti.

Peruskorkopäätös julkistettiin ilmoittamalla Suomen Pankin toteutaneen korkokannan yleisen korottamisen tai alentamisen. Korkoratkaisu oli todella yleinen ja erilainen kuin keskuspankkien ohjauskoron muutos myöhemmin aikoina. Peruskoron muutokseen liittyi käytännössä melko kattava pankkien talletus- ja luottokorkojen yhtä suuri muutos lähes heti. Yleensä yksittäisten talletusten ja luottojen korko muutettiin viimeistään kuukauden kuluttua korkopäätöksestä. Uusi peruskorko tulikin voimaan vasta jonkin ajan kuluttua korkopäätöksestä. Lisäksi osa obligaatioista oli vaihtuvakorkoisia samoin kuin merkittävä osa vakuutuslaitosten ja muiden rahoituslaitostenkin luotoista. Siten todellakin lähes koko kansantalouden korkotaso muuttui.

Koron asema rahapolitiikan välittymismekanismissa oli siten oleellisesti toinen kuin nykyaikaisessa markkinataloudessa, jossa keskuspankin ohjauskorolla on vain osittaisia ja välillisiä vaikutuksia. Tilanne oli kärjistetyksi se, että peruskorolla oli niin laajat – liian laajat – vaikutukset, ettei se voinut juuri liikkua.

Peruskorkojärjestelmän keskeinen ominaisuus 1970-luvulla oli sen suuri tulonjakovaikutus. Arvioitiin, että prosenttiyksikön suuruinen koron nosto siirsi noin 0,5 % BKT:stä velallisilta tallettajille ja osin myös pankeille. Ehkä vielä merkittävämpää oli, että peruskorolla oli velkojen korkokustannusten kautta suuri välitön vaikutus kuluttajaindeksiin. Tämä teki peruskoron erityisen hankalaksi inflaation torjunnassa, koska koron nosto lyhyellä aikavälillä kiihdytti selvästi hintojen nousua, ja inflaatiota hillitsevä kysyntävaikutus tuli vasta paljon myöhemmin, jos silloinkaan. Aika usein Suomen Pankkikin perusteli koron laskua inflaation hillitsemisellä, ja tässä mielessä koron lasku joskus kytkettiin tuloratkaisuihin. Tämänlaiset tekijät olivat keskeinen syy siihen, että peruskorko oli vahvasti poliittinen korko. Se ei voinut käytännössä paljontaan liikkua, eikä varsinkaan nousta. Taustalla oli lisäksi yleinen matalan koron ajatusmaailma.

Peruskoron vaikutuksesta talouteen ei ollut empiiristä näyttöä siitä syystä, että korkoa liikuteltiin hyvin vähän. Peruskorko pysyi lähes koko 1960-luvun 7 prosentissa, ja 1970-luvullakin vaihtelu jäi pariin prosenttiyksikköön. Tosiasiassa Suomen Pankissa myös monet ekonomistit suhtautuivat epäillen peruskoron merkitykseen ja muutoksiin. Erityisesti niin kauan kuin korko oli selvästi alle rahoitusmarkkinoiden tasapainotason, sen vaikutukset koettiin epäselviksi. Koron nosto lisäsi säästämistä ja talletuksia, mutta korkosäännöstelyn ja luottojen ylikysynnän oloissa tämä johti pankkien luottojen lisäykseen ja investointien kasvuun, jolloin varsinaista hillitsevää vaikutusta ei syntynyt.

Pitkäaikainen obligaatiokorko liikkui enemmän, mutta sen vaikutus jäi vähäiseksi.

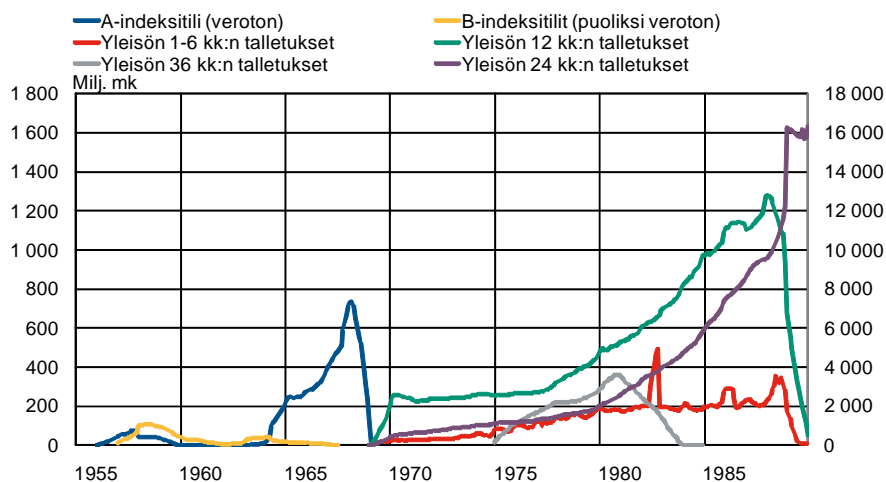
Lähes koko korkorakenteen nauhiutuminen peruskorkoon johtui useista tekijöistä. Talletuspuolella se johtui verottomuudesta ja pankkien korkosopimuksesta. Oleellisin seikka oli peruskorkoisille talletuksille säädetty verottomuus tileillä, jollaisia vähintään kaksi pankkiryhmää tarjosi. Verottomuus koski sekä korkoa että pääomaa varallisuusverotuksessa. Käytännössä kaikki kotitalouksien ja voittoa tavoittelemattomien yhteisöjen (säätiöiden, asunto-osakeyhtiöiden ym.) talletukset olivat peruskorkosidonnaisia. Myös suuri osa yritysten tileistä oli peruskorkosidonnaisia, vaikka niillä ei vastaavaa veroetua ollut.

Peruskoron pysyttely kiinteänä 7 prosentissa lähes koko 1960-luvun ajan heijasteli paljolti passiivista korkopolitiikkaa, mutta ohjauskoron vakauteen oli vaikuttanut myös indeksiehto. Elinkustannusindeksiin sidotut talletusten indeksitilit olivat käytössä vuosina 1955–1968. Käytössä oli A-tilejä, jotka oli kokonaan sidottu elinkustannusindeksiin, ja B-tilejä, jotka hyvitetiin vain puoliksi hintojen noususta (kuvio 9). Indeksitalletusten indeksihyvitykset perittiin luottonsaajilta. Indeksointi olikin tosiasiaa aiheuttanut suuria, 2–3 prosenttiyksikön nimelliskoron vaihteluja sekä pankkien indeksitalletuksiin että pankkien luottoihin. Järjestelmä tuki käytännössä pankkien kannattavuutta.

Kuvio 9.

### Määräaikaistalletukset pankeissa

(verottomat tilit; yleisön 24 kk:n talletukset, oikea asteikko)

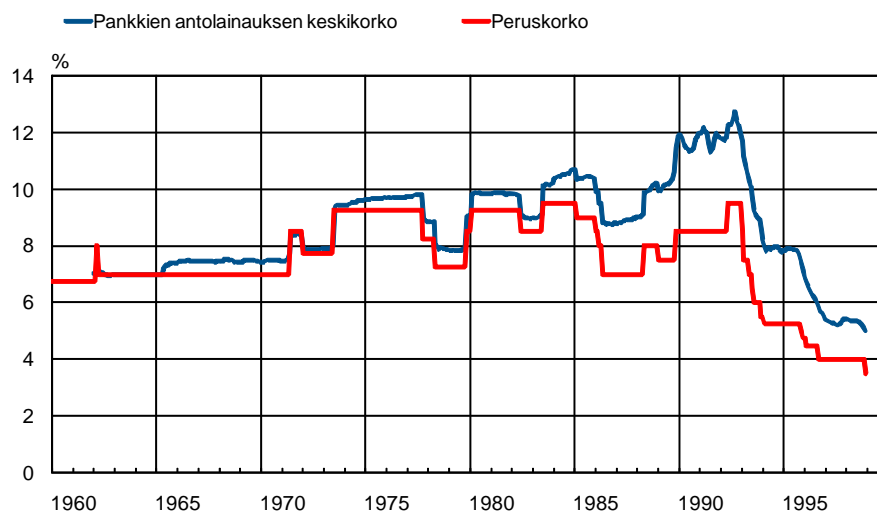


Lähde: Suomen Pankki.

Luottojen peruskorkosidonnaisuus seurasi puolestaan Suomen Pankin määräyksistä. Aivan keskeinen rahapolitiikan sääntelyjärjestelmän piirre oli se, että Suomen Pankki asetti ylärajan pankkien antolainauksen keskikorolle. Myös yksittäisille, normaalisti hoidetuille lainoille oli asetettu koron yläraja, joka oli yleensä 3–4 prosenttiyksikköä yli peruskoron.

Antolainauksen keskikoron yläraja oli sidottu ajoittain aivan suoraan, välillä hiukan joustavammin peruskorkoon. Tämän myötä antolainauskorot liikkuivat peruskoron mukana. Keskikoron ylärajana oli 1960-luvulla ollut peruskorko tai 0,5 prosenttiyksikköä sen yli (kuvio 10). Vuonna 1971 pankeille annettiin tosiasiaa hiukan joustoa laajentaa talletuskorkojen ja antolainauskorkojen välistä korkoeroa. Suomen Pankki periaatteessa edellytti, ettei ylärajaa liu'uteta, mutta salli kuitenkin seuraavina vuosina ylärajan hiljalleen nousta. Vuosina 1977 ja 1978 yläraja jäädettiin, ja tällaisena tilanne jatkui 1980-luvun alkupuolelle.

Kuvio 10. Pankkien antolainauksen keskikorko



Lähde: Suomen Pankki.

Keskikoron ja samalla pankkien korkomarginaalin määrittämisen perustelut olivat säännöstelykaudelle tyypillisesti epämääräisiä. Ilmeisesti marginaali perustui lähinnä Suomen Pankin johdon sormituntumaan ja myös keskusteluihin pankkien kanssa. Korkomarginaali oli erittäin tärkeä; se oli pankkien oman toiminnan rahoituksen peruslähde. Suomen Pankki sääteli näin pääpiirteissään pankkien kokonaistu-

loa. Inflaatio- ja säännöstelykauden tyyliin pankit sitoivat tulonsa ja varallisuutensa laajasti reaaliomaisuuteen, ennen kaikkea hyvin laajaan konttoriverkoston.

Vielä 1960-luvulla Suomen Pankki oli antanut yksityiskohtaisia ohjeita pankeille myös eri tarkoituksiin annettavien lainojen koroista. Suosituksen mukaan kulutuksen ja tuonnin rahoitukseen käytetyistä luotoista oli perittävä korkeampi korko ja ns. suotavista luotoista, kuten viennin ja tuontia korvaavan tuotannon rahoitukseen käytetyistä luotoista, vastaavasti alhaisempi korko. Samanlaisen porrastuksen soveltamista suositeltiin myös vakuutuslaitoksille sekä säästö- ja osuuspankeille.

Säännöstelylle oli luonteenomaista, ettei korkoporrastus perustunut asiakkaan riskiin. Riskiyrityksetkin saivat luottoja, vieläpä edullisella korolla, jos ne edistivät vientiä tai korvasivat tuontia. Tällainen hallinnollinen korkojenasetanta oli sääntelyn oloissa mahdollista, mutta ei ongelmatonta. Jos pankki myönsi erityisen paljon suotavia, matalan koron luottoja, sen korkomarginaali kärsi, ellei se samalla myöntänyt runsaasti myös epäsuotavia luottoja. Pankkien korkorakenteen täsmällisestä sääntelystä luovuttiin 1970-luvun alussa.

Sääntelyjärjestelmän lähtökohta oli, että Suomen Pankki tosiasiasa määräsi pankkien korkomarginaalin. Aivan kattava tämä mekanismi ei kuitenkaan ollut. Kaikki talletukset ja luotot eivät olleet peruskorkosidonnaisia. Pankkien välittämät ulkomaan rahan määräiset luotot eivät kuuluneet korkosäännöstelyn piiriin, vaikka ne olivat tietyn määrällisen säännöstelyn piirissä. Valuuttaluotoilla ei kuitenkaan ollut vielä 1970-luvulla suurta merkitystä. Pankit saattoivat kiertää korkosäännöstelyä järjestämällä rahoitusta sijoittajilta luotonottajille taseen ulkopuolella ns. notariaattiluottoina. Tämän merkitys ei kuitenkaan ollut niin suuri, että se olisi oleellisesti häirinnyt rahapolitiikan sääntelyjärjestelmää. Notariaattirahoituksesta ei edes kerätty säännöllistä tilastoa ennen vuotta 1982.

Korkomarginaalin sääntelyn myötä Suomen Pankki vaikutti suoraan pankkien tulokseen. Sääntelyn vuoksi pankkien välinen kilpailu muodostui sellaiseksi, että pankkien tulos syntyi valtaosin juuri korkokatteesta (velallisten ”halukkaasti” maksamista koroista), kun taas pankkipalvelut tuotettiin laajasti ilmaisina. Pankkipalveluilla ja toissijaisilla palveluilla kilpailtiin. Siten eri toimintojen kustannusvastavuus toteutui huonosti. Sääntely rajoitti toimintaa mutta tarjosi samalla turvaa siten, että pankit, erityisesti paikallispankit, katsoivat voivansa toimia erittäin vähäisen oman pääoman turvin. Lainsäädäntökin salli nimenomaan paikallispankkien toimia pienen, vain 2 prosentin suuruisen oman pääoman turvin.

Korkojen sääntelyjärjestelmä turvasi pankkien kannattavuuden erityisesti luottotappioiden tapauksessa. Erittäin tärkeä mutta samalla vakava epäterve piirre oli nollakorkoisten lainojen laaja käyttö. Nollakorkoiset lainat turvasivat pankit ja niiden asiakkaat luottojen hoito-ongelmatilanteissa. Luottonsa kanssa vaikeuksiin joutunut asiakas voitiin saattaa jaloilleen siten, että laina muutettiin korottomaksi. Pankille se ei ollut kustannus, koska vastaava korko voitiin veloittaa muilta luottoasiakkailta keskikorkorajoitteen puitteissa. Halukkaita koron maksajia riitti luottojen ylikysynnän vallitessa. Koroton laina auttoi inflaatiotaloudessa velallisen pian pois ongelmista.

Järjestelmä rapautti luotonannon kriteerejä, sillä riskiasiakkaillekin voitiin antaa suuria lainoja ja vieläpä ilman erityistä riskilisää. Tavallista olikin, että riskiyritysten lainojen korkomarginaali oli pienempi kuin melko riskittömien asuntolainojen. Epäilemättä myös vakuuskriteerit löystyivät. Tällaiset, ajan mittaan syvään juurtuneet käyttäytymispiirteet olivat myöhemmin rahoitusmarkkinoiden vapautuessa vaarallisia.

## 2.8 Rahoituspalvelujen vaihtokauppa

Reaalikorko oli kansantalouden rahoitustasapainon kannalta 1970-luvulla pääosin aivan liian matala. Se oli jopa selvästi negatiivinen varsinkin kotitalouksille veroedun jälkeen. Velkaantuminen oli edullista, ja velkaantumishalukkuutta oli paljon. Vähän kärjistäen velasta sanottiin, että verottaja maksoi koron ja inflaatio vei pääoman. Tallettajat kärsivät, mutta säästivät ja tallettivat silti. Talletusten osuus BKT:stä pysyi vajaassa 40 prosentissa.

Tallettamisintoa tuki mahdollisuus päästä myöhemmin nauttimaan velallisen edullisesta asemasta. Vaikka rahoitus oli säännösteltyä, eikä aitoja tasapainokorkoon perustuvia markkinoita ollut, syntyi kuitenkin tietynlainen aito markkinatasapaino. Se oli tasapaino, jossa nopean inflaation, erikoisen verotuskohtelun ja kiinteiden alhaisten korkojen vahingolliset vaikutukset joiltakin osin neutraloituivat. Käytiin rahoituksen vaihtokauppaa. Matalista koroista ja alihinnoitelluista rahoituspalveluista seurasi tiukka asiakassidonnaisuus. Rahoitusmarkkinoilla jouduttiin erilaisiin moraalisiin velkoihin.

Vaihtokauppa – eriaikaisena jopa vuosien yli ajoittuneena – leimasi kansantalouden koko rahoitustoimintaa. Pankit edellyttivät henkilöasiakkailtaan tuntuvaan etukäteissäätämistä ennen asuntolainaneuvotteluja. Suomen Pankkikin korosti tätä jatkuvasti ohjeissaan. Toisaalta tunnollinen talletussäästäjä lähti siitä, että hänen kuului saada lopulta



niin halutessaan laina, ja maineestaan kiinni pitävä pankki sitoutuikin tähän. Tämä käytäntö oli ongelmallinen luotonannon vapautuessa ja myötävaikuttii epäilemättä paljon 1980-lopun ylimitoitettuun luottojen kasvuun. Ilman säästöasiakkuutta pankista ei tullut lainaa, paitsi ehkä sellaisille opiskelijoille, joita pankit pitivät potentiaalisina tulevina talletusasiakkaina.

Samat periaatteet koskivat kotitalouksien ohella muitakin sektoreita. Kun yritys käytti pankin palveluita, pankki antoi vastineeksi lainan. Vakuutuslaitokset pitivät luottomahdollisuutta esillä vakuutusasiakkaita hankkiessaan, ja vastapuolella ainakin yrityssektorin vakuutussenottaja edellytti vakuutuslaitokselta vastapalvelukseksi lainaa.

Vaihtokauppa jäykisti tavattomasti rahoituksen välitystä. Järjestelmä ei suosinut luotonsaajina kulutusluoton käyttäjiä eikä julkista sektoria, mutta suosi asuntosäästäjiä, hyvätuloisia säästäjiä yleensä ja tiettyjen alojen yrityksiä. Tällainen rahoitusjärjestelmä jarrutti voimakkaasti arvopaperimarkkinoiden ja ylipäätään laajojen rahoituksen tukkimarkkinoiden syntymistä. Luottorahoitus kohdentui lähelle samoja kohteita, joista sen synnyttäneet sijoitukset olivat lähtöisin. Vaikka tällaisellakin rahoitusjärjestelmällä oli merkittäviä hyviä puolia, erityisesti juuri sen investointeja tukeva luonne, se jäykisti rahoitusta eikä varmaankaan kohdentanut rahoitusta talouden kannalta tuottavimpiin kohteisiin. Suomen nopea kasvu säännöstelyn vuosikymmenillä saatiin aikaan runsailla, mutta suhteellisen tehottomilla investoinneilla.

Vaihtokauppailmiön vaikutus näkyi jopa valtion rahoituksessa, ja se selittää epäilemättä melkoiselta osin Suomen valtion varsin vähäisen velan. Oikeastaan minkäänlainen sijoittaja ei ollut halukas sijoittamaan valtionvelkaan, koska valtio ei antanut vastapalvelusta. Kotitalous talletti säästönsä pankkiin, pankki lainasi varansa hyvälle tallettajalle, vakuutuslaitos hyvälle vakuutusasiakkaalleen, eli siis mikään sijoittaja ei ollut erityisen kiinnostunut valtiosta. Valtio ei voinut ryhtyä korkokilpailuun, koska juuri poliitikot halusivat pitää korkotason matalana, alle markkinoiden edellyttämän tason.

Valtionobligaatioita ostivat ehkä vanhat ihmiset ja muut, joilla ei ollut kiinnostusta lainanottoon. Yleisölainoja olikin hyvin vähän liikkeellä. Valtionobligaatioita oli pankeilla lähinnä kahdesta syystä. Ensimmäkin pankit tarvitsivat niitä maksuvalmiusmielessä lakisääteisten kassavarantojen (tämä on eri asia kuin keskuspankkipolitiikan kassavarannot) ylläpitämiseksi. Tämän lisäksi pankit tosiasiaassa velvoitettiin sopimuksin ostamaan tietty määrä valtionobligaatioita. Ilmeisesti Postipankki piti niitä muutenkin salkussaan melkoisen määrän. Myös työeläkevakuutusta hoitavilla yhtiöillä oli valtionobligaatioita.

Suomen valtionvelka olikin suorastaan uskomattoman pieni 1970-luvulla. Vuosikymmenen alussa ja lopussa se oli noin 10 % BKT:stä, mutta kävi vuosikymmenen puolivälissä alle 5 prosentissa. Velasta suunnilleen puolet oli koko ajan ulkomaista velkaa. Se oli samalla ulkomailla emittoitua ulkomaan rahan määräistä velkaa. Valtion markkaobligaatioita lienee ollut ulkomailla vain melko mitätön määrä.

## 2.9 Rahapolitiikan vaikutuskanavat

Rahapolitiikkaan kuuluivat päävälineinä peruskorko, pankkien keskuspankkiaseman määrän ja korkojen sääntely sekä lisäksi luottopoliittiset ohjeet ja muut määräykset. Suomen Pankin luotonanto yrityksille oli lähinnä rakennepoliittikkaa, ja sen merkitys koko talouden rahoituksessa varsin pieni. Suomen Pankkiin tehdyillä erityistalletuksilla oli suhdannepoliittisia tavoitteita, mutta niidenkin merkitys jäi tosiasiaassa vähäiseksi.

Rahapolitiikan vaikutuskanavat olivat alhaiseen korkoon perustuvassa säännöstelyjärjestelmässä erilaiset kuin tasapainokoron kautta toimivassa järjestelmässä. Koron vaikutus oli osin nurinkurinen tilanteessa, jossa luottorahoituksen kysyntä oli suurempaa kuin sen tarjonta. Teoriassa – ja varmaan jonkin verran käytännössäkin – peruskoron nosto kasvatti luotonantoa, koska se lisäsi säästämistä ja talletuksia ja tätä kautta pankkien mahdollisuuksia antaa luottoa kysyjille. Koron nosto siis lähinnä siirsi reaalikysyntää kulutuksesta investointeihin. Vastaavasti koron laskun elvyttävä vaikutus oli kyseenalainen. Korko ei vaikuttanutkaan oikeastaan tätä kautta vaan tulonjakovaikutuksen välityksellä. Koron nosto rasitti velallisten joukkoa, mutta samalla tallettajien rahoitusasema parani. Vaikutus oli varmaan suurempi velallisten kuin tallettajien reaalikysyntään. Todennäköisesti korkotaso tätä kautta vaikutti jonkin verran normaalin teorian mukaan. Ainakin lähtökohtana oli, että peruskoron nosto oli kiristävä toimenpide ja koron laskulla elvytettiin.

Rahapolitiikan vaikutus saatiin kuitenkin aikaan ennen kaikkea määrällisellä säännöstelyllä ja ohjeilla. Tavoitteena oli saada pankit säännöstelemään luotonantoaan niin paljon, että luottojen ja kansantalouden rahoituksen kasvu pysyi kansantalouden sisäisen ja ulkoisen tasapainon edellyttämässä vauhdissa. (Säännöstelyn mekanismia käsitellään tarkemmin muutamissa seuraavissa jaksoissa.)

Rahoitusmarkkinoiden yksinkertaisuus vaikutti myös rahoituksen kohdentumiseen. Paikallispankit suuntasivat saamansa talletusvarat paikalliseen asuntotuotantoon sekä pienille ja keskisuurille yrityksille.

Luottotappioiden pienuus lienee johtunut myös paikallisuudesta, ei pelkästään turvautumisesta nollakorkoisiin luottoihin. Liikepankit huolehtivat suuryrityksistä. Suomen Pankin rahoituksen säännöstely vaikutti enemmän liikepankkien kautta, koska ne olivat suoraan riippuvaisia keskuspankkirahoituksesta. Paikallispankkeihin säännöstelyvaikutus meni välillisesti niiden keskusrahallaitosten säännöstelyn kautta. Paikallispankkeihin vaikutettiin enemmän luotonantopoliittisilla ohjeilla.

Säännöstelyjärjestelmä kohdensi rahoitusvarat voimakkaasti investointeihin. Se suosi säästäviä ja investoivia talousyksiköitä. Suomen kansantalouden säästämis- ja investointiasteet olivatkin kansainvälisesti katsoen hyvin korkeita, mutta silti talouden kasvu oli vain niukasti länsieurooppalaista keskiarvoa parempaa. Luottojen ylikysyntä ylläpiti jatkuvaa painetta sekä kotimaisiin tasapainomuuttujiin että varsinkin ulkomaiseen maksutaseeseen. Paine pääoman tuontiin oli 1970-luvulla jatkuvasti voimakas, ja sen rahoittaman reaalikysynnän myötä vaihtotaseen vaje aiheutti suuria ongelmia.

## 2.10 Luottopoliittiset ohjeet

Suomen Pankki antoi luotonantopoliittisia ohjeita pankeille harkintansa mukaan satunnaisesti, normaalisti kuitenkin vuosittain ainakin kerran. Yleensä nämä ohjeet olivat pankkien luotonantoa yleisesti koskevia suuntaviivoja, joiden yksityiskohtaisuuden aste vaihteli. Ohjeet olivat monilta osin pysyviä siinä mielessä, että ne olivat voimassa toistaiseksi uusiin ohjeisiin saakka. Osin oli kysymys vain tiettyä suhdannetilannetta koskevista suuntaviivoista. Näiltä osin ohjeissa joskus luonnehdittiin myös Suomen Pankin ennusteita, joita ei tuohon aikaan julkaistu. Välillä ennakoitiin keskuspankkiluoton kiintiöiden kehitystä ja niihin kohdistuvia paineita. Tässä mielessä Suomen Pankin politiikka oli varsin avointa, vaikka joskus puhuttiin myös rahapolitiikan mystiikasta.

Suuntaus kulki vähitellen kohti väljempää ohjeita, kunnes ohjeiden antamisesta säännöstelyn loppuvaiheissa 1980-luvun lopulla kokonaan luovuttiin. Vielä 1960-luvulla ja hiukan 1970-luvun alussakin annettiin tosiasiaa melko täsmällisiä erityyppisten luottojen määriä ja korkoja koskevia määräyksiä. Koroille oli ohjeita ja kulutusluotoille ns. karsimisuria. Esimerkiksi vuonna 1971, kun annettiin eräitä viimeisiä täsmällisiä kulutusluottorajoja, näitä luottoja piti vähentää vuoden alusta syyskuuhun 5 % ja koko vuonna 15 %. Seuraavanakaan vuonna kulutusluotot eivät saaneet lisääntyä. Myöhemmin

1970- ja 1980-luvulla ohjeet olivat yleisluonteisia, eikä yksityiskohtaisia korkotasoa koskevia ohjeita enää juurikaan annettu. Noihin aikoihin kysymys oli todella säännöstelystä, myöhemmin vain ohjeluonteisesta sääntelystä.

Ohjeissa luonnehdittiin ensinnäkin, kuinka voimakkaasti luotonantoa tuli hillitä tai vauhdittaa, ja toiseksi sitä, minkätyyppisiin tarkoituksiin luottoja piti tai ei pitänyt kohdentaa. Suositukset olivat eri ohjeissa samantapaisia, mutta niitä painotettiin eri tavoin. Kulutusluottoja syrjittiin systemaattisesti. Samoin usein kehoitettiin rajoittamaan tuonnin rahoitusta ja kiinteistöjen hankintaa tai muita sijoituksia varallisuuteen. Joskus kehoitettiin välttämään sahainvestointien rahoitusta. Varoiteltiin rahoittamasta spekulatiivisia reaali- ja finanssisijoituksia. On ilmeistä, että näillä ohjeilla, tai ainakin säännöstelyjärjestelmällä kokonaisuudessaan, onnistuttiin todella rajoittamaan spekulatiivisia sijoitusluottoja; ainakaan säännöstelykaudella ei syntynyt erityisen suuria varallisuuskuplia.

Myönteisten suositusten kärkeä olivat tuotannolliset investoinnit, vientiä tukevat investoinnit, investointitoiminta ylipäättään, usein myös asuntoinvestoinnit. Suositukset koskivat välillä myös investointien ajoitusta, mikä oli tietenkin varsin uskaliasta ottaen huomioon ennusteiden epävarmuudet.

Erikseen annettiin henkilöluottoja koskevia kiertokirjeitä, joissa oli täsmennetty asuntojen etukäteissäätämisen osuutta, pankkiluoton osuutta ja luoton pituuttakin. Henkilöluottoja koskevia ohjeita annettiin erityisesti vuosina 1972, 1975 ja 1978. Esimerkiksi asuntoluoton etukäteissäätämisen osuudeksi edellytettiin eri tilanteissa 30, 40 tai 50 % eli säännöstelykaudella asuntoluoton saannin eteen piti todella ponnistella. Erityisen tiukka linja koski kulutusluottoja, ja jopa niiden mainostamiseen puututtiin. Esimerkiksi vuonna 1978 kulutusluoton pisin sallittu laina-aika pidennettiin yhdestä vuodesta kahteen vuoteen.

Suomen säännöstelyjärjestelmään kuului myös osamaksukaupan ehtojen sääntely, jota toteutti kauppa- ja teollisuusministeriö viime kädessä valtioneuvoston päätöksillä. Suomen Pankki antoi niistä lausuntoja, joten tältäkin osin keskuspankki yritti vaikuttaa kulutukseen ja tiettyjen investointitavaroiden kysyntään.

Luottopoliittisten ohjeiden tosiasiallisesta vaikutuksesta ei ole kokonaiskuvaa. Erilaiset suuntaviivat jäivät todellakin ohjeellisiksi ja pankkien harkintaan, koska Suomen Pankki ei valvonut ohjeiden noudattamista laajasti ja systemaattisesti. Pääpiirteet näkyivät jälkikäteen luottotilastoista. Ensisijaisesti ohjeilla pyrittiin vaikuttamaan paikallispankkeihin, joihin keskuspankkiluoton rajoitukset kohdistuivat vain välillisesti. Varmaan ohjeet vaikuttivat henkilöluottoihin ja erityisesti juuri kulutusluottoihin, joiden määrä Suomessa pysyi hyvin vähäisenä.

Toisaalta varsinkin myöhempinä vuosina luottopoliittiset ohjeet nähtiin Suomen Pankissakin lähinnä vain jonkinlaiseksi selkänøjäksi pankinjohtajille, jotka saattoivat käyttää niitä uskottavina perusteluina luottoja kieltäessään.

## 2.11 Suomen Pankin taseen keskeisyys

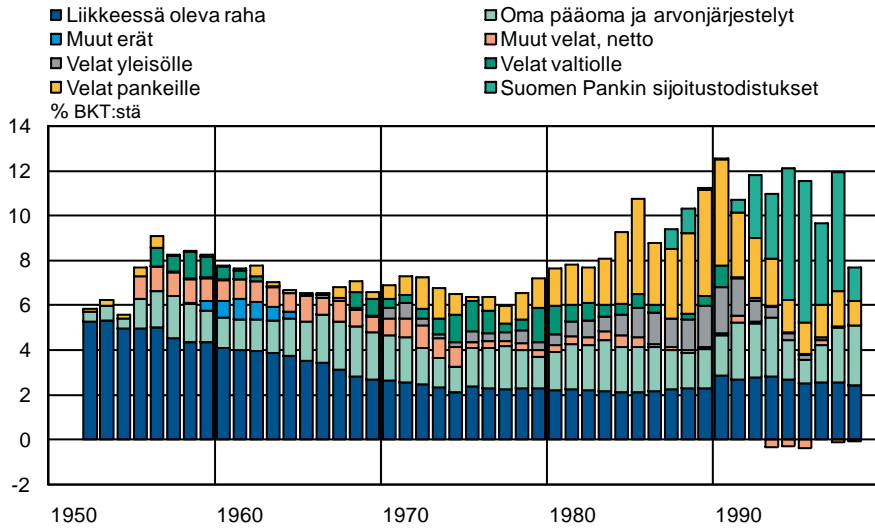
Suomen Pankin tase oli vain pieni osa rahoitusmarkkinoiden kokonaisuudesta – 1970-luvulla alle 10 % BKT:stä – mutta sillä oli pankkien rahoituksen määrällisen sääntelyn kannalta hyvin suuri merkitys. Suomen Pankin taseessa olivat veloissa pääerinä 1) setelistö, 2) erityistalletukset ja 3) oma pääoma (kuvio 11). Näitä vastaavasti saamisina olivat 1) valuuttavaranto, 2) luotot yrityksille, 3) saamiset valtiolta ja 4) saamiset pankeilta (kuvio 12).

Taseen velkapuolen erät kehittyivät pääosin varsin vakaasti. Setelistöä oli liikkeellä määrä, joka vastasi runsasta kahta prosenttia BKT:stä. Setelistön käyttö oli vähentynyt nopeasti sodan jälkeen mutta ei enää kovin paljon 1970-luvulla. Setelien määrä oli Suomessa kansainvälisestäikin katsoen hyvin pieni ja tasaisesti kehittyvä erä. Suomen setelistö oli ehkä suhteellisesti jopa maailman pienin, mikä varmaan johtui sellaisista tekijöistä kuin palkka pankkiin -käytäntö ja maksuliikkeen kannalta tehokas pankkisiirtojärjestelmä. Seteli on luonteeltaan keskuspankin talletustodistus eli todiste keskuspankissa olevasta talletuksesta. Yleisö sai käytännössä seteleitä, ”käteistalletuksia Suomen Pankkiin”, niin paljon kuin halusi hallussaan pitää.

Seteleillä ei ollut rahapolitiikassa mitään erityistä asemaa. Setelit laskettiin liikkeeseen lähinnä siten, että pankit hakivat niitä Suomen Pankista keskuspankkivelkaansa lisäten, ja yleisö sai ne sitten talletuksiaan tai luottojaan pankista nostamalla. Rahamarkkinoihin, lähinnä pankkien keskuspankkivelkaan, vaikutti hiukan setelistön kausivaihtelu; rahamarkkinoita kiristäneet setelien kysynnän huiput olivat joulun ja juhannuksen aikoihin. Oman rahapolitiikan loppuun saakka oli voimassa Suomen Pankin setelinanto-oikeutta koskeva rajoitus, mutta se oli pelkkä muodollisuus. Setelistön ensisijaisena katteena oli ulkomaisia saamia ja toissijaisena katteena kotimaisia eriä. Sikäli kuin setelinanto-oikeus näytti tulevan rajoitteeksi 1970-luvun puolivälissä, ohjesääntöä väliaikaisesti muutettiin. Suomen Pankin oman pääoman osuus pysyi myös melko vakaana. Sen määrä oli vähän setelistöä pienempi.

Kuvio 11.

### Suomen Pankin velat

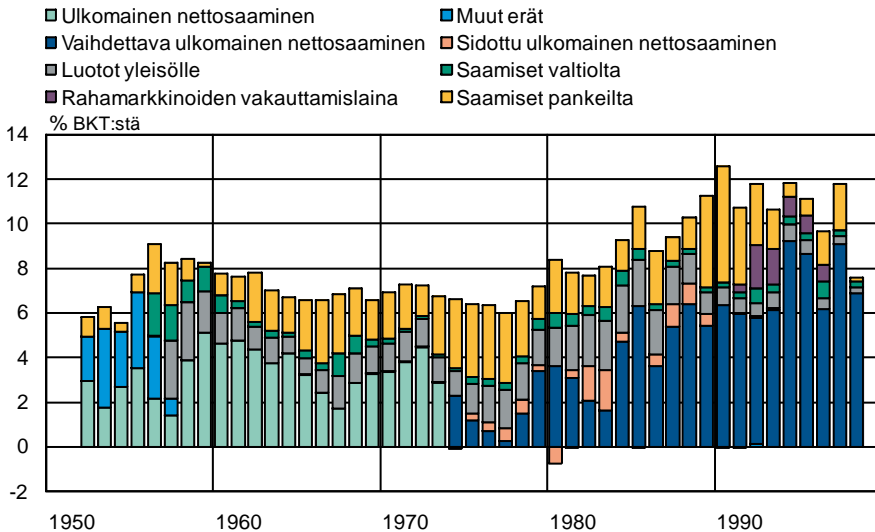


Lähde: Suomen Pankki.

Vuosikeskiarvoja; osa vuosien 1952–1955 tiedoista puuttuu; sektorijako vajaa vuoteen 1965.

Kuvio 12.

### Suomen Pankin saamiset



Lähde: Suomen Pankki.

Vuosikeskiarvoja; osa vuosien 1952–1955 tiedoista puuttuu; sektorijako vajaa vuoteen 1965.

Suomen Pankkiin tehtiin erityistalletuksia vaihtelevasti. Niitä tehtiin varsin usein ja monessa tarkoituksessa. Erityistalletuksilla oli kahdenlaisia vaikutuksia: toisaalta tallettajien varojen sitominen, toisaalta pankkien likviditeetin ohjaus. Jälkimmäisen rahapolitiittinen merkitys ei ollut yleensä kovin suuri, vaikka erityistalletuksia käytettiin usein keskuspankkivelan määrän säätelyyn. Todella merkittävä oli vain ajoittain sovellettu pankkien kassavarantojärjestelmä.

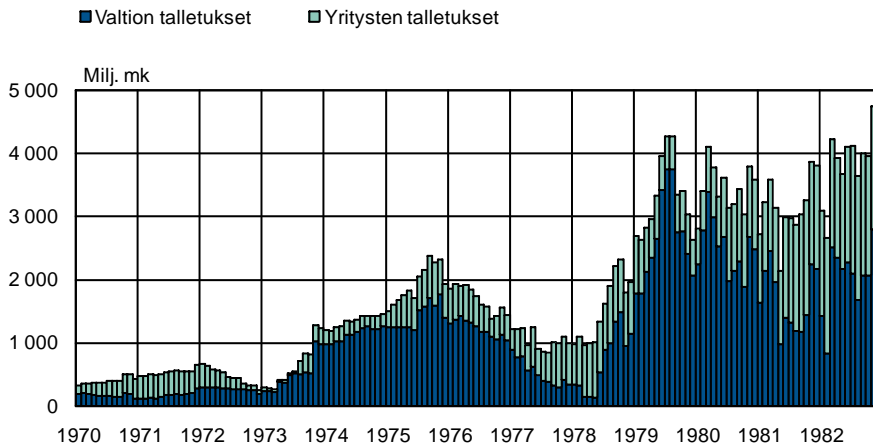
Erityistalletukset liittyivät enimmäkseen valtion finanssipolitiikkaan. Valtion tai yritysten varoja jäädytettiin suhdanteiden tasaamistarkoituksessa Suomen Pankkiin. Jäädytys oli varsin kuvaannollinen termi. Käytännössä siihen kuului vain kaksi tilikirjausta niin, että varat siirrettiin liikepankista Suomen Pankkiin ja samalla pankki sai vastaavan velan Suomen Pankista. Henkisen vaikutuksen ohella konkreettinen vaikutus oli pankin keskuspankkivelan kasvu. Sen katsottiin kiristävän rahoitusta ja aiheuttavan jäädytyksen. Tällaisilla suhdannevarauksilla lienee ollut jonkin verran merkitystä yleisessä talouspolitiikassa.

Valtiolla oli erilaisia talletuksia, mm. maksuliikkeen kannalta keskeinen sekkitili (kuvio 13). Vuosikymmenen alkupuolella valtio kuitenkin lopetti kassavarojen pidon Suomen Pankissa. Niinpä maksuliiketili tyhjennettiin aina päivän päättyessä Postipankkiin, jolloin vastaavat varat siirtyivät Suomen Pankin taseessa valtiolta Postipankille. Valtion suhdannerahastotalletuksia oli 1970-luvun alkuvuosina enimmillään määrä, joka vastasi runsasta 10:tä prosenttia Suomen Pankin veloista, eli vajaa prosentti BKT:stä. Nämä talletukset purettiin vuosikymmenen puolivälin jälkeisen laman aikana, mutta vuosikymmenen lopun nousukaudella valtio taas lisäsi varauksiaan. Valtion varoja sijoitettiin 1970-luvun alkupuolella ja lopulla myös Suomen Pankin liikkeeseen laskemiin talletustodistuksiin. Suomen Pankki ei juuri rahoittanut valtiota. Jonkin verran valtionobligaatioita oli taseessa, ja joskus Suomen Pankki antoi tietyn politiikkapaketin osana valtiolle tilapäisen pienehkön lainan.

Yritykset purkivat Suomen Pankkiin vuosikymmenen alussa vuoden 1967 devalvaation jälkeen tekemiään suhteellisen vähäisiä investointitalletuksia. Jonkin verran investointitalletuksia oli pitkin vuosikymmentä. Yritys sai vähentää tekemänsä investointitalletuksen verotuksessa, mutta toisaalta talletuksella myöhemmin tehdystä investoinnista ei saanut tehdä poistoja, joten verotus viivästyi.

Kuvio 13.

## Valtion ja yritysten talletukset Suomen Pankissa



Lähde: Suomen Pankki.

Investointitalletuksia suurempi erä olivat ajoittain pääomantuontitalletukset, joita oli vaihtelevia määriä ilman, että määrällä olisi ollut selvää kytkeä suhdannetilanteeseen. Nämä olivat pääosin Suomen Pankin velvoittamia tilapäisiä talletuksia suurten ulkomaisten lainojen noston yhteydessä. Nostetut lainavarat piti kotiuttaa heti Suomeen, ja sikäli kuin yritys ei lainavaroja heti kokonaan tarvinnut, varat jäädytettiin Suomen Pankkiin. Tällöin ne eivät keventäneet pankkien likviditeettiä ja valuutat tulivat Suomen Pankin valuuttavarantoon (jonne ne olisivat pääosin tulleet kiinteäkurssijärjestelmän interventiokäytännön myötä muutenkin). Yrityksillä oli myös muita pieniä talletusjärjestelyjä.

Myös pankeilla oli erilaisia talletuksia, ja näiden joukossa oli myös pääomantuontitalletuksia. Pankkien talletuksilla oli pääosin selvä kytkeä rahapolitiikkaan. Kassavarantotalletuksia kerättiin 1970-luvulla vasta aivan vuosikymmenen lopulla, vuodesta 1979 alkaen. Vuodesta 1966 oli voimassa laki rahalaitosten erityistalletuksista Suomen Pankissa, mutta sitä pidettiin kassakaappilakina, eli sitä uhattiin soveltaa, mikäli vapaaehtoiseen kassavarantojärjestelmään ei päästy sopimuksella. Suomen Pankin kannalta lain ongelma oli, että päätäntävalta lain soveltamisesta oli valtioneuvostolla.

Suomen Pankin saamispuolen suurin erä oli normaalioloissa valuuttavaranto tai laajemmin ottaen ulkomainen nettosaaminen, jossa oli likvidin valuuttavarannon lisäksi muita, pitempiäaikaisia mutta pienenköjä ulkomaisia eriä. Enimmillään valuuttavarantoa oli vuoden



1972 vaiheilla 4–5 % BKT:stä. Määrä kuitenkin vaihteli kiinteäkurssi-järjestelmässä paljon, ja varsinkin vuosikymmenen puolivälin jälkeisissä vaikeuksissa ulkomaisen nettosaamisen määrä väheni lähelle nollaa. Siten käytettävissä ollut valuuttavaranto oli lainattua rahaa. Valuuttavaranto jakautui vaihdettavaan varantoon ja sidottuun varantoon. Viime mainittu oli varsin vaihtelevasti kehittyviä Neuvostoliiton ja eräiden pienten sosialististen maiden clearingtilien saldoja Suomen Pankissa.

Suomen Pankki osallistui eräisiin yritysten subventoituihin luottojärjestelyihin, joita kuitenkin pääasiassa hoitivat ja rahoittivat pankit. Merkittävin näistä oli kotimaisten toimitusluottojen rahoitus (KTR-luotot). Järjestelmän tarkoitus oli tarjota suomalaisille investointitavaroiden toimittajille mahdollisuus antaa yhtä edullisia toimitusluottoja kuin niiden ulkomaiset kilpailijatkin antoivat. Suomen Pankki osallistui myös lyhytaikaisten vientiluottojen ja ns. uusvientiluottojen rahoitukseen. Yhteensä näihin sitoutui noin neljännes saamisista eli vajaat pari prosenttia BKT:stä. Järjestelyt liittyivät rakennepoliittiseen tavoitteeseen tukea investointeja ja vientiä, varsinkin uusien tuotteiden vientiä, antamalla niiden rahoitukselle korkotukea. Ajoittain tehtiin erityisjärjestelyjä tiettyjen toimintojen, esimerkiksi maatalouden, tilapäiseksi rahoittamiseksi. Tosiasiassa tällaisten järjestelyjen tavoitteena saattoi olla pankkien, lähinnä juuri paikallispankkien, rahoituksen tilapäinen tukeminen.

Suomen Pankki ei enää 1970-luvulla antanut varsinaisia yritysten toiminnan rahoitusluottoja, eikä yritysrahoitusta säädelty myöskään varsinaisesti likviditeetin ohjauksen tarkoituksessa. Suomen Pankilla oli kuitenkin taseessaan pieni määrä yritysten ja rahoituslaitosten obligatioita sekä yleensä jonkin verran enemmän valtionobligatioita.

Suomen Pankki pystyi käytännössä määräämään tai arvioimaan pääosin kaikkien edellä mainittujen velka- ja saamiserien kehityksen. Suomen Pankin taseessa näiden erien vastaeräksi, eli taseen eräänlaiseksi residuaalieräksi, jäi pankkien velka keskuspankille. Sen määrä riippui ennen kaikkea valuuttavarannon suuruudesta mutta myös erilaisista harkinnanvaraisista erityistalletuksista. Suomen Pankin tietty perustavoite oli pitää pankit jatkuvasti kohtuullisessa määrin velassa keskuspankille. Juuri pankkien keskuspankkivelkaan perustui oleellisimmilta osin rahamarkkinoiden ohjausjärjestelmä säännöstelykaudella.

## 2.12 Keskuspankkivelan sääntely

Säännöllisesti toimivia rahamarkkinoita ei tämän termin suppeassa merkityksessä Suomessa ollut ainakaan vielä 1970-luvun alkupuolella. Likviditeetin hoitoon perustuva pankkien keskinäinen ja suurten yritysten tukkurahan kauppa oli vähäistä. Pankkien välisiä markkinoita ja kunnollisia rahamarkkinakorkoja ei juuri ollut, eikä Suomen Pankki kerännyt ja tilastoinut tietoja satunnaisten operaatioiden koroista. Ainoa markkinakorko oli pörssissä obligaatioille muodostunut korko, mutta senkin informaatioarvo oli vähäinen. Suomen Pankin valuuttatermiinisopimuksissa käyttämä korko kuvasti vain osin markkinapaineita. Rahamarkkinoiden korkotiedoista tärkeimmät olivat kerran kuukaudessa julkaistut pankkien otto- ja antolainauskorot.

Pankkien maksuvalmius oli pitkälti Suomen Pankissa olevien sekkitilien varassa. Pankkien väliset maksut selvitettiin Suomen Pankissa, ja niiden lopputuloksena kullekin pankille syntyi tietty nettoasema, käytännössä nettovelka-asema Suomen Pankkiin nähden. Tosin Postipankilla ei ollut velkaantumisoikeutta ennen vuotta 1979. Suomen Pankkiin syntyviä saldoja vastaavasti pankkien piti ottaa velkaa Suomen Pankista, lähinnä joko vekseliluottona tai obligaatioiden termiinkaupoilla.

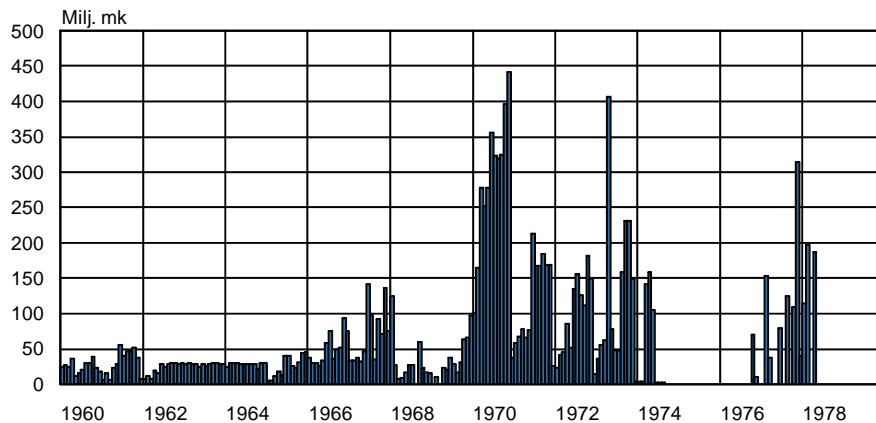
Peruskorkoinen keskuspankkivelka oli kiintiöity pankkikohtaisesti. Pankkikohtainen kiintiöinti oli osin harkinnanvaraista. Aikaisemmin se perustui liikepankkien kokoon, mutta Skopin ja OKOn kiintiöitä lisättiin myöhemmin vastaamaan paremmin paikallispankkiryhmien kokoa. Keskuspankkirahoitusta yksinkertaistettiin lopettamalla 1970-luvun alussa vanha käytäntö rediskontata yritysten vekseleitä pankeilta. Yksinkertaistuksen ohella syynä oli vekseliluottojen vähenevä merkitys pankkien luotonannossa. Suomen Pankki alkoi diskontata suoraan pankkien omia satojenkin miljoonien markkojen vekseleitä – ilman vakuutta. Pankkienkin vekselien diskonttaus loppui hiljalleen. Lopullisesti se päättyi vuonna 1979.

Peruskorkoisen kiintiön ylittävältä osin pankit joutuivat jonkinlaisen lisäkorkoasteikon piiriin. Peruskorko oli ollut 1960-luvulla 7 prosentissa ja lisäkoron yläraja sen päälle 4 prosentissa. Lisäkoron nousun voimakkuus oli 1960-luvulla määritelty ilmeisesti yleensä siten, että marginaalikorko oli 20–25 %. Liikepankkien keskuspankkivelkaantumisen kustannuksia säädeltiin pienentämällä tai suurentamalla pankkien peruskorkoisia kiintiöitä tai loiventamalla tai jyrkentämällä lisäkoron nousua.

Aikaisemmin 1960-luvulla ja usein myöhemminkin pankit joutuivat tekemään lisäksi ns. obligaatioiden termiinkauppoja (kuvio 14).

Niitä käytettiin täydentävänä instrumenttina eri syistä lisäkorkoasteikkojen ohella. Obligaatioiden termiinkaupat olivat lähinnä käänteisiä repokauppoja, eli pankki myi viikoksi Suomen Pankille salkustaan valtionobligaatioita tai myöhemmin myös yksityisiä obligaatioita ja osti ne sitten takaisin. Korko viikolta oli puoli prosenttia eli vuosikorkona 26 %. Jonkin verran obligaatiokauppoja tehtiin erityissyistä myös peruskorolla.

Kuvio 14. **Suomen Pankin liikepankeilta ostamat termiiniobligaatiot**



Lähde: Suomen Pankki.

Lisäkorkojen – sakkokorkoasteikkojen – muuttelun kirjavaan historiaan ei tässä selvityksessä mennä yksityiskohtaisesti. Keskuspankki-velan kiintiöinti ja marginaalirasituksen sääntely olivat käytännössä ongelmallisia. Järjestelmää jouduttiin muuttamaan hyvin usein Suomen Pankin tase-erien vaihdellessa milloin ennakoidusti, milloin yllättäen. Asteikko oli ajoittain jyrkkä, ajoittain loiva, marginaalikorko vaihteli, ja välillä se kävi korkoportaiden rajoilla äärettömyydessä. Korkoasteikko rasituksineen perustui kulloinkin Suomen Pankin tilanteenmukaiseen arvioon. Siitä ei ole mahdollista laatia yksikäsitteistä aikasarjahistoriaa erityisesti juuri 1970-luvulta mm. pankkikohtaisten erojen vuoksi.

Kun pankkien nettoasema liikkui Suomen Pankin muiden tase-erien kehityksen mukaan, sitä piti pyrkiä kiintiöpolitiikan mitoitusta varten ennakoimaan. Käytännössä mitoitus oli hyvin epävarmaa; hyvä, jos kiintiöpolitiikassa pystyttiin 3–6 kuukauden ratkaisuihin. Osa eristä, lähinnä setelistö ja oma pääoma, oli helppo ennakoida. Samoin

yri­tysten ja valtion erät olivat yleensä jollakin tarkkuudella tiedossa ja ennakoitavissa. Vaikeinta kiinteä­kurs­si­jär­jestelmässä oli valuuttava­ran­toon kuuluvien vaihdettavan varannon ja sidotun saldon ennustaminen. Ennusteet olivat yleensä varovaisia ja toteutunut kehitys usein aivan yllättävä.

Kiinteän valuuttakurssin oloissa Suomen Pankki joutui tekemään jatkuvasti valuuttainterventioita ja 1970-luvullakin hyvin paljon. Ulkomainen nettoasema supistui välillä lähes nol­laan, ja sen kehityksen ennustaminen oli usein äärimmäisen epävarmaa. Ostaessaan valuuttoja pankit samalla lisäsivät keskuspankkivelkaansa. Usein kehitys meni jopa selvästi eri suuntaan kuin oli varauduttu, ja järjestelmää oli välttämättä sopeutettava. Suomen Pankin luotot ja erityisalletukset liikkuivat vähemmän ja olivat helpommin ennakoitavissa. Valtion ja sen rahoitusasioita hoitavan Postipankin asema vaihteli lyhyellä aikavälillä voimakkaasti (mikä aiheutti liikepankeille ongelmia), mutta ei yleensä kovin pahasti sekoittanut rahapolitiikan suunnittelua.

Kiintiöiden ja lisäkorkoasteikkojen jatkuvaan muutteluun liittyi se ongelma, että epävakaus hämärsi rahapolitiikan viestintää. Osalla asteikkojen muutoksista pyrittiin tietoisesti ja julkisesti rahapolitiikan linjan muutoksiin. Kuitenkin suuri osa muutoksista oli vain järjestelmän sopeuttamista likviditeetin yllättäviin vaihteluihin. Pankeissa ja tiedotusvälineissä nämäkin muutokset saatettiin tulkita rahapoliittisiksi linjaratkaisuiksi. Suomen Pankin tekemiä lukuisia marginaaliasteikkojen ja -korkojen muutoksia perusteltiin usein siten, että muutos tehtiin ”rahamarkkinoiden liiallisen kiristymisen estämiseksi” tai ”rahamarkkinoiden liiallisen kevenemisen välttämiseksi”.

Satunnaisesti käytettiin myös muita menetelmiä joko pankkien aseman kiristämiseen tai keventämiseen. Lisäkoron rajaaman velkatason ylittäminen saattoi johtaa siihen, että pankki joutui esittämään luotonantobudjetin etukäteen Suomen Pankille tai hankkimaan Suomen Pankin luvan suurille luotoille. Toisaalta joko kaikille pankeille tai yksittäisille pankeille voitiin antaa kiintiöiden ulkopuolella peruskorkoista lisärahoitusta luotonannon selektiiviseen suuntaamiseen tai muutenkin yksittäisten pankkien tukioperaatioina.

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmä perustui ennen kaikkea pankkien keskuspankkivelalle asetettuun korkorasitukseen. Kun Suomen Pankki halusi hillitä pankkien luotonantoa, se asetti lisääntyvän korkorasituksen pankkien keskuspankkivelalle. Keskuspankkirahoituksen kustannuksen kasvu rasitti puolestaan pankkien korkomarginaalia. Pankit eivät voineet luottojen keskikorkosäätelyn vuoksi siirtää korkorasitusta asiakkailleen, vaan joutuivat itse maksamaan kustannuksen. Tämä eräänlainen sakotus sai pankit säännöstelemään luotonantonsa kasvu-

vauhtia kohti Suomen Pankin tavoitteita, mistä keskuspankki sitten palkitsi pankit keventämällä keskuspankkivelan rasitusta.

Menetelmä toimi vastaavasti myös toisin päin: kun keskuspankkivelan rasitusta kevennettiin, pankkien välinen kilpailu johti luotonannon kiihtymiseen. Tällainen rahapoliittinen elvytys olikin periaatteessa luotonsäännöstelytaloudessa helppoa. Siihen vain oli harvoin aidosti tilaisuutta jatkuvien inflaatio- ja maksutasepainneiden vuoksi.

Järjestelmän analyttinen tulkinta oli kuitenkin epämääräinen. Vaikutus ei perustunut puhtaasti (marginaali)korkoon vaan usein pikemminkin markoissa maksettuaan korkorasitukseen. Eli jos pankkien velka oli pieni, korkotaso pantiin todennäköisesti korkeammaksi, ja jos velkaa oli paljon, korkotasoa alennettiin. Ratkaisut perustuivat lähinnä keskeisten valmistelijoiden ja päätöksentekijöiden arvioihin ja kokemukseen eivätkä aivan johdonmukaiseen asia-aineiston käyttöön. Järjestelmän vaikutusten analysointi olikin vaikeaa.

Tulkinnan vaikeus näkyi tuona aikana tehdyssä mallianalyysissä ja rahapolitiikan analyysissä ylipäänsä. Suomen Pankin ekonomistit ja pankin ulkopuoliset tutkijat yrittivät kilvan konstruoida keskuspankkivelan kustannuksista erilaisia rahamarkkinoiden kireysindikaattoreita. Malleissa tällaisen säännöstelevän rahapolitiikan vaikutukset painotettiin reaali vaikutuksiin, lähinnä investointeihin, ei niinkään inflaatioon.

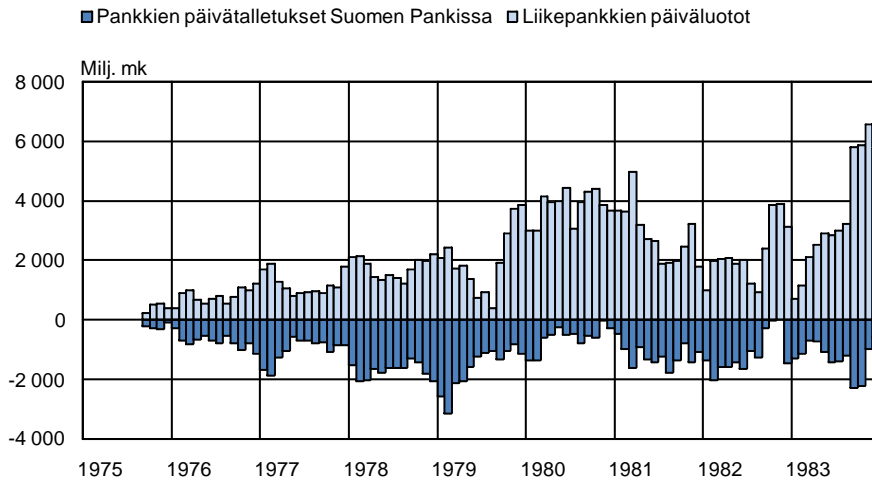
## 2.13 Päiväluottomarkkinat vuodesta 1975

Pitkällisen pohdinnan jälkeen Suomen Pankki avasi syyskuun 1975 alussa päiväluottomarkkinat (tai päivärahamarkkinat), mikä oli ensimmäinen, joskin vielä hyvin varovainen askel markkinajärjestelmän suuntaan. Päiväluottomarkkinoilla pyrittiin lieventämään pankkien maksuvalmiuseroista ja rahamarkkinoiden lyhyen ajan maksuvalmiusvaihteluista aiheutuvia haittoja. Samalla tarjottiin yhtenäiset edellytykset sille päiväluototukselle, jota liikepankit olivat keskenään jonkin verran harjoittaneet jo pitkään. Rahapolitiikan runkona säilyivät peruskorkoiset kiintiöt, jotka voitiin ylittää nousevaa lisäkorkoa vastaan.

Pankkikohtaiset peruskorkoiset kiintiöt muutettiin ylittämättömiksi, ja siltä osin kuin kiintiöt ylittyivät, keskuspankkiluoton antaminen siirtyi päiväluottomarkkinoille. Päiväluottomarkkinoilla liikepankit saattoivat ottaa Suomen Pankista seuraavana pankkipäivänä erääntyviä luottoja tai tallettaa varoja seuraavaan päivään asti (kuvio 15). Maksun välineenä käytettiin tilirahaa.

Kuvio 15.

## Pankkien päiväluotot ja päivätalletukset 1975–1984

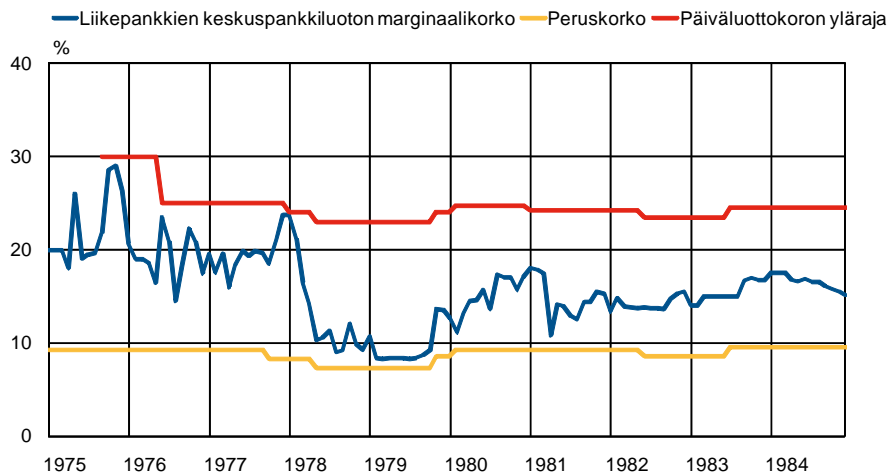


Lähde: Suomen Pankki.

Tasapainon saavuttamiseksi Suomen Pankki saattoi osallistua myös itse päiväluottomarkkinoille antamalla päiväluottoja tai vastaanottamalla päivätalletusten liikatarjonnan. Päiväluoton enimmäisrajaksi asetettiin 60 % liikepankin keskuspankkiluottokiintiöstä. Korko oli sama sekä luotoille että talletuksille. Pankkivaltuusmiehet panivat korolle aluksi 30 prosentin ylärajan (kuvio 16). Korolla oli myös alaraja, aluksi 9,25 %, mutta alarajalla ei säännöstelykaudella ollut juuri merkitystä.

Suomen Pankin johtokunta määräsi pankkivaltuusmiesten luvan perusteella päiväluottokoron muutoksille päivittäiset ja viikoittaiset ylärajat, joiden sisällä päiväluottokorko sai muodostua 1970-luvun loppuvuosina vapaasti tai osin Suomen Pankin omien operaatioiden tuloksena. Käytettiin huutokauppamenettelyä. Jos kysyntä ja tarjonta eivät menneet tasan, Suomen Pankki pyysi pankeilta uuden tarjouksen uudella korolla. Korko oli alkuvaiheessa 20 prosentin seudulla tai vähän alle. Postipankin sallittiin aluksi vain tallettaa mutta ei ottaa luottoa, koska valtion rahoittamista pelättiin.

Kuvio 16.

**Keskuspankkiluoton marginaalikorko**

Lähde: Suomen Pankki.

Aivan aluksi Suomen Pankki tasapainotti päiväluottomarkkinat lähes yksinomaan koron muutosten avulla. Kuitenkin jo loppuvuonna 1975 päiväluottomarkkinoilla vallitsi jatkuva ylikysyntä. Vuosikymmenen aikana päiväluotot säilyivät marginaalirahoituksena, mutta vuosikymmenen lopulla ne korvasivat pääosin perinteisen kiintiörahoituksen.

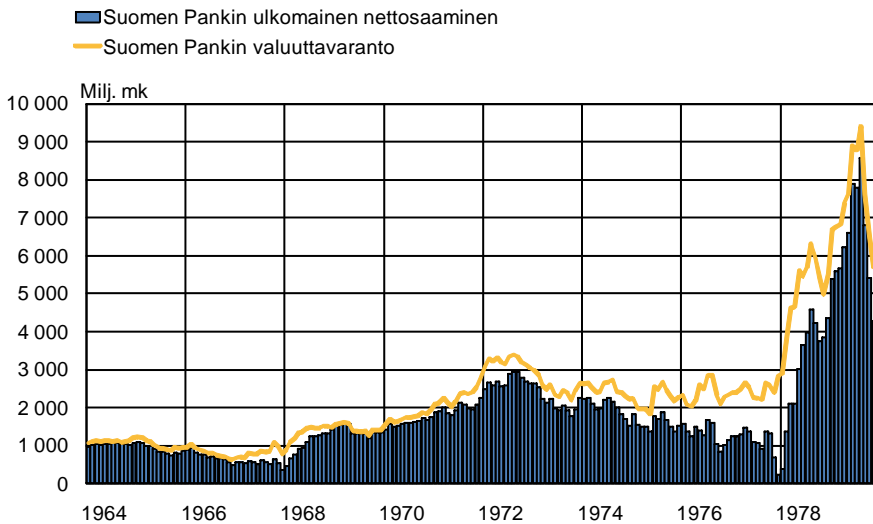
Merkittävin piirre uudistuksessa oli se, että rahamarkkinoille syntyi liikkuva korko. Alussa päiväluottokorko vaihteli lähinnä 20 ja 30 prosentin välillä eli oli varsin korkea. Peruskorko oli 9,25 % koko vuoden 1975. Päivämarkkinoiden korko kehittyi 1970-luvun lopulla Suomen Pankin oman sijoituksen määrän mukaan. Järjestelmä oli marginaaliasteikkojen vaihtelun vuoksi hiukan epämääräisen ja marginaalirasitus eri pankeille yleisesti erilainen. Siten korkosarja 1970-luvun lopulta oli sekä asiasisällöltään että laskentatavaltaan epävarma.

## 2.14 Suomen Pankin vaihdettava valuuttavaranto

Kiinteä valuuttakurssi vaati melko huomattavan valuuttavarannon ylläpitämistä siitä huolimatta, että ulkomaisia pääomanliikkeitä säännösti. Valuuttavarantoa oli 1970-luvulla liian vähän, ja siihen kohdistui kova supistuspaine vuosikymmenen puolivälissä (kuvio 17). Maan maksuvalmius oli tuolloin heikko sekä Suomen Pankin valuutta-

asemalla että maan ulkomaisella velalla mitaten. Tämä vaikutti merkittävästi Suomen Pankin rahapolitiikkaan.

Kuvio 17. **Suomen Pankin ulkomainen nettosaaminen**



Lähde: Suomen Pankki.

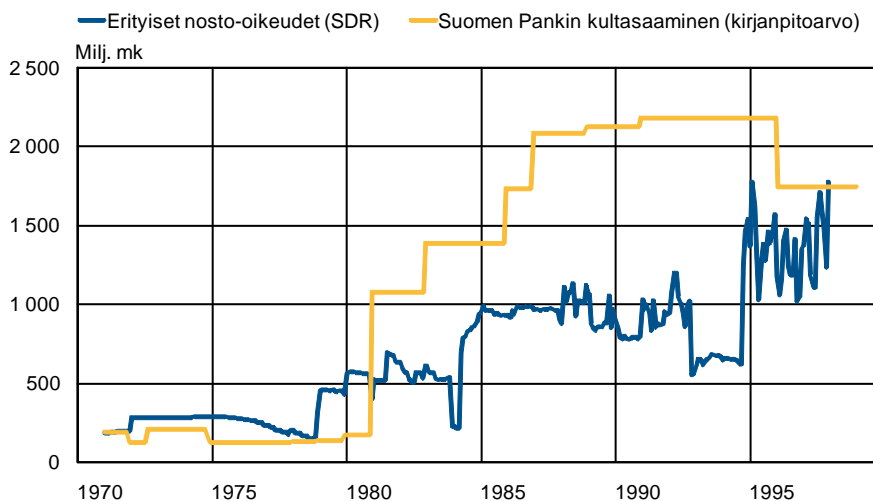
Suomen Pankilla oli vaihdettavaan valuuttavarantoon luettujen erien (vaihdettavat valuutat, kulta, erityiset nosto-oikeudet, varanto-osuus IMF:ssä ja ulkomaiset joukkovelkakirjat) ohella jonkin verran muitakin ulkomaisia eriä. Näissä oli saamia ja velkoja suhteessa Kansainväliseen valuuttarahastoon (IMF). Myös yksityisiltä pankeilta otettiin luottovaruksiin jouduttiin turvautumaan. Velkojen merkitys muissa erissä oli suurempi, joten valuuttavaranto oli yleensä isompi kuin ulkomaiset nettosaamiset.

Saamisiin IMF:ltä kuuluivat erityiset nosto-oikeudet (Special Drawing Rights, SDR), jotka oli luotu IMF:ssä dollaripulan aikana 1960-luvun lopulla keskuspankkien reservirahaksi (kuvio 18). SDR oli ja on edelleenkin korivaluutta, jossa ovat mukana muutamat maailman keskeiset valuutat. Sen nimellisarvo asetettiin aluksi samaksi kuin dollari, mutta SDR vahvistui hiljalleen korivaluuttojen mukana dollaria vahvemmaksi. Erityisiä nosto-oikeuksia käytetään vain keskuspankkien välisissä rahoitustoimissa. Niiden merkitys jäi sittemmin valuuttavarantoihin kertyneen dollaritulvan vuoksi pieneksi. Suomen Pankilla on ollut aina varsin vähän kulta, ja sen arvo (yleensä melko heikkoon kiinteään kurssiin) on ollut noin 5–10 % keskimääräisestä valuuttavarannosta.



Kuvio 18.

## Suomen Pankin hallussa oleva kulta ja erityiset nosto-oikeudet



Lähde: Suomen Pankki.

Näkyvän varannon ohella Suomen Pankilla oli myös muita ulkomaiseen maksuvalmiuteen vaikuttavia eriä. Jo 1950-luvun lopulla Suomeen oli luotu valuuttojen termiinimarkkinat, mutta niitä aktivoitiin vasta 1970-luvun alussa. Termiinimarkkinat pysyivät vahvasti Suomen Pankin säännösteleinä vielä 1970-luvulla. Suomen Pankki pyrki ilmeisesti pitämään valuuttojen termiiniostot ja -myynnit lähes yhtä suurina, ja hintaa ohjattiin paljolti sen mukaan. Suomen Pankin nettopositio pysyi koko ajan pienenä. Nettoasemasta ei ole aikasarjaa 1970-luvulta. Suomen Pankki asetti termiinisopimusten hinnat. Ylipäätään Suomen termiinimarkkinoiden vaihto pysyi vähäisenä koko vuosikymmenen ajan.

Paljon suurempi merkitys Suomen Pankin maksuvalmiuden kannalta oli erilaisilla ulkomaisilla luottomahdollisuuksilla. Keskuspankkien oli mahdollista saada tukiluottoja eräiltä kansainvälisiltä järjestöiltä, ennen kaikkea Kansainväliseltä valuuttarahastolta (IMF) ja Kansainväliseltä järjestelypankilta (BIS). Suomen Pankki käyttikin tätä mahdollisuutta vuosikymmenen puolivälissä IMF:n ns. öljyluottona.

Lisäksi Suomen Pankilla oli mahdollisuus sopia muiden keskuspankkien kanssa lainamahdollisuuksista swapsopimusten avulla. Pohjoismaiden kesken oli tällainen, vuonna 1962 tehty sopimus, ja se uusittiin 1976. Swapissa (vaihtokauppa) keskuspankit lainasivat vas-

tavuoroisesti toisilleen määräajaksi termiinikurssiin saman määrän omaa rahaa tai vierasta valuuttaa. Kolmas ja tosiasiasa merkittävin mahdollisuus oli lainaus suoraan yksityisiltä markkinoilta, suurista kansainvälisistä pankeista. Näiden kanssa Suomen Pankki neuvotteli luottovaruuksia, joita myös käytettiin laajasti 1970-luvun puolivälin jälkeisissä maksuvalmiusvaikeuksissa.

## 2.15 Idänkaupan saldo

Vaihdettavan varannon ohella Suomen Pankilla oli sidottuja valuuttoja. Niiden asema oli aivan eri kuin vaihdettavien valuuttojen. Sidotut valuutat olivat itse asiassa vain clearingtilien saldoja. Nämä tilit olivat Neuvostoliiton ja joidenkin muiden sosialististen maiden keskuspankeissa. Näitä tilisaldoja ei voinut vaihtaa muun valuutan määräisiksi.

Clearingjärjestelmä kuului olennaisena osana sopimus pohjaiseen kahdenväliseen Neuvostoliiton-kauppaan. Kaupan maksut kulkivat Suomen Pankin kautta. Viejä sai liikepankin välityksellä maksun markkoina Suomen Pankista, ja tuoja maksoi markkansa liikepankin kautta Suomen Pankille. Valuuttoja maiden välisessä kaupassa ei näin tarvittu. Periaatteessa kauppaan kuului, että viennistä tulevat ja tuonnista menevät maksut olisivat olleet yhtä suuret. Koska aivan näin ei käynyt, Suomen Pankin ja Gosbankin väliselle ruplamääräiselle tilille oli sovittu koroton kiintiö kumpaankin suuntaan.

Rahapolitiikalle aiheutti ajoittain merkittäviä vaikeuksia Neuvostoliiton-kauppaan liittyneen varsin suuren clearingsaldon vaihtelu. Saldon kehitykseen liittyi kahdenlaisia ongelmia: korkorasitus Suomen Pankille ja saldon vaihtelujen likviditeettivaikutukset kotimaisiin rahamarkkinoihin. Nämä ongelmat alkoivat tuntua jo 1970-luvulla, mutta todella suuria ja hankalia vaihtelut olivat vasta 1980-luvulla. Useiden muidenkin sosialististen maiden kanssa käytiin bilateraali kauppaa clearingdollaritilien pohjalta, mutta näiden merkitys oli vähäinen. Joidenkin maiden kanssa siirryttiin vapaisiin valuuttoihin jo 1980-luvun alussa.

Kun kauppa pyrki olemaan Suomen kannalta vientivoittoista, Suomen Pankille kertyi usein pitkäaikaisesti saamista Gosbankilta. Suomen Pankki rahoitti näin tavallaan korottomalla luotolla Neuvostoliiton ostoja Suomesta. Ainoat selvät poikkeukset tästä liittyivät öljykriiseihin, jolloin öljyn hinta kasvatti voimakkaasti tuontilaskua ja käänsi Suomen Pankin vähäksi aikaa velalliseksi. Yleensä kuitenkin Suomen Pankki kärsi korkotappiota tästä erästä. Tappio clearing-saamisesta oli Suomen Pankille laskennallisesti varsin suuri, sillä tosi-

asiassa sen vastaeränä oli pankkien keskuspankkivelka korkeine korkoineen. Kun clearingsaaminen kasvoi, Suomen Pankin saamiset pankeilta pienenivät.

Toinen ongelma olikin, että saldon liikkeet vaikuttivat ajoittain voimakkaasti pankkien keskuspankkiasemaan. Neuvostoliittolaiset kaupan osapuolet heiluttivat näin maksuillaan suoraan Suomen rahamarkkinoita. Tätä ongelmaa voitiin helpottaa seuraamalla ja ennustamalla saldon kehitystä, mikä kuului Suomen Pankin idänkaupan osaston tehtäviin. Aina ennusteet eivät osuneet, ja silloin jouduttiin ehkä sopeuttamaan pankkien luottokiintiöitä tai lisäkorkoasteikkoja ”liiallisen kevenemisen (kiristymisen) välttämiseksi”.

Saldon ongelma korostui, kun nimenomaan laivakaupoista alettiin maksaa clearingtilin kautta ennakkomaksuja Suomeen. Itse asiassahan Neuvostoliitto ei tällöin maksanut mitään, vaan käski Suomen Pankin maksaa nämä ennakot markkoina telakkayhtiöille. Luottojärjestelyt eivät ylipäätään sopineet ollenkaan clearingjärjestelmän perusideaan. Tämän tapaisilla maksuilla oli kuitenkin merkittävä vaikutus siihen, että Suomeen syntyivät 1970-luvulla vähitellen ns. harmaat rahamarkkinat. Varsin suuria summia alkoi liikkua yritysten ja pankkien välillä, ja niille ryhdyttiin maksamaan tarjonnan ja kysynnän määräämiä korkoja. Sodan jälkeisen selväpiirteisen säännöstelyjärjestelmän asteittainen murtuminen alkoi.

## 2.16 Bretton Woods -järjestelmän murtuminen

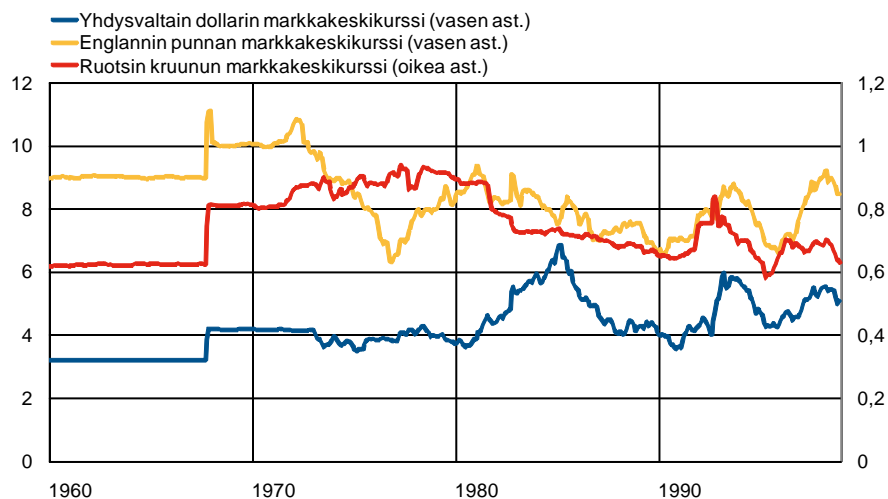
Sodan jälkeen vallinneessa kansainvälisessä Bretton Woods -kiinteäkurssijärjestelmässä valuutoille oli määritetty pariarvot kullassa. Näitä arvoja voitiin muuttaa vain Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n myötävaikutuksella ”perustavanlaatuisen epätasapainon” toteutuessa. Vuonna 1971 markan pariarvo oli 0,211590 grammaa hienoa kultaa. Tosiasiassa valuutat oli sidottu näiden pariarvojen kautta Yhdysvaltain dollariin, ja markkoja meni yhteen dollariin tarkasti sanoen 4,19997. Tämän kurssin ympärillä oli  $\pm 1$  prosentin vaihtelualue. Vaikka kulta oli Bretton Woods -järjestelmän perustana, järjestelmä ei vastannut ollenkaan perinteistä kultakantaa, sillä yleisön hallussa olevaa keskuspankkirahaa ei vaihdettu kultaan. Tosiasiassa vain Yhdysvaltain keskuspankki oli sitoutunut käymään kultakauppaa muiden keskuspankkien kanssa hinnalla 35 dollaria unssi.

Koska lähes kaikki kehittyneet markkinatalousmaat olivat mukana järjestelmässä, markalla ei ollut pelkästään dollarikykentä vaan todella laajasti kiinteä kurssi. Markan kurssikehitys oli samantapainen

myös keskeisten korien mukaan, joskin tietysti valuuttakursseja jonkin verran muuteltiin. Markkakin devalvoitiin muutamia kertoja sen jälkeen, kun Suomi vuoden 1948 alusta liittyi IMF:ään. Markan kulta- ja dollaripariarvoa alennettiin devalvoinnin myötä 28,1 % vuonna 1957 ja 23,8 % vuonna 1967. Ensimmäisessä näistä devalvaatiosta dollarin arvo nousi 39,1 % ja jälkimmäisessä 31,2 %.

Bretton Woods -järjestelmä sortui Yhdysvaltain ongelmiin. Maan talous koki 1970-luvun alussa paljolti Vietnamin sodan kulujen vuoksi vaikeuksia, ja dollari oli heikko. Niinpä kullan vaihtaminen dollareihin lopetettiin 15. elokuuta 1971. Valuutat alkoivat osin kellua. Joulukuussa 1971 luotiin ns. Smithsonian-sopimuksella uusi laaja kiinteäkurssialue IMF:n valvonnassa. Tässä kurssien vaihtelualue laajennettiin  $\pm 2,25$  prosenttiin keskuskurssin ympärillä suhteessa dollariin, jolloin kunkin valuutan vaihtelualue muihin valuuttoihin nähden oli vähän suurempi. Dollari devalvoitiin samalla (kultaan nähden), eli kullan hinta unssilta nousi 35 dollarista 38 dollariin. Markan keskuskurssiksi asetettiin 4,10, mutta todellinen kurssitaso oli vuosina 1971–1972 vähän tätä heikompi eli noin 4,15 (kuvio 19).

Kuvio 19. **Dollarin, punnan ja kruunun arvo markkoina**



Lähde: Suomen Pankki.

Tämä järjestelmä jäi kuitenkin vain runsaan vuoden mittaiseksi. Kansainvälisten valuuttamarkkinoiden rauhattomuus jatkui, ja kesällä 1973 luovuttiin yleisesti dollarin vaihtelurajojen noudattamisesta ja

valuutat alkoivat kellua. Myös Suomen markka kellui muiden mukana. Monet Länsi-Euroopan valuutat alkoivat seurata Saksan markkaa ns. valuuttakäärmeenä. Päinvastoin kuin muiden Pohjoismaiden valuuttoja, Suomen markkaa ei liitetty käärmeeseen ilmeisesti lähinnä ulkopoliittisista syistä.

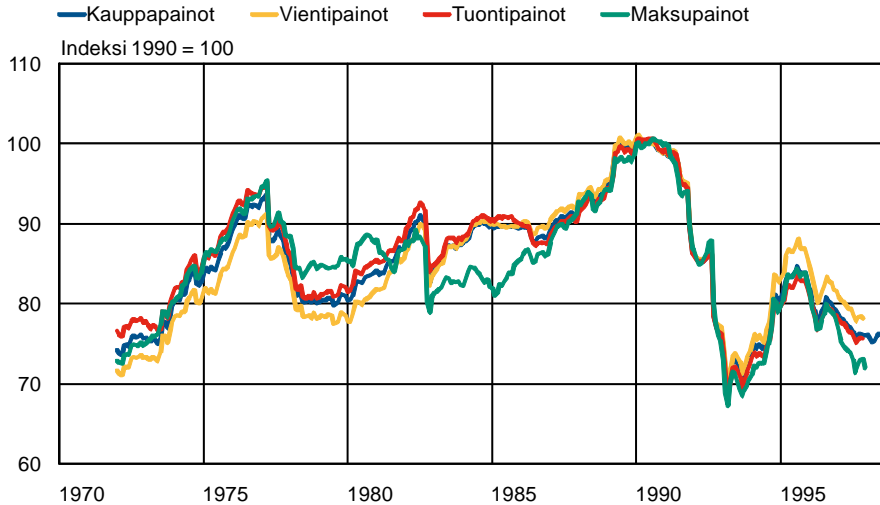
Dollaria seuratessaan markka heikkeni kauppapainoisella indeksillä mitaten 7–8 % vuosina 1971–1972. Dollarin seuraaminen läheisesti jatkui helmikuuhun 1973 asti, jolloin Yhdysvallat devalvoi 10 %. Suomi seurasi osaksi, ja markka jätettiin seuraamaan kauppapainoista indeksiä. Indeksien vaihtelu pidettiin vähäisenä. Kellutuksen alettua kesäkuussa 1973 markka vahvistui – osin vahvistettiin – loppuvuonna 3–4 %, mutta pysyi vakaana vain 2–3 prosentin vaihteluin kevääseen 1977 saakka. Indeksia seurattiin tällä epävirallisella kaudella ilman vaihtelurajoja. Indeksi oli Suomen Pankin epävirallinen ratkaisu ennen kuin se virallistettiin rahalakiin 1.11.1977.

Suomen valuuttakurssijärjestelmä oli seuraavina vuosina varsin erikoinen. Juridisesti ylläpidettiin markan kiinteää kulta- ja dollari-pariteettia marraskuun alkuun 1977 saakka. Muodollisesti ja kansainvälisesti katsoen markka kuitenkin kellui, ja epävirallisesti ja tosiasiallisesti ylläpidettiin suhteellisen kiinteää valuuttakurssia suhteessa valuuttakurssi-indeksiin.

Suomen Pankissa alettiin laskea valuuttaindeksejä eri painoilla (kuvio 20). Näistä ulkomaankaupan maajakaumaan perustuva indeksi tuli tärkeimmäksi. Se on ollut sittemmin yleisesti käytetty käytännöllinen vastine teoreettiselle ns. efektiiviselle valuuttakurssille, joka periaatteessa kuvaa rahan ulkoista arvoa. Indeksi rakennettiin niin, että se mittasi ulkomaan valuuttojen arvon kehitystä markkaan nähden. Indeksien nousu osoitti siten valuuttojen arvon nousua eli markan arvon alenemista. Tämä aiheutti myöhemmin usein hämmennystä. Enimmäkseen valuuttaindeksit lasketaan niin, että rahan ulkoisen arvon lasku näkyy indeksin alenemisena.

Kuvio 20.

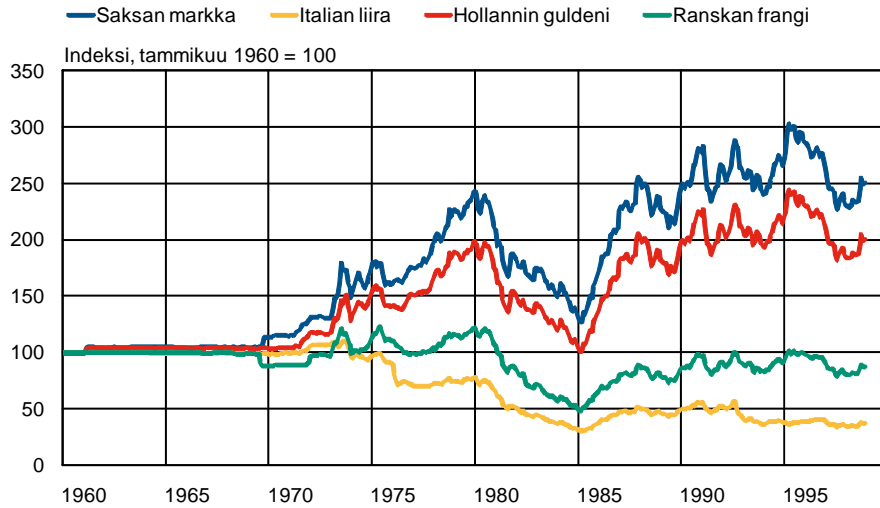
## Suomen reaalisia valuuttaindeksejä eri painojen mukaan



Lähde: Suomen Pankki.

Kun valuutat liikkuvat eri suuntiin, indeksiin alettiin kiinnittää huomiota enemmän. Varsinkin öljykriisin jälkeen kansainväliset valuuttakurssit erosivat (kuvio 21). Päinvastoin kuin useimmat muut maat Länsi-Saksa ylläpiti kireää politiikkaa, ja maan inflaatio jäi vuosikymmenen aikana oleellisesti vaimeammaksi kuin Yhdysvaltain ja erityisesti Englannin. Naapurimaiden valuutat, kuten Hollannin guldeni, seurasivat pitkälti Saksan markkaa. Sen sijaan Ranskan frangi ja varsinkin Italian liira heikkenivät. Euroopan maiden kurssikehitys hajosi pahasti, ja useat maat – Ruotsi ja Norja mukaan lukien – irtaantuivat myöhemmin käärmeestä. Erityisesti Etelä-Euroopan maiden inflaatio jatkui nopeana. Suomen markkakin menestyi 1970-luvulla Euroopassa keskimääräistä heikommin. Tämän kehityksen myötä valuuttakurssit muuttuivat 1970-luvulla paljon.

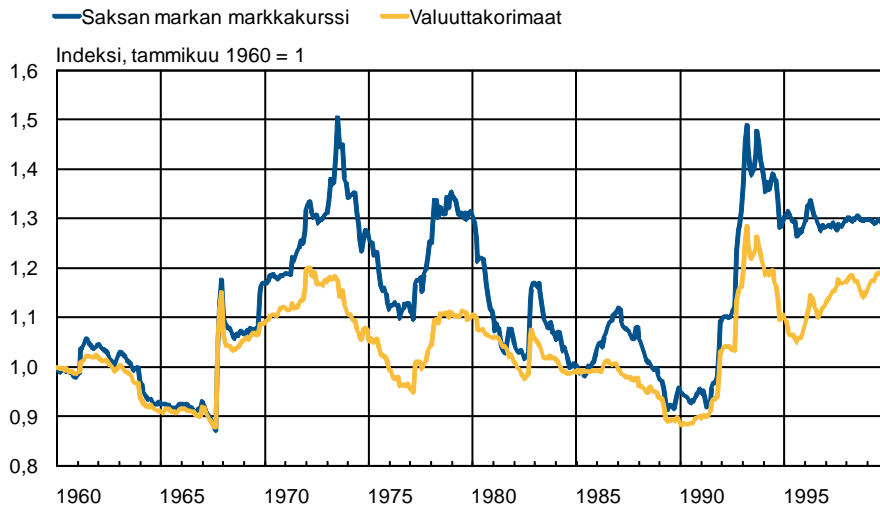
Kuvio 21.

**Euroopan valuuttojen dollarikursseja**

Lähde: Suomen Pankki.

Suomen markan kurssikehitys, erityisesti reaalin valuuttakurssi, vaihteli 1970-luvulla voimakkaasti mm. Saksan markkaan nähden (kuvio 22). Suomen kustannuskehitys oli 1970-luvun alkuvuosina hyvin maltillista, ja erityisesti Saksan markan nimelliskurssin vahvistuminen paransi Suomen hintakilpailukykyä (heikensi reaalista valuuttakurssia). Sitten öljykriisin tuoma kustannusvyöry Suomessa heikensi rajusti Suomen hintakilpailukykyä Saksaan nähden, mutta 1970-luvun loppuvuosina taas Saksan markan kurssin tuntuva vahvistuminen paransi sitä. Samansuuntainen vaihtelu näkyi lievempänä myös kauppapainoiseen koriin perustuvassa kurssissa.

Kuvio 22.

**Markan reaalin valuuttakurssi**

Lähde: Suomen Pankki.

Suomen devalvaatiohistoriaa arvioitaessa on lieventävänä asiana huomattava, että Suomen valuuttaindeksissä vahvoilla valuutoilla oli suuri paino. Suomi kävi ulkomaankauppaa hintakehitykseltään melko vakaiden maiden kanssa. Länsi-Saksa oli suurimpia kumppaneita, ja samoin olivat Englanti ja Ruotsi. Tosin markka vahvistui puntaan nähden 1970-luvulla. Tanskan ja Norjan kruunut vahvistuivat 1970-luvulla dollariin ja Suomen markkaan nähden. Suomea selvästi nopeamman inflaation mailla oli indeksissä hyvin pieni osuus. Valuuttaindeksissä oli parinkymmenen prosentin osuudella mukana myös Neuvostoliiton rupla. Sen kurssi seurasi ilmeisesti pääasiassa SDR-korin arvoa, ja rupla vahvistui markkaan nähden.

Suomen markkaa on usein luonnehdittu varsin heikoksi valuutaksi. Kuitenkin markan kurssi säilyi 1960-luvulta euroaikaan saakka suurista tilapäisistä vaihteluista huolimatta melko vakaana suhteessa keskeisiin valuuttoihin, lähinnä Saksan markkaa lukuun ottamatta.



## 2.17 Rahapolitiikka 1970-luvun alkupuolella

Melkoisen taantuman jälkeen Suomen talous oli kasvanut vuosina 1969–1970 poikkeuksellisen voimakkaasti, mutta vuonna 1971 kasvu hidastui ja työttömyys lisääntyi. Inflaatio puolestaan kiihtyi, ja ulkomainen vaihtotase heikkeni. Hintasäännöstelyä oli lisätty vuoden 1967 devalvaation jälkeen. Inflaatiota oli yritetty juuri torjua presidentti Kekkonen pohjustamalla UKK-sopimuksella. Palkat nousivat vuosittain seitsemisen prosenttia. Osittain kevään lakkojen takia tuotannon kasvu jäi vuonna 1971 pariin prosenttiin.

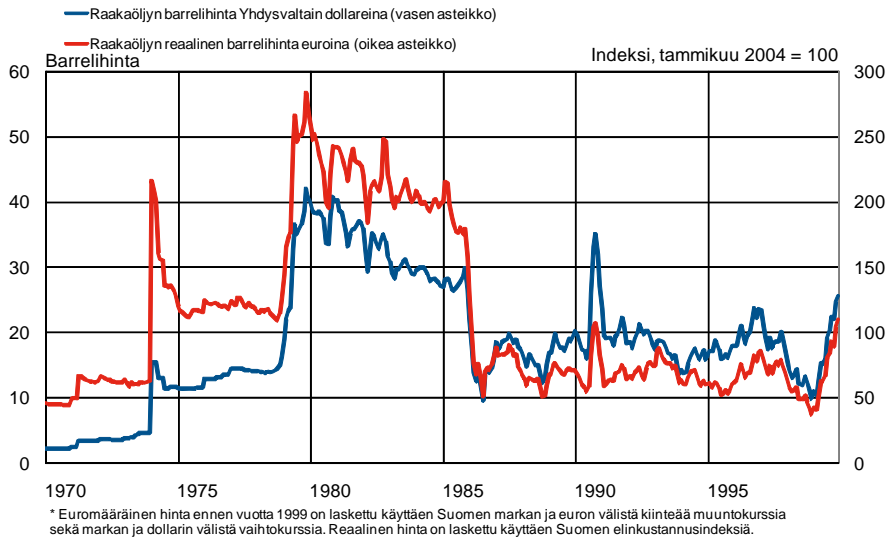
Toukokuussa 1971 julkaistiin vakautuspaketti. Siihen kuului peruskoron nosto pitkän kiinteän kauden jälkeen 7 prosentista peräti 8,5 prosenttiin. Samalla kiintiöitiin kulutusluottoja, mutta toisaalta kesäkuussa kumottiin aikaisemmin käytetty luottojen korkoporrastus. Ulkomaista pääomaa tuli maahan runsaasti, ja se kevensi rahoitusmarkkinat. Luottojen määrän kasvu ennustettiin kuitenkin pieneksi, koska laman pohja arvioitiin saavutettavan vuonna 1972. Suhdanteiden tasaamista varten kerätyt investointi- ja suhdannetalletukset vapautettiin. Valtion rahoitusasema suhteessa pankkeihin oli paranemassa. Peruskorkoa alennettiin näkymien heikentymisen vuoksi kuitenkin jo vuoden 1972 alussa vajaalla prosenttiyksiköllä eli 7,75 prosenttiin.

Vuotta 1972 koskeneet parin prosentin kasvuarviot epäonnistuivat pahasti ja niiden myötä myös rahapolitiikka. Vuoden 1972 piti olla hitaan nousun vuosi, mutta odottamattoman vahva kansainvälinen suhdanne veti myös Suomen talouden mukanaan. Syksyllä 1973 Tilastokeskuksen lopullisista luvuista näkyi, että kasvu oli ollut melkein 7 %. Peruskorko nostettiin 9,25 prosenttiin vasta kesällä 1973.

Kansainvälinen suhdannenusu muuttui maailmantalouden ylikuumenemiseksi. Ylikysyntä nosti varsinkin raaka-aineiden hintoja. Kullan hinta kolminkertaistui. Tuli odottamaton öljykriisi. Sitä vauhditti Israelin ja Egyptin välinen Jom kippur -sota elokuussa 1973. Varsinkin Iranin šaahi alkoi nostaa öljyn hintaa. Öljyntuottajat ryhtyivät toimimaan hintakartellina. Opec oli nostanut jo syksyllä öljytynnyrin hinnan muutamasta dollarista reilusti yli kymmeneen dollariin (kuvio 23). Se oli länsimaisille talouksille suuri sokki: autoilua rajoitettiin ja valoja sammuteltiin.

Kuvio 23.

## Öljyn hinta\*



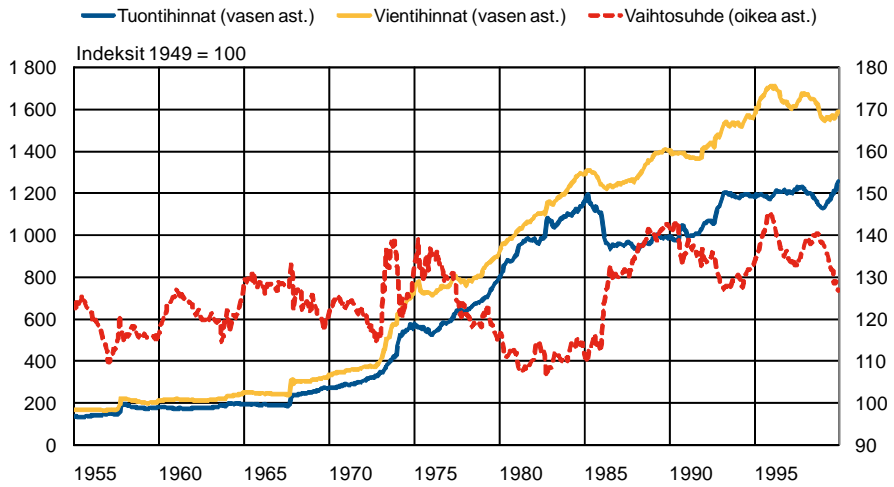
Lähteet: Bloomberg, Tilastokeskus ja Suomen Pankin laskelmat.

Raaka-aineiden ja energian hintojen noususta tuli valtava inflaatioy-säys. Länsimaiden vaihtotaseet heikkenivät rajusti. Inflaatiota pahensi se, että politiikkaa pyrittiin yleisesti keventämään. Pelättiin, että jos kaikki pyrkivät pääsemään vaihtotaseen vajeestaan eroon, länsimaat joutuvat kovaan taantumiskierteeseen.

Jo vuoden 1973 loppupuolelle tultaessa Suomen tuontihinnat olivat nousseet neljänneksen ja vientihinnatkin melkein viidenneksen lähinnä siitä syystä, että energian hinnannousu voitiin siirtää vientihintoihin varsinkin metsäteollisuudessa. Kantohinnat kaksin- kolminkertaistuivat. Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhte suorastaan parani jonkin verran öljykriisin yhteydessä ja alkoi heikentyä vasta vuosikymmenen puolivälin jälkeen, jolloin metsäteollisuus joutui lamaan ja vientihintojen nousu jäi vähäiseksi (kuvio 24).

Kuvio 24.

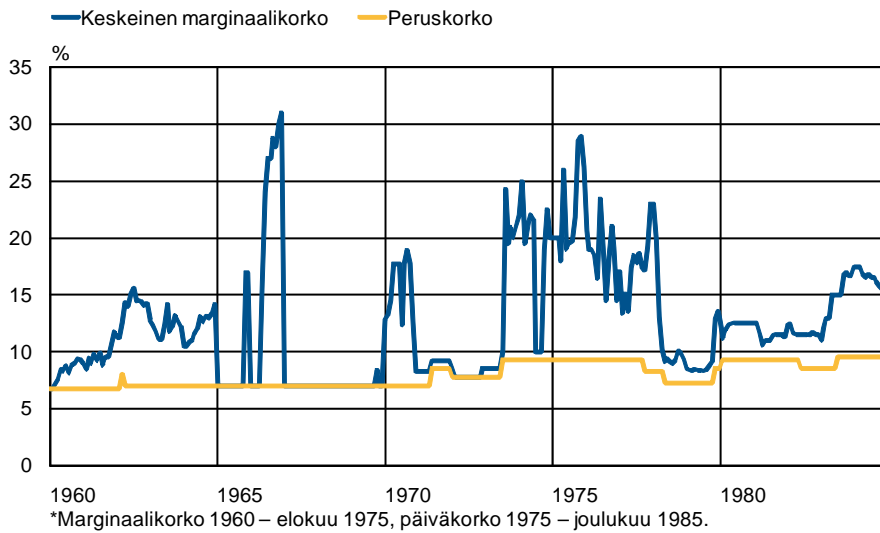
### Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhte



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 25.

### Keskeiset rahapoliittiset korot

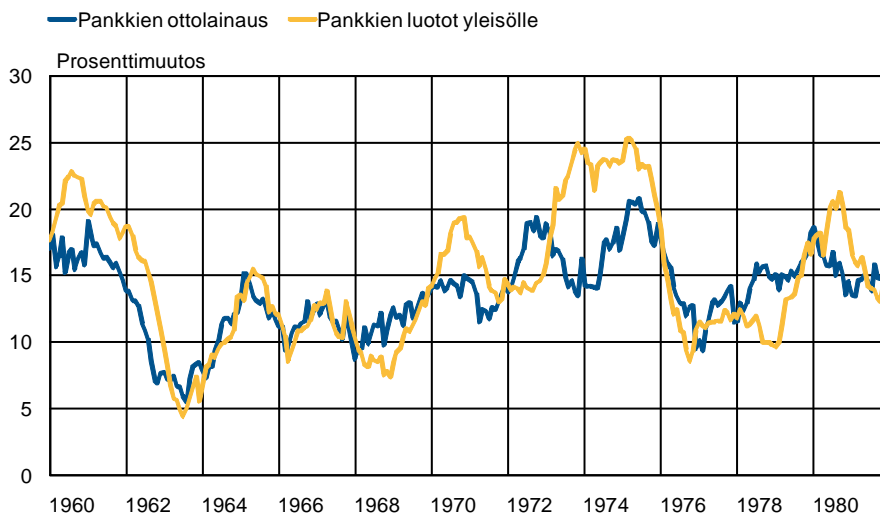


Lähde: Suomen Pankki.

Suomen Pankki yritti kiristää politiikkaa mutta ei onnistunut. Liikepankkien keskuspankkivelka lisääntyi voimakkaasti vuonna 1973, ja kiintiöitä jouduttiin suurentamaan useaan otteeseen kesäkuuhun 1974 mennessä. Pankkien marginaalikustannukset keskuspankkirahoituksesta olivat runsaat 20 % eli selvästi peruskorkoa korkeammat (kuvio 25). Suomen Pankki antoi luottopoliittisia ohjeita, ja kulutustavaroitten tuontia hillittiin määräämällä, että tuonti oli maksettava käteisellä. Pankkilakko osaltaan vaikeutti tilannetta myöskin sitä kautta, että se sekoitti kuukausiksi rahoitusmarkkinatilastot.

Pankkien luotonanto kiihtyi ja jatkui 20–25 prosentin vauhtia vuosina 1974–1975 ja ottolainauskin lähes 20 prosentin vauhtia eli lähes tasatahtia inflaation kanssa (kuvio 26). Erityisen voimakas oli liikepankkien luottojen lisäys (kuvio 27). Osuuspankitkin pääsivät vuosikymmenen puolivälissä luotonannossaan yli 20 prosentin vauhtiin. Säästöpankkien kasvu oli lähes koko 1970-luvun jonkin verran maltillisempaa kuin muiden pankkiryhmien.

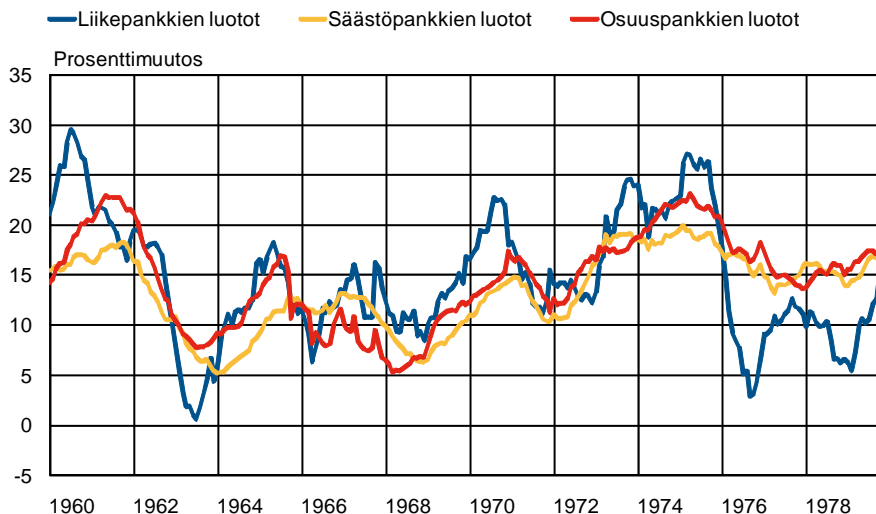
Kuvio 26. **Pankkien luotot ja ottolainaus**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 27.

## Pankkien luotot pankkiryhmittäin



Lähde: Suomen Pankki.

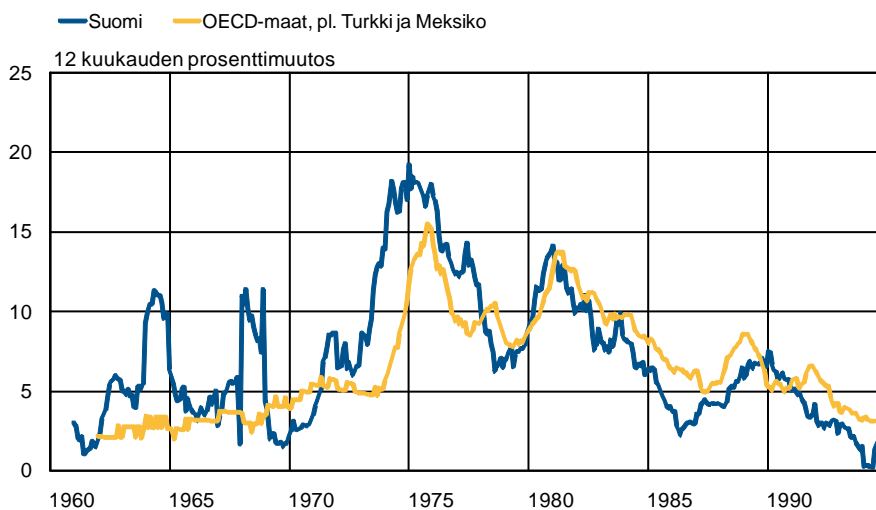
Varsinkin yritykset velkaantuivat nopeasti ja olivat jo velkaantuneisuudessaan menneeseen nähden ääritilanteessa. Yritysten nettovelka-asema oli ollut 1960-luvun alussa noin kolmannes BKT:stä, mutta 1970-luvun puolivälissä oltiin selvästi yli 50 prosentin tason. Kotitalouksien velkaantuminen oli jonkin verran rauhallisempaa.

Pääomantuonti oli vähentynyt, ja valuuttavaranto pieneni. Öljytuontiin Suomi ei länsivarantoa kuitenkaan tarvinnut, sillä öljy tuotiin lähes kokonaan Neuvostoliitosta clearingkaupan avulla. Suomen idänvienti kasvoi clearingkaupan periaatteiden mukaan automaattisesti, mikä tuki Suomen kasvua mutta lisäsi kustannuspainetta. Neuvostoliiton osuus Suomen viennistä suureni lähes kaksinkertaiseksi eli noin 20 prosenttiin.

Suomen inflaatiovauhti alkoi lähestyä 20:tä prosenttia. Ansiotaso koheni vuonna 1975 yli 20 %. Vuoden 1973 lopulla markkaa oli liu'utettu pari kolme prosenttia vahvemmaksi. Suomen Pankissa puhuttiin tuntuvan revalvaation tarpeesta öljykriisin realisoiduttua, mutta tuon ajan Suomessa ja yleisen elvytysilmapiirin vallitessa sellaiseen ei ollut edellytyksiä. Ilmeisesti ei edes valmisteluportaassa päästy min-käänlaiseen esitykseen asti. Markan ulkoista arvoa parantamalla ulkomaankaupan markkahintojen nousua olisi saatu leikatuksi, ja sen myötä Suomen inflaatio olisi ehkä saatu pysymään samalla tasolla kuin kilpailijamaissa. Nyt kuitenkin Suomen inflaatiovauhti oli usei-

den vuosien ajan suunnilleen 3–4 prosenttiyksikköä nopeampaa kuin läntisissä teollisuusmaissa (kuvio 28).

Kuvio 28. **Kuluttajahinnat**



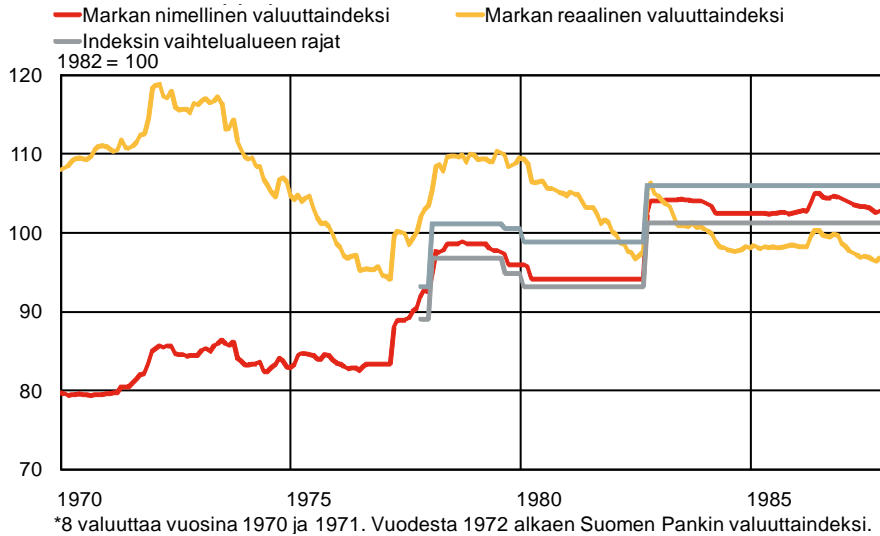
Lähde: Suomen Pankki.

Suomen hintakilpailukyky oli 1970-luvun alkuvuosina poikkeuksellisen vahva vuoden 1967 devalvaation ja sen jälkeisten vakautusvuosien ja kurssimuutosten jäljiltä. Markka oli selvästi aliarvostettu, pitkän ajan reaalisella valuuttakurssilla arvioiden ehkä jopa 15–20 %. Nyt vuosina 1973–1976 tämä etu tarveltiin kokonaan, sillä markka vahvistui reaalisella valuuttakurssilla mitaten yli 20 %, eli kustannukset nousivat tämän verran enemmän kuin kilpailijoilla (kuvio 29). Ruotsin ja Norjan inflaatio jäi vaimeammaksi, ja erityisen selvä oli ero Saksaan (kuvio 30).

Vuonna 1975 kansantalouden tasapaino olikin jo poissa raiteiltaan. Kasvu supistui pariin prosenttiin, ja työttömyys alkoi vuoden aikana selvästi lisääntyä, tosin hyvin matalalta 2–3 prosentin tasolta. Kuluttajahintojen nousu oli noin 18 %. Viennin määrä romahti melkein viidennes, metsäteollisuuden vienti selvästi keskimääräistä enemmän. Metsäteollisuudessa lama oli laajasti pahempi kuin 1990-luvun alun lama. Kansantalouden investointiaste pysyi kuitenkin korkeana mm., koska Loviisaan ja Eurajoelle rakennettiin ydinvoimaloita. Vaihtotaseen vajaus kasvoi kansainvälisesti katsoenkin jo poikkeuksellisen suureksi ja oli yli 7 % BKT:stä.

Kuvio 29.

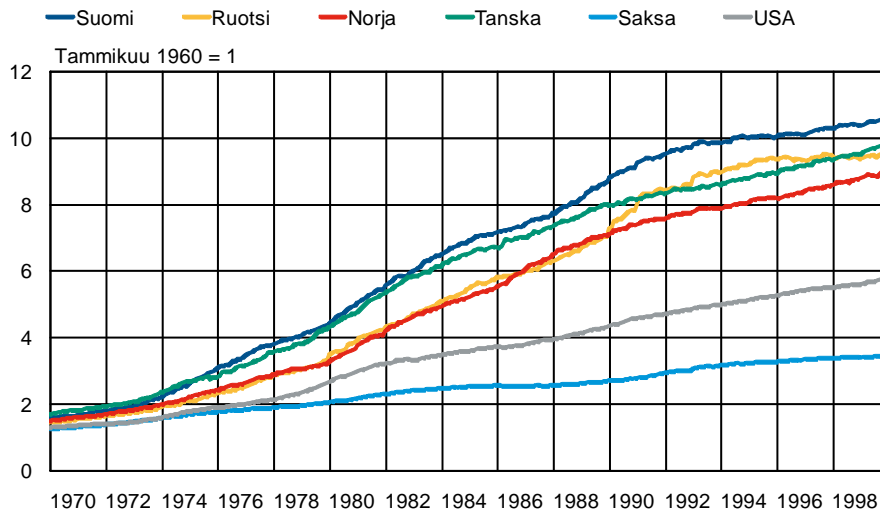
## Ulkomaankauppapainoinen valuuttaindeksi\*



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 30.

## Kuluttajahintojen taso



Lähde: OECD.

Julkisen talouden asema oli vahva, eikä alijäämäisyys reagoinut kovin paljon sen enempää suhdanteen ylikuumenemiseen kuin sen jälkeiseen lamaanakaan. Vuosikymmenen alkupuolella valtion rahoitustilanne oli erittäin kevyt ja talletusvaranto Postipankissa varsin suuri. Valtion rahoitusasema alkoi kuitenkin laman aikana jonkin verran heikentyä. Vuosikymmenen alkuvuosina lähes olemattomaksi pienentynyt valtionvelka alkoi kasvaa lievästi. Silti se pysyi vuosikymmenen loppuvuosinakin alle 10 prosenttina BKT:stä.

Valuuttavaranto oli suuressa määrin mennyt vuonna 1974. Kulutustavaroiden tuojien piti tallettaa Suomen Pankkiin 20 % tuonnin arvosta kuudeksi kuukaudeksi. Maaliskuun 1975 alussa tiukennettiin kiintiöiden ylittämisen ehtoja. Vuoden 1973 alkupuolelta lähtien liikepankit olivat ylittäneet jatkuvasti peruskorkoiset kiintiönsä. Päiväluottomarkkinat avattiin pitkän valmistelun jälkeen syyskuun 1975 alussa. Ne olivat vaatimattomat, eikä uudistus periaatteellisesta merkityksestään huolimatta vaikuttanut juuri rahapolitiikkaan. Suomen Pankki toimi nyt kuitenkin välittäjänä pankkien tasatessa likviditeettiään yön yli. Rahapolitiikka pidettiin kireänä. Vähitellen Suomen Pankki alkoi antaa pankeille nettorahoitusta päivämarkkinoiden kautta.

Presidentti Kekkonen runnoi kokoon Martti Miettusen hätätilahallituksen. Hallitus aloitti laman torjunnan kiristämällä ensimmäiseksi yritysten verotusta, mikä lienee vain pahentanut lamaa. Helmikuussa 1976 hallitus pani voimaan hintasulun viideksi kuukaudeksi.

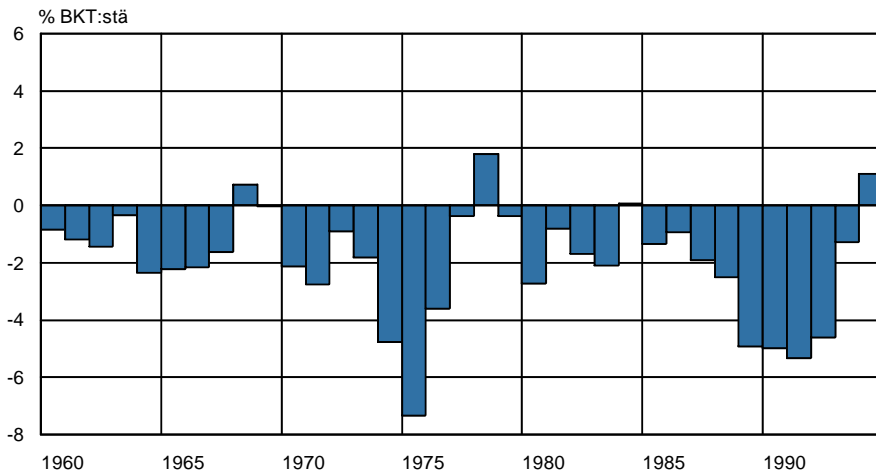
Tosiasiassa 1970-luvun puolivälin jälkeisen laman aikana harjoitettiin sekä kireää finanssipolitiikkaa että kireää rahapolitiikkaa. Talouspolitiikka epäonnistui monilta keskeisiltä osin ensimmäisen öljykriisin hoidossa. Seuranneiden tasapainottomuuksien hoito pahensi kasvuongelmia ja työttömyyttä. Erityisen tiukaksi muodostui ulkomaiden pääomanliikkeiden säännöstely vaihtotaseen vajauksen ja ulkomaisen velkaantumisen rajoittamiseksi.

## 2.18 Vaihtotaseen vajeen ongelma 1970-luvun puolivälissä

Suomen erittäin suuri, 7 prosenttiin BKT:stä kasvanut vaihtotaseen vajeus vuonna 1975 antoi aiheen perusteelliseen vaihtotaseanalyysiin Suomen Pankissa. Vajausta oli jatkunut koko vuosikymmenen alkupuolen ajan, ja jo edellisellä vuonna se oli lähes 5 % BKT:stä (kuviot 31). Ulkomainen velka oli lähes kaksinkertaistunut lähelle 20:tä prosenttia BKT:stä, mitä tasoa pidettiin tuohon aikaan kansainvälisesti jo kriisirajana.



Kuvio 31.

**Suomen vaihtotase**

Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Vaihtotasetta tarkasteltiin ulkomaankaupan ohella säästämisen ja investointien epätasapainona, samoin kansantalouden ja sen eri sektoreiden velkaantumisen näkökulmasta. Vaihtotaseen vajauksena näkyvä rahoitusvajaus liittyi ennen kaikkea yritysten rahoitusaliijäämään ja yrityksissä tavattoman laajaan investointitoimintaan, osin ydinvoimaloiden rakentamisen vuoksi. Huippunsa yritysten investointiaste saavutti vuonna 1974, jolloin se oli yli 20 % BKT:stä. Se, että vajaus oli suurimmillaan vuonna 1975, johtui yritysten tulojen selvästä supistumisesta jo tuona vuonna. Merkittävää oli, että valtio pysyi pitkään jopa alkavan laman aikana ylijäämäisenä, joten se ei ollut ulkomaisen velkaantumisen aiheuttaja.

Samoihin aikoihin Suomen Pankissa tuli käyttöön kokonaisluottoekspansio-käsite. Se oli hyvin laaja luottomuuttuja, jossa olivat mukana pankkien, muiden rahoituslaitosten, valtion ja ulkomaiden yleisölle antamat luotot. Jos katsottiin vain pankkiluottoja, luottojen säännöstelyn kireyden aste hämärtyi, sillä varsinkin ulkomaisen pääoman tuonti kasvoi voimakkaasti vuosikymmenen vaihteessa ja 1970-luvun puolivälissä. Kovin dramaattinen tämä ero ei kuitenkaan ollut. Mainittuina vuosina kokonaisluottoekspansio ylitti pankkien luottojen kasvuvauhdin noin 2–3 prosenttiyksiköllä. Kokonaisluottoekspansiota seurattiin 1980-luvun puolelle asti eräänlaisena rahapolitiikan (säännöstelyn) välitavoitteena, mutta kovin keskeistä asemaa sille ei tullut.

Ajatus kokonaisluottoekspansio rajoittamisella aikaansaataavasta kysynnän hillitsemisestä ei perustunut varsinaisesti käyttäytymis-

riaan vaan yksinkertaisesti vahvan budjettirajoituksen olemassaoloon. Yritysten investoinnit rahoitettiin Suomessa pääosin velalla, sillä yritysten omarahoitusosuus pysyi pienenä. Kaikkien luottojen käytön nopein vaihe ei edeltänyt suhdannenousua vaan tuli nousun loppuvaiheessa. Pankkiluottojen kehitys viivästyi vähemmän kuin kokonaisluotonanto, sillä pitkäaikaista ulkomaista pääomaa nostettiin investointeihin niiden loppuvaiheessa. Kansantalouden velkaantuminen oli kestävämmällä uralla, ja sen vauhtia oli pakko hillitä vaihtotaseen ja ulkomaisen velan kasvun rajoittamiseksi.

Vuonna 1975 syntyi alkuvuosina rahoitusbudjetiksi, myöhemmin vain rahoitustaseeksi kutsuttu järjestely, jolla tuli olemaan lähivuosien kireässä rahapolitiikassa keskeinen asema. Se oli erilainen rahoituksen säätelyn väline kuin Norjassa noihin aikoihin käytetty suurkäräjien hyväksymä ”nasjonalbudsjettet”, joka oli laaja koko kansantalouden eri sektoreiden saamisten ja velkojen ohjeellinen rahoitussuunnitelma. Norjassa se oli tavallaan sikäläinen kokonaisluottoekspansion rajoituskehikko. Yhtä laajaa rahoituksen ohjausta ei Suomen Pankissa eikä Suomessa koskaan harkittu.

Rahoitusbudjetin ideana oli pelkästään mitoittaa keskuspankin määräysvallassa oleva rahoitus niin, että vaihtotaseen vajeus pieneni lähimain tavoitteen mukaiseksi. Rahoitusbudjetti vei pääomanliikkeiden säännöstelyn äärimmäisen kattavaksi. Ajatus oli yksinkertaisesti se, että vaihtotaseen vajeusta syntyy vain sen verran kuin sitä ulkomailta rahoitetaan.

Rahoitusbudjetti muodostui muutamista maksutaseen ja Suomen Pankin taseen pääeristä. Lähtökohtana oli vaihtotaseen vajeelle asetettu tavoitearvo. Tämän rahoituseriä olivat maksutaseidentiteetin mukaan 1) pitkäaikaisen ulkomaisen pääoman nettotuonti, josta eriteltiin mm. lainojen nostot, kuoletukset, vientiluotot ja suorat sijoitukset, 2) lyhytaikaisen pääoman nettotuonti, josta eriteltiin pankkien välittämä rahoitus sekä kauppaluotot, ja 3) Suomen Pankin ulkomaisen nettosaamisten supistuminen. Näistä viime mainittu rajattiin rahoitusbudjetissa Suomen Pankin muilla tase-erillä eli pääasiassa nettosaamisilla liikepankeilta, nettosaamisilla valtiolta, nettosaamisilla yleisöltä.

Rahoitusbudjetin lähtökohtana oli Suomen Pankin tekemä talousennuste, mutta rahoitusbudjetin valmistelussa ennustettua vaihtotaseen vajeetta usein muutettiin ja rahoitusta kiristettiin (tai kevennettiin) supistamalla pääoman tuontia ja keskuspankkirahoitusta. Johtokunnalle esitetty rahoitusbudjetti sisälsi tavoitteellisen tilastotaulukon sekä analyysiä ja politiikkasuosituksia, kuten muun muassa suosituksia pääoman tuonnin lupakäytännössä sovellettavista kriteereistä.

Tällainen rahoitusbudjetti laadittiin ensi kerran vuodeksi 1976. Johtokunta hyväksyi sen vuoden 1975 lopulla. Tavoitteena oli rajoit-

taa vuoden 1976 vaihtotaseen vaje 3 mrd. markkaan, kun vuoden 1975 alijäämä oli noin 8 mrd. markkaa. Samalla tavoitteeksi asetettiin, että pyritään valikoivin toimin turvaamaan tavoite-ennusteen mukainen työllisyystilanne. Kiintiöpolitiikalla oli tarkoitus eliminoida valtiontalouden ja tuontitalletusten rahoitusmarkkinoita keventävä vaikutus. Tämä edellytti liikepankkien keskuspankkirahoituksen supistamista noin 1,5 mrd. markalla. Pääomantuonti rajoitettiin 2,8 mrd. markkaan, jolloin Suomen Pankin ulkomainen nettoasema jäisi lähes ennalleen. Arvioimalla lyhytaikaisten pääomanliikkeiden pääerät ja ottamalla Suomen Pankin tietokannasta pitkäaikaisten lainojen kuoletukset, saatiin jäännöksenä luku, jonka mukaan uusien ulkomailta nostettavien pitkäaikaisten luottojen kokonaismäärä voitiin mitoittaa.

Rahoitusbudjetin toteutumista ja sen rinnalla yleensäkin talouskehitystä alettiin seurata kuukausittain. Aikaisempi melko vapaamuotoinen rahapolitiikan seuranta ja valmistelu organisoitiin systemaattiseksi. Rahoitusbudjetin seurannan tehostamiseksi alettiin kirjoittaa kuukausittain säännöllistä keskuspankkipolitiikan seurantaraporttia (KPS-raportti) tai myöhemmin vuosina välillä useampiakin eri osastojen seurantaraportteja. Näistä keskusteltiin osastojen kesken ja lopuksi tulokset esiteltiin lyhyesti johtokunnalle. Tästä syntyi talouden sekä raha- ja valuuttamarkkinoiden seurantaan varten pysyvä kuukausittainen KPS-käytäntö.

Siihen liitettiin pian KPT-toiminta. Lyhenteen takana ollut alkuperäinen nimi unohtui vuosien mittaan; se lienee ollut aluksi keskuspankkipoliittinen työryhmä, sittemmin toimikunta. Se kokoontui ennusteen valmistumisen jälkeen, yleensä puolivuositain. Kansantalouden osaston ja politiikkaosastojen johtoa – välillä mukana oli johtajia – kokoontui tekemään johtokunnalle lähiaikojen raha- ja valuuttapolitiikkaa koskevan suosituksen. Myöhemmin 1980-alkuvuosina politiikkasuositus alettiin tehdä myös kuukausittain KPS-kokouksen raportoinnin yhteydessä.

## 2.19 Pääomanliikkeiden säännöstelyn pääperiaatteet

Pääomantuonnin lupakäytäntö oli Suomessa ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstelykaudella pääpiirteissään selkeä. Pitkäaikainen eli maturiteetiltaan yli yhden vuoden pituinen ulkomainen lainanotto ja -anto vaativat Suomen Pankin lainakohtaisen yksittäisluvan, kun taas lyhytaikainen rahoitus oli sallittua yleislupien perusteella tietyin ehdoin tiettyihin kaupallisiin tarkoituksiin. Kaupallisesta taustasta ir-

ralliset puhtaat finanssisijoitukset ja -lainat olivat pääosin kiellettyjä. Valuuttamääräykset perustuivat siihen länsimaisen oikeuskäytännön kannalta erikoiseen, negatiiviseen periaatteeseen, että kiellettyjä olivat kaikki muut rahoitustoimet kuin ne, jotka oli valuuttamääräyksissä nimenomaan sallittu. Yleisestihän sallittua on periaatteessa kaikki se, mitä ei ole lainsäädännössä kielletty.

Valuutansäännöstely ja ulkomaankaupan säännöstely periytyivät sota-ajalta, ja valuutansäännöstelyä oli jopa tiukennettu sodan jälkeen 1940-luvulla. Suomi ei ollut tässä yksin, vaan vielä 1950-luvun alkupuolella ulkomaankauppaa ja pääomanliikkeitä säännösteltiin yleisesti Länsi-Euroopassa. Kaupassa käytettiin bilateraalaisia maksujärjestelmiä, jotka olivat samantapaisia kuin Neuvostoliiton-kaupan clearing. Suomessa vuoden 1957 devalvaatiota (28 %) seuranneeseen kaupan vapauttamiseen liittyi myös joitakin pääomanliikkeitä koskeneita lievennyksiä. Länsi-Euroopan valuutat, niiden joukossa Suomen markka, tulivat vaihdettaviksi vaihtotaseen maksujen osalta yleisesti vasta vuonna 1958, tosin eivät vielä tuolloinkaan IMF:n määritelmien mukaan. IMF:n artiklan VIII mukainen markan vaihdettavuus toteutui vasta vuonna 1979, joskin ratkaisu oli tuolloin enää muodollisuus.

Samoihin aikoihin 1950-luvulla esiintyi jo pyrkimyksiä vapauttaa myös pääomanliikkeet. Yhdysvallat vastusti Euroopan suljettuja maksu- ja valuuttajärjestelmiä, jotka se, varmaan aiheellisesti, koki kaupan esteiksi. Sekä IMF että OECD toimivat pääomanliikkeiden vapauttamisen suuntaan. Kun Suomi liittyi OECD:hen vuoden 1969 alusta, se sitoutui pääomanliikkeiden vapauttamiskoodiin. Siinä ei vaadittu suoraan vapautusta ja sille aikataulua, mutta säännöstelyn kiristämistä ei sallittu, ellei toimenpiteelle ollut varautumaa. Selvät paineet pääomanliikkeiden vapautukseen alkoivat tuntua vasta toistakymmentä vuotta myöhemmin.

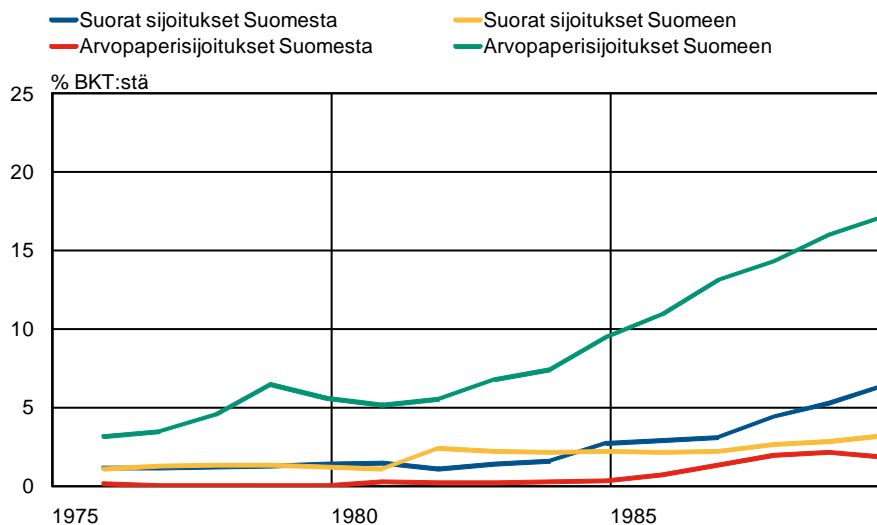
Pitkäaikaisen pääoman tuonti ja vienti vaativat sodan jälkeisinä vuosikymmeninä lähes kauttaaltaan Suomen Pankin luvan. Valtion pääomantuonti oli kuitenkin sen itsensä päätettävissä; asiasta sovittiin valtion ja Suomen Pankin kesken vuosittain. Samoin vapaita olivat hyväksytyjen luottojen normaalit kuoletukset.

Erikoista kyllä, markkamääräisten obligaatioiden ja omistusrajotteiden salliessa myös pörssiosakkeiden myynti ulkomaille oli vapaata. Se oli vapautettu vuoden 1957 devalvaation jälkeen, eikä tätä pidetty ongelmallisena, ilmeisesti koska obligatioita oli liikkeellä vähän eikä markalla ollut kansainvälistä kysyntää. Markka ei ollut aidosti kansainvälinen valuutta edes vielä 1970-luvulla. Sitä ei, lähinnä juuri säännöstelyn vuoksi, liikkunut paljонkaan kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla, ja Suomen ulkomaankaupasta alle 5 % laskutettiin mar-koissa.

Suomen ulkomaiset rahoitusmahdollisuudet olivat rajallisia 1970-luvulle asti. Lainoja saatiin erityisjärjestelyin lähinnä kansainvälisiltä järjestöiltä ja valtioilta tai valtioiden rahoituslaitoksilta. Vaikka Suomen Pankin lupamenettely oli kattava, käytännössä vielä 1960-luvulla ja 1970-luvun alussa pääomantuonti teollisiin investointeihin oli melko vapaata. Sitä kuitenkin rajoitettiin siten, että ulkomainen rahoitus sai olla korkeintaan 40 % hankkeen arvosta. Halukkuutta viedä pääomaa ulkomaisiin kohteisiin ei ennen 1970-lukua kovin paljon ollut. Normaali suurten investointitavaroiden tuonnin ja viennin pitkäaikaiset toimitusluotot sallittiin.

Suomen talous oli yhä eristäytynyt. Suoria sijoituksia yritysten omaan pääomaan ei sanottavasti tehty kumpaankaan suuntaan vielä 1970-luvulla eikä paljon arvopaperisijoituksiakaan. Sijoitusten kannat pysyivät todella vähäisinä (kuvio 32). Kansainvälisesti jo tuohon aikaan pidettiin normaaleina vuosittaisia ulkomaisia suoria sijoituksia, jotka olivat suuruudeltaan noin 1–2 % BKT:stä sekä maahan tulevina että sieltä lähtevinä, mutta Suomessa sijoitusvarannot eivät 1970-luvulla kasvaneet vielä juuri ollenkaan. Näillä sijoituksilla alkoi olla todellista merkitystä vasta säännöstelykauden jälkeen vuosituhannen vaihteen lähestyessä. Arvopaperisijoituksissa näkyi 1970- ja 1980-luvulla lähinnä vain Suomen velkaantuminen korkopapereiden avulla.

Kuvio 32. **Ulkomaiset arvopaperisijoitukset ja suorat sijoitukset**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Pitkäaikaisen pääoman tuonnin säätelyllä pyrittiin ensisijaisesti hallitsemaan kokonaistaloudellista likviditeettiä, mutta samalla lainanottoa valvottiin pyrkien pitämään lainaehdot ja kansantalouden luottokelpoisuus kohtuullisina. Pääomantuonnin lupakäytäntöä kehitettiin 1970-luvun alkuvuosina: mm. vuonna 1973 aloitettiin luotonottohalukkuutta etukäteen selvittänyt rahoitustarvetiedustelu. Se kohdistettiin muutamiin kymmeniin suurimpiin yrityksiin. Kaikkiaan ulkomaista rahoitusta käyttäneitä yrityksiä oli pari- kolmesataa. Suurimmista hankkeista tehtiin Suomen Pankissa yritystutkimuksia. Suomen Pankki joutui käytännössä ottamaan kantaa kaikkiin suomalaisten yritysten suurinvestointeihin, koska niihin tarvittiin poikkeuksetta ulkomaista rahoitusta mm. Suomen arvopaperimarkkinoiden ohuuden vuoksi.

Eryteisesti juuri vuodesta 1976 alkanut rahoitusbudjetin soveltaminen pakotti muuttamaan lupaehdot joustavammiksi Suomen Pankin kannalta. Yksityiskohtaiset kriteerit vaihtelivat pääomantuontitavoitteen mukaan vuosittain. Laajennusinvestointeihin ulkomaista rahoitusta sallittiin enemmän kuin korvausinvestointeihin. Välillä sallittiin yritysten rahoitusongelmien vuoksi käyttöpääoman rahoituskin. Suurimpia hankkeita käsiteltiin erikseen Suomen Pankin sisäisessä luotto-toimikunnassa ja viime kädessä johtokunnassa. Metsäteollisuuden kanssa oli sovittu järjestelystä, jossa Suomen Pankki myötävaikuttii luparatkaisuillaan metsäteollisuuden investointien ajoittumiseen ja vakauttamiseen.

Harkinnanvaraisia yritys- tai projektikohtaisia kieltoja sovellettiin suhteellisen vähän, kun asetetut yleiset kriteerit täytyivät. Julkista keskustelua syntyi mm. eräistä laivahankinnoista, joita pidettiin epä-tarkoituksenmukaisina verosuunnitteluinvestointeina. Merkittävin ratkaisu varmaan oli, kun Suomen Pankki torjui uuden suunnitellun öljynjalostamon. Vuosikymmenen alkupuolella vain pieni osa, noin 10–20 %, hakemuksista hylättiin, mutta kovimman säännöstelyn vuonna 1976 noin puolet hakemuksista jäi ilman ulkomaista rahoitusta. Eryteisesti tuonti- ja vuokrausluottoja karsittiin, mutta myös mm. suorita sijoituksia Suomeen.

Lyhytaikainen ulkomainen lainanotto ja -anto perustuivat pääosin hyväksytyihin käyttötarkoituksiin. Tuonnin rahoitus- ja toimitusluotot olivat 1970-luvulla yleensä sallittuja 6 kuukauteen, kuitenkin vuosina 1979–1983 vain 3 kuukauteen asti. Lainanotossa oli eräitä erityisjärjestelyjä, kuten puutavaraennakkojen rahoitus 1970-luvulla ja Neuvostoliittoon tilattujen alusten valmistusaikainen rahoitus, mutta yleensä viennin valmistusaikaista rahoitusta ei sallittu. Pääoman viennissä sallittiin normaalit kaupan luottoehdot.

Pääomanliikkeiden säätelyyn kuului oleellisena osana kotiuttamisvelvollisuus. Viennistä ja ulkomaille suuntautuneista pääomanliikkeis-

tä syntyneet valuuttasaamiset piti kotiuttaa suomalaiseen valuuttapankkiin (liikepankkiin) 8 päivän kuluessa. Varat sai kuitenkin jättää vuonna 1973 uusitun valuuttalain mukaan ulkomaan rahan määräiselle tilille suomalaiseen valuuttapankkiin.

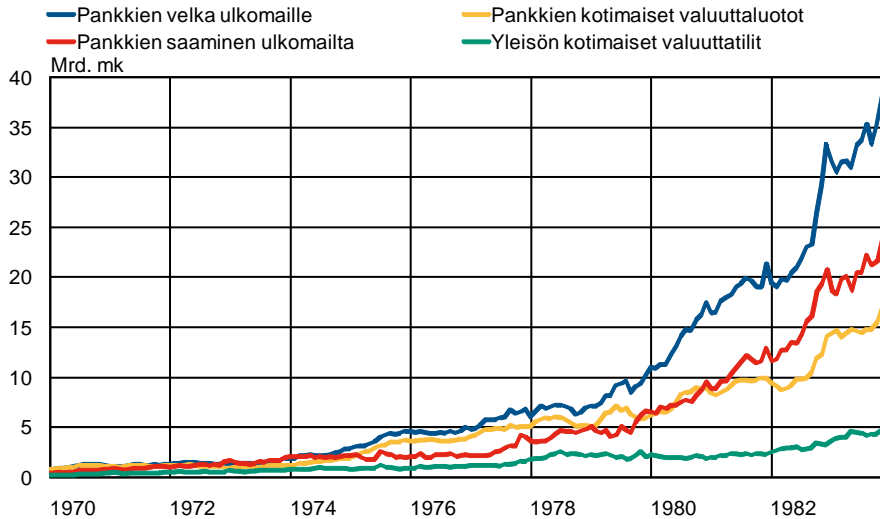
Vaihteleva osa tuonnista oli ajoittain käteismaksujärjestelmän piirissä. Lähinnä tietyt kulutustavarat piti maksaa ennen tullausta. Tätä ns. RP-järjestelmää (rahat pöytään) oli käytetty 1950-luvun lopulta lähtien pääomantuonnin ja suhdanteiden säätelyn välineenä. Ehkä se kuitenkin kuului lähinnä kaupan esteisiin. Käteismaksujärjestelmä otettiin taas käyttöön vuonna 1970 mutta lopetettiin 1972. Se aloitettiin uudelleen vuonna 1973 (noin 20 % tuonnista), sitä kiristettiin vuosina 1975 ja 1977, supistettiin 1978 ja se lopetettiin taas vuonna 1979.

Tuontiluottojen rajoituksella oli jonkin verran rahapoliittista merkitystä, sillä lyhytaikaiset vaateet olivat maksutaseessa bruttoerinä yli 10 % BKT:stä. Maksuajat olivat kuitenkin sekä viennissä että tuonnissa pääpiirteissään samanpituisia, joten nettomääräisesti lyhyen pääoman osuus ulkomaisista pääomanliikkeistä oli usein pieni. Tuonnin käteismaksujärjestelmää kohtaan esitettiin voimakasta kansainvälistä arvostelua, ja vaikka järjestelmää voitiin perustella osana tiukkaa kotimaista rahapolitiikkaa, arvostelu vaikutti osaltaan siihen, että siitä luovuttiin.

Lyhytaikaisen pääoman liikkeissä valuuttapankeilla oli vielä 1970-luvulla suhteellisen vähäinen osuus (kuvio 33). Pankit osallistuivat ulkomaankaupan rahoitusjärjestelyihin, joita varten ne saivat ottaa ulkomaista luottoa tai tehdä talletuksia. Ne saivat toimia ulkomaisilla rahamarkkinoilla lainaten ja sijoittaen, mm. hyödyntää korkoarbitraasia, mutta varsinaiseen ulkomaiseen lainanantoon Suomessa toimivilla pankeilla ei ollut lupaa. Pankkien ulkomaiset pääomanliikkeet olivat kauttaaltaan säännösteltyjä näiden yleislupien kautta.

Kaupallisesta taustasta irralliset pääomanliikkeet ja finanssisijoitukset, kuten ulkomaiset talletukset ja pankkilainat, olivat yrityksiltä, kunnilta ja kotitalouksilta kiellettyjä joitakin erityislupia lukuun ottamatta. Samoin johdannaisopimukset valuuttatermiinisopimuksia lukuun ottamatta olivat vielä 1970-luvulla kiellettyjä, joskaan niitä ei muutenkaan vielä kovin paljon käytetty kansainvälisillä markkinoilla.

Kuvio 33.

**Pankkien valuuttaerät**

Lähde: Suomen Pankki.

Valuuttamääräyksissä oli hyvin paljon erilaisia yksityiskohtaisia, mutta koko rahatalouden kannalta melko epäoleellisia lupia, jotka koskivat esimerkiksi rahoituslaitosten tiettyjä erityistoimintoja sekä matkailijoiden tai maasta toiseen muuttaneiden henkilöiden rahoitusta. Tällaiset asiat valmisteltiin ja niitä seurattiin Suomen Pankin organisaatiossa valuutantarkkailuosastolla. Tuolla osastolla valvottiin myös kaiken kaikkiaan valuuttamääräysten noudattamista. Erityisen laaja seuranta liittyi ulkomaankaupan maksuaikojen valvontaan, jossa Tullin rekisteröimiä kauppatahtumia verrattiin pankeissa suoritettuihin maksuihin. Maksu piti suorittaa suomalaisen valuuttapankin kautta. Vuonna 1980 YVT-järjestelmää (yhtenäistetty valuutantarkkailu) tehostettiin ottamalla käyttöön kaupan tapahtumien ja niiden maksun vertailua helpottava viitenumero.

Valuuttamääräysten valvonta Suomen Pankissa oli kuitenkin varsin rajallista. Lähdettiin pääasiassa siitä, että lait ja säädökset ovat noudattamista varten, eikä viranomaisten ole syytä vahtia jokaista toimenpidettä. Ruotsissakin oli paljon tiukempi valvonta, ja siellä toteutettiin mm. otosten pohjalta yrityskohtaisia tarkastuksia. Yleinen mielikuva oli, että säädöksiä noudatettiin sentään varsin hyvin. Yrityskentässä havaittuja säädösten suuria rikkomuksia oli vähän. Säädösten tulkinnat olivat lisäksi usein aidosti kyseenalaisia. Ristiriidaton ja vedenpitävä säännöstely on aina käytännön moninaisissa ja vaihtelevissa tilanteissa mahdotonta. Kuitenkin vielä 1970-luvulla yritysten



ulkomaankauppa ja muut ulkomaiset yhteydet samoin kuin kotitalouksien ulkomaanmatkat ym. olivat vähäisiä ja valuuttatoimien valvonta oli yksinkertaista seuraavan vuosikymmenen tilanteeseen verrattuna.

Melko ilmeisiäkin havaittuja säädösten rikkomistapauksia ei yleensä viety oikeuteen, vaan yritys määrättiin korjaamaan tilanne ja mahdollisesti samalla asianomaista säädöstä tarkennettiin. Vitsailtiin, että ankarin rangaistus oli se, että Suomen Pankin johtokunnassa mainiona pitojen isäntänä tunnettu Pentti Uusivirta kutsui asianomaisen yrityksen johtoa pankin saunaan ja esitti moitteet saunan lauteilla. Menetelmä olikin varmaan tehokkaampi kuin asian vieminen käräjäoikeuteen. Toisaalta oli ikävää, että samaan aikaan yksityishenkilöt saivat varsin kovia rangaistuksia pelkästään siitä, että olivat vieneet omia rahojaan ulkomaille.

Välillä kuitenkin valuutantarkkailuosasto esitti oikeudenkäyntiä ja sitä kautta todellista rangaistusta. Varsinkin valuutansäännöstelyn loppuvaiheessa säännöstelyyn jo periaatteesta kielteisesti suhtautuville esimiehille tilanne oli vaikea, ja asiaa kierreltiin, kaarreltiin ja jarrutettiin. Korjattiin säädöksiä. Tässä yhteydessä saattoi ymmärtää Montesquieun oppia vallan kolmijaosta, jonka mukaan lainsäädäntövalta, toimeenpanovalta ja tuomiovalta on erotettava toisistaan. Valuutansäännöstelyssä kaikki nuo olivat samoilla harteilla. Samassa paikassa tehtiin valuuttamääräykset, vahdittiin niiden täytäntöönpanoa ja siinä samassa olisi ollut ratkaistava rankaisukin.

Vaihtotaseen vaje katettiin pääosin pitkäaikaisen pääoman tuonnilla. Luotot olivat enimmäkseen kiinteäkorkoisia rahoituslainoja. Toimintuluottoja oli keskimäärin runsas kymmenesosa, ja suorat sijoitukset Suomeen kattoivat 1970-luvulla pääomantuonnista vain muutamia prosentteja. Melko harvoilla suomalaisilla yrityksillä oli mahdollisuuksia kansainvälisiin obligaatioemissioihin, joten obligatioita oli rahoituslainoista vain noin neljännes. Yritykset nostivat runsaasti ns. syndikaattilainoja, joissa luotonantajina toimi pankkiryhmä. Yli puolet ulkomaisesta velkakannasta oli dollarin ja Saksan markan määräistä, ja lisäksi Sveitsin frangia käytettiin paljon. Suomen markan määräisiä lainoja ei emittoitu ulkomailla. Muutamina vuosina 1970-luvulla myös lyhytaikaiset pääomanliikkeet muuttuivat suuresti. Muutokset selittyivät suuressa määrin kauppavirtojen kehityksen kautta, sillä normaaleista maksukäytännöistä ei paljon poikettu.

## 2.20 Lamavuodet 1976–1977

Ensimmäisen rahoitusbudjetin vaikutus oli, että rahoitusmarkkinat kiristyivät erittäin voimakkaasti vuonna 1976. Pitkäaikaisen pääoman nettotuontia supistettiin tuona vuonna ja seuraavina vuosina voimakkaasti tasaiseen tahtiin. Vaihtotaseen alijäämä alkoi supistua suunnilleen halutulla tavalla.

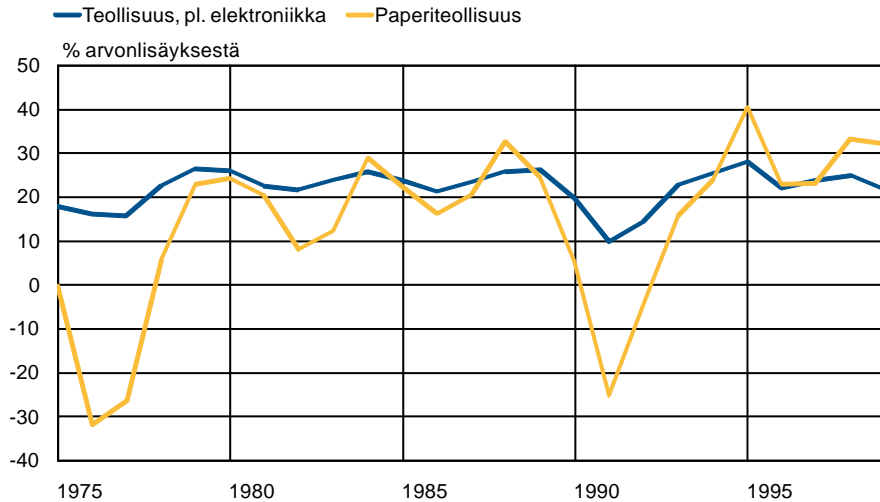
Toisaalta työttömyys lisääntyi, investoinnit vähenivät ja kasvu lähes pysähtyi pariksi vuodeksi. Kuluttajahintojen nousuvauhti hidastui 6–7 prosenttiin, mutta kiihtyi uudelleen vuosikymmenen loppua kohti. Investointiaste putosi kolmanneksella vuodesta 1975 vuoteen 1978. Yritysten investointiaste puolittui, tosin paljolti myös varastojen sopeutuksen vuoksi. Yritysten tulo-osuuskin pieneni mutta paljon vähemmän. Myös asuntoinvestoinnit vähenivät.

Yritysten investointien BKT-osuuden noin 10 prosenttiyksikön supistuminen ja tulo-osuudenkin pieneneminen olivat lähes yhtä suuria kuin 1990-luvun alun lamassa. Kuitenkin muutos oli rakenteellisesti erilainen. Investointien supistuminen toteutui metsäteollisuudessa ja muussa pääomavaltaisessa tuotannossa ja varastoissa. Säästön supistuminen ja pienuus taas liittyivät osin inflaatioon ja sen tuomiin etuihin. Metsäteollisuuden lama oli selvästi syvempi kuin 1990-luvun alussa (kuvio 34). Näissä oloissa tuotanto- ja työttömyysvaikutukset jäivät oleellisesti vähäisemmiksi kuin puolitoista vuosikymmentä myöhemmin hyvin työvaltaisen tuotannon lamassa.

Vuonna 1976 alkoi maan rahoitustasapainon nopea paraneminen ja luottojen kasvu hidastui selvästi. Kokonaisluottoekspansio pieneni vuoden 1974 melkein 25 prosentista vajaan 15 prosenttiin vuonna 1976. Pankkien talletusten kasvuvauhti oli käynyt vuosikymmenen puolivälissä enimmillään 20 prosentissa ja luottojen kasvu jopa 25 prosentin seuduilla, mutta lamavuosina vauhti hidastui melkein puoleen näistä. Varsinkin liikepankkien luotonanto vaimeni kireän politiikan vuoksi ja jäi ajoittain alle 10 prosentin. Silti talletusten ja luotonannon lisäys säilyi selvästi inflaatiota nopeampana.

Vuoden 1977 alussa arvioitiin rahoitusbudjetin toteutumista. Kehitys ei mennyt aivan budjetoidusti mutta melko lähelle kuitenkin. Vaihtotaseen vajuus jäi 4,3 mrd. markkaan budjetoidun 3,0 mrd. markan asemasta (kuvio 35). Jousto tuli pääomanliikkeistä. Suomen Pankin kotimainen nettosaaminen (nettovelka) – samoin kuin siis Suomen Pankin ulkomainenkin nettosaaminen – jäi lähes ennalleen.

Kuvio 34.

**Eräiden toimialojen toimintaylijäämä**

Lähde: Tilastokeskus.

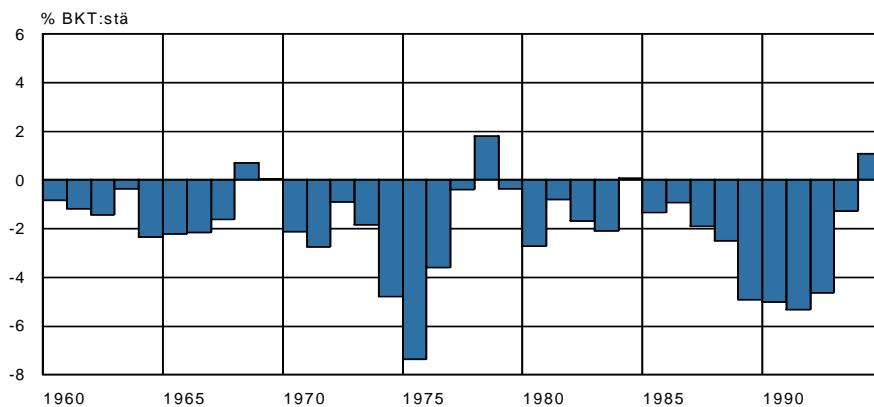
Rahapolitiikka jatkui kireänä. Rahoitusbudjetti tehtiin myös vuodeksi 1977. Pitkäaikaisen pääoman tuontia supistettiin edelleen tasaista vauhtia. Tuonnin käteismaksujärjestelmää jatkettiin. Syksyllä 1976 annettiin rahoitusbudjettiin liittyvät luottopoliittiset ohjeet, joissa pankkeja vaadittiin edelleen supistamaan keskuspankkivelkaansa ja ulkomaista luotonottoaan. Toisaalta lisäkorkoasteikkoja lievennettiin pankkien kannattavuuden tukemiseksi.

Vuosina 1977–1978 pankkien keskuspankkiaseman kehitykselle asetettiin ns. tavoitetasot, jotka saavuttaneille pankeille palautettiin lisäkorkoja. Pankeille annettiin myös hyvitystä, jos Suomen Pankin laatimat rahamarkkinoiden likviditeettiennusteet eivät osuneet kohdalleen. Suurimmat virheet tulivat valtion rahoitusasemasta. Valtio palautti yrityksille tuontitalletuksia vuonna 1977. Valtion rahoitusasema heikkeni vähän, mutta oli edelleen ylijäämäinen. Valtio kuitenkin lisäsi kotimaista lainanottoaan, ja pankit alkoivat myydä valtion yleisölainoja sovittujen kiintiöiden mukaan.

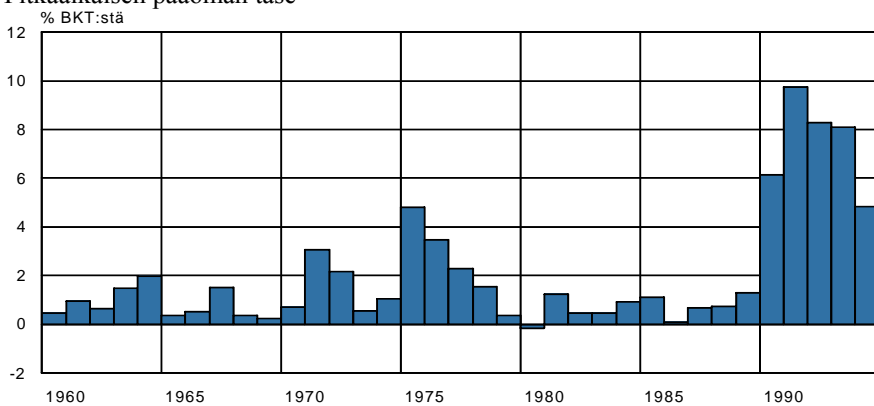
Kuvio 35.

## Rahoitusbudjetin vaikutus

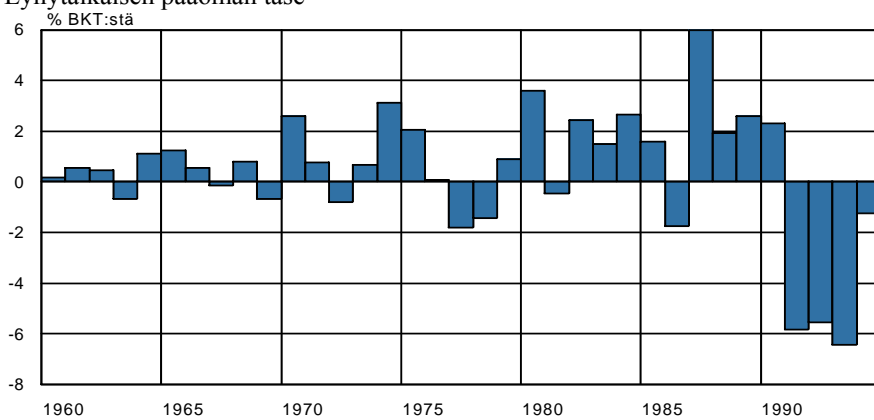
Suomen vaihtotase



Pitkäaikaisen pääoman tase



Lyhytaikaisen pääoman tase



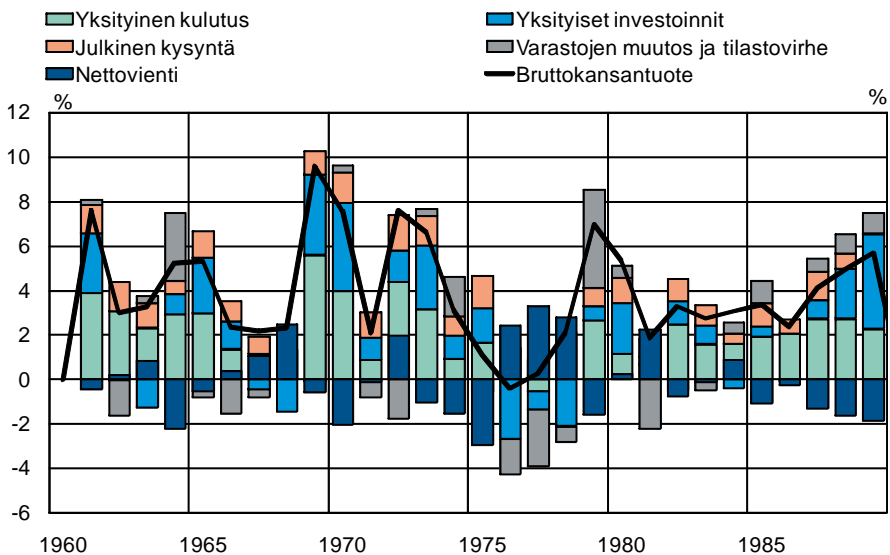
Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Suomen Pankissa oli keväällä 1976 ennustettu vuodeksi 1977 jopa 5,0 prosentin kasvua, mutta lopulta kasvu jäi puoleen prosenttiin (kuvio 36). Odotetun suhdannenousun asemasta lama jatkui ja syveni. Asuntojen hintojen nousu oli öljykriisin inflaatiövaiheessa nopeutunut huomattavasti, joskaan ei kuplaksi asti, ja nyt se jatkui monta vuotta erittäin vaisuna (kuvio 37). Reaalisesti hinnat laskivat pari kolme vuotta. Työttömyys lisääntyi vuonna 1978 jo 8 prosenttiin. Hallitus kutsui etujärjestöjen edustajat syyskuussa 1977 Korpilammelle, Helsingin lähellä sijaitsevaan korpihotelliin, jossa pyrittiin nostattamaan yhteishenkeä laman torjumiseksi. Palkankorotuksia siirrettiin ja osin-got jäädytettiin.

Rahoitusbudjetti toteutui melko hyvin vuonna 1977. Vaihtotaseen vajaus jäi jopa odotettua pienemmäksi eli kymmenenteen osaan vuoden 1975 ennätysvajeesta. Ulkomaista pääomaa ei tuotu nettomääräisesti juuri yhtään, sillä pitkäaikaisen pääoman tuonnin vastapainona lyhytaikaista pääomaa vietiin paljon. Yritykset supistivat investointejaan, jolloin niiden rahoitusali jäämä lähes katosi. Laman aikana päiväluottokorko oli vaihdellut enimmäkseen 15 ja 20 prosentin välillä. Rahapolitiikkaa yritettiin kuitenkin keventää jo vuoden 1977 aikana. Peruskorko laskettiin 9,25 prosentista 8,25 prosenttiin.

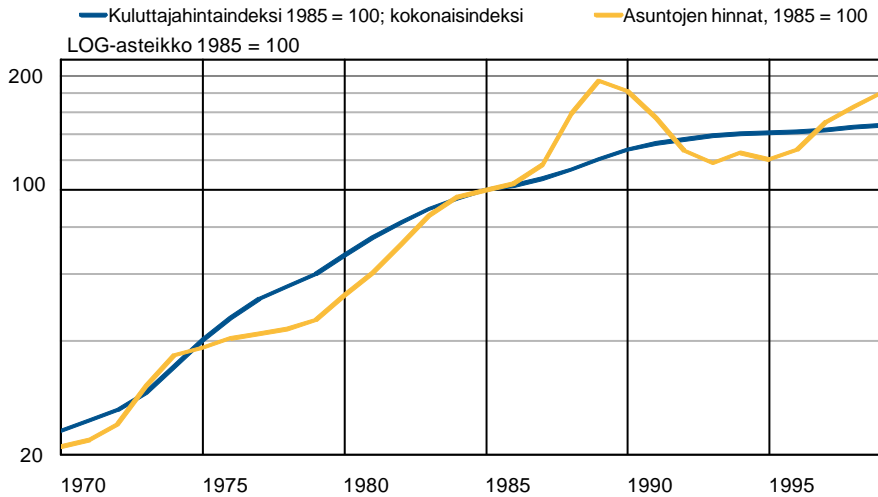
Kuvio 36.

### Bruttokansantuotteen kasvun rakenne 1960–1989



Lähde: Tilastokeskus.

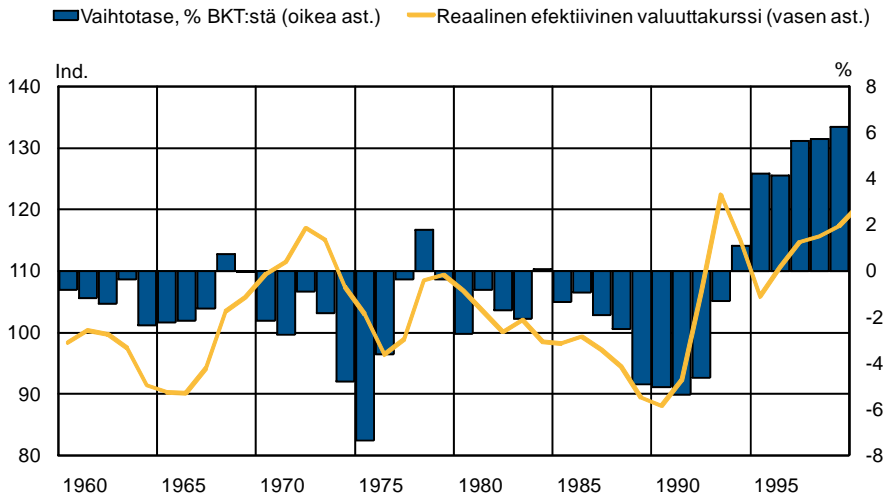
Kuvio 37.

**Asuntojen hinnat ja kuluttajahinnat**

Lähde: Tilastokeskus.

Laman pitkittyminen herätti keskustelua, missä määrin lama johtui rahapolitiikasta ja missä määrin muista tekijöistä ja ennen kaikkea yritysten tulosten romahtamisesta. Vaihtotaseen vajauksen voimakas supistuminen johtui 1970-luvun lopulla joka tapauksessa suurelta osin rahoituksen kiristymisestä, sillä tavallisuudesta poiketen vaje supistui voimakkaasti siitä huolimatta, että ulkomainen hintakilpailukyky heikkeni (kuvio 38). Epäilemättä Suomen Pankin kova maksutasepolitiikka luotonsäännöstelyineen pitkitti lamaa, mutta samalla se taittoi kestävämmäksi käyneen velkaantumisuran. Vahvasti negatiivinen reaalkorko vaikeutti talouden hallintaa, ja kun oli ajauduttu liiallisiin velkoihin, menetykset olivat suuria. Tosin kasvava osa yritysten veloista oli kansainvälisten valuuttojen määräisiä, eikä niihin liittynyt samaa inflaatioetua.

Kuvio 38.

**Vaihtotase ja reaalin valuuttakurssi**

Lähde: Suomen Pankki.

Jonkin verran maltillisempi sopeuttaminen olisi todennäköisesti riittänyt, erityisesti koska kansainväliset velkaantumiskriteerit löystyivät sittemmin huomattavasti. Pääjohtaja Koivisto taisi näin itse vaikuttaa kuuluisan pessimistisen ennusteensa toteutumiseen. Helsingin Sanomat oli pyytänyt useilta keskeisiltä ekonomisteilta laman alettua arviota tuotannon suhdanneurasta. Koiviston piirtämä kasvukäyrä oli kuvissa mukana (se ei ollut Suomen Pankin ekonomistien ennuste), ja päinvastoin kuin muiden ennustajien jyrkkään nousuun kääntyvät kuvaajat, hänen käyränsä jatkui vuoden 1976 jälkeenkin kuviossa alhaalla vaakasuorana niin pitkälle kuin kuvio ulottui. Koivisto sai tämän ennusteen perusteella suuren pessimistin ja – suhdanneuran toteuduttua – myös suuren ennustajan maineen. Tosiasiassa Koivisto ei tainnut ennustetta tehdessään vielä tietää rahoitusbudjetista, eikä rahoitusbudjetin idea eikä ilmeisesti sen mitoituskaan ollut alkujaan Koiviston.

## 2.21 Valuuttapolitiikka 1970-luvun loppupuolella

Pääomantuontipolitiikalla ei pystytty estämään valuuttavarannon supistumista, ja valuuttojen myynnin seurauksena valuuttatilanne vaikeutui lähes kriittiseksi vuosikymmenen puolivälissä (kuviot 39 ja 40). Kesällä 1975 Suomi neuvotteli öljykriisin jälkivaiheessa varannon tukemiseksi IMF:ltä 95 milj. SDR:n suuruisen valmiusluoton ja nosti samalla runsaan 70 milj. SDR:n öljyluoton, eli runsaat 300 milj. markkaa (SDR oli tuolloin vähän dollaria arvokkaampi, vajaat 4,5 markkaa).

Luottojen saannin ehtona oli kireä raha- ja finanssipolitiikka. Julkisia menoja luvattiin rajoittaa. Samoin tehtiin sitoumuksia korkotason ja valuuttakurssin suhteen. Tuontitalletusjärjestelmä piti poistaa maaliskuuhun 1976 mennessä. Suomen Pankin eräille tase-erille pantiin tavoiteurat. IMF:lle annetut sitoumukset herättivät julkisuudessa jonkin verran äänestäkin poliittista keskustelua Suomen itsenäisyydestä. Sitoumusten vaikutus ei ollut kuitenkaan kovin suuri ainakaan Suomen Pankin politiikan kannalta. Sitoumukset osaltaan vakauttivat tilannetta.

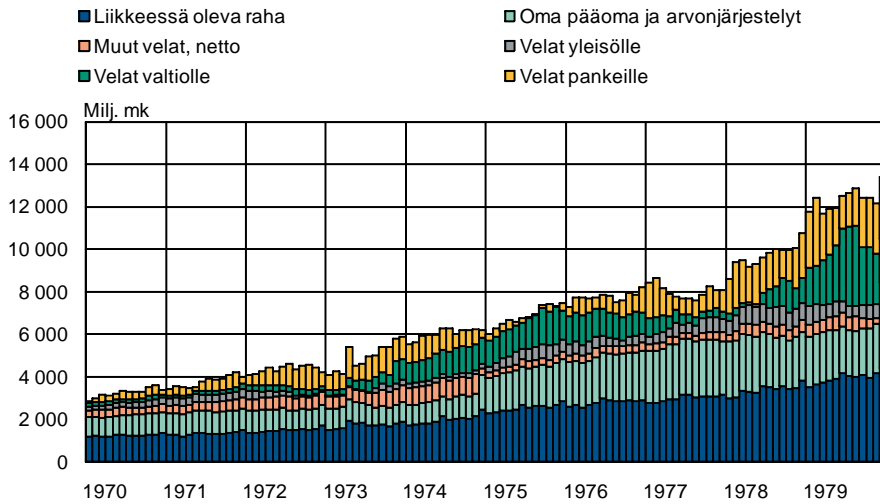
Öljyluotto nostettiin kesäkuussa 1975, mutta ei valmiusluottoa. Sen sijaan kultaosuus IMF:ssä vaihdettiin valuutoiksi. Keväällä 1976 nostettiin toinen osa öljyluottoa, 510 milj. markkaa. Molemmat luottojärjestelyt olivat swapin tyyppisiä valuuttojen lainaoperaatioita, sillä Suomen Pankki antoi vastineeksi markkoja lisäämällä taseensa veloissa IMF:n markkatilejä.

Vajaan 200 milj. dollarin IMF-luotot lisäsivät vähäistä valuuttavarantoa kymmeniä prosentteja. Kuitenkin Suomen Pankilla oli huomattavasti IMF-järjestelyjä suuremmat potentiaaliset luottovaraukset, noin 700 milj. dollaria, yksityisiltä kansainvälisiltä pankeilta. Nämä varaukset olivat suuremmat kuin taseessa ollut valuuttavaranto. Vuoden 1977 lopulla näihinkin jouduttiin turvautumaan 300 milj. dollarin verran (kuvio 41). Vuoden 1977 lopussa vallitsi tilanne, jossa suurin piirtein koko valuuttavaranto oli lainattua rahaa.



Kuvio 39.

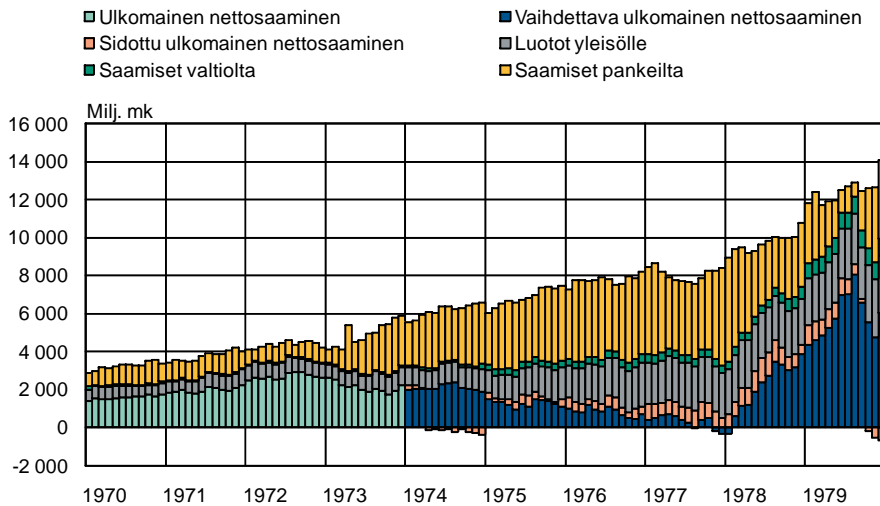
### Suomen Pankin velat



Lähde: Suomen Pankki.

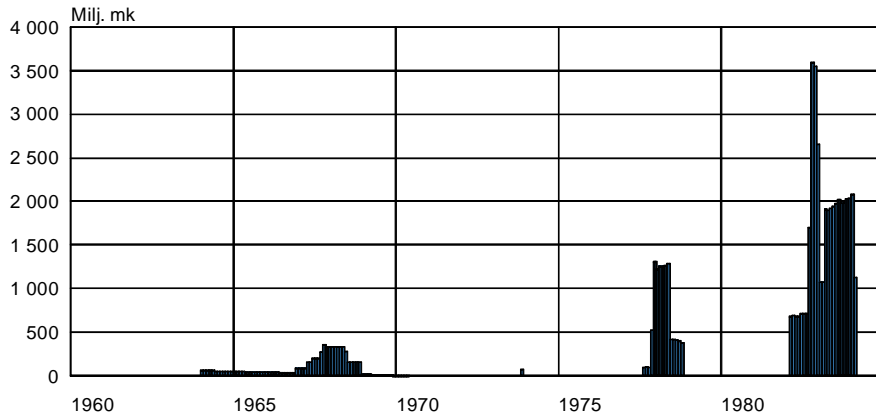
Kuvio 40.

### Suomen Pankin saamiset



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 41.

**Suomen Pankin ulkomaiset tukiluotot**

\*Vuoden 1992 syyskuu 10,6 ja lokakuu 11,2 mrd. mk.

Lähde: Suomen Pankki.

Valuuttakurssiin puuttuminen sai alkunsa Pohjoismaista. Ruotsi, Norja ja Tanska olivat osallistuneet 1970-luvulla yhteiseen eurooppalaiseen kulluntaan, ns. käärmeeseen, Saksan markan ympärillä. Saksan marka osoittautui kuitenkin liian vahvaksi useimmille valuutoille. Ruotsi ja Norja devalvoivat huhtikuun 1977 alussa, ja Suomi seurasi perässä huhtikuun 5. päivänä devalvoimalla markan valuuttakoriin nähden 5,7 %. Naapurimaat devalvoivat uudestaan elokuun lopulla, jolloin Ruotsi samalla erosi käärmeestä. Norja erosi seuraavana vuonna. Suomi seurasi pohjoismaisia naapureitaan taas syyskuun 1. päivänä, mutta vain 3 prosentin devalvaatiolla. Devalvaatioita perusteltiin kansainvälisen kilpailukyvyyn säilyttämiseksi. Samassa yhteydessä peruskorkoa laskettiin 9,25 prosentista 8,25 prosenttiin.

\*

Rahalaki uudistettiin 1.11.1977. Nyt vasta kumottiin Bretton Woods -järjestelmän mukainen muodollinen kytkentä kultaan ja dollariin (vanhalla kurssilla 3,60; markkinakurssi oli noin 4,20). Valuuttakurssi-indeksi tuli rahalakiin. Markan ulkoinen arvo ilmaistiin valuuttaindeksilukuna. Vaihtelualueen rajoiksi määriteltiin  $\pm 2,25$  % keskipisteen ympärillä. Keskipistettä sinänsä ei kuitenkaan Suomen valuuttaindeksiä käytettäessä koskaan täsmennetty, vaan pelkästään vaihtelualueen rajat. Indeksia laskettaessa mukaan otettiin maat, joiden osuus Suomen tavarantuonnista ja -viennistä on kolmen viimeksi päättyneen kalenterivuoden aikana ollut keskimäärin kunakin vuonna

vähintään yksi prosentti. Öljymaa Saudi-Arabia sisällytettiin dollariosuuteen. Indeksien perusvuosi oli 1974, ja indeksien rajoiksi tulivat 107,1 ja 112,0. Ulkomaan valuuttojen arvo oli siis noussut kolmessa vuodessa, lähinnä saman vuoden devalvaatioissa, noin 10 %. Ruotsi ja Norja omaksuivat myös valuuttaindeksijärjestelmän.

Valuuttaindeksin ja sen vaihtelurajojen virallistaminen toi hämmennystä siihen, mitä devalvaatio ja revalvaatio tarkoittivat. Tästä alkaen devalvaatio oli juridisesti katsoen valuuttaindeksin rajojen siirto. Se oli viime kädessä valtioneuvoston ratkaisu. Analyytisesti katsoen taas devalvaatio oli valuuttaindeksin todellinen siirtyminen. Vaihtelun alueen sisällä se oli Suomen Pankin johtokunnan tekemä interventiotason julkinen päätösperäinen siirto. Terminologia oli hämmentävä, eikä sitä käytetty johdonmukaisesti. Suomen Pankkikin kutsui yleisesti devalvaatioksi sekä vaihtelurajojen siirtoja että itse tekemiään interventioasteen kertaluonteisia siirtoja vaihtelurajojen sisällä. Indeksit saattoi siirtyä, eli devalvoitua, vaihtelun alueen rajoissa myös markkinapaineiden viemänä.

Koska valuuttaindeksillä ei ollut vaihtelurajoja ennen 1.11.1977, vuonna 1977 tehdyt kaksi devalvaatiota, jotka hallitus päätti, koskivat itse indeksiä.

Tilannetta hämmensi vielä se, että valuuttaindeksin vaihtelun alueen rajojen nostoprosentti devalvaation yhteydessä ei ollut virallinen devalvaatioprosentti eli markan arvon alenemisprosentti. Rajojen nostoprosentti kuvasi ulkomaisten valuuttojen arvon nousua, ja tämä prosenttiluku oli devalvaatioissa suurempi kuin devalvoituprosentti. Edelleen oli niin, että indeksi ei vaihtelurajojen siirron yhteydessä koskaan liikkunut yhtä paljon kuin rajoja siirrettiin, vaan tyypillisesti se siirtyi vanhan putken heikosta laidasta uuden putken keskivaiheille.

Juridisen devalvaation yhteydessä toteutui siis heti neljä erilaista muutosprosenttia: rajojen nousuprosentti, markan juridinen devalvoitumisprosentti, indeksin todellisen liikkeen mukainen ulkomaan valuuttojen kallistumisprosentti ja indeksin todellinen välitön devalvoitumisprosentti. Devalvaatioissa näistä ensimmäinen prosenttiluku oli suurin ja viimeinen käytännössä pienin.

Kun esimerkiksi vuonna 1978 ”markka devalvoitiin 8 %”, voitiin katsella seuraavanlaisia prosenttilukuja: valuuttaindeksin rajat nousivat noin 8,7 %, indeksin vanhat rajat jäivät 8,0 prosentin verran (devalvaatio) alemmiksi kuin uudet ja (koska indeksi heilahti vähemmän kuin rajat) valuuttaindeksin välittömän muutoksen mukaan valuuttojen arvo nousi runsaat 6 % ja markan arvo suhteessa näihin valuuttoihin laski vajaat 6 %. Juridisessa revalvaatioissa prosenttien suhde meni päinvastoin eli viimeinen prosentti oli suurin (jos ulkomaan valuuttojen hintoja laskettiin 50 %, markan arvo nousi, revalvoitui 100 %).

Näissä prosenteissa poliitikot ja tiedotusvälineet eivät yleensä pysyneet ollenkaan mukana, ja vaikeaa se oli johdonmukaisesti virkamiehillekin. Päättäjät itse kyselivät jälkeinpäin, paljonko oli päätetty. Lisähämmennystä toi se, että muutamaaan otteeseen ala- ja ylärajaa muutettiin eri prosenteilla, eli vaihtelualueen laajuutta muutettiin. Suomen Pankin oma tiedotuskaan ei ollut aivan selvää ja johdonmukaista. Tosiasiassa prosenttien eroilla ei ollut käytännön merkitystä; ei desimaaleilla eikä parilla prosentillakaan ole valuuttakurssin vaikutuksen kannalta juuri väliä.

Kaksi vuonna 1977 toteutettua devalvaatiota eivät riittäneet rauhoittamaan valuuttamarkkinoita. Suomi oli menettänyt hintakilpailukykyään parikymmentä prosenttia öljykriisin jälkeisessä inflaatioaallossa. Tosiasiassa hintakilpailukyky ei ollut ennen devalvaatioitakaan vielä huono, sillä lähtötaso oli ollut vuosikymmenen alkupuolella poikkeuksellisen hyvä vuoden 1967 devalvaation (23,8 %) ja sen jälkeisen vakautuksen ja kurssimuutosten ansiosta.

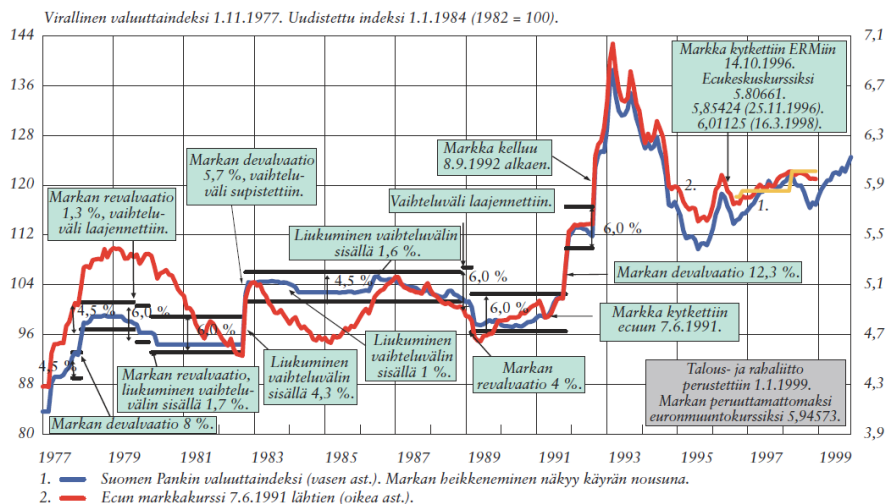
Valuuttamarkkinoiden paine jatkui kuitenkin vahvana vuoden 1978 puolelle, ja Suomen Pankin ulkomainen nettoasema oli lähellä nollaa. Helmikuussa Norjan kruunu taas devalvoitiin, ja jälleen Suomi seurasi, nyt ilmeisessä pakkotilanteessa. Helmikuun 17. päivänä marka devalvoitiin 8 % (kuva 42). Reaalissa valuuttakurssissa ei tälläkään ratkaisulla päästy vuosikymmenen alun huipputasolle, mutta kuitenkin varsin hyvään hintakilpailukykyyn. Pohjoismaiden seurailu oli ehkä vaikeasti vältettävissä, mutta näin oli luotu ennakkotapauksia, joilla oli pysyviä vaikutuksia valuuttamarkkinoiden odotuksiin.

Helmikuun 1978 devalvaatio muutti lopulta kurssiodotusten suunnan. Valuuttavaranto alkoi nopeasti vahvistua. Päiväluottokorko laski alle 10 prosentin. Rahoitusmarkkinoiden odotettavissa oleva keveneminen käynnisti suunnittelun tulevan likviditeettikasvun hallitsemiseksi. Rahoitusbudjettikin muuttui asemaltaan, koska se ei ollut enää niin vahvasti säännöstelyn väline. Sitä käytettiin edelleen vuoteen 1984 saakka ohjeellisena laskelmana pääoman tuonnin mitoituksessa. Myöhemmin vuosina puhuttiinkin enimmäkseen rahoitustaseesta.

Ennusteiden mukaisesti vaihtotase muuttui jo ylijäämäiseksi vuonna 1978. Vaikka lyhytaikaista pääomaa edelleen vietiin, kasvoi Suomen Pankin valuuttavaranto voimakkaasti. Valtion runsaasta ulkomaisesta rahoituksesta sidottiin osa talletustodistuskaupoilla Suomen Pankkiin. Vuoden aikana Suomen Pankki maksoi pois yksityiset varantoluotot ja osan IMF-öljyluotostaan. Tuonnin käteismaksujärjestelmää kevennettiin.

Kuvio 42.

## Markan ulkoinen arvo



Lähde: Suomen Pankki.

Syksyllä 1978 Euroopan valuuttakäärme oli taas vaikeuksissa. Saksan markkaa revalvoitiin. Järjestelmä tässä muodossa lähestyi loppuaan, ja EY:n piirissä valmisteltiin uutta Euroopan valuuttajärjestelmää (European Monetary System, EMS). Uusi valuuttajärjestelmä saatiin toimimaan maaliskuussa 1979. EY-valuutat kytkettiin Englannin puntaa lukuun ottamatta toisiinsa  $\pm 2,25$  prosentin vaihteluvälein. Samalla luotiin yhteinen korivaluutta ecu, joka muodostui tietyistä, ajoittain tarkistettavista määristä jäsenmaiden valuuttoja. Järjestelmä oli oleellisesti monimutkaisempi kuin valuuttakäärme, jossa Saksan markka oli ollut selvä ankkurivaluutta. Euroopan valuuttajärjestelmä ja sen valuuttakurssimekanismi olivat periaatteessa tasa-arvoisia kaikkien valuuttojen suhteen.

Kuitenkin kaikki tiesivät, että valuutat liikkuvat tosiasiaassa edelleen Saksan markan mukana. Tämä ankkurivaluutta oli vahvistunut poikkeuksellisen paljon juuri 1970-luvun puolivälin jälkeen, kun taas dollari oli suhteellisen heikko. Saksan markan jatkuvan vahvuuden vuoksi ERM-järjestelmässä jouduttiin tekemään valuuttojen kurssitarkistuksia jo samana syksynä 1979. Saksan markka heikkeni selvästi vasta 1980-luvun alkuvuosina, kun taas dollari aloitti vuonna 1980 hiljalleen poikkeuksellisen vahvan nousunsa kohti vuoden 1985 alun huippua.

Keväällä 1979 myös Suomen markka alkoi kokea vahvistumispaineita. Alkuvuodesta talouspolitiikan uudeksi häiriötekijäksi muodostui

ulkomaankauppahintojen voimakas suhdanneluonteinen nousu. Samalla tuotanto kasvoi ja työllisyys parani huomattavasti ennakoitua voimakkaammin. Tilanteen vaarallisuutta lisäsivät rahoitusmarkkinoiden keveys sekä ekspansiivisena säilyvä finanssipolitiikka.

Tässä vaiheessa Suomen Pankin keskeisten ekonomistien näkemykset lähestyivät joustavaa valuuttakurssipolitiikkaa. Ulkomaankauppahintojen nousun aiheuttaman inflaatiopaineen vähentämisen nähtiin edellyttävän valuuttakurssin vahvistamista. Revalvaatio merkitsisi myös pysyvämpää ratkaisua joustavamman valuuttakurssipolitiikan suuntaan. Kansainvälisten suhdanteiden heikentyessä voitaisiin avoimen sektorin markkinaosuuksia tarvittaessa tukea valuuttakurssipolitiikalla tarvitsematta ensin turvautua tiukkaan kysynnän sääntelyyn.

Vuoden 1979 alkukuukausina markka oli vaihtelualueellaan vähän keskipisteen vahvemmalla puolella, ja siitä johtokunta liu'utti indeksin kahdessa vaiheessa touko- ja elokuussa 1,5 % vaihtelualueen vahvaan laitaan. Syyskuun 21. päivänä 1979 valtioneuvosto revalvoi markkaa vähän, hiukan epämääräisesti, sillä samalla 4,5 prosentin vaihtelualue laajennettiin 6 prosenttiin. Vaihtelualueen vahvempaa rajaa vahvistettiin vähän yli 2 % ja heikompaa laitaa vähän yli 0,5 %. Samalla indeksin annettiin vahvistua vajaat 2 %.

Nämä vähäiset muutokset riittivät rauhoittamaan valuuttamarkkinat. Valuuttaindeksi jäi lähelle vaihtelualueen vahvaa laitaa. Vaihtelualueen rajojen revalvointia jatkettiin 30.1.1980 noin kahdella prosentilla siten, että indeksi tuli vaihtelualueen keskelle. Siitä indeksi kuitenkin pian taas siirtyi vahvaan laitaan. Tämän askeltelun jälkeen indeksi oli vahvistunut lähelle tasoa, jossa se oli ennen kaksi vuotta aikaisemmin tehtyä 8 prosentin devalvaatiota.

Rahoitusbudjetti laadittiin vuodeksi 1980. Vaihtotase oli siinä enusteen mukaisesti alijäämäinen 6,5 mrd. markkaa. Pääoman tuontia hahmoteltiin seuraavasti. Yksityisen sektorin pitkäaikaisten lainojen nostoiksi oletettiin 3,5 mrd. markkaa. Tämä merkitsisi rahoitustarvetiedustelun perusteella arvioiden varsin väljien pääomantuontikriteereiden käyttöä. Rahoitustarvetiedustelun mukaan pääomantuontitarve oli 5,0 mrd. markkaa. Laajennusinvestointien pääomantarpeesta katsottiin tarkoituksenmukaiseksi rahoittaa pääasiassa enintään puolet ulkomaisella luotolla. Muiden kuin laajennusinvestointien pääomantarpeesta voitiin rahoittaa enintään neljännes. Lainojen lyhennykset voitiin jälleenrahoittaa siltä osin kuin ne olivat normaalia suuremmat. Ulkomaisissa luottoluovissa kiinnitettiin lisäksi huomiota seuraaviin näkökohtiin: yrityksen ulkomaisen rahoituksen osuus vieraasta pääomasta ja rahoittajapankin rahoitusosuus.

## 2.22 Rahapolitiikka 1970-luvun lopulla

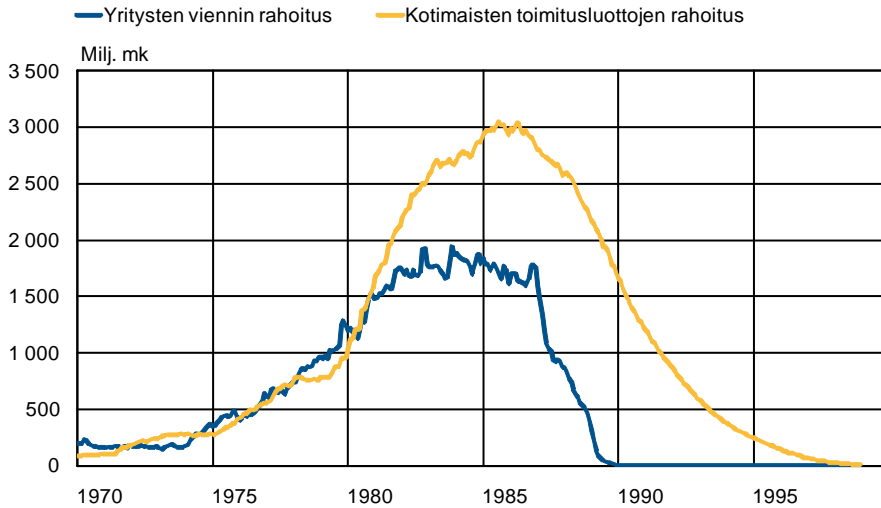
Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikka muuttui vuosina 1977–1978 elvyttäväksi, joskin mahdollisuudet tukea kysyntää olivat rajalliset. Päiväluottojen korko aleni helmikuun 1978 devalvaation jälkeen suunnilleen puoleen eli 10 prosentin tuntumaan ja allekin. Peruskorkoa laskettiin edelleen toukokuussa 1978 yhdellä prosenttiyksiköllä 7,25 prosenttiin. Tätä perusteltiin poikkeuksellisesti mm. inflaation vaimenemisen edistämiseksi. Tosiasiassa inflaatio kävikin hetkellisesti vähäisempänä kuin pankkien antolainauskorot. Keskuspankkivelan rakenne muutettiin vuoden aikana niin, että perinteiset peruskorkoiset kiintiöt menettivät keskeisen asemansa ja päiväluottojen osuus korostui. Edelleen käytettiin marginaalirahoituksena myös obligaatioiden termiinkauppoja.

Suomen Pankki tiukensi keskikoron säätelyä toukokuussa 1978. Pitkään jatkunut pankkien antolainauskorkojen liukuminen ylöspäin oli pysäytettävä, ja korkomarginaaleille asetettiin vuoteen 1984 ulottuvat kapenemisurats. Erityisesti säästöpankeille tuli vaikeuksia tiukkojen urien vuoksi 1980-luvun alkuvuosina.

Vuonna 1975 annettuja henkilöluottoja koskevia ohjeita väljennettiin hiukan. Vuoden 1978 rahapoliittisiin ratkaisuihin kuului Suomen Pankin luotto valtiolle eräiden elvytystoimien rahoittamiseksi; tämä luotto nostettiin vuosina 1978–1979. Luotto valtioille oli sikäli outo, että saman vuoden aikana Suomen Pankki neutraloi valtion runsaan ulkomaisen pääomantuonnin likviditeettivaikutuksia laskemalle liikkeeseen runsaasti talletustodistuksia. Likviditeettiä kasvattivat lähivuosina myös viennin ja investointien nopean kasvun myötä lisääntyneet luotot, joita Suomen Pankki myönsi näihin tarkoituksiin (kuviot 43).

Kotimainen kysyntä ei vielä vuonna 1978 vauhdittunut. Vienti toi kuitenkin kokonaistuotantoon runsaan kahden prosentin kasvun. Kuluttajahinnat nousivat vuoden 1978 alusta vuoden loppuun vajaat 6 %. Työttömyys kävi 8 prosentissa. Vuoden 1978 rahoitusbudjetti toteutui hyvin. Vaihtotaseen ylijäämää oli yli 2 mrd. markkaa.

Kuvio 43.

**Suomen Pankin luotonanto, varanto**

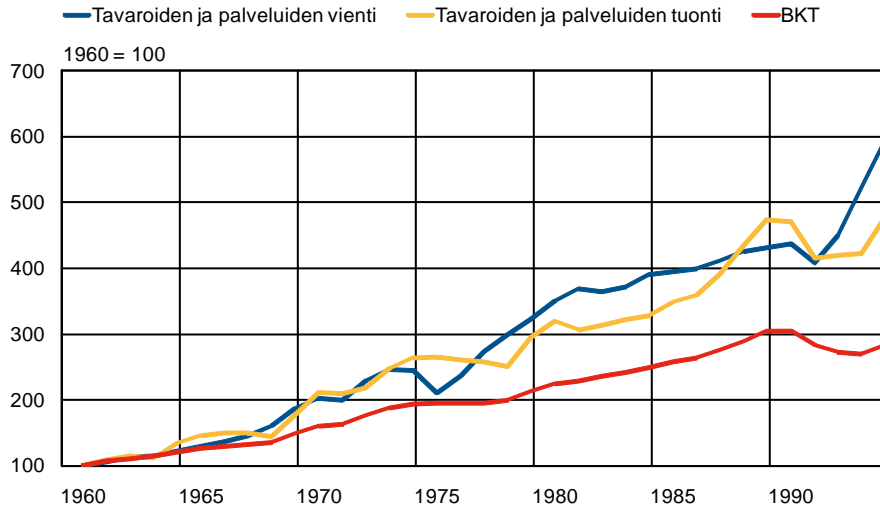
Lähde: Suomen Pankki.

Talous alkoi elpyä nopeasti vuonna 1979. Kasvuun myötävaikutti vahva kansainvälinen suhdanne, joka kuitenkin johti loppuvuodesta 1979 toiseen öljykriisiin. Öljykriisi vauhditti Suomessa inflaation ohella edelleen jo vuosia jatkunutta vaihtosuhteen heikkenemistä. Suomessa investointiaste alkoi nousta jyrkästi, mutta ulkoinen tasapaino säilyi lievästä heikkenemisestään huolimatta hyvänä. Suomen vienti lisääntyi 1970-luvun loppuvuosina voimakkaasti, suhteellisesti lähimain yhtä nopeasti kuin 1990-luvulla (kuvio 44).

Rahoitusmarkkinoille ennustettiin voimakasta kevenemistä maksutaseen ylijäämän ja valtiontalouden väljyyden vuoksi. Oli ennakoitava, että jos luottoekspansio kiihtyy, talletukset kasvavat erittäin paljon. Pankkien luotot ja yleisön likviditeetti purkautuisivat kysyntään. Puhuttiin likviditeettipommista. Rahoituksen väljyyttä haluttiin käyttää ulkomaisen velan supistamiseen, velkaantumisvaran lisäämiseen ja valuuttareservien kasvattamiseen, eikä pelivaraa voitu käyttää julkisen tai kotitaloussektorin alijäämän kautta kansantalouden elvyttämiseen.



Kuvio 44.

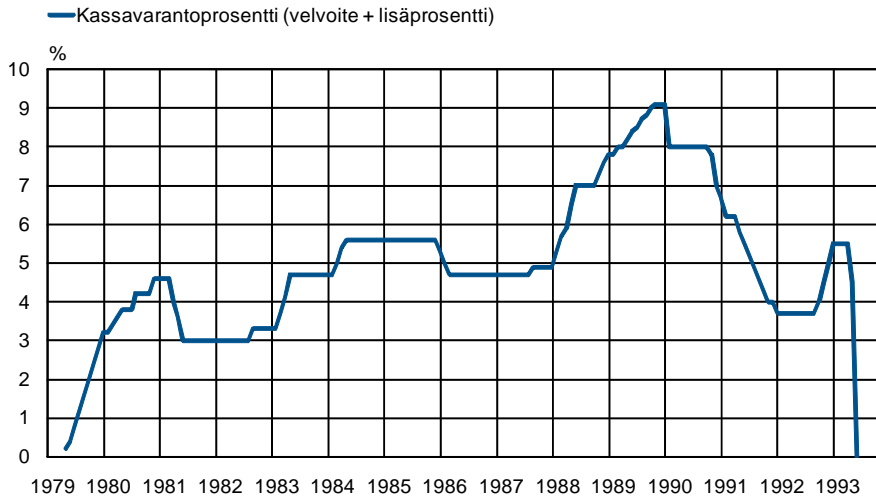
**Vienti, kokonaistuotanto ja tuonti**

Lähde: Tilastokeskus.

Likviditeetin hallinta olikin vuonna 1979 rahapolitiikan keskeinen tehtävä. Suomen Pankin varantoluotot oli maksettu jo vuonna 1978 ja öljyluottokin osittain. Nämä supistivat valuuttavarantoa, mutta eivät vaikuttaneet kotimaisten rahamarkkinoiden likviditeettiin. Valtion rahoitusta neutraloitiin vuonna 1979 talletustodistuksilla ja pääomantuontitalletuksilla ja valtiolle suositeltiin lainanoton suuntaamista yhä enemmän kotimaahan. Yritysten investointi- ja alushankintatalletukset lisääntyivät jonkin verran.

Merkittävin likviditeetin sitomisratkaisu oli kuitenkin se, että kasavarantojärjestelmä otettiin käyttöön uudelleen (kuvio 45). Se tehtiin edelleen sopimus pohjaisesti maaliskuussa 1979. Varannot kerättiin ottolainauskannasta kuitenkin niin, että ulkomaan rahan määräiset talletukset otettiin lukuun vain puolesta määrästä. Talletusvelvoitetta voitiin korottaa enintään 0,4 prosenttiyksikköä kuukaudessa ja ylärajaksi sovittiin 5 %. Suomen Pankki maksoi talletuksille korkoa, joka oli 0,75 prosenttiyksikköä peruskorkoa alempi. Sopimuksen soveltaminen aloitettiin heti huhtikuussa, ja sitä sovellettiin lähes nopeinta vauhtia. Joulukuussa velvoite oli suurennettu jo 3,2 prosenttiin.

Kuvio 45.

**Kassavarantoprosentti**

Lähde: Suomen Pankki.

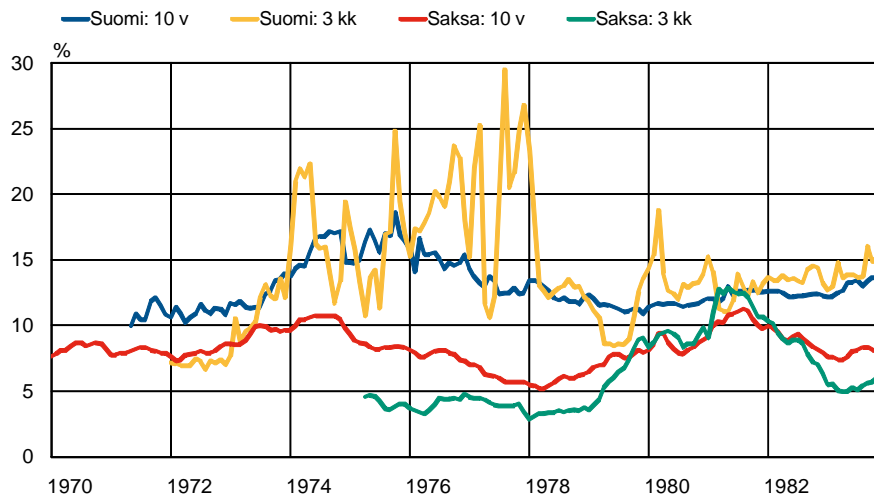
Heinäkuun 1979 alussa keskuspankkiluottojärjestelmää uudistettiin. Vanha vekseliluottokiintiö poistettiin, jolloin samalla päättyi peruskoron käyttö diskonttokorkona. Pieni peruskorkoinen kiintiö tosin säilyi vielä 5 vuotta, mutta sekkitililuottona. Päiväluottojen merkitys korostui. Päiväluottomarkkinoita käytettiin lähinnä likviditeetin hienosäätöön. Tuonnin käteismaksujärjestelmä oli poistettu maaliskuun 1979 alusta. Matkavaluuttaa sai viedä seteleinä entisen 3 000 markan asemasta 5 000 markkaa.

Talous kasvoi odottamattoman nopeasti. Keväällä 1979 oli saman vuoden kasvuksi arvioitu 5,5 %, mutta kasvu kiihtyi 7 prosenttiin. Vaihtotaseen näkymät heikkenivät selvästi. Keväällä oli samaksi vuodeksi ennustettu vielä huomattava ylijäämä, kun nyt nähtiin tulevan lähes yhtä suuri alijäämä. Vuoden 1980 alijäämä oli kasvamassa suureksi. Työttömyys oli supistumassa lähelle 5:tä prosenttia, inflaatio taas kiihtymässä melkein 10 prosenttiin. Rahoitusmarkkinoiden keveneminen taittui likviditeetin alettua purkautua ulkomaille. Valtiontalous osoitti tuloylijäämää.

Korkotason yleinen korotus toteutettiin 1.11.1979. Peruskorko nostettiin 7,25 prosentista 8,5 prosenttiin. Samassa yhteydessä jyrkennettiin edelleen ottolainauskorkojen porrastusta siten, että lyhytaikaisten talletusten korkoja nostettiin enimmäkseen vain yhdellä prosenttiyksiköllä. Jo 1.2.1980 peruskorko nostettiin edelleen 9,25 prosenttiin.

Kuvio 46.

## Suomen ja Saksan korot



Lähde: Reuters.

Suhteessa talouden ja varsinkin inflaation vaihteluihin nimellisen peruskoron muutokset olivat 1970-luvulla pieniä. Peruskorko vaihteli 7 ja 9,25 prosentin välillä. Kuluttajahintojen nousuhan oli vuosikymmenen alussa vain 2–3 %, mutta kävi vuosikymmenen puolivälissä 17–18 prosentin vauhdissa. Pankkien talletusten ja luottojen reaalkorko heilui lähes täysin inflaation mukana, eikä peruskorkopolitiikalla ollut ilmeisesti 1970-luvulla suurta merkitystä, vaikka korko liikkuikin, päinvastoin kuin edellisellä vuosikymmenellä. Päiväkorko oli vaihdellut voimakkaasti, mutta sen vaikutus ei levinnyt muualle markkinoille. Siten korkopolitiikan analyysi oli 1970-luvulla epävarmaa. Sinänsä nimellinen pitkäaikainen korkotaso kehittyi Suomessa samantapaisesti kuin muuallakin (kuvio 46). Tosin juuri 1980-luvun vaiheessa Suomi säännöstelynsä turvin vältti pääosin ulkomaisissa koroissa yleisesti nähdyn voimakkaan nousun.

Liikepankkien keskuspankkiasemaan liittyvät rahoituksen tilaindiakaattorit eivät olleet kovin hyviä silloin, kun selitettiin investointeja. Vain pieni osa yritysten kiinteistä investoinneista rahoitettiin pankkiluotoilla. Keskimäärin runsaat 40 % pankkien luotoista meni yrityksille, ja toisaalta vajaat 30 % yritysten luotoista tuli pankeista. Suuri osa tästä meni varastojen luotottamiseen. Yritysten investointien korot maksettiin valtaosin muualle, suoraan tai välillisesti ulkomaille sekä kotimaisille vakuutuslaitoksille. Vakuutuslaitosten korot seurasivat osittain rahamarkkinakorkoa, ulkomaiset korot eivät. Oli kuitenkin

selvää, että pankeilla oli investointeihin huomattavasti suurempi vaikutus kuin pelkkä pankkiluottojen osuus näytti. Pankit järjestelivät tai ainakin vaikuttivat myös yritysten muiden luottolähteiden käyttöön. Tunnetusti liikepankkien ja suuryritysten suhteet olivat läheiset vielä 1970-luvulla.

Maaliskuussa 1980 oltiin entistä enemmän huolissaan inflaatiosta. Menossa ollut voimakas ulkomaankauppahintojen nousu ja kotimaisen kysynnän kasvu näyttivät kiihdyttävän oleellisesti inflaatiota saman vuoden lopulla ja vuonna 1981. Taloudellinen noususuhdanne oli Suomessa muodostumassa pitemmäksi ja voimakkaammaksi kuin aikaisemmin oli arvioitu. Vaihtosuhteen heikkenemisestä johtuva ostovoiman menetys oli jäänyt Suomessa huomattavasti pienemmäksi kuin teollisuusmaissa keskimäärin. Talletukset olivat kasvaneet vuonna 1979 suunnilleen 20 prosentin vauhtia ja pankkien luotot 15 prosentin vauhtia. Kotitalouksien maksuvalmius oli kohentunut uudelleen samalle tasolle kuin vuosikymmenen alussa.

## 3 Raha- ja valuuttamarkkinoiden liberalisointi 1980-luvulla

### 3.1 Valuuttatermiinimarkkinoiden hinnoittelun vapauttaminen

Valuuttatermiinisopimuksessa valuuttaa ostetaan tai myydään sopimushetkellä määriteltävään kurssiin toimitettavaksi tulevaisuudessa, yleensä muutamien päivien, viikkojen tai kuukausien kuluttua. Termiinisopimus poikkeaa normaalista avistavaluuttakaupasta vain siinä, että kun avistakaupassa sopimukseen kuuluvat rahat (talletukset) vaihdetaan yleensä kahden päivän kuluttua (joskus seuraavana päivänäkin), termiinkaupassa rahat vaihdetaan kolmantena päivänä tai myöhemmin. Suomessa termiinimarkkinat toimivat vilkkaasti aina vuoden maturiteettiin asti.

Suomen Pankki oli sallinut valuuttamarkkinoiden termiinisopimukset ahtaissa rajoissa, lähinnä tavara- ja palvelukaupan yksittäisten sopimusten kurssiriskien kattamiseksi jo joulukuussa 1958. Toiminta näillä markkinoilla oli kuitenkin 1960-luvulla hyvin vähäistä, ilmeisesti mm. Bretton Woods -järjestelmän turvaaman kurssivakauden vuoksi. Suomen Pankki itse ei juuri osallistunut markkinoille, vaikka oli varannut siihen mahdollisuuden.

Valuuttojen alettua kellua termiinimarkkinoita aktivoitiin syksyllä 1971 lähinnä siten, että Suomen Pankki tarjosi pankeille mahdollisuuden kattaa yritysten kanssa tekemiänsä termiinkauppoja Suomen Pankin kanssa. Suomen Pankki kattoi yksittäisiä sopimuksia ja teki aluksi vain dollarimääräisiä kauppoja. Pankeilla ja yrityksillä oli oikeus tehdä muidenkin valuuttojen määräisiä markkakauppoja sekä kauppoja myös vieraiden valuuttojen kesken. Vuodesta 1974 Suomen Pankki teki myös Neuvostoliiton ruplan määräisiä termiinkauppoja, koska ruplakauppoja ei ollut mahdollista suojata normaaliin tapaan markkinoilla.

Termiinisopimuksilta vaadittiin edelleen kaupallinen tausta, joskin se oli paljon väljemmin määritelty kuin vuoden 1958 kiertokirjeessä. Tarve suojautua valuuttakurssiriskeiltä oli epäilemättä 1970-luvun epävakaisissa kansainvälisissä valuuttaoloissa suuri, ei ehkä niinkään markan kuin monien muiden valuuttojen epävakauden vuoksi. Kuitenkin termiinisopimusten määrä jäi vielä 1970-luvullakin vähäiseksi.

Erityinen ongelma oli pankkien välisten markkinoiden heikko toimivuus. Suomessa ei ollut vielä 1970-luvulla, eikä varsinkaan sen al-

kupuoella, systemaattisesti toimivia rahamarkkinoita eripituisine markkinakorkoineen, joten termiinisopimusten hinnoittelulta puuttui niiden normaali pohja. Termiinisopimuksen valuuttakurssi poikkeaa ns. katetun korkopariteetin mukaan juuri valuuttojen korkoeron verran avistakurssista. Näin on, koska kummankin valuuttasijoituksen tuoton on oltava tehokkailla markkinoilla sama, kun on kyseessä sama maturiteetti.

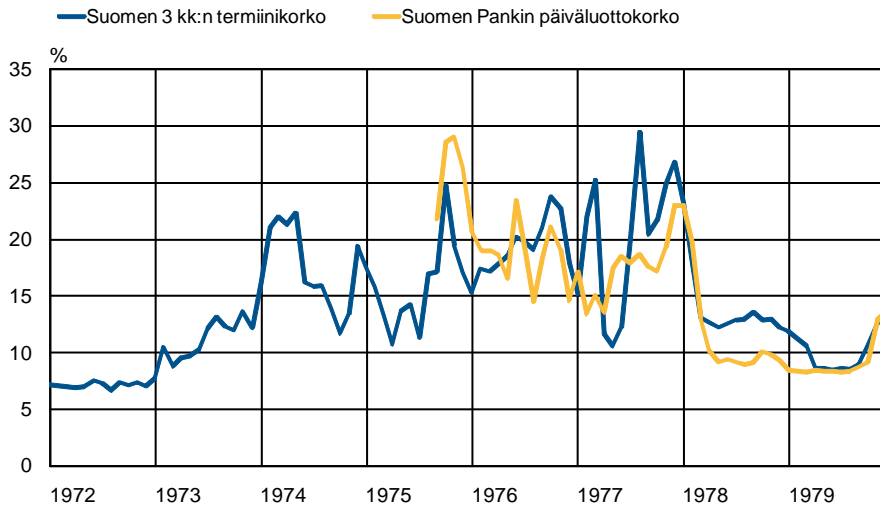
Suomen Pankki joutui kuitenkin hinnoittelemaan termiinisopimuksensa jotenkin. Tällöin se samalla määritteli periaatteessa tämän maturiteetin ”markkinakoron”. Suomen Pankin tavoitteena oli välttää merkittävän nettoterminiposition syntyminen, joten pankki joutui tasoittelemaan termiinisopimuksilla ostettujen ja myytyjen valuuttojen määrää. Ilmeisesti korko syntyi osin tästä paineesta, osin sormituntumasta siihen, mikä Suomen rahamarkkinakorko periaatteessa voisi olla. Vuosien 1972–1973 termiinisopimuksista laskettu korko oli 7 prosentin seuduilla, ja tämän jakson loppua kohti vähän enemmän.

Vuodesta 1974 Suomen Pankki teki vain yli kolmen kuukauden termiinisopimuksia. Niiden pohjalta saatu laskennallinen ”rahamarkkinakorko” on suhteellisen uskottava. Se nousi, tosin voimakkaasti vaihdellen, 1970-luvun keskivaiheen noin 15 prosentista kireään vaiheen 25 prosentin seuduille ja laski vuosikymmenen loppupuolen kevyessä vaiheessa 10 prosentin tuntumaan (kuvio 47). Päiväluottokoron ura oli samantapainen, mutta korko oli nimensä mukaisesti vain yhden päivän korko. Laskennallinen obligaatioiden tuotto liikkui samaan tapaan mutta lievemmin vaihteluihin; huippu jäi 17–18 prosenttiin. Samanaikaisten harmaiden markkinoiden korosta ei ole aikasarjaa, mutta varmasti rahan hinta oli sielläkin suuruusluokaltaan vastaava.

Terminimarkkinoita haluttiin 1980-luvun alkaessa kehittää ja saada ne toimimaan markkinaehtoisesti. Näin parannettaisiin yritysten mahdollisuuksia suojata valuutta-asemaansa. Näiden ongelmien ratkaisemiseksi Suomen Pankki antoi 3.3.1980 uudet terminimarkkinoita koskevat ohjeet, jotka tulivat voimaan huhtikuun alusta. Kaupallisen taustan vaatimiseen liittyvät ohjeet olivat ennallaan, eli termiinisopimuksia sai käyttää vain valuuttamääräysten hyväksymien ulkomaan rahan määräisten kaupallisten ja rahoitusoperaatioiden suojaukseen.

Kuvio 47.

## Termiinimarkkinoilta laskettu korko ja päiväluottokorko



Lähteet: Suomen Pankki ja Reuters.

Ratkaisevia uudistuksia oli kaksi. Ensinnäkin termiinisopimusten hinnoittelu siirtyi markkinoille, eli Suomen Pankki ei enää määrännyt omissa operaatioissaan terminikurssia, vaan kurssi jäi pankkien ja yritysten tekemien sopimusten varaan. Toiseksi koska Suomen Pankki ei enää kattanut välttämättä pankin kurssiriskiä, riskin kattaminen jätettiin pankeille itselleen, ja riskin kattamiseksi pankit saivat oikeuden ottaa vastaavasti ulkomaista velkaa. Ulkomaiset katesijoitukset olivat jo olleet ennestään sallittuja, mikä oli hiukan outoa, koska tilanne olisi sallinut periaatteessa markan vastaisen spekulaation. Pankit saattoivat myös tehdä termiinisopimuksia ulkomaalaisten kanssa ehdolla, että sopimuksen taustalla oli markkapositio. Suomen Pankki ei enää kattanut yksittäisiä sopimuksia, vaan teki harkintansa mukaan yleisiä interventioita termiinimarkkinoilla.

Termiinimarkkinoiden uudistamisen yhteydessä Suomen Pankki alkoi rajoittaa pankkien valuuttapositiota suhteessa markkaan. Tavoitteena oli rajata sekä pankkien riskejä että niiden oman position vaihtelun vaikutuksia Suomen Pankin valuuttavarantoon. Käynnistettiin myös laaja raportointi. Pankkien valuuttatoimia suhteessa eri vastapuoliin seurattiin Suomen Pankissa päivittäin, ja tilastointia varten pankeilta saatiin termiinikaupoista sopimuskohtaiset tiedot. Valuuttatermiinimarkkinoita pystyttiinkin seuraamaan tulevina vuosina tarkkaan ja varsin nopeasti, mikä osoittautui hyvin tärkeäksi.

Termiinikurssin pohjalta laskettua korkoa kutsuttiin alkuvuosina hiukan harhaisesti markan eurokoroksi. Yleensä rahamarkkinoiden eurokoroilla tarkoitettiin eurooppalaisten pankkien keskinäisten talletusten korkoja; kansainvälistymisen myötä markallekin tuli aidot eurokorot. Sitten termiinimarkkinoilta lasketusta korosta käytettiin joskus mutkikasta nimitystä ”katetun eurodollaritalletuksen korko markalle”, mutta yleensä puhuttiin vain termiinikoroista. Termiinimarkkinoilta laskettuja erimaturiteettisiä korkoja käytettiin 1980-luvun alkupuolella lyhytaikaisten kotimaisten korkojen indikaattoreina, kun parempiakaan korkotietoja Suomen markkinoilta ei ollut. Termiinimarkkinoilta lasketut korot eivät voineet poiketa kovin paljon harmaiden markkinoiden koroista.

Terminimarkkinoiden uudistuksen valmistelussa lähdettiin siitä, ettei suojausmahdollisuuden lisäämisellä ollut suuria vaikutuksia pääomanliikkeisiin, Suomen Pankin valuuttavarantoon eikä kotimaisten rahamarkkinoiden likviditeettiin. Lähtökohtana olivat yritysten kurssisuojausparantaminen ja markkinoiden kehittäminen, eikä pääomanliikkeiden vapauttamisen näkökulmaan niinkään kiinnitetty huomiota. Muutoksen katsottiin koskevan lähinnä valuuttatoimien ajoitusta. Termiinisopimuksilla viejä voi suojautua kurssiriskiltä myymällä tulevat vientitulonsa vähän aikaisemmin, ja toisaalta tuoja voi ostaa valuuttaa vähän aikaisemmin. Periaatteessa siis lopputulos kotimaisen ja ulkomaisen likviditeetin kannalta olisi ajan mittaan sama, käytettiinpä termiinikauppoja tai ei. Valuuttakurssivaikutukset aikaistuisivat mutta likviditeettivaikutukset eivät.

Terminimarkkinoiden uudistus meni läpi Suomen Pankissa ilmeisesti melko vähän keskusteltuna teknisenä markkinoiden ja yritysten kurssisuojausparantuksena. Sen valmisteli valuuttapolitiikan osasto sinänsä perusteellisesti. Päätöksen allekirjoittivat johtokunnasta Pentti Uusivirta ja Ele Alenius. Kuitenkin termiinisopimusten hinnoittelun ja kattamisen vapauttaminen osoittautui seuraavina vuosina hyvin merkittäväksi askeleeksi sekä ulkomaisten pääomanliikkeiden että kotimaisten rahamarkkinoiden vapautumisen ja kehittymisen tiellä.

## 3.2 Miksi liberalisointisuunnitelmaa ei ollut?

Täsmällisen raha- ja valuuttamarkkinoiden liberalisointia koskevan suunnitelman teko aikatauluineen ei varmasti tullut keskeisille liberalisoinnin valmisteluun osallistuneille koskaan mieleen vuoden 1980 aikoihin. Mitään edes suhteellisen huolellista suunnitelmaa ulkomaisten pääomanliikkeiden ja kotimaisten rahamarkkinoiden vapauttami-



sesta aikatauluineen ei voinut olla. Kenelläkään Suomen Pankissa ei voinut olla käsitystä selkeästä päämäärästä, eikä reitistä tuohon päämäärään, puhumattakaan aikataulusta.

Edellisenä vuonna eli 1979 Englannin pääministeri Margaret Thatcher oli poistanut maan laajan valuutansäännöstelyn ”yhdessä yössä”, paljolti vastoin laajan asiantuntijajoukon suosituksia (aikaisempikaan säännöstely ei ollut koskenut Lontoon Cityn kansainvälisiä toimia). Pelättiin häiriöitä ja epävakautta. Tosiasiassa mitään erityistä ei tapahtunut, ja punta heikkeni hiukan hetkellisesti. Markkinat alkoivat toimia joustavammin ja paremmin.

Englanti oli liberalisoinnin nopeudessa yksi harvoista poikkeuksista vahvan pääministerinsä ansiosta. Yleensä maat vapauttivat markkinoitaan varovasti ja vähitellen, paljolti muita seuraillen ja tilanteen mukaan. Selvityksiä tehtiin, ja todennäköisesti ohjelmia ja aikatauluja oli joissakin maissa. Vahvojen valuuttojen maat, ennen kaikkea Yhdysvallat, mutta myös Saksa ja Sveitsi sekä jotkin muut Saksan pienet naapurimaat olivat jo 1960- ja 1970-luvulla rahoitusmarkkinoiltaan suhteellisen avoimia. Kuitenkin Saksakin yritti pitkään joiltakin osin ylläpitää omien markkinoittensa hallintaa myös jonkinlaisilla säätelytoimilla. Saksan ja Sveitsin ongelma oli päinvastainen kuin oli ollut yleensä Suomen eli ajoittainen rahoituksen tulviminen maahan. Valtaosa Euroopan maista toteutti vielä varsin laajaa ulkomaisten pääomanliikkeiden kontrollia 1980-luvun alkaessa.

Suomessa elettiin 1980-luvun alkuvuosina vielä täysin säännöstelyn tunnelmissa – ei vähiten poliitikkojen piirissä. Juhlapuheissa markkinoiden vapauttaminen ehkä mainittiin, olihan markkinoiden vapaus mm. IMF:n ja OECD:n ohjelmassa. Kuitenkaan tuskin kukaan asioissa keskeisesti mukana ollut ajatteli, että ainakaan valuuttamarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden täydelliseen vapauteen oltaisiin Suomessa kohtalaisen suunnittelujakson kuluessa menossa. Edes ajatus laajamittaisesta liberalisoinnista ei ollut esillä 1980-luvun alkuvuosina Suomen Pankissa tehdyissä, osin horisontiltaan melko pitkissäkin suunnittelumuistioissa. Muistioissa tietenkin käsiteltiin säännöstelyjärjestelmää, arvosteltiin sen ongelmia ja esitettiin ehkä merkittäviä muutoksiakin, mutta itse järjestelmää ei asetettu kyseenalaiseksi.

Kotimaisten rahamarkkinoiden vähittäinen kehittäminen ja vapauttaminen olivat jo jonkin verran esillä. Rahapolitiikan puolella oli varmaan 1980-luvun alussa aitoja ajatuksia päästä pankkien kannattavuuden kautta toimivasta sääntelyjärjestelmästä yleisen korkotason käyttöön painottuvaan järjestelmään, mutta ensimmäinen varovainen toimenpide tuli vasta vuonna 1983. Sitäkään ei esitetty eikä pidetty ensisijaisesti liberalisoinnin suurena avauksena, vaan lähinnä yhtenä aske-

leena korkojärjestelmän kehittämisessä ja muunkin rahapolitiikan välineistön tehostamisena.

Päämäärä ei ollut selvillä, mutta suunta kyllä. Tosiasiassa vuosittain tehtiin pieniä liberalisointiratkaisuja, mutta ne koskivat sen tapaisia asioita kuin sallitun matkavaluutan ja ulkomailta hankittavan varallisuuden ostorajojen nosto sekä pankkien ja muiden rahoituslaitosten tiettyjen sijoitusten tai velkojen vapauttaminen. Näin vapautetuilla pienillä sijoitusvirroilla ei ollut käytännössä kovin oleellista raha- ja valuuttapoliittista merkitystä. Vähän samaan ryhmään katsottiin termiinimarkkinoiden hinnoittelun vapauttamisenkin kuuluvan.

Vasta vuoden 1984 seuduilla alkoi käydä selväksi, että Suomen säännöstelyjärjestelmä oli tulossa keskeisiltä osiltaan tiensä päähän. Tuossa vaiheessa useissa Suomen Pankin raporteissa selvitettiin tarkoituksenmukaista liberalisoinnin järjestystä. Kuitenkin kaikki asiantuntijat selvittivät liberalisointia vielä vuosikymmenen puolivälin jälkeenkin jossittelun hengessä: jos vapaisiin markkinoihin mennään, niin pitäisi edetä näin. Siinä vaiheessa vielä lähdettiin yleisesti siitä, että jotakin sääntelyä säilytetään. Vasta EY:n talous- ja rahaliitto koskeneet suunnitelmat vuosikymmenen lopulla tekivät selväksi, että Euroopassa todellakin mennään asiallisesti ottaen täysin vapaisiin raha- ja valuuttamarkkinoihin. Valtaosa maailman maista sääntelee yhä raha- ja valuuttapoliittisin perustein ainakin osin ulkomaisia pääomanliikkeitään.

Eri maiden säännöstelyn asteen ja liberalisoinnin toteuttamisen vertailu oli tuolloin ja on edelleenkin hankalaa. Vertailussa on monta ongelmaa: Mikä on tosiasiassa hyvin monitahoisen säännöstelyn eri säädösten tiukkuus? Mikä on säädösten soveltamisen tiukkuus? Mikä on säädösten noudattamisen tiukkuus? IMF on yrittänyt laatia säännöstelyn asteesta eri maat käsittäviä indeksejä. Joissakin maissa, kuten Saksassa, pääomanliikkeet sinänsä olivat varsin vapaat, mutta sen sijaan ulkomaisia toimintoja rajoitettiin kotimaisilla säädöksillä, ennen kaikkea valuuttariskien rajaamisella. Eri maissa säännöstely ja sen purkaminen toteutettiin hiukan omia latujaan. Suomen Pankissa tehtiin jossakin vaiheessa yksityiskohtaisiakin vertailuja muihin maihin, erityisesti Pohjoismaihin ja varsinkin Ruotsiin. Aihepiiriä käytiin läpi kansainvälisissä kokouksissa.

Tosiasiassa Suomi seuraili liberalisoinnissa pitkälti Ruotsin linjauksia, enimmäkseen vähän viivästyneenä. Eurooppalaisessa vertailussa tultiin jonkinlaisen keskiryhmän, lähinnä Pohjoismaiden ja Ranskan, jälkijoukossa. Etelä-Euroopan maat ja Irlantikin tulivat viimeisenä ryhmänä, ja niiden liberalisoinnin loppuvaiheita kiritti juuri EY:n suunnittelema talous- ja rahaliitto vuosikymmenen lopulla.

Monet poliitikot vastustivat aktiivisesti ja harvat puolsivat raha- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamista. Suomen Pankki toimi ristipaineissa. Kansainväliset markkinat vapautuivat, ja suomalaisille yrityksille oli tarpeen turvata samat rahoitusvapaudet kuin kilpailijoilla. Kysymys oli myös maan imagosta: Suomi tunnettiin suomettuneena, sosialistisena maana. Länsimaisessa terminologiassa Pohjoismaat olivat sosialistisia maita, itäisen Euroopan maat taas kommunistisia.

Vaikka valuutansäännöstely kuului Suomen Pankin johtokunnalle, sitä ei koettu erilliseksi asiaksi, joka olisi voitu ratkaista Suomen Pankissa irrallaan muista talouspolitiikan säätelyn ratkaisuista. Pääomaliikkeiden vapauttaminen liittyi erityisesti kysymykseen raha- ja valuuttapolitiikan järjestelmien kokonaisuudesta, varsinkin valuuttakursisijärjestelmästä. Jos valuuttamarkkinat ja pääomaliikkeet vapautettaisiin kiinteän valuuttakurssin vallitessa, menetettäisiin rahapolitiikan itsenäisyys. Itsenäisyys taas saavutettaisiin, jos myös valuuttakurssi vapautettaisiin markkinoiden määräämäksi. Nämä asiat tunnettiin teorialtasolla, mutta 1980-luvun alkaessa tällainen oli Suomessa käytännön politiikan suunnittelussa vielä varsin utuista.

### 3.3 Talouden kehitys 1980-luvun alkupuolella

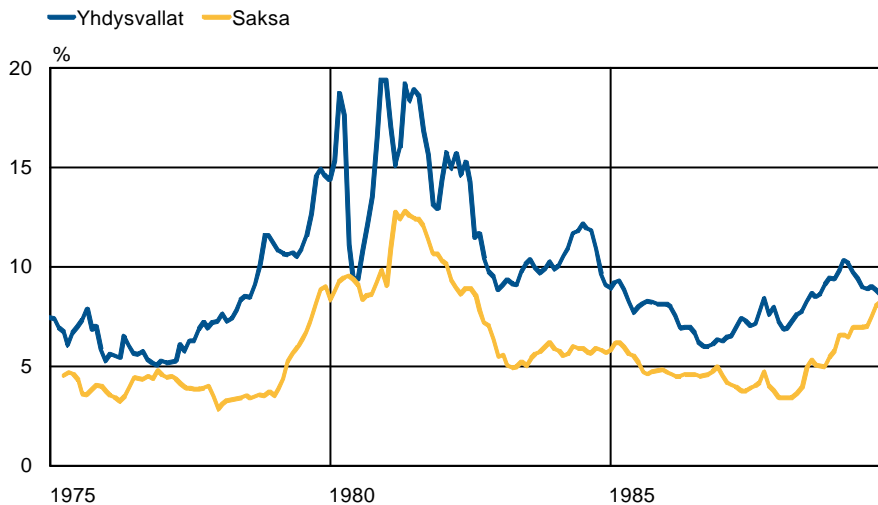
Suomen talous koki vuoden 1980 aikoihin toisen öljykriisin vaikutuksia, jotka kuitenkin jäivät edellistä lievemiksi. Itse asiassa talous vakaantui vastoin melko pessimistisiä ennusteita 1980-luvun alkuvuosina varsin tyydyttävästi. Tämä koski sekä reaali- että hintakehitystä, samoin muitakin tasapainomuuttujia. Rahoitus- ja valuuttatilanne oli vuosina 1980–1981 suhteellisen rauhallinen, mutta pian sen jälkeen markkinoita alkoi leimata epävakaus. Erittäin vahvat voimat heiluttelivat sitten Suomen valuutta- ja rahoituskehitystä runsaan vuosikymmenen ajan.

Vuonna 1980 alkanut kansainvälinen suhdannetaantuma syveni vuoden loppua kohden. Päinvastoin kuin ensimmäisen öljykriisin jälkeen kansainvälinen talouspolitiikka pysyi tämän öljykriisin jälkeen kireänä, osin Englannin Margaret Thatcherin ja Yhdysvaltain Ronald Reaganin markkinahenkisen ja inflaation vastaisen politiikan vuoksi. Tosin useissa maissa, mm. Yhdysvalloissa, inflaatio kiihtyi toisen öljykriisin aikana nopeammaksi kuin ensimmäisen aikana. Dollari vahvistui tiukan politiikan vuoksi voimakkaasti, mikä alkoi sekoittaa ennusteita.

Kansainvälinen korkotaso nousi korkeaksi erityisesti juuri Yhdysvalloissa. Saksan pitkäaikainen korkokin nousi yli 11 prosenttiin ja oli

reaalisena jopa vähän korkeampi kuin raskas korkotaso vuosikymmen myöhemmin (kuviot 48 ja 49). Suomi vältti säännöstelynsä turvin 1980-luvun alkupuolen pahimmat kansainväliset reaalikorot. Tosin Suomenkin pitkä korko oli nimellisesti 13 prosentin tuntumassa, ja vuosikymmenen puoliväliä kohti reaalikorot nousivat inflaation vaihtuessa.

Kuvio 48. **Kolmen kuukauden korko Yhdysvalloissa ja Saksassa**



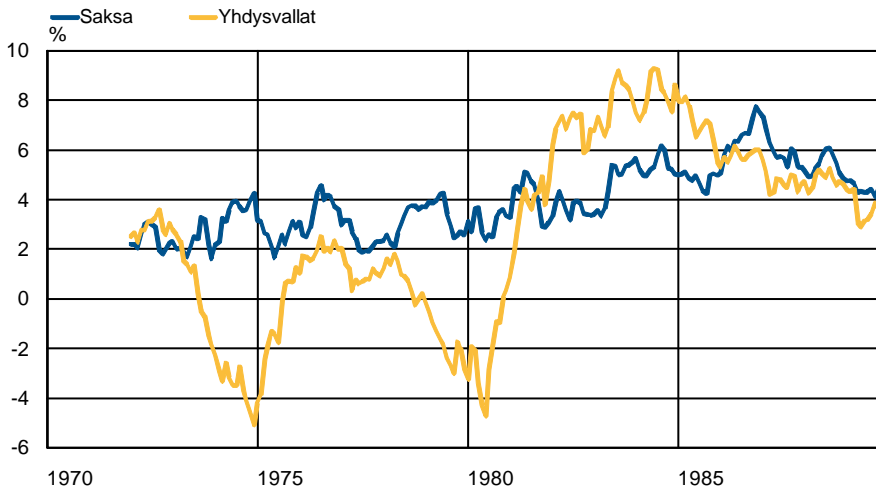
Lähde: Reuters.

Suomen talous kasvoi vuonna 1980 noin 5 %, mutta seuraavana vuonna kasvu jäi yhteen prosenttiin. Taantuman aikana talouden tasapainottomuudet jäivät odotettua pienemmiksi. Menneen vuosikymmenen lama ja toinen öljykriisi sekä sen tuoma tunne Opecin kiristysotteesta johtivat vahvaan kasvupessimismiin. Suomen Pankin joissakin ennusteissa päädyttiin näkemykseen, jonka mukaan talouskasvu pysähtyisi parin vuoden ajaksi. Osin puhuttiin jopa, että oli siirrytty pysyvään nollakasvun kauteen. Ennustettiin lisäksi, ettei pitkän aikavälin kehitys etene kohti tyydyttävää inflaation, vaihtotaseen ja työttömyyden yhdistelmää.

Vastoin pessimistisiä arvioita Suomen talous kasvoi vuodesta 1982 aina vuoteen 1987 pääosin tasaista 2–3 prosentin vauhtia. Tuottavuuskehitys oli kansainvälisesti katsoen vuosikymmenen alun jälkeen hyvä. Vuosikymmen oli siten reaalikasvun kannalta hyvin vakaa lähes sen loppuvuosiin saakka.

Kuvio 49.

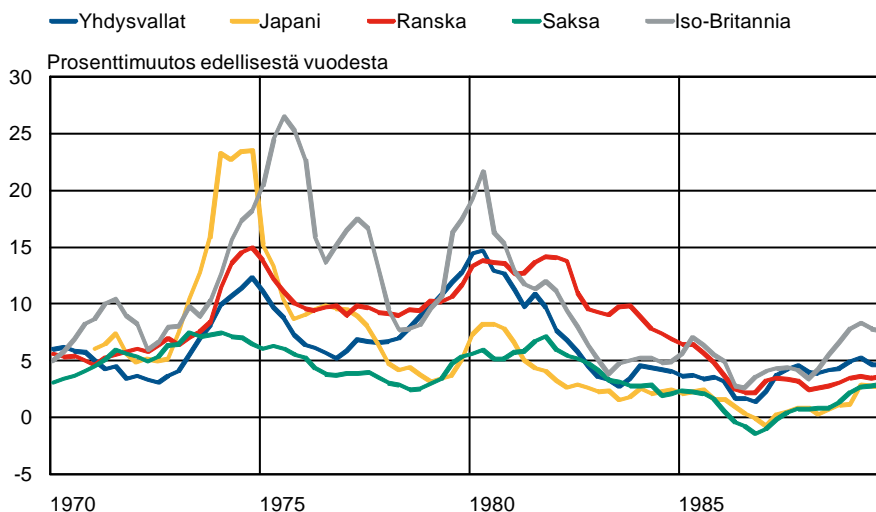
### Valtion 10 vuoden obligaatiokorko reaalisena (kuluttajahinnoin)



Lähde: Reuters.

Öljyn hinnan rajun nousun myötä kuluttajahintainflaatio kiihtyi Suomessa vuonna 1980 hetkeksi 13–14 prosenttiin, mutta jo vuoden 1981 alusta lähtien inflaatio vaimeni vastoin odotuksia nopeasti. Päinvastoin kuin ensimmäisessä öljykriisissä, Suomen inflaatio ei nyt nopeutunut sanottavasti kilpailijoiden inflaatiota pahemmaksi (kuvio 50). Inflaatiovauhti hidastui tasaisesti niin, että vuosikymmenen puolivälissä oltiin jo alle 5 prosentin vauhdin ja samalla myös alle EY:n inflaatiovauhdin. Vaihtosuhteen heikkenemisestä johtuva ostovoiman menetys jäi Suomessa pienemmäksi kuin teollisuusmaissa yleensä. Vaihtosuhteongelma keskittyi yksinomaan idänkauppaan. Idänkauppa kasvoi sitten nopeasti sovittujen lisätoimitusten johdosta. Tulonjako muuttui yritysten hyväksi, ja kannattavuus oli monella alalla lähellä huipputasoa.

Kuvio 50.

**Inflaatio suurissa maissa**

Lähteet: OECD ja Eurostat.

Öljyn hinta ja investointien kiihtyminen johtivat vuonna 1980 vaihtotaseen vajaukseen, joka oli runsaat 3 % BKT:stä. Vuonna 1981 vaihtotaseen alijäämän odotettiin lisääntyvän. Kuitenkin seuraavina vuosina ulkomainen velkaantuminen pysyi tyydyttävänä; Suomen ulkomainen nettovelka vaihteli 15–20 prosentissa suhteessa BKT:hen.

Talletusten ja luottojen kasvu jatkui vuosikymmenen alkupuolella suunnilleen 15 prosentin vauhtia, eli reaalisesti rahoituskasvu voimistui selvästi inflaation hidastuessa. Kotitalouksienkin maksuvalmius ja velkaantuneisuus alkoivat hiljalleen kasvaa. Tämä koettiin osin ongelmaksi, sillä arvioitiin, että runsas likviditeetti kotitalous- ja yrityssektoreissa sekä yrityssektorin selvästi alentunut velkaantumisaste vaikeuttavat talouden hallintaa. Rahoitusmarkkinoiden kevenemisen myötä pankkien ottolainauksen kasvun arvioitiin säilyvän nopeana. Talletuksia lisäsi tarjontapuolelta pankkien välinen luottokilpailu.

Valtiontalouteen oli kertymässä huomattava rahoitusylijäämä. Valtion suuri pääomantuonti johti valuuttavarannon kasvuun ja kotimaisien rahoitusmarkkinoiden kevenemiseen. Lisäksi vuonna 1982 toteutettu 1,5 mrd. markan suuruinen erilaisten suhdannevarausten purkaminen kevensi rahoitusmarkkinoita.

### 3.4 Periaatteellinen keskustelu raha- ja valuuttapolitiikasta

Thatcherin ja Reaganin sekä Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtajan Paul Volckerin kova markkinahenkinen politiikka aikaansai paljon talouspoliittista keskustelua 1980-luvun alussa. Volckerin erikoinen rahan määrää korostava politiikka johti erittäin korkeisiin korkoihin sekä Yhdysvalloissa että muualla ja aiheutti osaltaan pahiten Latinalaista Amerikkaa koskettaneen rahoituskriisin. Toisaalta tiukka politiikka keskeisenä tekijänä johti myös globaalin inflaation ratkaisevaan vaimenemiseen 1980-luvulla.

Suomen Pankin linjauksiin tämä kovan valuutan politiikka ei paljonkaan vaikuttanut. Suomessa elettiin säännöstelyn suojassa, eikä erityistä korkosokkia koettu. Säännöstellyt suomalaiset pankit välttivät myös kansainvälisen velkakriisin, josta pankkijärjestelmä monissa maissa kärsi. Suomen Pankissa keskusteltiin varsinkin aktiivisemmän valuuttakurssipolitiikan käytöstä. Menneiden vuosikymmenten politiikkaa suurine devalvaatioineen arvosteltiin. Devalvaatiot lisäsivät inflaatiota ja voimistivat suhdannevaihteluita vaikuttamatta kovin paljon pitkän aikavälin kasvuun. Tällaisen politiikan ei katsottu auttavan sen paremmin työllisyys- kuin kilpailukykyongelmaakaan. Kymmenen vuoden devalvaatiosykleistä tulojaon vaihteluineen piti päästä irti.

Raha- ja valuuttapolitiikan suunnittelussa korostettiin kehityksen vakauttamista. Juuri tässä tarkoituksessa oli esillä aktiivisen valuuttakurssipolitiikan mahdollisuus. Sitähän oli jo vuosikymmenen vaihteessa toteutettu valuuttakurssia heikentäen ja vahvistaen. Eri sektoreiden tulo-osuuksien heilahteluja vaimentamalla olisi mahdollista vähentää kansantalouden inflaatiotaipumusta. Molempiin suuntiin joustava valuuttakurssipolitiikka olisi analyttisesti selväpiirteisin keino tämän toteuttamiseksi. Poliittikka saattaisi edellyttää tuntuvia kurssien muutoksia kumpaankin suuntaan, mikäli ulkomaiset hintahäiriöt ovat suuria. Voimakas liikkuminen revalvaation suuntaan synnyttäisi vastustusta etenkin vientiteollisuudessa. Devalvaatiot olisivat mahdollisia, kunhan huolehdittaisiin siitä, että keskimäärin liikutaan saman verran myös vastakkaiseen suuntaan.

Säännöstely jatkui laajana, ja sen toteutuksesta keskusteltiin. Säännöstelyn tavoitteita ei ollut varsinaisesti asetettu, ne olivat epäselvät ja muuttuneet hiljalleen. Aikaisemmin säännöstelyssä olivat painaneet enemmän teollisuus- ja rakennepoliittiset näkökohdat. Edellisinä vuosina enemmän painoarvoa olivat saaneet yritysten kokonaisrahoitukseen ja koko talouden likviditeetin säätelyyn liittyvät näkö-

kohdat. Lyhytaikaisten rahoitusluottojen sääntely perustui lähinnä rahoituksen käyttötarkoituksen ajatukseen ja sisälsi selviä elinkeinopoliittisia tavoitteita. Ulkomaankauppaa harjoittavilla yrityksillä oli lyhytaikaisissa pääomanliikkeissään melkoinen toiminnan vara, kun taas yksityisten kansalaisten maksuliikettä ulkomaille rajoitettiin monenlaisin yksityiskohtaisin säännöksin.

Säännöstelyä koskeva keskustelu oli yhä varsin teoreettista. Jos valuuttakurssit ovat joustavia, rahapolitiikan itsenäisyys säilyy periaatteessa, eikä valuutansäännöstelyä tarvita. Kiinteiden valuuttakurssien vallitessa rahapolitiikan itsenäisyys heikkenee, koska ulkomaiset tekijät johtavat pääomanliikkeisiin. Viranomaiset eivät ole toistaiseksi aktiivisesti myötävaikuttaneet markkinoiden kehittämiseen, mutta muutoksia ei ole myöskään jarrutettu.

Teoreettisena vaihtoehtona keskusteltiin lupiin perustuvan määrällisen säännöstelyn korvaamisesta joiltakin osin kustannusrasitteilla. Rahoituksen sääntelyssä saatettaisiin hyödyntää hintatietoisuutta. Keinoja olisivat pääomanliikkeisiin sidotut talletusvelvollisuudet, joista seuraisi pääomantuojalta kustannus tai tuki, sekä pääomantuontiin liittyvät verot ja maksut. Maksujen käyttö olisi edellyttänyt huolellista valmistelutyötä tällaiset maksut kieltävien kansainvälisten sopimusten vuoksi. Tämäntapaiset ajatukset jäivät irrallisiksi. Varsinaista valmistelutyötä hintatekijöihin perustuvien säätelytoimenpiteiden toteuttamiseksi ei koskaan tehty.

## 3.5 Talouden kehitys ja rahapolitiikka 1980-luvun alussa

Rahapolitiikka oli suhteellisen kireää vuonna 1980. Kassavarantotalle-  
tusten keräämistä jatkettiin, samoin talletustodistusten myyntejä ja yritysten investointitalle-  
tusten keräämistä, mistä syystä pankkien kes-  
kuspankkivelka lisääntyi huomattavasti. Peruskorkoisia kiintiöitä toi-  
saalta nostettiin. Isoja ratkaisuja olivat vuoden 1980 alkupuolella tehty  
revalvaatio ja peruskoron korotus, ja lisärevalvoinnista keskusteltiin.  
Revalvaation jälkeen valuuttamarkkinat olivat loppuvuoden rauhalli-  
set.

Vuoden 1981 tavoitteellisessa rahoitustaseessa pyrittiin rajoitta-  
maan vaihtotaseen alijäämän kasvu ja turvaamaan Suomen Pankin  
maksuvalmius. Tavoitteeksi otettiin vaihdettavan varannon säilyminen  
samalla tasolla kuin vuoden 1980 lopussa. Varannon huomattava suu-  
ruus loisi tilaa elvyttävälle toimenpiteille taantumavaiheessa. Kansan-



talouden kehityksen katsottiin johtavan helposti devalvaatio-odotusten syntymiseen.

Vuonna 1981 kehitys jatkui kuitenkin rauhallisena. Kevästä 1981 kevääseen 1982 rahapolitiikka oli tietoisesti elvyttävää, vaikka marginaalikorkeus pidettiin selvästi pankkien antolainauskoron yläpuolella. Valuuttakurssi-indeksi ja peruskorkeus pidettiin muuttumattomina. Keväällä 1981 alettiin vapauttaa kassavarantotalletuksia ja alennettiin päiväluottokorkoa.

Vuoden 1981 lopulla tehtiin rahoitustase vuodeksi 1982. Se perustui normaaliin ennusteeseen. Heikkenevä hintakilpailukyky oli muodostumassa uhaksi talouden pitkän aikavälin kehitykselle. Vaikka kotimaisen inflaation arvioitiin vaimenevan lievästi vuoden 1982 loppupuolelle asti, kansainvälisen inflaation nopea hidastuminen huonontaisi kilpailuasemaa. Teollisuuden kilpailukyky ei näyttänyt heikkenevän niin paljon, että markan ulkoista arvoa olisi ollut syytä alentaa. Lyhyellä aikavälillä nopeimmin vaikeutuva ongelma on työttömyyden kasvu. Valtion pääomantuonti sekä suhdannetalletusten vapauttaminen olivat luomassa huomattavan likviditeettiväljyyden.

Politiikan tavoitteeksi nähtiin se, että tulosopimuksen indeksiehdon laukeaminen estyisi marraskuussa 1982. Välittömiä kustannuspaineita lievennettiin alentamalla korkoja. Peruskorkeus laskettiin 9,25 prosentista 8,25 prosenttiin kesäkuun alusta 1982. Reaalikorot nousivat inflaation hidastuessa. Kassavarantosopimusta täydennettiin toukokuussa 1982. Talletusvelvoitteen enimmäismäärä suureni 5 prosentista 8 prosenttiin ja kuukausittainen enimmäiskorotus 0,4 prosenttiyksiköstä 0,6 prosenttiyksikköön. Korkeus nousi 0,25 prosenttiyksikön päähän peruskorosta. Kuitenkin varantovelvoitetta suurennettiin vain kerran vuonna 1982.

Keväällä 1982 näkyvät heikkenivät. Kansainvälisen taantumien pitkittyminen ja idänviennin kasvupotentiaalin ehtyminen näyttivät johtavan Suomessa arvioitua vakavampaan työttömyysongelmaan. Jatkuva ja määrätietoinen inflaation vastustaminen ulkomailla merkitsi, että Suomen kilpailukyky uhkasi edelleen heikentyä. Tulosopimukset kasasivat paineita vuodeksi 1983. Vaihtotaseen ylijäämä yhdistyneenä valtion mittavaan ulkomaisen pääoman tuontiin ja suhdannevarausten purkamiseen näyttivät aiheuttavan likviditeetin voimakkaan lisääntymisen. Taantumien pitkittyessä ei runsasta likviditeettiä pidetty kuitenkaan heti kovin vakavana ongelmana.

Kansainvälinen kauppa ja tuotanto vaimenivat vuoden 1982 jälkipuoliskolla ennustettua enemmän kehitysmaiden velkaongelman seurauksena. Inflaatio hidastui odotettua nopeammin. Yhdysvaltain rakenteellinen budjettiongelma piti yllä korkeaa korkotasoa. Yhdysvalloissa rahapolitiikkaa oli kuitenkin jo selvästi kevennetty. Inflaation

hidastuminen, jota öljyn hinnan lasku tuki, paransi teollisuusmaiden edellytyksiä päästä suhdannenouluun. Länsivienti oli elpymässä. Öljyn hinnan aleneminen aiheutti painetta Neuvostoliiton kaupan ylijäämään. Kokonaistuotannon kasvun arvioitiin nopeutuvan vuoden 1983 noin 2 prosentista 4 prosenttiin seuraavana vuonna.

Työehtosopimuksissa sovellettiin indeksikynnystä. Vuonna 1981 indeksikynnys ylitettiin vähän. Vuonna 1982 kuluttajahinnat nousivat 7,6 %, mutta vaihtosuhteen heikkeneminen melkein hävitti indeksikynnyksen ylityksen. Metsäteollisuuden tuotanto supistui 6 %. Hintojen nousun vaimenemisessa oltiin melkein OECD:n tasolla. Työttömyys oli kasvamassa enimmillään noin 7 prosenttiin. Yleisön rahoitusasema pysyi kevyenä. Keskuspankkipolitiikan kannalta keskeisimpiä ongelmia olivat Neuvostoliiton-kaupan epätasapaino, vaihdettavan varannon riittävyys ja inflaatio.

### 3.6 Valuuttapolitiikka vuonna 1982

Kotimaiset valuuttamarkkinat olivat vuosina 1980–1981 varsin rauhalliset. Huhtikuussa 1980 vapautettu valuuttatermiinisopimusten hinnoittelu ei muuttanut parina ensimmäisenä vuonna paljonkaan yritysten ja pankkien toimintaa näillä markkinoilla. Merkittävänä tekijänä tässä oli kotimaisten rahamarkkinoiden toiminnan heikkous. Selkeitä korkoja ei ollut. Osin tämä johtui siitä, että keskuspankkirahoituksen marginaalikorot olivat eri pankeille erilaiset. Pankkien väliset markkinat eivät muutenkaan erityisemmin toimineet. Osa yrityksistä ei ilmeisesti vielä kunnolla edes tuntenut termiinimarkkinoita. Alkuvaiheessa termiinimarkkinoilla toimivat lähinnä idänkauppaa harjoittaneet yritykset, jotka myivät termiiniehoilla ruplansa pankeille ja pankit sitten Suomen Pankille.

Suomen Pankin valuuttatilanne säilyi ongelmallisena. Jokseenkin koko vaihdettava varanto oli ollut edellisissä, vuoden 1978 varanto-ongelmissa lainattua rahaa. Varantoa varten otetut velat yksityispankeille ja IMF:lle oli pääosin maksettu, mutta vaihdettava varanto oli edelleen hyvin pieni 1980-luvun alkuvuosina. Suomen Pankin ulkomainen nettoasema oli vahvistunut vuoden 1978 nollan pinnasta noin 4 prosenttiin BKT:stä vuosikymmenen vaihteessa, mutta heikkeni taas 1980-luvun alkuvuosina. Erityisen heikosti kehittyi vaihdettava valuuttavaranto. Neuvostoliiton clearingsaldo puolestaan paisui yli äyräittänsä, ja vuoden 1982 puolivälissä clearingsaaminen oli suurempi kuin vaihdettava varanto. Suuri ruplien määrä ei auttanut vapaiden valuuttojen ongelmissa vielä vuonna 1982. Seuraavana vuonna aloitettiin

tiin kuitenkin Neuvostoliiton kanssa öljyn välityskaupat, joilla tosiasiassa muutettiin sidottua saldoa vaihdettavaksi varannoksi.

Vuodesta 1973 alkaen oli tehty luotonvaraussopimuksia kansainvälisten pankkikonsortioiden kanssa. Nostettuja varantoluottoja pidettiin 1980-luvun alussa valuuttavarannossa normaaleinkin aikoina. Kolmen kuukauden tuontimaksut kattavaa valuuttavarantoa pidettiin kansainvälisissä vertailuissa riittävänä. Suomen Pankin vaihdettava varanto vastasi yleensä vain 1–2 kuukauden länsituontia. Varauksia oli 1980-luvun alkupuolella käytettävissä paljon, 1 500 milj. dollaria, mikä vastasi parin kuukauden länsituontia. Näistä käytettiinkin vuonna 1982 lähes puolet. Vielä vuoden 1983 lopulla nostettuina oli 350 milj. dollaria, mikä kattoi syksyn ongelmien aikana yli puolet vaihdettavasta varannosta. Toisaalta epäiltiin, että varausten olemassaolo aiheutti vain pehmeyttä rahapolitiikkaan. Varaussopimukset olivat liksäksi aika kalliita.

Suomen ulkomainen hintakilpailukyky oli hiljalleen rapautunut. Silti valuuttakurssin taso katsottiin yhä kohtuulliseksi. Sikäli kuin avoimen sektorin hintakilpailukyky saataisiin tulevaisuudessa pysymään tyydyttävänä, markan ulkoisen arvon muuttamiseen ei katsottu olevan 1980-luvun alussa tarvetta edes siinä tapauksessa, että Ruotsin kruunu devalvoitaisiin. Ruotsin tiedettiin olevan jonkin verran ongelmassa, mutta Suomen Pankissa uskottiin, että Pohjoismaat pitävät kiinteät kurssinsa. Ruotsi oli devalvoinut syyskuussa 1981 ilman, että se aiheutti ongelmia markan kannalta. Ruotsissa oli korkoa laskettu alkuvuonna 1982, ja lisäksi valuuttavarantoa oli paljon.

Kotimaisilla valuuttamarkkinoilla ilmeni kuitenkin epävakautta keväällä 1982. Suomen Pankin vaihdettava ulkomainen nettosaaminen supistui maaliskuusta lähtien syksyä kohti. Arvioitiin, että pelkästään ulkomaankaupan maksuaikojen ja muun lyhytaikaisen pääoman jousto oli noin 5 mrd. markkaa, mikä oli enemmän kuin vaihdettava varanto. Syksyllä nostettiin varantoluottoja. Syyskuussa ja lokakuun alussa valuuttavaranto pieneni melkein kolmanneksella.

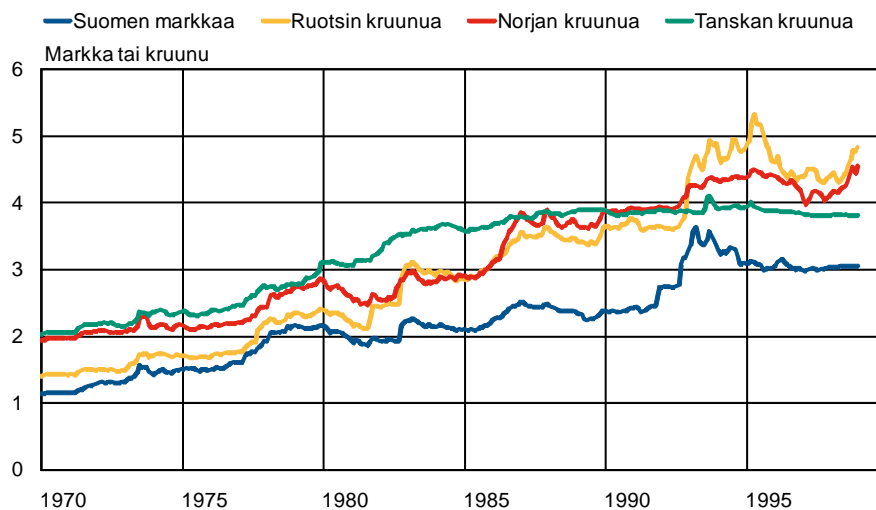
Suomen Pankin johtokunta reagoi tilanteeseen 6.10. devalvoimalla markkaa vaihtelurajojen sisällä noin 4 %, eli valuuttainterventiotaso siirrettiin vahvan rajan läheltä heikon rajan lähelle. Tällä johtokunta halusi lopettaa kurssispekulaation ja katsoi muutoksen riittävän siihen.

Ruotsi devalvoi kuitenkin heti perään 8.10. peräti 16 %. Se oli aggressiivinen devalvaatio ja yllättävä. Devalvaatio oli Ruotsin uuden valtiovarainministerin Feldtin kolmanneksi tieksi kutsutun politiikan avaus. Tie kulki inflaatiopolitiikan ja työttömyyspolitiikan väliltä. Kaiken kaikkiaan Ruotsi devalvoi voimakkaasti 1980-luvun alussa, mutta ei päässyt erityisen myönteiseen kehitykseen. Devalvaatioiden taustana olikin paljolti Ruotsin tuotteiden sodanjälkeisen vahvan ima-

gon väistämätön rapautuminen. Vielä 1970-luvulla katsottiin, että monilla Ruotsin metalliteollisuuden tuotteilla oli kymmenien prosenttien imagolisä: ruotsalaisesta teräksestä tehdystä työkalusta maksettiin selvästi enemmän kuin kilpailijoiden tuotteista. Samahan päti saksalaisiinkin tuotteisiin.

Suomen markka joutui heti Ruotsin ratkaisun jälkeen kovaan paineeseen. Kaikkien Pohjoismaiden valuutat heikkenivät tuossa vaiheessa (kuvio 51). Spekuloijat halusivat johtokunnan alkutarjoukselle jatkoa. Suomen Pankissa puhuttiin osin välttämättömyydestä tehdä devalvaatiosta niin iso, että kurssista tulisi uskottava. Lopulta 11.10.1982 päädyttiin niinkin pieneen kuin vajaan 6 prosentin valuuttaindeksin heikentämiseen. Vaihtelualan rajojen siirto oli hiukan suurempi, ja samalla putki kavennettiin 6 prosentista 4,5 prosenttiin. Vahvempaa rajaa devalvoitiin noin 8,1 % ja heikompaa laitaa noin 6,7 %. Kaikkiaan markka heikkeni 9,5 % lokakuussa. Se oli ekonomisteille yllätys, sillä tilanne ei tuntunut vaativan sitä.

Kuvio 51. Saksan markan kurssi Pohjoismaissa



Lähde: Suomen Pankki.

Devalvaatioprosentin rajoittamiseksi ratkaisuun liitettiin yritysten verohelpotuksia. Asetettiin kahden kuukauden hintasulku. Valtion menojen rahoittamiseksi Suomen Pankki myönsi valtiolle 1,0 mrd. markan lainan, joka nostettiin vuonna 1983.

Devalvaation jälkeen jatkui epävarmuus, mutta sitten valuutta alkoi palata. Vaikka pääomaa tuli devalvaation jälkeen hitaasti, tilanne

näytti jo keväällä 1983 valoisalta. Markan devalvointia koskevia odotuksia ei enää ollut. Suomen Pankin ulkomainen nettoasema parani nopeasti melkoisista vaihtotaseen vajauksista huolimatta.

Koska devalvaatiot johtuivat spekulatioista eivätkä talouden perusongelmista, ne olivat tuoneet hiukan perusteetonta hintakilpailuetua Suomelle. Devalvaation arvioitiin lisäävän kasvua noin prosenttia, pääasiassa vuonna 1984, mutta mallien mukaan inflaatio vei myönteiset kilpailukykyvaikutukset 4–5 vuodessa. BKT:n arvioitiin kasvavan 3–4 % lähivuosina. Devalvaatiot paransivat yritysten kilpailukykyä ja kannattavuutta, mutta samalla myötävaikuttivat talouden etäännyttämiseen kilpailijamaiden hidastuvan inflaatiokehityksen uralta ja vahvistivat inflaatio-odotuksia. Inflaatio oli Suomen talouden keskeisin ongelma.

Devalvaation jälkeisissä suunnitelmissa lähdettiin siitä, että keskuspankkipolitiikan painopiste oli kohdistettava talouden pitkän aikavälin tavoitteisiin. Tämän mukaisesti rahapolitiikan yleislinjan olisi oltava tiukka. Noususuhdanteessa inflaation hidastamisen kustannukset olisivat vähäisimmillään. Talouden kasvavan likviditeetin katsottiin johtavan jossakin vaiheessa vaihdettavan varannon voimakkaaseen supistumiseen. Lyhyen ajan ongelmaksi koettiin edelleen länsivarannon niukkuus yritysten vähäisen pääomantuontihalukkuuden vuoksi. Vielä keväällä 1983 nähtiin olevan mahdollisuuksia tarkastella jonkinasteisen revalvaation edellytyksiä syksyllä mahdollisesti toteutettavan korkoratkaisun yhteydessä, mutta myöhemmin samana vuonna revalvaatiolle tai kurssitason liu'uttamiselle ei enää nähty edellytyksiä.

### 3.7 Rahapolitiikka devalvaation jälkeen

Devalvaation jälkeen rahapolitiikka jatkui melko elvyttävänä. Koska pääomaa palasi vain hitaasti, pankkien kustannukset kasvoivat liikaa, ja niiden korkorasitusta kevennettiin vuodenvaihteessa. Päiväluottokorko oli vuoden 1983 alussa 11 %. Pankkien luotonanto oli kuitenkin kiihtymässä. Asuntojen hinnat ja osakekurssit nousivat jyrkästi. Tilanteeseen reagoitiin kasvattamalla alkuvuodesta 1983 kassavarantovelvoitetta ja nostamalla päiväluottokorkoa.

Luotonanto kiihtyi vuoden 1982 lopulta, mikä tosin johtui paljolti pankkien välittämän ulkomaisen rahoituksen kasvusta ja markkinoiden muutoksista, lähinnä harmaan rahan siirtymisestä pankkien taseisiin. Ulkomaan rahan määräisiä luottoja nostettiin paljon, kun nostoja oli ennen devalvaatiota jarrutettu. Pankkien luotot kasvoivat 18 %

vuonna 1982. Kassavarantovelvoite, joka oli kesällä 1982 vielä 3 %, suurennettiin vuoden 1983 loppuun mennessä 4,7 prosenttiin.

Toukokuun 1983 alussa tehtiin merkittäviä rahapoliittisia ratkaisuja, jotka merkitsivät varovaista mutta selvää avautusta kotimaisten korkojen vapauttamisen suuntaan. Markkinoiden vapauttamista koskeva ajattelu oli jossakin määrin toimenpiteiden taustalla, mutta ratkaisut palvelivat kuitenkin ennen kaikkea suoria konkreettisia tarpeita.

Ensinnäkin saatettiin päätökseen talvella aloitettu siirtyminen yhtenäiseen päiväluottokorkoon poistamalla lisäkorkoasteikot, eli marginaalikorko oli vastedes sama kuin päiväluottokorko. Päiväluottokorko nousi samalla 13 prosentista 15 prosenttiin. Koska keskuspankkirahoituksen määrä oli tuolloin suuri, pankkien kustannusrasitus kasvoi tunnustavasti.

Toisaalta tehtiin toimenpide, joka tuki melkoisesti pankkien kannattavuutta. Pankkien antolainauskoron säännöstelyä muutettiin siten, että pankit saivat siirtää antolainauskoron ylittävällä markkinakorolla ottamastaan rahoituksesta aiheutuvista nettokustannuksista 40 % edelleen luottoasiakkailleen. Muutoksella pyrittiin myös pitämään edellisinä vuosina tasaisesti kasvaneesta, korkosäännöstelyn ulkopuolella olleesta markkinarahasta suurempi osa pankkien taseissa. Järjestelmään liittyi kiinteäkorkoisuuden piirre sikäli, että kustannusten siirron tuli koskea vain uusia lainoja, ja mm. asuntoluotot rajattiin korotusten ulkopuolelle. Tämä merkitsi lyhytaikaisten luottojen korkojen tilapäistä nousua 2–3 prosenttiyksiköllä. Lokakuussa 1983 kustannusten siirtomahdollisuus nostettiin 50 prosenttiin ja edelleen 60 prosenttiin vuoden 1984 alusta.

Näillä ratkaisulla tavoiteltiin siirtymistä kohti rahoituksen kysynnän ja tarjonnan tasapainoa. Niillä korjattiin vinoutumaa, joka aiheutui markkinakorkojen ja hallinnollisesti määräytyvien korkojen suuresta erosta. Näitä pyrkimyksiä tuettiin myös korottamalla hallinnollista korkokantaa 1.7.1983 alkaen yhdellä prosenttiyksiköllä eli 9,5 prosenttiin. Markkinarahan määrää ei voitu enää vähätellä.

Alkusyksyllä 1983 nähtiin lieviä pääasiassa ulkomailta lähtöisin olleita markkaa vastaan suuntautuneita valuuttaspekulaatioita, joiden vuoksi päiväkorko nostettiin 18 prosenttiin. Ulkomaisilla pankeilla ja yrityksillä olikin vuoteen 1983 saakka lievästi markan vastainen termiinipositio. Spekulaatio jäi tilapäiseksi, ja päiväkorkoa alennettiin. Vuoden 1984 alusta päiväkorko oli taas 17,5 prosentissa.

Syksyllä 1983 selvitettiin myös peruskorkoisten keskuspankkiluottokiintiöiden asemaa. Postipankki ja ulkomaalaispankit olivat olleet ilman kiintiöitä. Nyt päädyttiin siihen, että peruskorkoiset kiintiöt poistettiin kaikilta pankeilta vuoden 1984 alusta. Samalla päättyi peruskoron pitkä historia keskuspankkirahoituksen korkona. Keskus-

pankkirahoitus hoidettiin päiväluotoilla tai -talletuksilla. Niiden määrä muodosti pankeille melkoisen korkoriskin, erityisesti spekulatioiden sattuessa. Markkinarahan kustannusten siirtoa koskevan kaavan laajentamista suunniteltiin myös päiväluottojen kustannuksiin. Liiallisen keskuspankkivelkaantumisen hillitsemiseksi käytettiin maksuvalmiuden seurantarajoja.

Peruskoron nostamisen jälkeen luottokorot ylittivät inflaation, ja ensi kerran pitkiin aikoihin korkeakorkoisimmat talletustilit antoivat tallettajille pienen reaaliuoton. Tulevaisuudessakin oli tarkoitus painottaa yleisen korkotason merkitystä. Yrityssektori oli siirtymässä laajasti jo suhteellisen markkinakeskeiseen korkojärjestelmään. Sen sijaan kotitaloudet näyttivät säilyvän säädelyjen korkojen maailmassa erityisesti talletusten ja niiden korkojen verottomuuden vuoksi.

Korkopolitiikan käyttöön koettiin yhä liittyvän ristiriitaisuuksia. Peruskoron nosto säännöstelyn oloissa ei vähentänyt sanottavasti kysyntää, vaan varat vain kohdentuivat jossakin määrin uudelleen. Koron nousun mahdollistama rahoituksen tarjonnan lisäys saattoi jopa johtaa ekspansiiviseen nettovaikutukseen. Koron nosto paransi myös pankkien kannattavuutta ja lisäsi sitäkin kautta helposti luottojen tarjontaa. Juuri tällaisia piirteitä nähtiin vuoden 1983 ja sen jälkeisessä kehityksessä. Keskuspankkirahoituksen ehtojen kiristäminen ei johtanut luottojen kasvun hidastumiseen, ja rahapolitiikan kireyden aste oli varmaan yliarvioitu. Samalla osoittautui, että politiikan ekspansiiviset reaali- ja hintavaikutukset oli aliarvioitu.

Noihin aikoihin rahoitusmarkkinoiden muuttamista koskeva keskustelu oli joka tapauksessa aiheuttanut sen, ainakin Suomen Pankin sisällä, että perinteistä säännöstelyjärjestelmää ei pidetty ainoana vaihtoehtona. Toisaalta vapaisiin rahoitusmarkkinoihin nähtiin olevan vielä pitkä matka, eikä ollut itsestään selvää, oliko niiden toteutuminen mahdollista tai edes toivottavaa. Vaikka keväällä 1983 toteutetut muutokset merkitsivät vaatimatonta muutosta korkojärjestelmässä, niitä pidettiin avauksena korkotason merkityksen korostamiseen. Reaalikorkoa ja luottoekspansion rajoittamista alettiin painottaa. Samalla muutosten tavoitteenasettelussa alkoivat suhdannesäätelyn ohella korostua rakenteelliset ratkaisut.

### 3.8 Rahamarkkinoiden kehitys 1980-luvun alkuvuosina

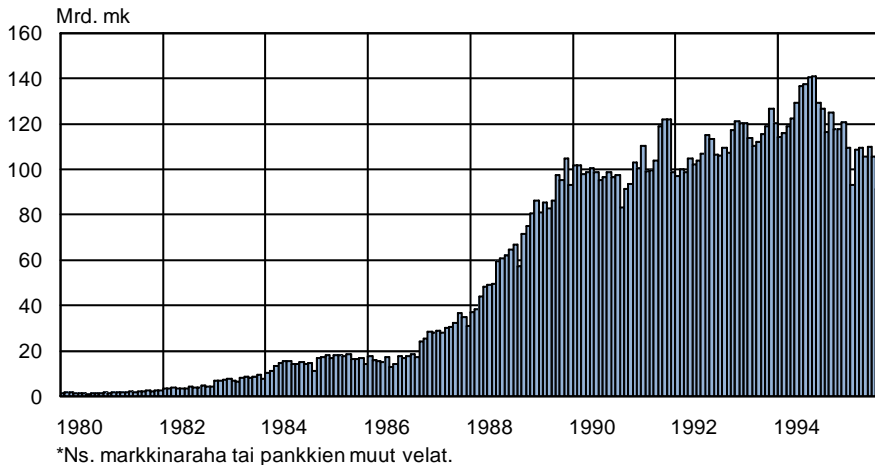
Vielä 1980-luvun alkuvuosina Suomen Pankissakin rakenneltiin paljon erilaisia rahamarkkinoiden tilaa kuvaavia indikaattoreita. Eniten aikaa oli käytetty rahoituksen saatavuutta kuvaavien indikaattoreiden kehittämiseen. Tämä työ oli tarpeen, koska rahamarkkinakorkoja ei ollut, eikä siis ollut oikein johdonmukaista käsitystä rahamarkkinoiden kireydestä. Valuuttatermiinisopimuksista saadut korotkin koettiin epävarmoiksi. Luottojen liikakysynnän tai -tarjonnan asteesta ei ollut tietoa, ja oli käytettävä useita indikaattoreita: keskuspankkiluoton rajakustannuksia tai kokonaiskustannuksia, prosentteina tai markkoina jne. Raha-aggregaatteja käytettiin edelleen varsin vähän. Lisäksi rakenneltiin likviditeetti-, varallisuus-, velkaantuneisuus- ja omarahoitusindikaattoreita. Näitä tehtiin vielä erikseen yrityksille, kotitalouksille ym. kansantalouden eri sektoreille.

Lisääntyvästi arvioitiin ja arvosteltiin kotimaisten rahoitusmarkkinoiden toimintaa. Luottojen käytön tehokkuutta kritisoitiin, mutta toisaalta tehokkuus ei kaikissa suhteissa välttämättä ollut juuri huonompi kuin muualla. Rahoittajat suosivat kasvavia yrityksiä ja asuntotuotantoa. Rahoituslaitokset käyttivät laajasti yritystutkimuksia. Rahoituksen välitys oli suosinut investoivia talousyksiköitä kuluttajien kustannuksella. Korkotietoisuutta oli ollut vähän. Vuosikymmenien mittaan oli syntynyt tietynlainen säännösteltyjen markkinoiden tasapaino, jossa inflaation, verotuskohtelun ja matalien korkojen vaikutuksiin oli jottenkin sopeuduttu. Oli arvioitavissa, että merkittävä muutos joiltakin osin voisi muuttaa laajasti koko järjestelmän.

Kotimaisten rahamarkkinoiden ratkaiseva muutos alkoi hiljalleen markkinavetoisesti 1980-luvun alussa. Harmaat markkinat laajenivat. Alettiin puhua markkinarahasta tai pankkien erityisottolainauksesta (kuvio 52). Harmaata rahaa kertyi pankkien, valtaosin liikepankkien, taseisiin, tosin erään ”muut velat”, koska pankit pitivät varat poissa talletuseristä välttääkseen kassavarantovelvoitteen. Miljardit kasvoivat tasaisesti, ja niiden vastaeränä taseessa olivat lähinnä luotot. Valuuttojen termiinimarkkinat toimivat jo laajoina, joskin vielä rauhallisina. Niiden korot indikoivat markkinakehitystä ja epäilemättä myös tehostivat markkinakorkojärjestelmän kehitystä. Pankit saivat laskea liikkeeseen sijoitustodistuksia vuonna 1982, mutta koska sijoitustodistuksetkin olivat kassavarannon piirissä, niitä laskettiin liikkeelle hyvin vähän. Rahoitusyhtiöt laajenivat. Kierrättämällä sopiva osa luotoista rahoitusyhtiöiden kautta pankit saattoivat kiertää luottojen keskikorkosäätelyä.



Kuvio 52.

**Pankkien erityisottolainaus\***

Lähde: Suomen Pankki.

Muutamit ulkomaiset pankit aloittivat toiminnan Suomessa. Vuonna 1982 niitä perustettiin kolme, ja niille annettiin osittain normaalit liikepankkien oikeudet ja velvollisuudet, mutta ei kuitenkaan täysimääräistä keskuspankkirahoitusoikeutta. Ulkomaisilla pankeilla ei ollut sivukonttoreita, eivätkä ne ylipäätään olleet kiinnostuneita henkilöasiakkaista eivätkä pienistä yrityksistäkään. Ne hoitivat erillisiä suuria luottojärjestelyjä ja rahoittivat toimintansa enimmäkseen markkinarahalla.

Suomalaiset pankit perustivat vastaavasti useita tytäripankeja ulkomaille, lähinnä Lontooseen ja Luxemburgiin. Täällä ne yrittivät pärjätä kovilla tukkumarkkinoilla, ja tulokset heiluivat ylös ja alas. Pankit pysyivät pieninä, mutta ne mm. tekivät hiljalleen markkaa tunnetuksi Euroopan markkinoilla. Ulkomainen toiminta oli epäilemättä tärkeää myös uusiin asioihin perehtymisen ja henkilökunnan kouluttamisen kannalta. Tekninen muutos oli nopeaa, pankkitoiminta muuttui ATK-pohjaiseksi ja pankkikortteja alkoi tulla käyttöön. Tekniikalla oli suuri merkitys markkinoiden nopeassa kehittämisessä.

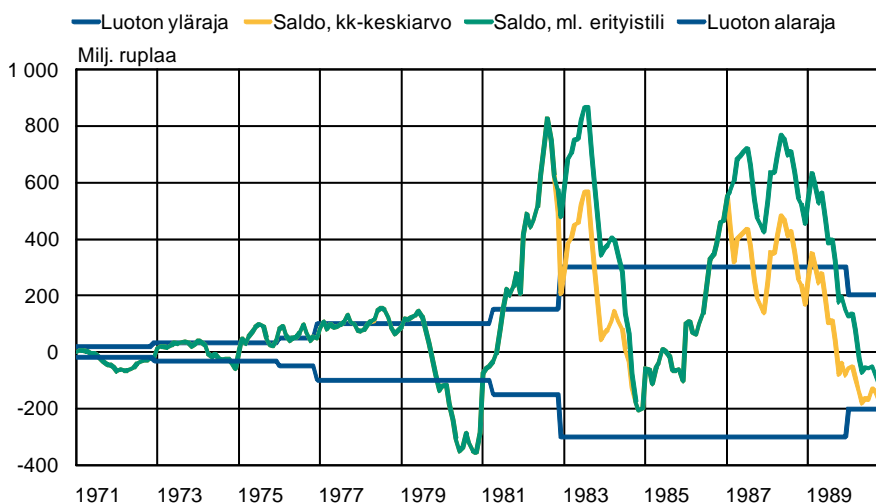
### 3.9 Neuvostoliiton clearingsaldon ongelma

Suomen vienti Neuvostoliittoon kasvoi liikaakin 1980-luvun alkuvuosina. Neuvostoliiton clearingtili oli ollut Suomen Pankin velan puolella heti toisen öljykriisin jälkeen vuoden 1979 lopulta vuoden 1981 alkukuukausiin (kuvio 53). Sen jälkeen Suomen Pankin clearingsaaminen alkoi kasvaa vauhdilla hyvin suureksi. Vuoden 1982 puolivälissä se oli jo suurempi kuin vaihdettava varanto.

Idänkaupan clearingjärjestelmä oli poliittinen ratkaisu ja sellaisena Suomen Pankin vaikutusvallan ulkopuolella. Kasvavan saldon ongelmaa ihmeteltiin ja seliteltiin mm. kansainvälisten järjestöjen edustajille. Saldo oli sidottua valuuttaa: siihen ei liittynyt maksuvalmiusetua, ei korkoa, ei inflaatio suojaa ja siinä oli kurssiriski. Sen muutoksilla oli samat likviditeettivaikutukset kuin länsivarannon muutoksilla. Kohtalaisesti ennakoitua vaihtelut eivät olleet iso ongelma, mutta suuret vaihtelut saattoivat olla. Idänkaupan työllistämiä talouden reaali-resursseja käytettiin varmaan tasaisesti, mutta epävakaus kohdistui rahoitusmarkkinoihin. Pääomanliikkeilläkin oli pitkät perinteet idänkaupassa, vaikka ne eivät sopineet ollenkaan clearingjärjestelmän perusideaan. Tuontiluotot olivat normaaleja maksuaikoja, ja vientienakkoja oli jo vähennetty vastaamaan paremmin toimittajien rahoitustarpeen ajoitusta.

Kuvio 53.

#### Suomen ja Neuvostoliiton välinen clearingtilin saldo ja luottoraja



Lähde: Suomen Pankki.

Suomen Pankin saaminen Gosbankilta meni reilusti yli luottorajan, ja Suomen Pankki selvästi subventoi idänvientiä korottomalla saldolla. Jotta vienti ei vähenisi, valtio nosti Suomen ja Neuvostoliiton luottorajaa 2,2 mrd. markkaan. Osa saldosta siirrettiin vuoden 1982 lopulla korolliselle tilille, jonka Neuvostoliitto maksoi vuonna 1984. Vuoden 1983 loppupuolella saldoa saatiin nopeasti ja merkittävästi supistetuksi öljynvälityskaupoilla. Neuvostoliitto myi Libyaan aseita, ja Libya maksoi öljyllä, jonka Neuvostoliitto myi clearingkaupalla Suomelle ja Suomi länsivaluutoilla maailmalle. Sopimukset ja rahat kiersivät kierroksen ja vaihtoivat muotoaan, mutta öljylaivat seilasivat suoraan Libyasta länteen.

Suomen Pankilla oli lisäksi termiinipositiossaan vuosina 1982–1983 vielä clearingtiliä suurempi ruplasaaminen. Näin valtava avistaja termiiniruplasepositio oli Suomen Pankille iso ongelma. Termiinimarkkinoilla se oli ongelma myös siksi, että rupla ei ollut vaihdettava valuutta vaan täysin hallinnollinen raha, eikä sillä ollut kunnollista korkorakennetta. Suomen Pankki oli hinnoitellut ruplatermiinit milloin mitenkään, ehkä lähinnä SDR-korin korkojen mukaan. Suomen Pankki päättikin lopettaa omalta osaltaan ruplatermiinisopimusten teon toukokuussa 1983. Samojen ongelmien takia ruplan merkitystä valuuttapolitiikassa vähennettiin edelleen jättämällä se pois Suomen Pankin valuuttaindeksistä, kun indeksiä uudistettiin vuoden 1984 alusta.

Ruplaongelma oli niin suuri, että se ei jäänyt enää pelkästään Suomen Pankin idänkaupan osaston huoleksi. Vuonna 1983 Suomen Pankki ja valtiovarainministeriö tekivät yhteistyönä selvityksen Neuvostoliiton-kaupan näkymistä vuoteen 1990. Tämä tehtiin uutta runkosopimusta koskevia neuvotteluja varten. Muistiossa laskeskeltiin öljyn hinnan ja clearingtilin vaihtelujen todennäköistä suhdanneuraa ja viennin ajoittamista. Siinä käsiteltiin idänvientiin perustuvaa tuotantoa laajemminkin ja harkittiin aiheeseen liittyviä tutkimusprojekteja. Epäiltiin, onko tarkoituksenmukaista tukea pelkästään yksille markkinoille suuntautuvan tuotannon syntymistä. Erityisesti todettiin, että olisi vältettävä pelkästään Neuvostoliiton-kauppaan erikoistuvien yritysten ja hankkeiden kehittyminen. Luonteeltaan protektionistinen bilateraali-kauppa saattaa pitemmällä aikavälillä aiheuttaa vääristymiä kansantalouden rakenteeseen. Muistio vuodatettiin jostakin näkyvästi julkisuuteen ja selvitystyö katsottiin parhaaksi lopettaa vähin äänin.

### 3.10 Likviditeetin kasvu vuonna 1984

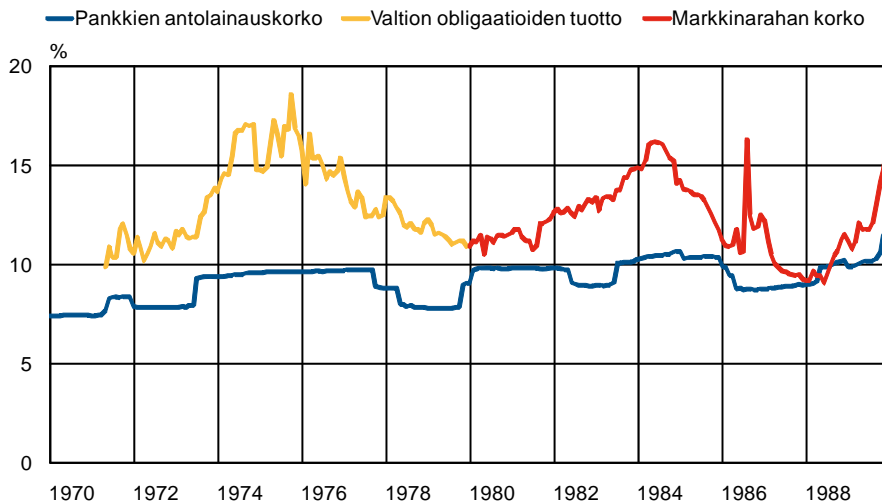
Kotimainen kysyntä oli kasvanut usean vuoden ajan vientiin nähden nopeasti. Riskit painottuivat odotettua voimakkaamman kotimaisen kasvun ja hintakehityksen suuntaan. Sopimusperusteiset palkankorotukset olivat suuria vuonna 1983. Hallitus oli asettanut 6 prosentin inflaatiotavoitteen. Inflaatiouvauhti hidastui, mutta missään vaiheessa ei päästy kilpailijamaiden hintojen nousua hitaampaan inflaatioon. Finanssipolitiikankin vaikutus oli kasvua tukeva vuonna 1983, vaikka vähemmän kuin 1982. Vuonna 1983 pörssikurssit olivat nousseet 66 % pitkän kurssilaman jälkeen, samoin asunnot kallistuivat nopeasti. Vuoden 1984 aikana suhdannenousu jatkui Suomessa vientijohteisena.

Rahapolitiikalla ei onnistuttu vaimentamaan rahoituskasvua vuosina 1982–1983. Vuonna 1983 rahapolitiikkaa kiristettiin merkittävästi. Päiväkorkoa nostettiin vuoden aikana 11,0 prosentista 17,5 prosenttiin ja peruskorkoa prosenttiyksiköllä 9,5 prosenttiin. Myös kassavarantovelvoitetta kiristettiin. Nimelliskorkojen nosto oli sitäkin merkittävämpää, kun inflaatio oli vaimenemassa ja oli enää 6–7 prosentin seuduilla. Kun pankkien ottolainauksen keskikorko oli vähän yli 6 % ja antolainauksen runsaat 10 %, oltiin molemmissa – asuntoluottokoron verovähennys huomioon ottaen – pääsemässä ensi kerran yli kymmenen vuoteen edes lähelle reaalikorkojen maailmaa.

Kun syksyllä 1983 esiintyi devalvaatiospekulaatioita ja päiväluottokorkoa nostettiin, maahan alkoi tulla vuoden lopulla pääomaa. Päiväluottokorko pidettiin edelleen korkeana vuonna 1984 luotonannon kasvun ja kokonaiskysynnän hillitsemiseksi.

Rahapolitiikan kiristämiseen liittynyt päiväkoron voimakas nosto korosti hiljalleen syntynyttä kaksikorkojärjestelmää. Vapaiden markkinoiden talletus- ja luottokorot olivat ratkaisevasti korkeammat kuin säännöstellyt, peruskorkoon sidotut korot (kuvio 54). Tämä vahvisti markkinoiden muutosta ja osaksi johti epäterveeseen rahoitusarbitraasiin markkinoiden välillä. Kannatti lainata peruskorkoista rahaa – jos onnistui saamaan – ja sijoittaa markkinarahaan. Pankit rakentelivat rahoituspaketteja, joissa oli mukana sekä halpaa että kallista rahaa. Korkojärjestelmä oli jo kestävämmässä, lähimain sekasortoisisessa tilassa.

Kuvio 54.

**Säännellyt ja vapaat korot**

Lähde: Suomen Pankki.

Rahoituskasvu jatkui voimakkaana. Korkeiden nousu aikaansai nopeasti vuoden 1984 alussa huomattavan koti- ja ulkomaisen markkamääräisen sijoitustoiminnan. Vaikka pankkien ulkomainen lainanotto oli säännöstelyn piirissä ja rajoittui pääasiassa ulkomaankaupan rahoittamiseen, siinä oli käyttämättömiä mahdollisuuksia. Pankkiluotot yksityiselle sektorille kasvoivat aivan liian nopeasti, lähes 20 prosentin vauhtia vuodesta 1983 alkaen. Rajusti kasvoivat nimenomaan liikepankkien luotot, jotka lisääntyivät lähes 25 prosentin vauhtia. Sen sijaan paikallispankkien luotonantovauhti jopa hiljalleen vaimeni. Säästöpankeissa kasvu oli maltillisinta, vain suunnilleen puolet liikepankkien lukemista.

Liikepankkien luottojen muista poikkeava lisäys johtui ulkomaisen rahoituksen nopeasti paisuvan käytön ohella markkinarahan lisäyksestä. Kummankin rahoituserän määrä moninkertaistui 1980-luvun alkupuoliskolla. Liikepankeilla uusien rahoituserien määrä kasvoi vuonna 1984 jo 30–40 prosenttiin luotoista ja koko pankkisektorillakin noin viidennekseen. Perinteisen ottolainauksen kasvu jäi liikepankeissa selvästi vähäisemmäksi kuin luottojen kasvu. Pankkien markkiantolainauksen arvioitiin kasvavan edelleen selvästi yli 10 prosentin vauhtia vuosina 1984–1985.

Jatkuvana ongelmana 1980-luvun alkuvuosina oli pidetty valuuttavarannon liian vähäistä määrää. Viimeisessä tavoitteellisessa rahoitustaseessa vuodeksi 1984 tämä ongelma oli edelleen keskeisesti esillä.

Kokonaisluotonannollekin oli asetettu tavoite. Luotonannon kasvun hidastamisen tuli kohdistua ensisijaisesti kotimaiseen luotonantoon. Rahoitustaselaskelmassa pankkiluottojen tavoiteltu kasvu asetettiin lähes 5 prosenttiyksikköä pienemmäksi kuin ennusteessa. Kotimaisen luotonannon kasvun vaimenemisen piti johtaa pääoman runsaampaan tuontiin, mikä oli tarpeen valuuttavarannon vahvistamiseksi. Pitkäaikaisen pääoman tuonti oli rahoitustaseessa miljardin suurempi kuin ennusteessa. Suomen Pankin vaihdettavan varannon arvioitiin kasvavan vuoden loppuun mennessä runsaaseen 9 mrd. markkaan. Vaihtotaseeseen vajaus oli 4,5 mrd. markkaa, pitkäaikaista pääomaa oli tarkoitus tuoda 4,3 mrd. markkaa ja lyhytaikaista 2,0 mrd. markkaa, jolloin valuuttavaranto kasvaisi 1,8 mrd. markkaa.

Rahamarkkinoiden kehitys poikkesi jo keväällä pääomanliikkeiden vuoksi tuntuvasti rahoitustaseesta. Devalvaatiopainotteiset odotukset olivat muuttuneet revalvaatiopainotteisiksi. Vuoden ensimmäistä puoliskoa koskeneet pitkäaikaisen pääoman tuonnin kriteerit olivat olleet melko sallivat. Ulkomailta tulleen likviditeetin vuoksi liikepankkien keskuspankkirahoitus oli enää vain noin puolet ennustetusta ja kustannusrasitus oli päiväkoron noususta huolimatta tuntuvasti odotettua kevyempi. Rahoitustaseen tarkistus tehtiin toukokuun alussa ja pääomantuonnin kriteereitä kiristettiin. Tammi-maaliskuussa 1984 Suomen Pankki oli nostanut liu'uttaen markan arvoa putkessa yli prosentilla. Suomen Pankin termiini-interventiot mukaan lukien pääomantuonti oli jo selvästi suurempaa kuin koko vuodeksi oli ennustettu.

Loppujen lopuksi vuoden 1984 aikana ulkomaisen pääoman virta Suomeen ylitti runsain mitoin kaikki odotukset. Pääomantuonnin pääsyyt olivat ilmeisiä – eli koti- ja ulkomaisten korkojen ero sekä revalvaatiopainotteiset kurssiodotukset – mutta perinteisten kaavojen mukaan näiden vaikutuksen olisi pitänyt olla selvästi vähäisempi. Viennistä saatavien rahoitusluottojen ja terminointien summan kehitys osoitti selvästi, että päinvastoin kuin aikaisemmin normaalisti laskeskeltiin, lyhytaikaisten kauppaluottojen kanta ei ollut enää saamispuolen suojaamisen yläraja. Erityisesti termiinimarkkinat laajenivat. Tilauksia ja näköpiirissä olevaa vientiä terminoitiin ilmeisesti varsin suurpiirteisesti.

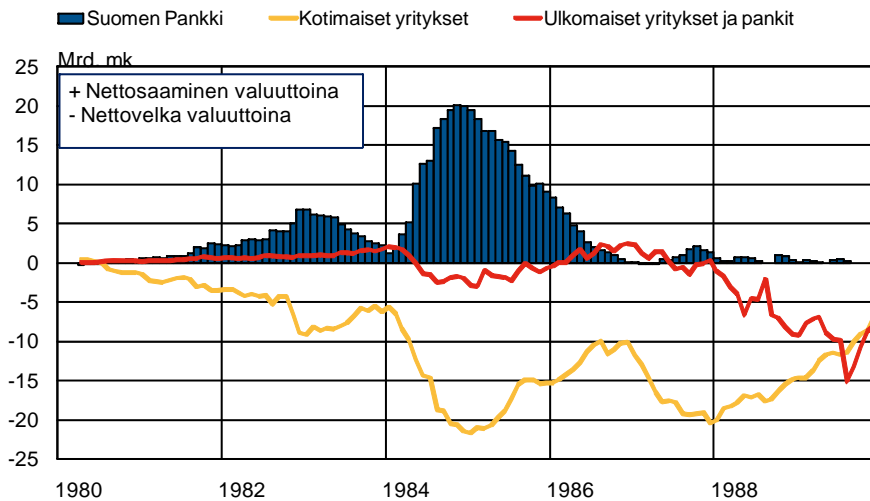
Suomen Pankissa oli arvioitu ajoittain kansantalouden ulkomaista spekulatiovaraa sen pohjalta, kuinka paljon säännöstellyissä pääomanliikkeissä oli todennäköisesti jouston varaa. Yleensä arviot olivat suurin piirtein pitäneen paikkansa. Nyt kuitenkin spekulatiovarassa näytti olevan useiden kymmenien miljardien markkojen siirtymä. Valuuttavarannon muutoksina näkyvä spekulatiovara oli perinteisesti johdettu pääasiassa kauppavirroista, mutta nyt valuuttakurssiodotukset ja korko määräisivät aivan selvästi pääomanliikkeet.

Vasta tässä vaiheessa, neljän vuoden kuluttua, kävi täysmääräisesti ilmi vuonna 1980 vapautetun valuuttatermiinikatteen vaikutus. Suomalaiset yritykset tekivät vuonna 1984 termiinimarkkinoilla markan ostoja ja vastaavasti ulkomaan valuuttojen myyntejä nettomääräisesti summan, joka vastasi noin viittä prosenttia sen vuoden BKT:stä (kuvio 55). Lisäksi ulkomaalaiset hankkivat markkoja noin viidenneksen tästä. Suomen Pankki osti vastaavat valuutat omaan termiinipositionsa. Nyt viimeistään oivallettiin, että jos keskuspankki antaa kiinteäkurssijärjestelmässä yrityksille laajat suojautumismahdollisuudet, se itse joutuu merkittäväksi kurssiriskien takuulaitokseksi.

Kuvio 55.

### Markan valuuttatermiinimarkkinat

Kauppa markkaa vastaan näkyy käyrän nousuna.



Lähde: Suomen Pankki.

Kun pari vuotta aikaisemmin oli perinteisen arviointitavan mukaan spekulatiovaraksi saatu 5 mrd. markkaa, nyt arvio nostettiin kymmenkertaiseksi. Siirtymäpotentiaalin arvioitiin edelleen jäävän alle 50 mrd. markan, mutta jopa sitä suurempikin siirtymä voisi olla mahdollinen ainakin kevyen kotimaisen likviditeetin tilanteessa. Lähes täydellinen valuutta-aseman siirtymä on ilmeisesti mahdollinen muutamassa kuukaudessa.

Uutta oli myös voimakas ulkomaisen velan kasvu markkavaateiden kautta vuonna 1984. Paljolti kyseessä olivat ulkomaalaisten termiinimarkkinoilta ostamat markkapositiot. Nämä olivat osin kyseenalaisia termiinimarkkinoista annettujen määräysten mukaan; suoma-

laisten pankkien olisi pitänyt edellyttää ulkomaisilta vastapuolilta markkariskin näyttö. Kuitenkin ulkomaalaiset olivat alkaneet ostaa runsaasti Suomesta myös markkamääräisiä obligaatioita, jotka valuuttamääräysten mukaan olivat vapaasti ostettavissa. Ulkomaiset markkavelat pankkien taseissa kolminkertaistuivat. Myös markan käyttö Suomen ulkomaankaupassa oli kaksin-kolminkertaistunut 1970-luvun 5 prosentin tasoilta.

Markan kansainväliset markkinat olivat kuitenkin yhä suppeat ja epätäydelliset. Ne olivat paljon pienemmät kuin Ruotsin ja Tanskan kruunun kansainväliset markkinat. Toiminta keskittyi harvalukuisiin, lähinnä pohjoismaisiin pankkeihin, mutta välillä jokin saksalainenkin tai muukin pankki oli aktiivinen. Aktiivisuus vaihteli osin Suomen tilanteen mukaan, mutta myös siksi, että Suomea seurattiin silloin, kun muilta kiireiltä ehdittiin. Markan termiinimarkkinat olivat selvästi merkityksellisemmät kuin talletusmarkkinat, mutta pankeissa liikkui markkatalletuksiakin, joita tuli myös Suomeen. Kiinnostusta suomalaisia osakkeita kohtaan heikensivät Suomen ja suomalaisten yritysten tuntemattomuus, jälkimarkkinoiden kehittymättömyys ja epävarmuutta herättävä naapurimaa. Osakkeiden kurssit eivät sijoittajien mielestä heijastaneet yritysten tilaa ja tulosta.

Aikaisemmin melkein pä vain kotimaassa käytetty Suomen markka oli kuitenkin nopeasti muuttunut kansainväliseksi valuutaksi ja sijoituskohteeksi. Tämä muutoksen hyvät ja huonot puolet herättivät keskustelua Suomen Pankissa. Sinänsä muutos merkitsi markan aseman vahvistumista, mutta epäilyksiä herätti asiallisesti ottaen rajattoman ulkomaisen sijoittajapotentiaalin vaikutus markkinoiden vakauteen. Ulkomaalaisten tuloa pelaamaan markalla voitiin pitää epäilyttävänä, mutta toisaalta sijoittajien määrän lisääntymisen ja monipuolistumisen voitiin odottaa myös vakauttavan markan markkinoita. Eri sijoittajaryhmien erilaiset näkemykset tasapainottaisivat toisiaan.

Pääomanliikkeitä kuvaavissa luvuissa näytti pilkun paikka muuttuneen. Missä vain muutamia vuosia sitten liikkui miljardeja, liikkui nyt kymmenet miljardeja. Ja Suomen Pankin valuuttavarantoa oli perinteisesti ollut vain miljardeja. Kuitenkin nyt spekulatio kasvatti valuuttavarantoa, ja se kasvoikin erittäin paljon vuonna 1984.

### 3.11 Säännöstelyjärjestelmän murros

Toteutuvan rahoitusmarkkinakehityksen myötä Suomen Pankissa tuli vuoden 1984 aikana jokseenkin selväksi, että perinteinen säännöstelyjärjestelmä oli hajoamassa. Markkinakorkoisten kotimaisten raha-



markkinoiden laajeneminen ja kaksikorkojärjestelmä veivät nopeasti pohjaa pois keskuspankkivelan kautta pankkien ”sakottamiseen” perustuvalta perinteiseltä sääntelyltä. Toisaalta Suomen Pankin valuuttavaranto ja maan ulkomainen maksuvalmius sekä kotimainen likviditeetti eivät olleet enää turvattavissa pelkästään pääomanliikkeiden säännöstelyllä. Vaikka ulkomaisia pääomanliikkeitä ei ollut kovin merkittävästi vielä vapautettu, markkinoiden kehittyminen ja yritysten ulkomaisen toiminnan laajeneminen aikaansivat sen, että pääomanliikkeet alkoivat olla laajasti vapaat sillä vaihtelualueella, jolla oli oleellisin merkitys rahapolitiikan kannalta.

Sen enempää Suomen Pankissa kuin maassa muutenkaan ei kuitenkaan vielä tuossa vaiheessa ollut henkistä valmiutta ryhtyä johdonmukaisesti valmistelemaan siirtymistä markkinaehtoiseen järjestelmään. Ei muissakaan maissa juuri tehty äkillisiä liikkeitä, eikä markkinakehityksen lopputulosta vielä tiedetty. Yleisesti länsimaissa hapuiltiin tuossa vaiheessa sekä liberalisoinnin että rahapolitiikan strategian suhteen. Suuret valuutat kelluivat ja pienet kiinnittyivät niihin. Kelluvan kurssin ja rahamäärätavoitteiden käytöstä oli koottu kokemuksia, mutta ne olivat olleet kyseenalaisia ja omiaan lisäämään pragmaattisuutta ja joustavuutta. Rahamäärätavoitteisiin perustuva politiikkaa oli perusteltu tarjontapuolen politiikalla. Poliitikassa oli alettu suuntautua keskipitkään aikaväliin ja oli omaksuttu politiikkasääntöjä. Korkojen ja valuuttakurssien kehitykseen oli alettu kiinnittää enemmän huomiota.

Suomen Pankissa katsottiin yhä, että rahapoliittinen itsenäisyys oli tarpeen, koska Suomen talouden rakenne, talouden ongelmat ja talouspolitiikan tavoitteet saattoivat poiketa muiden maiden tilanteesta. Vapautuvat pääomanliikkeet olivat viemässä rahapolitiikan itsenäisyyden, josta ei haluttu luopua. Keskusteltiin, jos ei rahapolitiikan itsenäisyydestä, niin autonomiasta kuitenkin. Autonomian astetta arvioitiin. Säännöstelyn antolainauksen osuus oli koko ajan supistunut ja oli enää kaksi kolmannesta. Ekonometriset mittaukset osoittivat rahoituksen ulkomaisen avautumisen vähentäneen rahapolitiikan itsenäisyyttä. Lyhytaikaisen pääoman markkinoilla vallitsisi suuri kotimaisen ja ulkomaisen rahan substituoitavuus, korot perustuivat osin markkinoihin ja pääomanliikkeet olivat herkkiä. Pohdittiin mahdollisuutta aikaansaada rahapolitiikan autonomia segmentoimalla rahamarkkinat koti- ja ulkomaisten markkinoiden sijasta lyhyt- ja pitkäaikaisen pääoman markkinoihin. Ilmeistä oli, että vapaa koronmuodostus oli johtamassa Suomessakin totuttua korkeampaan reaalikorkotasoon.

Poliitiikan suunnitteluprosessit olivat melkoisessa hämmennyksessä. Vanhan säännöstely- ja säätelyjärjestelmän ilmiöt ja käsitteet pyörivät keskustelussa uusien markkinakeskeisen järjestelmän ilmiöiden

ja käsitteiden rinnalla. Rahoituksen välitys eri muodoissaan oli kaiken kaikkiaan lisääntynyt, markkinoiden tekninen kehitys tietokoneineen oli nopeaa, ja kaikenlainen oppiminen oli vauhdittunut.

Kiinteän valuuttakurssin säilyttäminen vaikeutui. Rahapolitiikan välineet olivat muuttumassa, välittymismekanismi oli muuttumassa, välitavoitteet olivat muuttumassa ja lopputavoitekin oli muuttumassa, joskin se oli Suomen Pankissa edelleen perinteiseen tapaan epämääräinen: inflaation ohella painottuivat kasvu, työllisyys, maksutase ja muutkin tavoitteet. Rahoitusmarkkinoiden tilan ja kireyden määrittely koettiin vaikeaksi. IMF:n tutkijatkin kiinnittivät huomiota siihen, että rahapolitiikan välineet ovat riittämättömiä. IMF toivotti tervetulleeksi vapauttamispäätökset ja rahoitusmarkkinoiden yksinkertaistamisen.

Rahapolitiikan yleislinja voitiin yrittää määrittellä sekä korkojen että erilaisten raha- ja luottoaggregaattien avulla. Viitekehikoksi voitiin edelleen asettaa Suomen Pankin nettotaseen, pankkien markka-antolainauksen, laajan rahakäsitteen ja kokonaisluotonannon ennustetut urat. Laajoilla luottokäsitteillä, ennen kaikkea eri luotonantajat kattavalla kokonaisluottoekspansiolle, oli ollut varsin kiinteä yhteys investointeihin. Pankkien luottoekspansio oli nyt ollut erikoisen voimakas. Kokonaisluottoekspansion hallitsemisen ongelmiin vuonna 1984 kuului, että kotimaisen luotonannon rajoittaminen korkealla päiväkorolla johti ulkomaisen luotonoton kasvuun.

Kuitenkin kun luottoerien suorasta sääntelystä luovuttiin, rahoitustase (rahoitusbudjetti) ja kokonaisluottoekspansio jäivät suunnittelussa nopeasti sivuraiteille. Pankkien luotonannon kohdentamista paimentaneet luottopoliittiset ohjeet jäivät myös vaiheittain lähivuosina pois. Alkoi olla ilmeistä, ettei rahoituksen kohdentamiselle hallinnollisin toimenpitein ja määräyksin ollut enää edellytyksiä.

Rahapolitiikan ohjausvälineet olivat väistämättä kehittymässä pankkien keskuspankkivelan tiukasta ohjauksesta ja pankkien korkojen hallinnollisesta sääntelystä kohti korko-ohjausta ja keskuspankin interventioita. Suuret valuuttojen termiini-interventiot vuonna 1984 yhdistivät ensi kerran selvästi raha- ja valuuttapolitiikan operaatiot. Näiden politiikkalohkojen raja oli häviämässä. Välittymismekanismisä säännöstelyn ote oli herpaantumassa ja hintatekijä korostumassa.

Suomen Pankin sisäisessä pohdinnassa korostuivat toisaalta myös vanhan järjestelmän paikkailuehdotukset. Oltiin valmiita myös säännöstelyn kiristämiseen, mikäli ongelmat pahenisivat liikaa. Esille otettiin ainakin tilapäinen tiukennettu pankkien koti- ja ulkomaisten luottojen määrällinen kiintiöinti. Ulkomaisen rahoituksen kiintiöinti olisi leikannut pankeilta termiinisopimusten katteen markkoja termiini-markkinoilta ostettaessa.

## 3.12 Rahapolitiikka vuonna 1984

Varsin luonnollinen reaktio tähän epävarmuuteen näkyi Suomen Pankin politiikkaratkaisuihin vuonna 1984 ja seuraavanakin vuonna. Koe-tettiin toisaalta sopeuttaa vanhaa järjestelmää uuteen ja toisaalta jarruttaa uuden tuloa. Yritettiin pysytellä järjestelmien välimaastossa. Parhaimmillaan saatettiin kuvitella yhdistettävän säännöstelyjärjestelmän ja vapaan järjestelmän hyviä puolia.

Politiikan toimintahorisonttikin oli lyhentynyt. Noihin aikoihin Suomen Pankissa alettiin pitää osanottajajoukoltaan laajan kuukausitaisen KPS-seurantakokouksen jälkeen erillinen KPT-kokous – tähän osallistuivat kansantalouden osaston sekä raha- ja valuuttapolitiikan osastojen keskeiset edustajat, joskus johtajatkin – jossa laadittiin erillinen KPT-muistio, nimeltään rahapolitiikan mitoitus. Se oli lyhyt teksti, johon koottiin seurantakokouksen johtopäätökset raha- ja valuuttapolitiikan eri välineiden mitoitusta varten.

Käytännöllisiä rahapolitiikan välineiden mitoituskysymyksiä liittyi siihen, että kolmen perinteisen rahapolitiikan välineen, kassavarantotalletusten, päiväkoron ja peruskoron, vaikutukset erosivat kohtaanoltaan. Kassavarantovelvoite rasitti paikallispankkeja ja sitä kautta korostetusti kotitalouksia, päiväluottokorko puolestaan rasitti liikepankkeja ja yrityksiä. Päiväluottokorko ja peruskorko vaikuttivat pääoman tuontiin. Peruskorolla oli suuri yleinen kustannusvaikutus mutta se liikkui vähän. Antolainauksen keskikoron sääntelyssä oli ollut ongelmallista toimien kohdistuminen pankkiryhmiin tasapuolisesti. Kaiken kaikkiaan pankkijärjestelmän, nimenomaan eri pankkiryhmien, tasapuolinen sääntely oli ollut hankalaa.

Rahoitusmarkkinoiden muutos kärjisti näitä ongelmia. Tietyn pankkiryhmän tietynlaiset asiakkaat saattoivat olla aika erilaisen säännöstelypaineen kohteena kuin jotkin toiset. Vuonna 1984 tehtyjen uudistusten tarkoituksena oli tasapuolistaa ja yhtenäistää pankkien toimintaedellytyksiä ja lisätä näin rahapolitiikan välittymismekanismien selkeyttä ja tehokkuutta.

Tammikuun 1984 alussa toteutettiin useita toimenpiteitä. Eräs pitkä historia päättyi, kun pankkien peruskorkoiset kiintiöt poistettiin vuoden 1984 alusta järjestelmän yksinkertaistamiseksi. Peruskorko menetti näin kokonaan alkuperäisen asemansa keskuspankkirahoituksen korkona, mutta säilyi edelleen keskeisimpänä, joskin pian nopeasti osuuttaan menettävänä viitekorkona. Tämän jälkeen keskuspankkirahoitusta myönnettiin yksinomaan päiväluottoina. Pankkien oikeutta siirtää osa vapailta markkinoilta hankkimansa erityisottolainauksen

korkokustannuksista antolainauskorkoihin lisättiin tammikuussa 50 prosentista 60 prosenttiin.

Samassa yhteydessä ulkomaalaisten omistamat liikepankit saivat yhtäläiset oikeudet osallistua Suomen Pankin päivämarkkinoihin kuin kotimaisilla pankeilla oli. Ulkomaisten pankkien toiminta johti maaliskuussa kotimaisten pankkien markkinarahan korkoa koskeneen kartellin murtumiseen. Tämä tapahtui tilanteessa, jossa päiväkorko oli noussut 17,5 prosenttiin eli selvästi yli 15 prosentin rajan, jonka kartelli oli sopinut ottamilleen markkinarahatalletuksille.

Syyskuussa 1984 koko keskekorkosäätelyn järjestelmää muutettiin oleellisesti siten, että talletuspankkien korkokustannusten siirto-oikeuteen sisällytettiin markkinarahan ohella myös normaaliehtoinen ottolainaus. Pankit saattoivat nyt siirtää 30 % koko ottolainauksen korkokustannusten noususta antolainauskorkoihin. Pyrkimyksenä oli saattaa pankit samaan asemaan kilpailtaessa koroilla.

Syyskuussa kassavarantopohjaa laajennettiin kattamaan myös markkinarahaottolainaus ja pankkien ulkomainen nettovelka. Sopimuksen voimassaoloaikana markkinarahan ja pankkien valuuttamääräisen rahoituksen kasvu oli ollut huomattava. Laajennus kasvatti kassavarantopohjaa noin 30 %. Tasapuolisuuden vuoksi vastaavia talletuksia ryhdyttiin keräämään myös yrityksiltä, jotka samoissa ulkomaankaupan rahoitusjärjestelyissä käyttivät ulkomailla toimivia pankkeja.

Ohjausjärjestelmää koskeneet ratkaisut tasapainottivat toistensa vaikutuksia pankkien kilpailuasemaan ja kannattavuuteen. Liikepankkien kassavarantorasitus kasvoi enemmän kuin paikallispankkien, mutta ne saivat vastaavasti korottaa enemmän keskekorkoa. Vanhassa keskekorkosäätelyssä liikepankeilta edellytettiin – kun siirto-oikeuden vaikutusta ei oteta huomioon – 0,65 prosenttiyksikköä matalampaa antolainauksen keskekorkoa kuin paikallispankeilta. Uudessa järjestelmässä kaikki kotimaisen ottolainauksen muodot olivat samassa asemassa ja kaikki pankit, joilla oli sama ottolainauksen keskekorko, voivat periä samaa antolainauksen keskekorkoa.

Markkinarahan ja uusien luottojen keskimääräinen reaalikorko olivat nyt saavuttamassa tason, joka hillitsi kokonaiskysyntää. Keskekorkosäätelyn uudet ohjeet antoivat pankeille mahdollisuuden nostaa koko antolainauksen keskekorkoa arviolta prosenttiyksikön kymmenyksen neljännesvuodessa. Kassavarantovelvoitetta kasvatettiin keväällä vajaalla prosenttiyksiköllä 5,6 prosenttiin. Vaikka pääoman tuontia koskevat rajoitukset ja mitoitukset olivat kokonaisluotonannon sääntelyn kannalta varsin tehottomia lyhytaikaisen pääoman vuodon vuoksi, ei pitkäaikaisen pääoman tuonnin rajoittamisesta katsottu tarkoituksenmukaiseksi luopua.

Vuonna 1984 koettiin ensi kerran vapaiden pääomanliikkeiden ongelma korkopolitiikan kannalta. Voimakas luottojen ja likviditeetin kasvu olisi vaatinut koron nostoa, mutta korkea korko toi lisää ulkomaista pääomaa. Päiväluottokorko oli erittäin korkealla, korkeimmillaan 17,5 prosentissa vuonna 1984. Pohdittiin hallinnollisen korkokannan nostamista, mutta myös peruskoron alentamista. Vuonna 1984 peruskorkoa ei muutettu.

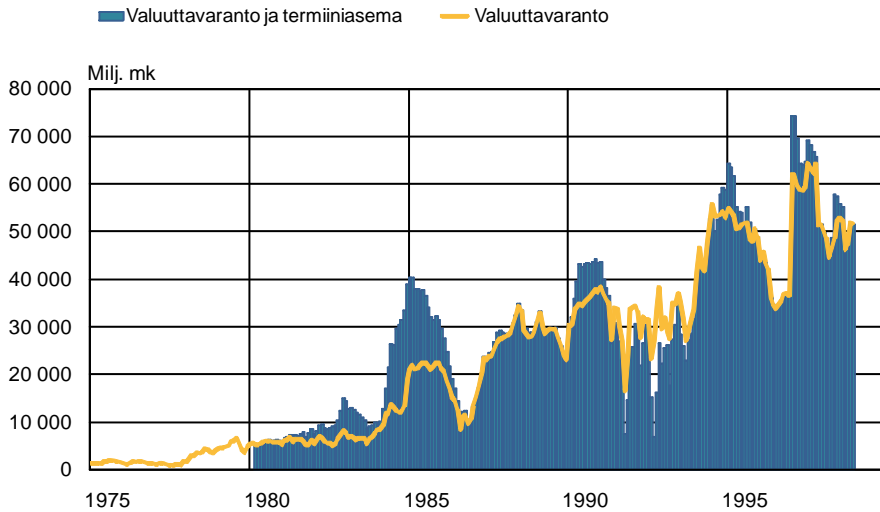
Termiini-interventiot aloitettiin tammikuussa 1984, kun pääoman tuonti ja vaihdettava valuuttavaranto kasvoivat nopeasti. Termiini-interventiot aloitettiin varovaisesti lähinnä eräänntyvien varantoluottojen varantovaikutusten tasaamiseksi. Myöhemmin termiini-interventioilla pyrittiin ensisijaisesti neutraloimaan runsaan pääomantuonnin aiheuttamia likviditeettivaikutuksia. Niillä siirrettiin muutamilla kuukausilla valuuttojen tuloa valuuttavarantoon ja vastaavan likviditeetin syntymistä pankkeihin.

Suomen Pankin termiini-interventioilla täydennettiin näin rahapolitiikan välineistöä. Suomen Pankin termiinipositiota voitiin pitää eräänlaisena avomarkkinapositiona. Interventiot laajensivat Suomen Pankin interventiokorkoja; hallinnollisen päiväkoron ohella markkinoilla jouduttiin toimimaan monin eripituisin termiinikoroin. Suomen Pankin termiini-interventiot osoittautuivat lyhyellä aikavälillä ja korkean koron olosuhteissa tehokkaaksi likviditeetinsitomiskeinoksi.

Termiini-interventiopolitiikalle kaivattiin jonkinlaisia toimintaperiaatteita. Oli mahdollista ottaa huomioon korkopaineet termiinimarkkinoilla ja antaa niiden heijastua päiväkoropolitiikkaan. Tällä tavoin päivä korko voisi liikkua aikaisempaa useammin. Termiini-interventio antoi pitempään maturiteettiin ja kiinteään korkoon perustuvan sitomiskanavan. Termiini-interventiot oli syytä aiempaa selvemmin koordinoita rahapolitiikan muun mitoituksen kanssa. Voitiin kysyä, missä määrin termiini-interventiopaineiden pitäisi antaa vaikuttaa valuuttakurssiin ja miten termiini-interventiot kytketään rahoitustaseeseen, joka tosin oli jo jäämässä pois.

Vuoden 1984 lopussa Suomen Pankin termiinisaamiset olivat paiseet 20 mrd. markkaan (kuvio 56). Vuoden kuluessa vaihdettava valuuttavaranto oli lisäksi yli kaksinkertaistunut melkein 20 mrd. markkaan, eli Suomen Pankin koko valuutta-asema oli suurentunut lähelle 40:tä mrd. markkaa, mikä oli noin 20 % BKT:stä. Samalla varantoluottoja oli maksettu pois 2 mrd. markkaa, ja vuoden lopulla irtisanottiin 1 500 mrd. dollarin eli vajaan 10 mrd. markan luottovaraukset. Valuuttatilanne oli aivan eri kuin 1980-luvun alkuvuosien noin 5 mrd. markan varanto.

Kuvio 56.

**Suomen Pankin valuuttavaranto**

Lähde: Suomen Pankki.

### 3.13 Ohjausjärjestelmän kehittämishankkeita

Valuuttalaki, joka antoi Suomen Pankille valuutansäännöstelyvaltuudet, oli määräaikainen. Se jouduttiin uusimaan muutaman vuoden välein. Seuraava uusimisajankohta oli vuoden 1986 alku. Nyt määräykseen haluttiin tehdä perusteellinen, joskin edelleenkin vain esitystapaa koskeva remontti. Niinpä uudistustyö aloitettiin jo vuonna 1984. Vaikka valuutansäännöstelyn realismista ja pysyvyydestä jo keskusteltiin, ei säännöstelyn pääperiaatteisiin tai yksityiskohtiin ollut vielä tarkoitus puuttua seuraavien vuosien osalta. Valuuttalaissa säilyi yhä negatiivinen yleissääntö, jonka mukaan kiellettyä oli kaikki, mitä säädöksissä ei nimenomaan ollut sallittu. Valuutta-määräyksistä tuli jo paksu teos, sillä hyvin paljon erilaisia rahoitustoimia oli sallittu.

Lakiluonnoksessa laajennettiin valuutansäännöstelyn edellytyksiä. Valtuudet voitaisiin sen mukaan saattaa voimaan paitsi maan ulkomaisen maksukyvyyn myös vakaan rahataloudellisen kehityksen turvaamiseksi. Luonnokseen on hahmoteltu ns. hintainsentiivejä koskeva säännös, jonka mukaan Suomen Pankki voisi määrätä pääomanliikettä koskevan luvan ehdoksi talletuksen tekemisen tai maksun suorittamisen Suomen Pankille. Esimerkkinä mainittiin silloinen eräisiin ulkomaankaupan maksuihin liittynyt yliaikamaksujärjestelmä, johon

oikeuttava suoranainen säännös laista puuttui. Juuri mitään tällaista ei sitten kuitenkaan käytännössä kokeiltu.

Uudistukseen sisältyi se, että pankkeja koskevat säädökset erotettiin omaksi kokonaisuudekseen, ja jokaiselle liikepankille annettiin erillinen valuuttapankkilupa. Pankit saivat sen mukaan käyttää ulkomaista ja kotimaista ulkomaan rahan määräistä rahoitusta vain tiettyihin tarkoituksiin. Tämän sallittujen rahoitustoimien taseen molempien puolien piti olla yhtä suuret. Tätä seurattiin Suomen Pankissa säännöllisesti. Tällainen ulkomaan rahan määräiset ja markkamääräiset erät systemaattisesti erotteleva pääomanliikkeiden seurantaraportti itse asiassa osoitti, etteivät Suomen valuuttamääräykset muodostaneet riskitiedatonta kokonaisuutta. Niistä ei koskaan sellaista saatukaan. Ongelma johtui siitä, että säädeltiin samalla sekä pääomanliikkeitä (valuuttaehdosta riippumatta) että valuuttatoimia (markkapositioita). Pääpiirteisään järjestelmä sentään täsmäsi. Suurista raportoinnin poikkeamista keskusteltiin pankkien kanssa seuraavina vuosina moneen otteeseen.

Keväällä 1984 valtiovarainministeriön johtamassa työryhmässä selvitettiin talletusten verotuskohtelun muuttamista. Suomessa kaikki kotitalouksien talletukset olivat olleet käytännössä verottomia. Verottomuuden lähtökohtana oli se, että tilimuoto oli vähintään kahden pankkiryhmän soveltama ja peruskorkosidonnainen. Tämä järjestelmä oli selvästi aikansa elänyt. Talletusten verottomuus ja luottokorkojen verovähennysoikeus yhdessä vaikuttivat varmaan kasvattavasti rahaja luottomääriin, sillä ainakin hyvätuloinen tienasi riskitöntä nettokorkoa ottamalla velkaa ja tallettamalla sen korkeakorkoiselle talletustilille. Velkojen korkojen täydellisellä verovähennysoikeudella (tuloista) oli niin vankka poliittinen tukijoukko, ettei sen tuntuvaan rajoittamiseen ollut 1980-luvulla vielä mitään mahdollisuuksia.

Muissa maissa oli lähinnä kaksi talletusten kevennettyä verokäytäntöä: talletusten korkoihin voitiin kohdistaa erillinen kiinteä lähdevero tai talletuskorot voitiin saattaa tuloveron alaisiksi, mutta luoda laajat verovähennykset. Suomen Pankki alkoi ajaa lähdeverovaihtoehtoa. Sitä ei hyväksytty vielä seuraavassa verontarkistuksessa vuonna 1986 ilmeisesti siitä syystä, että se olisi tuonut lisää kirjavuutta pääomatulojen hajanaiseen verotukseen. Pankit vastustivat talletusten verottomuuden purkamista, koska vanha järjestelmä sisälsi niille subvention. Se tosin tilanteen mukaan liukui myös luotonottajien eduksi. Mitään erityistä syytä ei ollut huolestua talletusten verollepanon säästämisaikutuksesta, varsinkin kun oltiin pääsemässä inflaation vaimentuksessa reaalikorkoihin. Talletuksia verotettiin muuallakin, joskin kaikilla niihin liittyi myös veronhuojennuksia.

Valuuttamarkkinoiden nopean muutoksen takia pankkien ja yritysten kanssa keskusteltiin varsin paljon valuutansäännöstelystä. Suurten yritysten viestien ydin oli, ettei valuutansäännöstely enää aiheuttanut yrityksille isoja ongelmia, mutta teetti turhaa työtä. Muutamat rahoituspääälliköt huvittelivat jo valuutansäännöstelijöiden kustannuksella. Jos yhdet perustelut ulkomaisen luoton saantiin eivät kelvanneet, paluupostissa tulivat paremmat perustelut. Joku väitti aina tietävänsä devalvaatiot vähän etukäteen. Yritykset kilpailuttivat suomalaisia pankkeja jo täyttä päätä. Outoa oli, että vieraat joskus suorastaan tyrkyttivät korko- ja valuuttakurssiepävarmuuden lisäämistä keinona hillitä pääomanliikkeitä. Joka tapauksessa oli selvää, että valuutansäännöstely oli keskeisiltä osiltaan käymässä turhauttavaksi ja turhaksi.

Metsäteollisuuden vientiorganisaatio Finnrap, joka myöhemmin EU-aikana lopetettiin, käytti tuolloin paljon vientitulojensa terminointia muutenkin kuin markan suhteen. Se muutti dollarisaamisiaan myös Saksan markoiksi ja punniksi. Näin se meni lähelle tuohon aikaan paljon käytettyä koria: Saksan marka 60 %, dollari 30 % ja punta 10 %. Korin kehitys vastasi melko hyvin kauppapainoisen indeksin kehitystä. Revalvaatio-odotuksia ei loppuvuodesta 1984 enää ollut, ja devalvoinnin uskottiin olevan edessä vuonna 1986. Finnrap oli terminoinut liikaakin. Sen ja osakasyritysten työnjako ei ollut selvä, ja samoja erä oli terminoitu kahteen kertaan. Se oli vastoin valuuttamääräyksiä, mutta ongelmallisempaa se oli paperinviejille sikäli, että terminoinnista sattui ainakin tuolloin tulemaan kaksinkertaiset tappiot.

Vuonna 1984 Suomen Pankissa alettiin luoda laajaa pankkien valuutta-, korko- ym. riskien seurantajärjestelmää. Järjestelmä oli lähtöisin Englannista, mutta lieneekö sitä sielläkään käytetty niin laajasti käytetty kuin Suomessa. Järjestelmän ongelma oli sen laajuus. Se oli tarpeettoman tarkka yksityiskohdissaan, mutta suuriin, koko talouden kriisiin aiheuttamiin vaikeuksiin pankeille se ei kyennyt antamaan kunnan vastauksia.

Johtokunta edellytti vuonna 1985, että pankkien, mutta myös laajemmin rahoitus- ja pääomamarkkinoiden seurantaa tehostetaan ja että tämä seuranta koordinoidaan aiempaa paremmin koti- ja ulkomaisen puolen välillä. Ensimmäisenä projektina piti selvittää keskuspankkipoliittisen seurannan sisältö ja tarpeet sekä koordinointi. Yksi tavoite oli raportoinnin päällekkäisyyksien karsiminen. Pankit valittelivat toiminnan kustannuksia. Lokakuussa 1982 pankit olivat lähettäneet kirjeen, jossa vuositason kustannuksiksi oli arvioitu 10 milj. markkaa.

Tilastojen runsauden ongelma liittyi pääasiassa siihen, että eri käyttötarkoitukset vaativat eri tavoin luokiteltuja tietoja. Vallinneessa epäselvässä siirtymävaiheessa oli vaikea arvioida, mitä tietoja todella tarvittiin. Valuutta- ja rahapolitiikan järjestelmissä oli kolme perus-



vaihtoehtoa: ensinnäkin kiinteä valuuttakurssi, säädellyt pääomanliikkeet ja itsenäinen korkopolitiikka, toiseksi kiinteä valuuttakurssi, vapaat pääomanliikkeet ja ulkomaihin sitoutunut korkopolitiikka sekä kolmantena joustava valuuttakurssi, vapaat pääomanliikkeet ja itsenäinen korkopolitiikka.

Kaikki vaihtoehdot edellyttivät eri tavoin painotettua seurantaa. Säännöstelyjärjestelmä vaati rahoitusvirtojen kattavaa tilastointia jo valvonnan vuoksi. Markkinajärjestelmä taas edellytti korkojen ym. kustannus- ja tuottokelijöiden huolellista selvittämistä. Erityiskohde oli tilastoaineisto, joka kertoi kiinteäkurssijärjestelmässä valuuttakurssi- ja korko-odotuksista. Vallitsevassa tilanteessa seurantajärjestelmänkin oli työläs sekajärjestelmä, jolla oli sekä säännöstelyn että markkinoiden piirteitä.

Vuonna 1985 oli esillä suomenkielisen neljännesvuosijulkaisun aikaansaaminen. Tarkoitus oli aloittaa se seuraavana vuonna toteutuvan Suomen Pankin 175-vuotispäivän juhlistamiseksi. Oli outoa, että Suomen Pankin artikkelit esitettiin vain englannin kielellä kuukausittain ilmestyvässä Monthly Bulletinissa. Näin oli ollut 1920-luvulta lähtien. Jostakin syystä aloite taas raukesi.

Vanha, vieraillekin usein avoin Suomen Pankin suuri kokoushuone, auditorio, kuihtui vähitellen. Mahtavat seinillä olleet käännettävät kuviokokoelmat poistuivat, mutta siellä oli vielä 20 valotaulua ja 24 kiinteää seinätaulua. Niidenkin säännöllistä päivittämistä alettiin pitää liian suuritöisenä. Johtokunnan ruokailutiloihin järjestettiin erillisiä valotauluja. Aineistot alkoivat siirtyä tietokoneisiin.

### 3.14 Valuutansäännöstelyn kiristäminen vuosina 1985–1986

Suomen Pankissa oli laaja mielipiteiden hajonta valuutansäännöstelyn jatkon suhteen. Kannatettiin sekä liberalisointia että säännöstelyn tiukentamista. Sikäli kuin katsottiin tarkoituksenmukaiseksi ylläpitää rahapolitiikan itsenäisyyttä, vaihtoehtoina olivat joko korko- ja valuuttakurssipolitiikan joustavuuden lisääminen tai valuutansäännöstelyn lisääminen. Asenteisiin vaikuttivat osin itse kunkin omat yhteiskuntapolitiittiset näkemykset, mutta ero riippui paljolti myös vastuista rahaja valuuttapolitiikassa. Valuuttapolitiikan puolella epämiellyttävästä, yhä vaikeammin hallittavasta säännöstelystä haluttiin yleisesti eroon, eikä pääomanliikkeiden vapauttamisessa pitänyt tämän näkemyksen mukaan ottaa taka-askelia. Rahapolitiikan puolella taas säännöstely oli politiikan toteuttamisen perusehto. Erityisesti pankin johdossa koros-

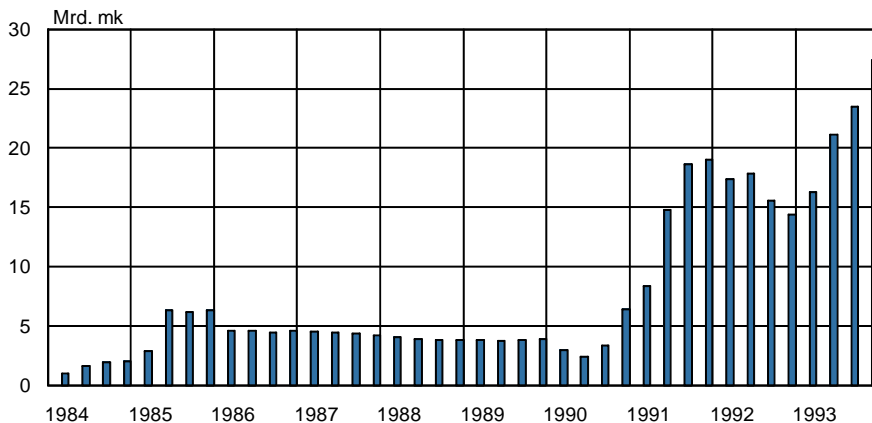
tettiin yhä myös säännöstelyn vakausrakenteita. Loppujen lopuksi vuonna 1985 päädyttiin muutamaa valuutansäännöstelyä kiristäviin toimenpiteisiin.

Jo vuoden 1984 lopulla oli esillä ns. fennoluottojen (kotimaisia valuuttatalletuksia vastaan annettujen valuuttaluottojen) kieltäminen, mutta tämä siirtyi keväseen 1986. Vuonna 1985 toteutettiin kuitenkin eräitä pienemmät pankkien valuuttatoimiin kohdistuvia rajoituksia. Joulukuun 1980 alusta lähtien valuuttaposition säätelyllä oli rajoitettu pankkien valuuttakurssiriskien ottamista markkaa vastaan ja pyritty näin vaimentamaan valuuttavarannon äkillisiä heilahteluja. Valuuttaliikkeet alkoivat olla niin suuria, ettei pankkien omilla positioilla ollut niiden kannalta enää merkitystä.

Merkittävämpi asia oli kysymyksessä, kun harkittiin markkamääräisiä obligaatioita ja valuuttatermiinimarkkinoita koskevien määräysten tiukentamista.

Helsingin arvopaperipörssissä noteerattujen markkamääräisten joukkovelkakirjojen eli obligaatioiden ja debentuurien myynti ulkomaille oli kasvanut alkuvuonna 1985 nopeasti, ja ulkomaille myydyn määrän arvioitiin paisuvan jo sinä vuonna parista miljardista ehkä 10 mrd. markkaan (kuva 57). Myynti ulkomaille oli ollut vapaa jo vuosikymmeniä. Kun markka oli heikko, markkapapereita ei kysytty, ja jos kysyttiin, se koettiin myönteiseksi, koska ostot tukivat valuuttavaraa. Erää oli pidetty niin vaarattomana, ettei edes OECD:n pääomanliikkeiden vapautuskoodiin ollut tehty vapauden peruuttamisen sallivaa derogaatiota, varauksia.

Kuvia 57. **Ulkomaille myydyt markkaobligatiot**



Lähde: Suomen Pankki.

Kun markka oli vahvistunut ja korot olivat korkeat, ulkomaiset sijoittajat alkoivat muiden pohjoismaisten valuuttojen vanavedessä sijoittaa myös markkaobligatioihin. Tosin myös Ruotsissa kruunupapereiden myynti ulkomaille oli tuohon aikaan kielletty, Norjassa se oli rajattu ja vain Tanskassa vapaa. Tanskan kruunumääräisiä obligatioita oli myyty ulkomaille jo vuosia vapaasti, ja niitä olikin myyty paljon. Kruunun pitkäaikaisen koron määräsivät jo selkeästi ulkomaiset sijoittajat. Suomalaiset yritykset huomasivat pian, että markkaobligatioilla sai helposti säännöstelemätöntä luottoa. Ulkomainen sijoittaja saattoi halutessaan suojata markka-asemansa termiinimarkkinoilla. Korkeus oli korkea, 13 prosentin tienoilla. Jos Suomen Pankki kielsi yritykseltä ulkomaisen luoton, lehdessä oli muutaman päivän kuluttua mainos markkaobligation liikkeeseenlaskusta, ja paperit menivät saman tien sopimusten mukaan ulkomaille. Myös pankit kiersivät tosiasiaa rahoitusrajoitteitaan käyttämällä rahoitusyhtiöittensä debentuurirahotusta samalla tavalla.

Valuutansäännöstely menetti taas tehoaan. Obligaatioiden emissiot ja kotimainen likviditeetti kasvoivat suorastaan räjähdysmäistä vauhtia keväällä 1985. Suomen Pankissa pääsi lopulta valmisteluportaankin melkoisten näkemuserojen jälkeen voitolle kanta, että tuo kanava piti sulkea, vaikka mm. asia oli OECD:hen päin kiusallinen. Johtokunta kielsi myynnin 20.6.1985 yllättäen markkinat. Moni iso laina jäi kesken valmistelujen. Ulkomaille myyty obligatioiden ja debentuurien kanta oli tuossa vaiheessa noin 6 mrd. markkaa. Heti markkaobligatioiden (ns. debenturi)myyntikiellon jälkeen alettiin miettiä kiellon lieventämistä, mutta pääosin se säilyi useita vuosia.

Keskustelu valuuttatermiinoperaatioiden rajoittamisesta oli termiinimarkkinoiden kasvun vuoksi ilmeinen. Samanlaista kieltoa kuin markka-arvopapereissa ei harkittu. Tosin markkaoperaatioiden katteen rajoittamiseksi oli esillä pankkien ulkomaisen lainanoton kiintiöiminen. Toisaalta myöhemmin 1980-luvulla markan vastaisten spekulatioiden yhteydessä kävi esillä mahdollisuus panna vähäksi aikaa lisäksi voimaan suoranainen termiinisopimusten tekoa koskeva kiello, mutta sitä ei toteutettu. Siihen olisi liittynyt liian paljon maineen menetyksiä sekä Suomen Pankin että koko talouden kannalta.

Sen sijaan syksyllä 1985 päädyttiin jonkin verran selkeyttämään termiinisopimusten kaupallista taustaa. Se oli muotoiltu alkuperäisissä ohjeissa vuodelta 1980 varsin väljästi. Termiinisopimukset olivat sallittuja ”valuuttamääräysten sallimien ulkomaanvaluutan määräisten velkojen ja saatavien sekä kotimaisten ulkomaanvaluutan määräisten pankkiluottojen kattamiseksi”. Ajatus tässäkin oli, että sopimusta sai käyttää vain riskin pienentämiseksi.

Nyt termiinisopimuksen perusteeksi hyväksyttiin kaksi periaatetta, mutta kummankin ehtona oli, että suojaus koskee yrityksen koko valuutta-asemaa supistamisen suuntaan. Yritys sai edelleen suojata yksittäisiä taloustoimia. Toinen mahdollisuus oli, että yritys määritteli itse ja Suomen Pankki hyväksyi tietyllä tavalla täsmentyvän kokonaisposition, jota termiinioperaatioin sai supistaa. Monet suuret yritykset siirtyivät tähän kokonaispositioon perustuvaan järjestelmään.

Uusilla määräyksillä selkeytettiin tilannetta ja ennen kaikkea parannettiin termiinioperaatioiden valvonnan mahdollisuuksia. Toisaalta yritysten kansainvälinen toiminta laajeni koko ajan, ja yrityksillä riitti runsaasti varaa spekulointiin termiinioperaatioilla. Uudistus ei muuttanut miksiäkään sitä perusasiaa, että termiinioperaatiot olivat vastakin valuuttaspekulaatioissa selvästi eniten käytetty operointimuoto. Termiinimarkkinat heiluttivat yhä enemmän valuuttavarantoa, ja tietojen keruu tästä alueesta oli aivan oleellista. Toisaalta oli yllättävää, että monet keskeiset yritykset eivät itse asiassa paljon spekuloineet, vaan todellakin käyttivät termiinimarkkinoita johdonmukaisesti lähinnä tuloksensa vakauttamiseen.

Toukokuussa 1986 päätettiin lopulta kieltää ns. fennoluotot. Vuoden 1973 valuuttamääräysten mukaan valuutat voitiin kotiuttaa joko vaihtamalla ne valuuttapankissa markoiksi tai tallettamalla ne valuuttapankkiin valuuttatilille. Valuuttamääräysten tarkoitus oli, että pankit tallettaisivat kotimaisia valuuttatalletuksia vastaavat varat ulkomaille. Valuuttatalletuksia ei myöskään saanut suojata termiinisopimuksilla.

Pankit olivat kuitenkin alkaneet 1970-luvulla kireän rahapolitiikan vallitessa sijoittaa valuuttatalletuksia vastaavia varoja valuuttamääräisinä ns. fennoluottoina kotimaisiin talousyksikköihin, mikä merkitsi asiallisesti ottaen pääomantuontia. Fennoluottojen korkotaso oli huomattavasti korkeampi kuin kyseisen valuutan kansainvälinen korko. Fennoluotoilla oli siis tosiasiasa kierretty sekä valuutansäännöstelyä että kotimaista korkosäännöstelyä, sillä nämä luotot eivät olleet antolainauksen keskikorkosäännöstelyn piirissä. Niihin liittyi muutenkin epätoivottuja piirteitä sekä asiakaskunnan että pankkien valuuttapoliittisen säätelyn kannalta.

Kotimaisten valuuttatalletusten määrä oli noin 6 mrd. markkaa. Fennoluottojen kiellolla oli ehkä enemmän periaatteellista kuin rahapoliittista merkitystä. Fennoluottojen kieltä liittyi myös siihen Suomen Pankissa tuolloin voimakkaana vallinneeseen ajatteluun, että valuutaehdon laajenemista kotimaanmarkkinoille on rajoitettava. Ajatuksena oli suojella markoilla toimivia talousyksiköjä valuuttakurssiriskiltä. Fennoluottojen kieltä taisi osin lähteä siitäkin, että Postipankki oli niiden varjolla kiertänyt termiinimääräyksiä, ottanut positiota ja tehnyt

samalla Suomen Pankin kustannuksella melkoiset voitot. Siinä tosin siirrettiin vain valtion varoja taskusta toiseen.

Noihin aikoihin valmisteltiin jo optiomarkkinoiden sallimista, tosin aluksi vain ulkomaanvaluuttojen kesken. Pohdiskeltiin, miten markkaoptioiden kattaminen vaikuttaisi pääomanliikkeisiin. Black-Scholes-kaava optioiden riskien kattamiseksi ei oikein päde kiinteäkurssijärjestelmässä, jossa kuitenkin satunnaisesti muutetaan kurssia. Päädyttiin siihen, etteivät optioiden kattamisen vaikutukset kovin paljon poikkea terminointien vaikutuksista. Suojaus lähinnä vain ajoittuu eri tavalla ja saattoi olla spekulatiotilanteessa herkempi. Tätä ei kuitenkaan pelätty niinkään paljon kuin optioista pankeille mahdollisesti aiheutuvia riskejä. Markkaoptiot vapautettiin vuonna 1987.

Pankkien ulkomaan rahan määräinen toiminta oli yhä tiukasti rajattu, mutta se alkoi käydä varsin monimutkaiseksi. Säännöstelytilanetta monimutkaistava tekijä oli Suomen markan lisääntyvä käyttö pankkien ulkomaisissa erissä. Ulkomaalaisilla oli jo melkoisesti markkasijoituksia Suomessa toimivissa pankeissa. Markkaerät lisääntyivät erityisen paljon vuonna 1984. Lontoossa, Luxemburgissa ym. keskuksissa toimivat suomalaiset pankit kävivät markkakauppaa melko paljon, samoin jotkin suuret ulkomaiset pankit, joissa joku valuuttadiilereistä sivutoinään pelasi markallakin.

Pankkien toimintaa ulkomaisten ja valuuttamääräisten erien osalta rajoitti erityisesti neljä päätöskokonaisuutta, jotka sisältyivät valuuttapankkilupaan: pankkien luvanvaraisen ulkomaisen rahoituksen käyttöoikeus tiettyihin, lähinnä ulkomaankaupan rahoitustarkoituksiin, termiinimääräykset, fennoluottojen rajoituspäätös sekä valuuttaseaman rajoitus. Näiden yhdistelmä ja kokonaismerkitys hahmottuivat vaikeasti. Pankkien sääntelyjärjestelmä koti- ja ulkomaisine erineen ja toisaalta ulkomaanvaluuttoineen sekä vapaasti vaihdettavine markkoineen alkoi olla sekava kokonaisuus.

Tuohon aikaan nähtiin hyvin, että pankit toimivat yhä suhteettoman pitkälle holhottuina. Pankit tekivät kuitenkin parhaansa sekä yhteiskunnassa että eduskunnassa säilyttääkseen tämän holhouksen siitä huolimatta, että osin niidenkin suunnassa alettiin jo puhua markkinoiden vapauttamisesta. Pankkijärjestelmä oli sekä rahoituksen määrien että varsinkin erilaisten riskien suhteen hyvin suojattu. Valuuttariski oli rajattu, ja ulkomaisia luottoriskejä pankit saivat edelleen ottaa rajoitetusti. Kotimaiset luottoriskit hoiti yhä pitkälti keskikorkosäännöstely nollakoron mahdollisuuksineen. Peruskorkoon sidotut talletukset ja luotot suojelivat yhä osin korkoriskiltä. Talletusten verottomuus takasi pankeille muita sijoituksia halvemman rahoituksen lähteen, ja viimeisenä turvana Suomen Pankki tarjosi jatkuvan, joustavan päivittäisen marginaalirahoituksen maksuvalmiusongelmien ilmaantuessa.

Tämän ihannejärjestelmän perusteet olivat kuitenkin nopeasti murtumassa.

Vaikka pääomanliikkeiden kiristystoimet leimasivat vuoden 1985 kehitystä, liberalisoinnin yleissuuntaa ei ollut tarkoitus muuttaa. Vuoden 1986 alusta tuli voimaan uudistettu valuuttalaki, joka ei kuitenkaan sisältänyt suuria sisällöllisiä muutoksia. Merkittävimmät muutokset olivat tuonin yliaikamaksujärjestelmän poistaminen ja ulkomaille suuntautuvien portfoliosijoitusten rajallinen vapauttaminen. Laki oli voimassa vuoden 1990 loppuun.

### 3.15 Raha- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamista koskevia selvityksiä

Rahoitusmarkkinoiden vapauttamista selvitettiin muutamissa varsin laajoissakin projekteissa Suomen Pankin sisäisenä työnä vuosina 1985–1986. Erilaiset näkökohdat tulivat periaatteellisella tasolla käydyiksi läpi. Yleinen näkemys oli, että olisi tarkoituksenmukaista pyrkiä purkamaan korkosäännöstelyä nopeasti samalla kun valuutansäännöstelyä yksinkertaistetaan. Pankkien antolainauskorkojen ja joukkovelkakirjojen korkojen säätely voitaisiin jo käytännössä poistaa ilman olennaisia vaikutuksia todellisiin korkoihin. Pääosa pankkitalletuksista oli mahdollista tehdä markkinakorkoisiksi kuitenkin vasta talletusten verovapauslain muuttamisen jälkeen. Valuutansäännöstelyn lieventämisessä oli ensi vaiheessa tarkoituksenmukaista keventää pitkäaikaisen pääomantuonnin lupamenettelyä.

Merkittävin selvityksistä oli Alexander Swobodan tekemä katsaus liberalisointiin kansainvälisten kokemusten pohjalta. Kun selvitys tilattiin – aloite tuli johtokunnan alapuolelta – ajatuksena oli, että johtokunta olisi innokkaampi keskustelemaan perusteellisesti tästä keskeisestä asiasta, kun muistion tekijä oli asiantuntijaksi tiedetty ulkomaalainen. Sinänsä tässäkin selvityksessä ei odotettu päädyttävän kovin erikoisiin johtopäätöksiin.

Swobodan selvitys oli suppea mutta selkeä katsaus Suomen tilanteeseen. Swoboda ihmetteli, että Suomessa lyhytaikaiset pääomanliikkeet olivat laajasti vapaita mutta pitkäaikaisia säädeltiin varsin tiukasti. Joissakin maissa ulkomaiset pääomanliikkeet oli vapautettu ensin, mistä oli lähinnä se etu, että ulkomainen rahoitus pakotti kilpailullaan myös kotimaiset markkinat nopeaan uudistumiseen. Swoboda suositteli kuitenkin vakauden säilyttämiseksi päinvastaista järjestystä, eli että ensin vapautetaan kotimaiset markkinat ja vasta sitten ulkomaiset pääomanliikkeet. Osin vapautusta voitaisiin kilpailun ylläpitämiseksi

viedä eteenpäin myös rinnakkain. Swoboda koki talletusten verovapauden hyvin keskeiseksi ongelmaksi, jonka muuttaminen oli poliittisesti vaikeaa. Silti hän suositteli pankkien luottokorkojen suhteellisen nopeaa vapauttamista. Ensin vapautettaisiin luottokorot, sitten talletusmarkkinat ja sen jälkeen valuutan säännöstely. Aikataulua Swobodakaan ei täsmentänyt, vaan suositteli: ei liian nopeasti eikä liian hitaasti.

### 3.16 Rahapolitiikka keveni vuosina 1985–1986

Vuoden 1985 alkupuolella arvioitiin, että Suomen kasvuedellytykset heikkenevät. Kuitenkin taloudellinen kehitys jatkui varsin vakaana ja tasapainoisena. Talouspolitiikan keskeisenä tavoitteena oli ollut ja tuli edelleen olla irrottautuminen inflaatioiden ja devalvaatioiden kierteestä ja siten inflaatiovahdin hidastaminen samalle tasolle kuin kilpailijamaissa. Hallituksen 4 prosentin inflaatiotavoite vuonna 1986 edellytti tiukkaa politiikkaa. Budjetti näytti muodostuvan odotettua ekspansivisemmaksi.

Tehdasteollisuudessa kiinteiden investointien suhde jalostusarvoon oli Suomessa 1980-luvulla ollut keskimäärin 18 %, kun se 1970-luvun alkupuoliskolla oli ollut lähes 25 % ja 1960-luvulla keskimäärin 21 %. Aineettomat investoinnit olivat kasvaneet muita investointeja nopeammin. Suomen teollisuus oli kansainvälistynyt nopeasti, ja kotimaassa toimintaa oli rationalisoitu yritysostoin ja -liittymin. Tavoitteeksi esitettiin resurssien siirtämistä avoimeen sektoriin kotimaisen deflaation avulla tai vaihtoehtona tavoiteltaisiin resurssien siirtoa suhteellisten hintojen avulla. Valuuttaputkessa oli käytännössä noin kolmen prosentin liikkumavara.

Rahapolitiikalle ei kuitenkaan katsottu jäävän uusissa oloissa paljonkaan liikkumatilaa eikä aktiivista roolia. Vallitseva rahamarkkinoiden kaksijakoisuus oli ajan mittaan kestänyt ja aiheutti vääristymiä. Kaksijakoisuuden poistaminen edellytti korkosäännöstelyn, valuutansäännöstelyn ja pääomatulojen verotuksen muuttamista yhtenä kokonaisuutena.

Oli syytä varautua korkotason tuntuvaankin tilapäiseen nostamistarpeeseen, varsinkin jos markkinakorko lähiaikoina laskisi enemmän kuin inflaatio-odotukset edellyttäisivät. Taas harkittiin korkosääntelyn lieventämistä tai purkamista. Koron merkitys rahamarkkinoiden tasapainottajana korostui, joten pankkien korkomarginaalin kasvun kielteinen vaikutus rahapolitiikan ohjaustehoon oli vähenemässä. Kuitenkin katsottiin, että rahoitusmarkkinoiden vapautumisen ja sääntelyjär-

jestelmän kehittämisen ollessa kesken tulisi säilyttää valuutansäännöstelyn hidasteet korko- ja valuuttakurssiherkille pääomanliikkeille. Suomen Pankki ei asettanut reaalikoron tavoitetta. Tämä johtui reaalikoron mittaamisen ongelmasta sekä ennen kaikkea siitä, että keskuspankki ei voi määrätä pitkällä aikavälillä markkinarahoituksen reaalista hintaa.

Korkean päiväkoron avulla oli estetty korkeasuhdanteen ylikuumeneminen ja turvattu osaltaan talouden tasapaino. Inflaatio oli saatu hidastumaan suunnilleen samaksi kuin kilpailijamaissa. Helmikuun 1985 alusta alennettiin peruskorko 9,5 prosentista 9 prosenttiin. Vuonna 1985 päiväkorkoa alennettiin moneen otteeseen vajaan 12 prosenttiin. Markkinakorkojen ja hallinnollisten korkojen ero kapeni, mikä osaltaan myötävaikutti siihen, että edellisenä vuonna paisuneet termiinipositiot supistuivat.

Vuoden 1986 alusta päivätalletuskorko eriytettiin päivälüottokorosta. Eroksi tuli tosin vain 0,7 prosenttiyksikköä. Tähän asti talletus- ja lüotto korko oli ollut sama. Tällä oli saatu aikaan se säännöstelyjärjestelmän ominaispiirre, että pankit hoitivat laajasti likviditeettiään Suomen Pankissa eivätkä niinkään pankkien keskinäisillä rahamarkkinoilla. Oli merkittävää, että vasta näin myöhään eriytettiin nämä korot, mikä lopulta antoi pankeille hyvän syyn ryhtyä kehittämään pankkien välisiä rahamarkkinoita.

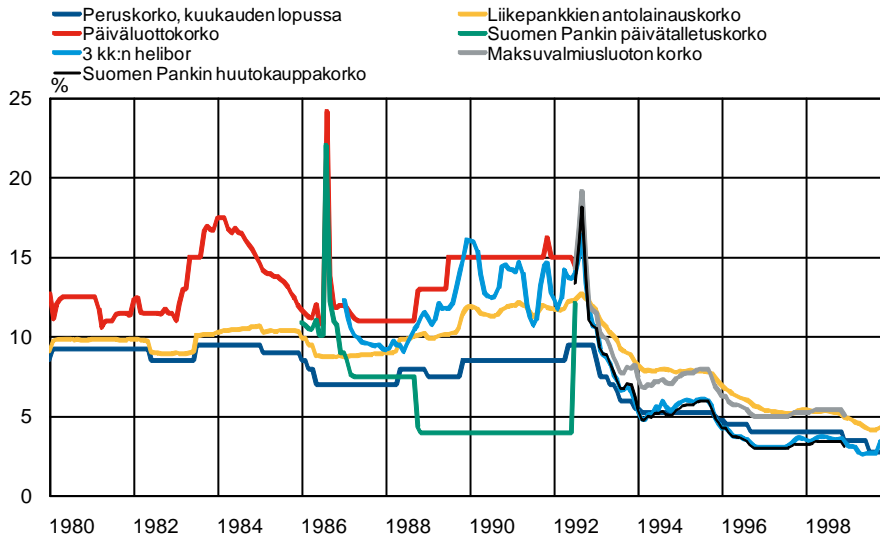
Vuoden 1986 alussa korkosäännöstelyä taas lievennettiin. Pankkien antolainauskorkojen sääntelyä yksinkertaistettiin luopumalla kaavaan perustuvasta siirto-oikeusmenettelystä. Keskimääräinen lüotto korko rajoitettiin tasolle, joka oli 1,75 prosenttiyksikköä ja toukokuussa 2 prosenttiyksikköä yli peruskoron. Yksittäisten lüottojen korkojen yläraja poistettiin. Viime vaiheessa yläraja oli 13,5 %. Kaikki korot laskivat voimakkaasti vuoden 1986 alkupuolella toukokuuhun asti (kuvio 58).

Peruskorkoa alennettiin tammikuun 1986 alusta 0,5 prosenttiyksikköä 8,5 prosenttiin ja samoin maaliskuun alusta 0,5 prosenttiyksikköä ja edelleen vielä toukokuussa 8 prosentista 7 prosenttiin. Kassavarantoja vapautettiin. Kuluttajahinnat nousivat vain 3–4 %. Pörssikurssit olivat alkaneet vuoden 1985 lopulla nousta jyrkästi. Asuntojen hinnat pysyivät vakaina. Rahoitusmarkkinat olivat reaalikoroilla mitaten kireät, lüottoagregateilla mitaten löysät.



Kuvio 58.

## Suomen Pankin soveltamat korot



Lähteet: Suomen Pankki ja Reuters.

Talouden näkymät olivat vaisut vuoden 1986 alussa. Öljyn halpeneminen ja Yhdysvaltain dollarin yliarvostuksen väheneminen tukivat kansainvälistä kasvua ja tasapaino-ongelmien lieventymistä. Vaihtosuhteen huomattava paraneminen voimisti kotimaista kysyntää ilman, että vaihtotaseen alijäämä näytti kasvavan liian suureksi. Parina lähivuonna kokonaistuotannon kasvu olisi Suomessa vähäisempää kuin teollisuusmaissa keskimäärin, mutta sen jälkeen kasvu voisi viennin turvin nopeutua myös Suomessa. Sovitut tuloratkaisut riittivät enintään pysäyttämään hintakilpailukyvyin heikkenemisen ja merkitsivät kulutuksen huomattavaa kasvua. Kun valtiontalous samanaikaisesti lisäsi kotimaista kysyntää, rahapolitiikan liikkumavara elvyttävään suuntaan oli vähäinen.

### 3.17 Valuuttakurssipolitiikan ongelmat

Valuuttakurssijärjestelmästä ja valuuttakurssista keskusteltiin hyvin paljon 1970-luvun lopulta lähtien mutta erityisesti 1980-luvun alkupuolella, kun säännöstelyjärjestelmä alkoi hajota. Selvä perusasia koko 1980-luvun ajan oli, että Suomessa pysyi voimassa rahalain mukainen, periaatteessa kiinteäkurssijärjestelmä. Kelluvan kurssin mahdollisuus oli käytännössä täysin poissa laskuista. Valuuttakurssi halut-

tiin Suomessa pitää pankkivaltuuston ja hallituksen päätettävänä. Toinen taustatekijä oli se, että vain harvat pienet valuutat kelloivat. Euroopassa käytännössä kaikki pienet valuutat oli tavalla tai toisella kiinnitetty, monet EY:n ERM-järjestelmään.

Nämä tekijät aikaansaivat sen, ettei kelluvan kurssin vaihtoehtoa edes pidetty selkeästi esillä erilaisissa valuuttakurssijärjestelmää koskevissa selvityksissä. Kelluvan kurssin peruseriaatteet tietenkin tiedettiin, ja sen käytäntöönkin oli laajasti perehdytty matkoilla kelluvan kurssin maihin. Vasta aivan vuosikymmenen lopulla, kun usko kiinteän valuuttakurssin hallintamahdollisuuksiin alkoi mennä, kelluva kurssi ilmaantui aitona vaihtoehtona Suomen Pankin sisäisiin mui-  
tioihin.

Suomen kiinteäkurssijärjestelmässä oli kuitenkin kaksi joustomahdollisuutta. Suomen Pankin johtokunta saattoi ohjata kurssia rahalais-  
sa määriteltyjen vaihtelurajojen sisällä, ja toisaalta maan hallitus saattoi – johtokunnan ja pankkivaltuuston esityksestä – devalvoida tai revalvoida markan arvoa muuttamalla näitä rajoja. Juridisesti devalvaatio oli valuuttaindeksin vaihtelurajojen siirtäminen. Analyttisesti katsoen devalvaatio oli valuuttaindeksin interventiopisteen päätösperäinen siirto, jonka johtokuntakin saattoi tehdä indeksin vaihtelualan rajoissa.

Devalvoinnin ja revalvoinnin käsite oli putken sisällä epäselvä. Muutamaan otteeseen johtokunta siirsi avoimesti interventiopistettä, mitä myös kutsuttiin devalvaatioksi tai revalvaatioksi. Interventio-  
piste oli se indeksin taso, jolla Suomen Pankki osti tai myi taikka ilmoitti ostavansa tai myyvänsä valuuttaa. Ajoittain kuitenkin kurssi liukui markkinapaineiden mukaan putkessa. Välillä kurssiliike oli johtokunnan tavoittelema, siis oikeastaan devalvaatio tai revalvaatio, mutta välillä kurssi myös liukui vastoin toiveita ja jopa vastoin kurssia puolustavia interventioita. Useimmat julkaistut Suomen valuuttakurssiratkaisuja esittävät luettelot ovat hiukan kyseenalaisia sikäli, että niissä on eri perustein laskettuja kurssimuutoksia. Joiltakin osin tämä voi olla tosin perusteltua, ainakin mikäli tiettyjä kurssinmuutosprosentteja aikoinaan korostettiin.

Enimmäkseen kurssi pysyi tai pidettiin putken sisällä melko vaakaana. Markkinoilla puhuttiin tällöin pillistä. Muutama Suomen Pankin interventiot saatettiin tulkita pysyviksi linjaratkaisuiksi. Tässä tilanteessa markkinat itse usein vakauttivat kurssin. Jos nimittäin kurssi alkoi poiketa valuuttapillistä vaikkapa markan heikkenemisen suuntaan, markkinoilla alettiin odottaa interventiota. Jokin markkinaosapuoli halusi ehtiä ensin ja hyötyä poikkeavasta kurssitasosta ostamalla markkoja halvalla ennen kuin Suomen Pankki palauttaisi markan vahvemman kurssitason. Tämä spekulatiivinen osto vahvisti markan kurs-

sia kohti pillin tasoa. Tähän tapaanhan yleensäkin uskottava kiinteä valuuttakurssi markkinoilla vakaantuu. Pillejä todella ajoittain pidettiin enemmän tai vähemmän täsmällisinä, mutta niistä ei liene dokumentointia. Valuuttapillin käyttö riippui johtokunnasta tai asiasta vastaavasta johtokunnan jäsenestä. Interventioista käytännössä vastanille oli tietenkin aina annettu johtokuntatason ohjeet suhtautumises- ta markkinapaineisiin ja valuuttakurssin liikkeisiin.

Virallinen rahalain mukainen valuuttaindeksi laskettiin ulkomaan- kaupan maajakauman pohjalta. Vuoden 1984 alussa indeksiä hiukan muutettiin. Käytännössä suurin muutos oli, että rupla jätettiin pois al- kamalla laskea indeksiä vain vaihdettavien valuuttojen pohjalta. Tek- nisesti indeksikaavaa tarkennettiin ja siirryttiin liukuvaan perusvuoteen, kun entistä indeksiä oli laskettu suhteessa vuoden 1974 tilantee- seen. Valuuttaindeksistä tuli teknisesti parempi mutta samalla työläs laskea lukuisine painojen vaihtoineen. Se oli myös analyttisesti han- kalampi tulkita. Sekä vanhan että uuden indeksin laskennassa sattui ainakin kerran myös julkista huomiota herättänyt virhe.

Kun valuuttakurssijärjestelmä oli näin moni-ilmeinen, sen suhteen voitiin pyrkiä harjoittamaan monenlaista politiikkaa. Vuosikymmenen vaihteessa oli keskusteltu valuuttakurssin vaihtelun käyttämisestä suh- dannevaihtelujen, lähinnä eri sektoreiden tulo-osuuksien vaihtelun, tasoittamiseen. Tuolloin oli toteutettukin sekä valuuttaindeksin rajoja muuttaneita devalvaatioita ja revalvaatioita että putken sisällä tehtyjä devalvaatioita ja revalvaatioita.

Tällaista pienten hallittujen valuuttakurssimuutosten käyttöä pai- nottavaa ajattelua säilyi Suomen Pankissa, varsinkin johtokunnassa, koko 1980-luvun ajan. Käytäntö toimi säännöstelyn aikana, mutta muuttui kyseenalaiseksi säännöstelyn vähetessä. Päätöspäätösten kurssimuutosten ajattelua alettiin pankissa kritisoida heti pääomanliikkei- den lisääntyessä 1980-luvun alkupuolella. Vaikka pienillä ja suurilla kurssimuutoksilla oli hyvät puolensa, ongelmana olivat niihin liitty- neet odotukset. Markkinoilla pyrittiin ennakoimaan muutokset, mikä aiheutti voimakkaita pääomanliikkeitä. Hallitut kurssimuutokset muut- tuivat hallitsemattomiksi, ja syntyi epävakautta ja vahvoja kurssipai- neita.

Jos hallittuihin kurssimuutoksiin ei turvauduttu, vaihtoehtoiksi jäivät lähinnä vain kurssin pitäminen putkessakin liikkumattomana (pillissä) eli täysin kiinteä valuuttakurssi tai valuuttakurssin kellumi- nen putkessa. Putkessa kellumiseen liittyi lähinnä kaksi mahdollista strategiaa, joista Suomen Pankissa keskusteltiin, eli kurssiepävarmuu- den hyödyntäminen ja uskottavan putken vaihtelurajojen hyödyntämi- nen.

Kiinteä kurssi tai ennakoitavat kurssimuutokset ovat valuuttamarkkinoille helppo tilanne. Täysin uskottava kiinteä kurssi tekee kaikenlaisen kurssispekulaation turhaksi. Ennakoitavat kurssimuutokset taas johtavat markkinoilla riemulliseen kilpailuun, kuka ehtii ensiksi. Tosiasiassa täysin ennakoitu kurssimuutos – joka aiheutuu vaikkapa vasta vuoden päästä muuttuvasta tekijästä – toteutuu hyvin toimivilla valuuttamarkkinoilla heti muutamassa minuutissa kurssimuutostekijää koskevan uutisen saavuttua.

Valuuttaspekulantin ongelma on riski kurssin suunnasta. Jos devalvoituminen ei olekaan ainoa mahdollisuus, kurssi voi heilahtaa myös spekulantille tappiolliseen suuntaan. Tämä oli ajatuksena, kun korostettiin, että indeksin pitäisi antaa heilua putkessa tai jopa tarkoituksella liikuttaa sitä siellä sattumanvaraisesti. Tällöin saataisiin spekulantit varovaisiksi ja mahdollisuuksia rajallisesti itsenäiseen korkopolitiikkaan. Tähän epävarmuuden hyödyntämiseen ei koskaan menty, vaikka epävarmuuden merkitykseen viitattiin joskus ratkaisujen yhteydessä, mm. vaihtelualuetta vuonna 1988 laajennettaessa. Kelluva kurssihan olisi ollut spekulanteille vaikein, koska siinä on aina sama riski kumpaankin suuntaan, paitsi hetkellisesti selvän kurssiin vaikuttavan uutisen juuri saavuttua.

Toinen teoreettinen mahdollisuus pelata kurssilla korkopolitiikan mahdollistamiseksi perustui uskottavan putken rajojen hyväksikäyttöön. Jos indeksin annettiin mennä putken heikkoon laitaan, markkinoilla koettiin, että kurssi voi vain vahvistua. Tämä antoi mahdollisuuden alentaa korkoa talouden elvyttämiseksi. Vastaavasti vahvalla laidalla ollut kurssi olisi sallinut koron noston.

Tosiasiassa tällainen taktikointi on varmoissakin oloissa vaikeaa. Suomessa indeksin rajat eivät olleet niin uskottavat, että tätä teoriaa olisi voitu edes kokeilla. Ehkä teoriaan tukeutumisella oli joskus hiukan merkitystä. Yleensä Suomessa indeksin siirtyminen heikkoon laitaan loi kuitenkin markan heikkenemisodotuksia, ei vahvistumisodotuksia. Putken uskottavuutta seurattiin myöhemmin hiukan teoreettisesti sillä perusteella, pysyikö myös termiinikurssi putkessa. Koron noustessa se meni helposti rajan yli.

Suomen Pankin peruslinja oli kuitenkin yrittää ylläpitää vakaata kurssia. Valuuttakurssin katsottiin olevan sekä politiikkaa että odotuksia vakauttava tekijä. Oltiin lähellä tilannetta, jossa valuuttakurssirajoite määräsi korkopolitiikan vapausasteet. Jos talouden kustannukset karkasivat ja tuli kalliita tulosopimuksia, ei jäänyt muita vaihtoehtoja kuin koron nosto tai devalvaatio.

Aivan tiukasti kiinnitettyä kurssia ei yleisesti pidetty hyvänä. Ei myöskään haluttu pitäytyä täysin virallisen kauppapainoisen indeksin antamaan kuvaan. Päinvastoin välillä korostettiin, että indeksi oli vain

osatotuus ja että kurssikehitys oli tosiasiaa epäselvä. Markankin kurssia voitiin verrata eri valuuttoihin ja valuuttakoreihin.

Tässä tarkoituksessa alettiin esittää muillakin kuin kauppapainoilla laskettuja valuuttaindeksejä. Vuosikirjassa esitettiin vuosina 1985–1987 myös Suomen ulkomaankaupan maksuvaluuttapainoilla laskettu indeksi ja IMF:n laskema markan MERM-indeksi, jossa on otettu huomioon myös ulkomaankaupan kilpailutilannetta. Näiden indeksien mukaan markka oli heikentynyt muutamia prosentteja dollarin vahvistuessa vuonna 1984 mutta vahvistui sitten lähes 10 % vuoden 1987 loppuun mennessä. Virallisessa indeksissä oli tänä aikana vain pientä vaihtelua putken sisällä.

### 3.18 Kesän 1986 valuuttaongelmat

Keväällä 1986 valuuttatilanne heikkeni. Rahapolitiikkaa valmisteltaessa todettiin, että pieni kurssimuutos voisi vaikuttaa odotuksiin haitallisesti ja ettei suureen kurssimuutokseen ollut perusteita. Sitoutuminen kiinteään kurssiin tarkoittaa, että päiväkorkoa on tarvittaessa voitava nostaa. On vältettävä valuuttavarannon supistuminen tasolle, joka laukaisee devalvaatiospekulaation. Huoli valuuttavarannosta on ainoa varteenotettava syy pitää yllä korkeaa päiväkorkoa.

Norjan keskuspankki, Norges Bank, myi huhtikuussa ja toukokuun alussa lähes 20 mrd. kruunun arvosta valuuttoja, ja 11.5.1986 Norja devalvoi noin 10 %. Devalvaatio oli jossakin määrin yllätys, sillä Norjan talous ei ollut erityisen huonossa kunnossa, vaikka öljyn hinta romahtikin. Norjan devalvaation jälkeen paine Suomen markkaa kohtaan kävi kovaksi.

Suomen Pankki toteutti 14.5.1986 toimenpiteitä, joihin kuuluivat tuntuva päiväkoron nosto sekä 2,5 prosentin devalvaatio valuuttaputken sisällä. Suomen Pankki katsoi valuuttaspekulaation lopettamisen edellyttävän joko korkotason nostamista tai valuuttakurssin muutosta. Päiväkoron nosto määrällä, joka ylittäisi 5 prosenttiyksikköä huomattavasti, olisi helposti antanut kuvan, että luottamus markan arvoon on perustellusti heikko. Valuuttakurssipäätös merkitsi valuuttaindeksin vaihtelualueen tarkoituksenmukaista hyväksikäyttöä. Lausunnossa korostettiin, että päätös ei sido valuuttakurseja korkeammalle (siis heikommalle) tasolle.

Toteutettuun toimenpiteeseen kohdistui jossittelua Suomen Pankin sisällä. Keinottelijoita palkittiin silloin, kun he palkintoa odottivat. Sama oli tehty syksyllä 1982. Pankin johto tunsu vetoa portaittain liukuviin kurssiin ja piti sitä oikeana reagoitina kurssipaineeseen.

Valmistelijoilla oli koko kevään ollut käsitys, että johtokunta laskee korkoa liian rohkeasti, paljolti uusien inflaatiolukujen mukaan, vaikka valuuttavaranto hupeni koko ajan. Oli näyttänyt selvältä, että pian ollaan umpikujassa. Ulkomaista devalvaatiota oli taas helppo käyttää perusteena kurssin heikentämiseksi. Siinä oli kuitenkin se huono puoli, että aina kun jokin maa devalvoi, markkinat alkoivat odotella Suomeen samaa ratkaisua. Luottamus valuuttakurssiin oli heikentynyt.

Toinen valuuttakurssin muutokseen liittynyt ongelma oli siihen liitetty suuri julkisuus, vaikka 2,5 prosentin kurssimuutoksella ei ollut kilpailukyvyn kannalta juuri merkitystä. Suomessa pienetkin kurssimuutokset koettiin dramaattisina. Kuitenkin 1980-luvun alkupuolella suurten kelluvien valuuttojen kurssit vaihtelivat kymmeniä prosentteja ilman, että taloudet reagoivat siihen mitenkään poikkeuksellisesti hyvässä tai pahassa (kuviot 59). Dollari vahvistui puntaan ja Saksan markkaan nähden melkein kaksinkertaiseksi vuodesta 1980 vuoteen 1985 ja tuli sitten parissa vuodessa melkein saman matkan alas. Kauppapainoisenakin dollarin arvo kävi hetkellisesti noin 50 % pohjaa korkeammalla.

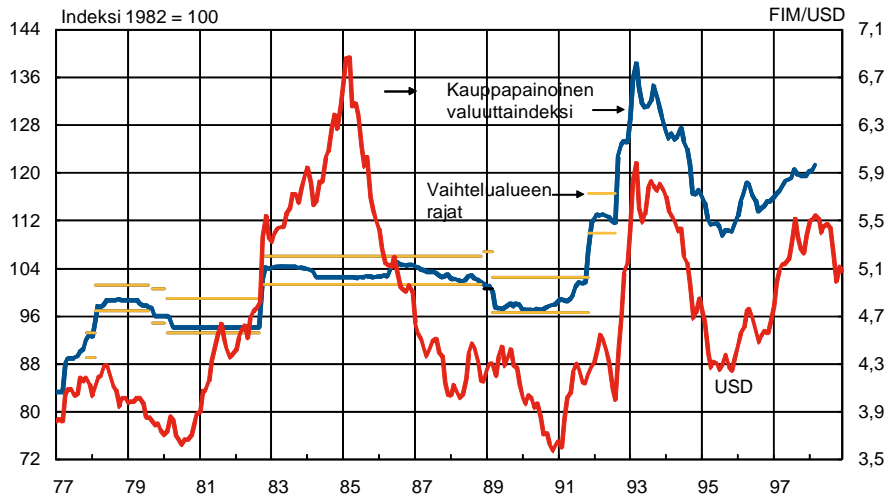
Suomen Pankin toukokuussa 1986 tekemiin päätöksiin liittyi peruskoron alentaminen 8 prosentista 7 prosenttiin sekä päiväluottokoron nostaminen vajaat 5 prosenttiyksikköä 16 prosenttiin tilapäisesti (kuviot 60). Viikon kuluessa päiväluottokorko laskettiin takaisin. Fennoluoto kiellettiin, mutta pankeille annettiin aikaa sopeuttaa noin 6 mrd. markan fennoluottokanta. Samalla tehtiin eräitä pieniä helpotuksia ulkomaankaupan rahoitusluottoihin.

Jossittelua harrastettiin tietysti yleensäkin paljon johtokunnan päätösten suhteen ja mennyttä arvioitiin. Rahapolitiikan suunnitteluun osallistuvat arvioivat kesällä 1986, että keväällä toteutettu putken sisäinen liike olisi jälkikäteen katsoen pitänyt toteuttaa aikaisemmin. Viimeistään syksyllä odotettiin seuraavaa devalvaatiospekulaatiota. Devalvaatio olisi siksi tehtävä nyt tai ei lainkaan. Perinteisesti mitattuna hintakilpailukyky oli heikko, mutta taloudessa oli kysymys lähinnä vain lievistä taantumista. Teollisuuden kannattavuus oli edelleen kohtalainen, ja osakekurssit nousivat. Devalvaation välttämiseen oli hyvät edellytykset ja perusteet.

Tilanne vaikeutui edelleen kesällä 1986. Markka oli haavoittuva huonoille uutisille. Edelleenkin valuuttavaranto väheni ja termiinipositiio heikkeni. Niiden yhteismäärä oli enää runsas kolmannes puolentoista vuoden takaisesta huippuarvosta. Markkinoilla oli koronnousuodotuksia. Valuuttatilanne jatkui vaikeana, ja pieneksi käynyt valuuttavaranto pyrki supistumaan edelleen.

Kuvio 59.

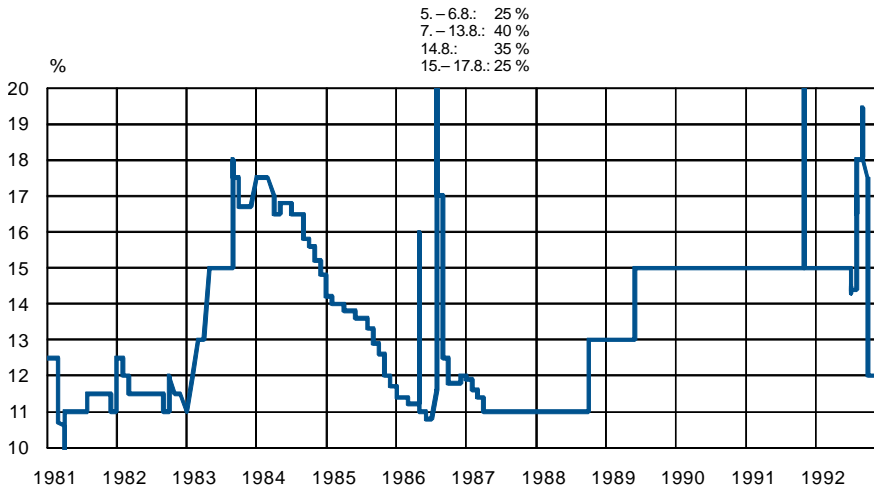
### Markan indeksi ja dollarikurssi



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 60.

### Päiväluottokorko



Lähde: Suomen Pankki.

Heinäkuun 31. päivänä 1986 pankkivaltuusmiehet antoivat johtokunnalle rajoittamattoman oikeuden korottaa päiväluottokorkoa. Silloinen 22 prosentin yläraja poistettiin. Elokuun alusta päiväluottokorko sidottiin valuuttavarannon kehitykseen. Johtokunnan piti päättää viikoittain korkosäännöstä eli siitä, miten voimakkaasti korko reagoi valuuttaliikkeisiin. Suomen Pankki ei ilmoittaisi julkisuuteen tarkalleen, kuinka herkästi päiväkorko reagoi valuuttaliikkeisiin. Suunnitelmissa koron nousu reagoi varsin voimakkaasti valuuttavarannon supistumiseen. Esimerkiksi valuuttavarannon pieneneminen 13 mrd. markasta kohti 11,5:tä mrd. markkaa johti lineaarisesti päiväkoron nousuun 10,8 prosentista 15 prosenttiin.

Suomen Pankin johto ilmoitti julkisuuteen, että korolla ei ole ylärajaa ja että korko vakauttaa tilanteen. Tehtiin myös selväksi, että korko nousee, jos valuuttavaranto supistuu, joskaan suorasta kaavasta ei puhuttu. Tilanne alkoi kumuloitua valuuttakriisiksi. Päiväkorko lähti nousemaan tasolta 10,8 %: 1.8. klo 11.40 päiväkorko nostettiin 11,2 prosenttiin, klo 12.04 se nostettiin 11,6 prosenttiin, 4.8. klo 12.00 nostettiin 12,4 prosenttiin, 5.8. klo 10.30 nostettiin 13,2 prosenttiin, klo 10.55 nostettiin 15,2 prosenttiin, klo 11.30 nostettiin 25,0 prosenttiin ja 7.8. klo 12.00 päiväkorko nostettiin johtokunnan päätöksellä 40,0 prosenttiin. Suorasta sidoksesta valuuttavarannon pienenemiseen oli luovuttu. Lopputulosta ei kukaan tiennyt.

Kriisin aikana esitettiin eräitä valuuttapoliittisia toimia, mm. valuuttatermiinisopimusten rajoittamista tai kieltämistä. Asiaa käsiteltiin johtokunnassakin. Ehdotus tyrmättiin, koska se sotkisi markkinat ja pilaisi maan maineen. Säännöstelytoimiin ei siten ryhdytty. Spekulaatio alkoi tässä vaiheessa muutenkin vaimentua. Jo viikon kuluttua eli 14.4. klo 15.20 johtokunta alensi päiväkoron 35,0 prosenttiin ja 15.8. klo 12.05 taas 30,0 prosenttiin. Pian korkoa laskettiin edelleen.

Korkotaistelu herätti Suomessa kovan kohun, eikä se jäänyt huomaamatta ulkomaillaakaan. Vaikka 40 prosentin korko oli vain päivän korko eikä vaikuttanut peruskorkosidonnaiseen otto- ja antolainaukseen, se alkoi nopeasti rasittaa pankkien ohella niitä, joilla oli lyhytkestoisia velkoja. Se realisoi pankkien korkoriskejä. Lisäksi korko oli korkeampi, kun sitä tarkasteltiin korkona korolle. Kolmen kuukauden termiinikorkokin liikkui 15 prosentin yläpuolella. Korkoriskit alkoivat laueta.

Pankissa tehtiin tällaisista episodeista tilastoaineiston pohjalta yksityiskohtainen kuvaus. Tässä tilanteessa indikaattorit näyttivät siltä, että kriisi laukesi Suomen Pankin omien ilmoitusten vuoksi. Termiinimarkkinoilla ei ollut etukäteen erityistä markan vastaista opeointia, vaikka suuri markkapositio oli jo runsaan vuoden ajan hiljal-



leen sulanut. Ulkoista painetta ei keskellä kesälomakautta ollut. Valuuttatilanne oli vain hiljalleen kehittynyt heikoksi ja kriisialttiiksi.

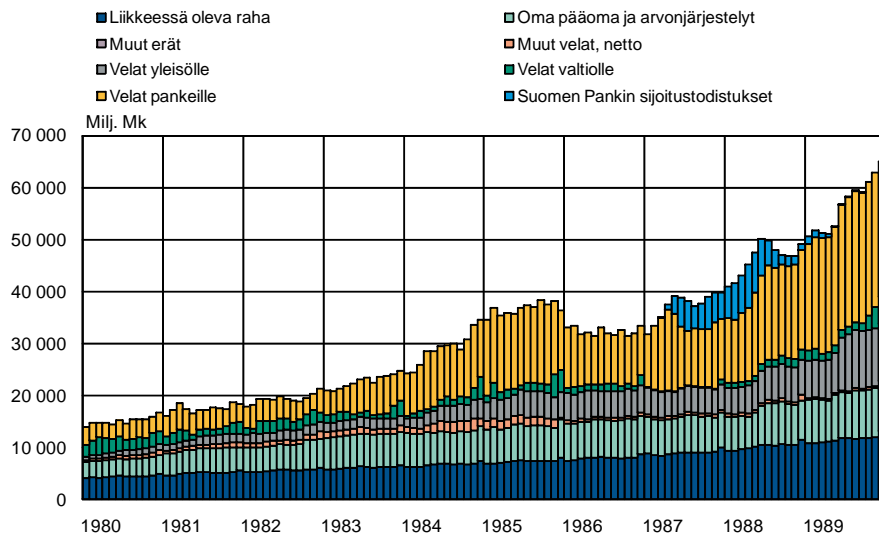
Tässä tapauksessa itsekritiikki Suomen Pankissa oli ilmeinen. Kokemus johti perusteelliseen pohdintaan Suomen Pankin interventiojärjestelmän kehittämiseksi. Ongelmaksi koettiin, että Suomen Pankki pyrki sekä pitämään valuuttakurssin hyvin ahtaissa rajoissa että hallinnollisesti määräämään päivittäisen rahamarkkinakorkotason. Tämä oli käymässä mahdottomaksi tilanteessa, jossa pääomanliikkeiden herkkyys oli lisääntynyt. Suomen Pankki oli omilla korkopäätöksillään laukaissut odotustilanteen. Odotusten muodostuminen olisi todennäköisesti tasaisempaa järjestelmässä, jossa päivittäinen hinnoittelualoite olisi markkinoilla. Jos päiväkorko olisi määräytynyt markkinoilla, Suomen Pankki olisi voinut ehkä kääntää valuuttavirrat muuttamalla määrälliset interventionsa päivämarkkinoilla.

Kriisistä oli syytä ottaa oppia sikälikin, että se osoitti tiedonkulun ongelmia molempiin suuntiin. Ekonomisteilla oli hiukan hatara kuva siitä, missä markkinoilla mentiin, ja toisaalta ulkomailla ihmeteltiin ja soiteltiin, mitä Suomessa oikein tapahtuu. Pian Reuters-monitori hankittiin ekonomistienkin käyttöön – markkinaoperaatioita tekevillä monitorit olivat tietenkin olleet jo kauan. Toisaalta Suomen Pankille hankittiin kansainvälistä tiedotusta varten Reuters-järjestelmään ja pian myös Telerateen omia tiedotus- ja tilastosivuja.

Valuuttatilanne ei kuitenkaan lauennut täysin, vaan valuuttavaran-to jäi hyvin pieneksi ja korot korkealle koko syksyksi (kuviot 61 ja 62). Oli edelleen täysi syy olla epäileväinen valuuttakurssin pitävyyden suhteen. Pitkin syksyä 1986 pakkodevalvaatio häilyi tosiasiaassa hyvin lähellä.

Kuvio 61.

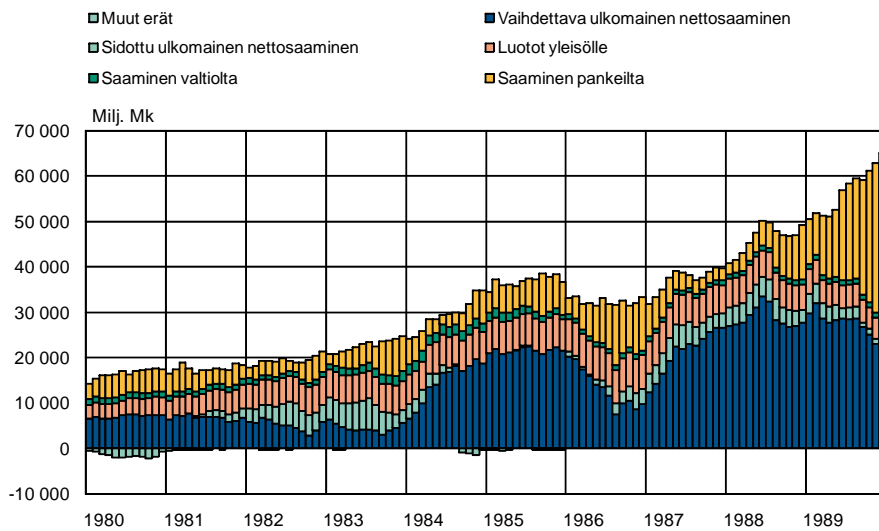
### Suomen Pankin velat



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 62.

### Suomen Pankin saamiset



Lähde: Suomen Pankki.

### 3.19 Pitkäaikaisen pääoman tuonnin osittainen vapauttaminen

Päiväkorkoratkaisuun 31.7.1986 oli liitetty kaksi muuta tärkeää päätöstä. Ensinnäkin Suomen Pankki lopetti 1.8.1986 alkaen rahalaitosten antolainauksen keskikorkosäätelyn poistamalla antolainauksen keskikoron ylärajan. Tämä toimenpide ei ollut erityisen dramaattinen enää sen jälkeen, kun antolainauskorkojen asetantaa oli edellisinä vuosina väljennetty. Sitä pidettiin luontevana askeleena rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen tiellä. Vanhojen luottojen korkoehtoihin toimenpide ei vaikuttanut, mutta uusien luottojen korot saivat nyt määräytyä vapaasti kulloisenkin rahamarkkinatilanteen mukaan.

Antolainauskorkojen vapauttamisella oli kuitenkin keskeinen asema raha- ja valuuttamarkkinoiden liberalisointiprosessissa. Siihen liittyvänä suurena ongelmana pidettiin sitä, ettei talletuskorkoja voitu vapauttaa samassa yhteydessä. Tämä taas oli vaikea poliittinen kysymys ja liittyi yleisiin veroratkaisuihin. Tässä tilanteessa luottokorkojen vapauttamisen epäiltiin johtavan pankkien korkomarginaalin kasvuun ja sen puolestaan useisiin epätoivottaviin ilmiöihin, kuten luotonannon voimistumiseen ja kansainvälisesti katsoen ylimitoitettun pankkisektorin lisäpaisumiseen.

Niinpä samaan yhteyteen 1.8.1986 liitettiin jo pitkään harkittavana ollut pitkäaikaisen ulkomaisen pääoman vapauttaminen, kylläkin vielä vahvasti rajoitettuna. Tarkoitus oli, että ulkomaisten pankkien luotonanto tulisi kilpailutekijäksi, joka estäisi osaltaan pankkiluottojen korkojen nousun. Toinen ajankohtainen tekijä vapauttamisessa oli valitseva kireä valuuttapoliittinen tilanne. Pääomantuonnin väljentämisen toivottiin auttavan valuuttavaranto-ongelmissa.

Perustekijä pitkäaikaisen pääoman vapauttamisen taustalla oli kuitenkin kehitys Euroopassa. Kaikki Länsi-Euroopan maat vapauttivat markkinoita asteittain, ja useimmat olivat edenneet Suomea nopeammin. Ruotsi oli tehnyt vähän aikaisemmin samantapaisia ratkaisuja. Oli yhä vaikeampi perustella säännöstelyä ja myös estää säädösten kaikenlaista, aivan laillistakin kiertämistä, kun markkinat ja instrumentit kehittyivät koko ajan. Lisäksi suomalaiset yritykset tarvitsivat samoja joustavia rahoitusmahdollisuuksia kuin kilpailijoillakin oli.

Tämä liberalisointitoimenpide oli vielä varovainen. Siinä vapautettiin vain tehdasteollisuuden ja varustamoiden maturiteetiltaan vähintään 5 vuoden pituiset ulkomaiset luotot niiden oman toiminnan rahoittamiseksi. Luottojen tosiasiallinen pituus oli lyhyempi, tasakuoletuslainassa vain 2½ vuotta. Päätös ei vielä vapauttanut Suomen markan määräisten joukkovelkakirjojen myyntejä ulkomaille. Johtokun-

nalle tehdyssä esityksessä oli mukana vaihtoehto, jossa vastaava pääomantuonti muutettaisiin vapaaksi kaikille yrityksille, mutta ei kuitenkaan kunnille. Johtokunta halusi olla varovaisempi ja suojella edelleen kotimaisia markkatalouden yrityksiä valuuttakurssiriskeiltä.

Pääomantuonnin vapauttamisesta oli keskusteltu paljon alkuvuonna. Sääntely oli menettänyt rakennepoliittista tehoa. Järjestelmää olikin ylläpidetty kotimaisen likviditeetin ja ulkomaisen velkaantumisen sääntelemiseksi sekä velan ehtojen parantamiseksi. Säännöstelystä oli muodostunut subventiolähde pääomantuontiluvan saaneille yrityksille. Rahoitusmenetelmät kehittyivät. Esimerkiksi maksutasetilastojen vanha jako pitkä- ja lyhytaikaiseen pääomaan, joka oli ollut myös säännöstelyn toteutuksen pohjana, alkoi olla mielivaltainen.

Toimenpidevaihtoehtoja olivat joko ulkomaisen luoton osuuden kasvattaminen investointien rahoituksessa tai että sallitaan yritysten ottaa vähintään 5 vuoden pituisia ulkomaisia luottoja kohdistamatta niitä tiettyyn käyttötarkoitukseen. Jälkimmäinen ratkaisuehdotus vahvistaisi kilpailua rahoitusmarkkinoilla ja vähentäisi yksityiskohtaisen harkinnan tarvetta. Pankkien välinen kilpailu kiristyisi, ja lyhytaikaisen rahoituksen välitys saattaisi vähentyä. Pääoman nettotuonnin muutos olisi sen sijaan pitemmällä aikavälillä ilmeisesti suhteellisen vähäinen.

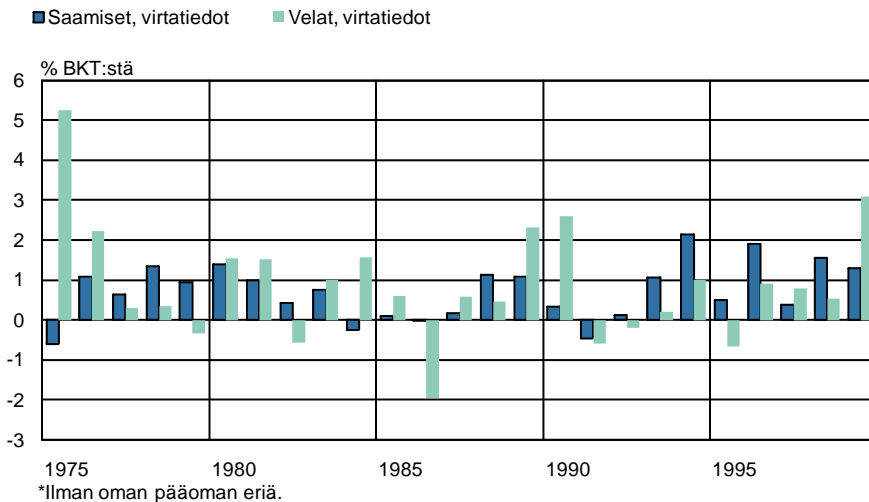
Oli keskusteltu myös siitä, oliko syytä muuttaa valuutansäännöstelyjärjestelmää ajankohtaisten valuuttatilanteiden eli pääoman tuonti- ja vientipaineiden perusteella. Näiden paineiden keventämistä vastakkaisin vapautustoimin pidettiin yleisesti tarkoituksenmukaisena. Pääomantuontia vapautettiin, kun vallitsi pääomanvientipaineita.

Sen sijaan pankin sisällä vallitsi jatkuvasti näkemyseroja siitä, pitikö myös pääoman vientiä vapauttaa suunnilleen samassa tahdissa kuin pääoman tuontia. Hyvin tavallista kansainvälisesti on, että pääoman vientiä vapautetaan varovaisemmin kuin sen tuontia. Suomen Pankissa yleensä ne, jotka suhtautuivat pääomanliikkeisiin yleisestä rahoitus- ja likviditeettinäkökulmasta, kannattivat samanaikaista liberalisointia kumpaankin suuntaan. Ne, jotka taas olivat tottuneet katsomaan rakenteellisia sekä riskeihin painottuvia näkökohtia, olivat varovaisia avaamaan vapaita ulkomaisia sijoitusmahdollisuuksia. Edes suoria sijoituksia ei vielä oltu valmiita vapaasti sallimaan. Kuitenkin Suomen Pankissakin esitettiin epäilyksiä, missä määrin pankin tiiviimpi seula oli parantanut ulkomaisten sijoitusprojektien menestystä. Tulokset olivat pikemminkin kehoja.

Elokuussa 1986 toteutettu pitkäaikaisen pääoman tuonnin vapauttaminen ei vaikuttanut heti pääomanliikkeisiin. Yrityksissä ei ollut patoutunutta pääomantuontipainetta; päinvastoin yritysten markan vastainen linja jatkui. Vuonna 1986 yritykset supistivat voimakkaasti

ulkomaisia velkojaan (kuvio 63). Yritykset eivät pääomantuonnillaan tukeneet valuuttavarantoa eivätkä liene vaikuttaneet pankkien lainakorkoihinkaan, jotka pysyivät loppuvuonna ennallaan.

Kuvio 63. **Yrityssektorin ulkomaiset saamiset ja velat: virta\***



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Talousoikeus jatkui syksyllä heikkona. Öljyn ja raaka-aineiden hintojen laskun vaikutuksista olivat toistaiseksi korostuneet kansainvälistä kauppaa heikontavat puolet. Myönteisten vaikutusten arvioitiin tulevan myöhemmin. Öljyn hinnan raju lasku ja valuuttakurssien suhteiden muutokset heijastuivat eri markkina-alueille suuntautuvaan Suomen vientiin. Kokonaistuotannon kasvu jäi vuonna 1986 pariin prosenttiin. Kevään verraten suuret palkankorotukset, vaihtosuhteen paraneminen ja verotuksen keventäminen johtivat sen sijaan yksityisen kulutuksen nopeaan kasvuun. Vuodeksi 1987 laadittiin hyvin löysä budjetti. Sen laatiminen ajoittui syksyyn 1986, jolloin sekä reaali-taloutta että valuuttamarkkinoita koskevat näkymät olivat heikot.

Valuuttavarantoa esitettiin vahvistettavaksi valtion ulkomaisilla lainoilla. Markkinat testasivat kurssipolitiikan pitävyyttä. Spekulaatiotilanteessa esiintyvien rahapolitiikan mitoitusergelmiel lieventämiseksi pidettiin uuden interventiojärjestelmän nopeaa käyttöönottoa ensiarvoisen tärkeänä. Syksyn mittaan markan ulkoisen arvon säilyttäminen tuli keskeiseksi osaksi inflaation vastaista politiikkaa. Devalvaatio nähtiin kansantalouden tasapainon kannalta perusteettomaksi.

Odotustilanteen hallitsemiseksi valmisteltiin markkinaehtoisuuden lisäämistä lyhyiden korkojen määräytymisessä ja suositeltiin joustavampaa päivittäistä valuuttakurssia. Kilpailun lisäämiseksi rahoitusmarkkinoilla olisi syytä laajentaa tehdasteollisuuteen ja varustamoihin sovellettu pitkäaikaisen pääoman vapautus laajempaan yrityspiiriin. Tämä tukisi valuuttavarantoa ja vähentäisi pankkien riippuvuutta keskuspankkirahoituksesta.

Suomen Pankissa oltiin ilmeisesti melko laajasti syksyllä 1986 sitä mieltä, että markan kurssi todennäköisesti pettää. Valuuttavarantotilanne säilyi erittäin kriittisenä joulukuulle asti. Varantoa, ml. termiinasema, oli vähimmillään enää noin 10 mrd. markkaa eli neljäsosa parin vuoden takaisesta. Vuodenvaihteessa suhdanteet ulkomailla kuitenkin kääntyivät odottamatta ja valuuttatilanne muuttui poikkeuksellisen nopeasti. Suomenkin taloudesta alkoi äkkiä tulla pelkkiä myönteisiä uutisia. Yrityksissä markanmyyntihalut muuttuivat muutamassa viikossa vuoden 1987 alussa voimakkaiksi valuutan myyntihaluiksi. Millainenhan 1980-luvun loppuvuosien ylikuumenemisestä olisi tullut, jos sitä olisi kaiken muun lisäksi edeltänyt tuntuva devalvaatio?

### 3.20 Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän uudistus vuosina 1986–1987

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän uudistaminen sattui juuri samaan ajankohtaan kuin valuuttamarkkinoiden käänne. Länsiviennin kasvu ja korkea kotimainen korkotaso suurensivat valuuttavarannon vuoden 1987 aikana yli kaksinkertaiseksi, lähelle 30 mrd. markkaa. Kotimainen likviditeetti väljeni, ja markkinakorkoihin alkoi kohdistua laskupainetta. Liikepankkien keskuspankkiasema muuttui vuoden 1987 aikana ratkaisevasti sekä etumerkiltään että instrumenteiltaan. Vuoden alussa se oli Suomen Pankin päiväluottosaamista pankeilta, vuoden lopussa Suomen Pankin sijoitustodistusvelkaa pankeille.

Runsaan vuosikymmenen ikäinen päiväluottoihin perustuva pankkien keskuspankkirahoituksen sääntelyjärjestelmä muutettiin paljolti avomarkkinaoperaatioihin perustuvaksi vuoden 1987 alkupuolella. Perustava muutos oli alkanut jo vuoden 1986 alusta, kun päivätalletuksille ryhdyttiin maksamaan 0,7 prosenttiyksikköä alemmaa korkoa (11 %) kuin päiväluotoille (11,7 %). Siihen saakka talletuksille oli maksettu sama korko, joka veloitettiin päiväluotoista. Päiväluottoa oli ollut saatavissa jollakin marginaalikorolla joka päivä.

Yhtäläinen talletus- ja luottokorko oli aiheuttanut sen, ettei pankkien välisille rahamarkkinoille ollut korostettua tarvetta. Nämä mark-

kinat syntyivätkin tosiasiaa vasta vuosina 1986–1987. Syntymistä vauhditti se, että joulukuussa 1986 korkoeroa lisättiin. Päivätalletuskorko laskettiin 9 prosenttiin, eikä se enää riippunut päiväluottokorosta. Päiväluottokorko oli vuodenvaihteessa 12 %. Alkuvuonna 1987 päiväluottokorko laskettiin asteittain edelleen 11 prosenttiin ja päivätalletuskorko 7,5 prosenttiin.

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän uudistaminen aloitettiin joulukuun 1986 alussa tarjoamalla pankeille päiväluottojen ohella kolmen kuukauden kiinteäkorkoisia luottoja. Luottojen määrät ja korot määräytyivät päivittäin pankkien tarjousten perusteella ja keskuspankkirahoitukselle asetettujen tavoitteiden mukaisesti.

Joulukuun 1986 lopussa kassavarantosopimusta tarkistettiin siten, etteivät pankkien liikkeeseen laskemat sijoitustodistukset enää tammiukuun 1987 alusta kuuluneet kassavarantovelvoitteen piiriin. Helmikuussa 1987 Suomen Pankki ryhtyi vastaanottamaan pankeilta myös kolmen kuukauden talletuksia vähentääkseen markkinoiden likviditeettiä. Jo maaliskuussa Suomen Pankki kuitenkin siirtyi pankkien kanssa kaupankäyntiin sijoitustodistuksilla. Suomen Pankki ryhtyi laskemaan liikkeelle myös omia sijoitustodistuksiaan likviditeetin sitomiseksi.

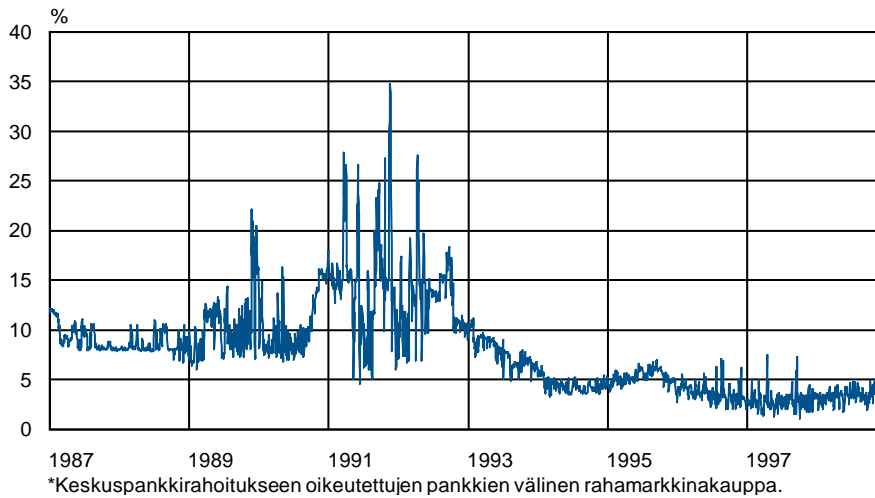
Huhtikuun 1987 alusta päiväluottojen käyttöä rajoitettiin asettamalla niille pankkikohtaiset lisäkorottoman luoton ylärajat. Tämän jälkeen päivämarkkinat toimivat enää rajoitetusti pankkien päivittäisen likviditeetin lähteenä ja ylijäämävarojen sijoituspaikkana. Määräaikaisten luottojen määrällekin asetettiin valvontaraja (josta tosin luovuttiin jo lokakuun alusta).

Uudelle interventiojärjestelmälle asetetut tavoitteet olivat vielä rajalliset. Pankkien kanssa tehtiin erimaturiteettisiä sopimuksia, lyhimpien korkojen annettiin reagoida markkinatilanteeseen ja keskuspankkirahoitusta rajoitettiin lisäämällä sen käytöstä aiheutuvia marginaalikustannuksia (kuvio 64). Säännöstelyjärjestelmästä erilaisine valvonta- ym. rajoineen ei irtauduttu vieläkään kokonaan. Rajansa ylittäneen pankin oli varauduttava neuvottelemaan Suomen Pankin kanssa.

Sijoitustodistusmarkkinat laajenivat uudistusten jälkeen nopeasti, ja sijoitustodistuksista tuli seuraaviksi vuosiksi tärkein lyhytaikaisen sijoituksen väline Suomen rahamarkkinoilla. Keskuspankkirahoitus vaihtui päiväluotoista ja -talletuksista pääasiassa sijoitustodistusten käytöksi. Päiväluottoja ja -talletuksia käytettiin vastaisuudessa satunnaisesti (kuvio 65).

Kuvio 64.

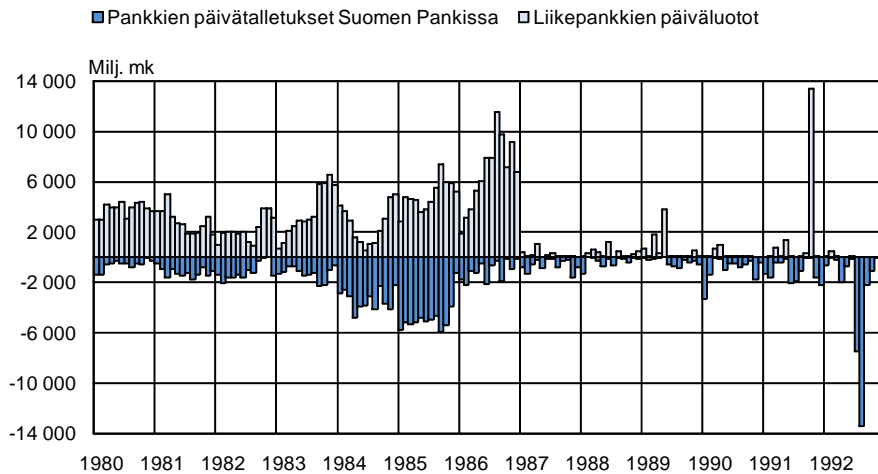
### Yön yli -korko\*



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 65.

### Pankkien päiväluotot ja päivätalletukset



Lähde: Suomen Pankki.

Olisi ollut parempi, jos markkinat olisivat syntyneet valtion lyhyiden velkapapereiden pohjalle. Näin ei käynyt, koska valtiolla ei ollut paljon velkaa, eikä juuri ollenkaan lyhytaikaista velkaa. Valtion lyhytaikaisia velkasitoumuksia oli 1980-luvulla liikkeellä vain muutamien



miljardien markkojen verran. Yritysten välisessä lyhytaikaisessa luotonannossa otettiin käyttöön huhtikuun 1987 alussa myös uusi siirtokelpoinen instrumentti, yritystodistus. Myös kuntatodistuksia ja keskipitkän ajan markkinapapereita lisättiin hiljalleen.

Vasta näiden muutosten myötä syntyivät Suomen rahamarkkinoille selvät erimaturiteettiset korot. Postipankki oli alkanut esittää sijoitustodistusten pohjalta heliborkorkoja Lontoon liborkorkojen tapaan. Toukokuun 1987 alusta Suomen Pankki ryhtyi julkaisemaan päivittäin heliborkorkoja. Heliborkorkojen (Helsinki Interbank Offered Rate) laskenta perustui viiden suurimman pankin sijoitustodistusnoteerauksiin. Ne olivat vakuudettomina sijoitustodistuksina annetun luoton korkoja. Korot julkaistiin 1, 2, 3, 6, 9 ja 12 kuukauden jaksoiksi. Niitä alettiin käyttää laajasti viitekorkona luotoissa ja talletuksissa.

Samoihin aikoihin kiinnitettiin huomiota Suomen rahoitusmarkkinoiden heikkoon informaatioon. Suomalainen julkistamiskäytäntö oli ollut salaileva ja varovainen. Tämä oli koskenut sekä yrityksiä, pankkeja että Suomen Pankkia. Suomesta ryhdyttiin nyt julkaisemaan samoja keskeisiä raha- ja valuuttamarkkinoita kuvaavia muuttujia kuin muistakin maista. Näin kehittyvät markkinat toimisivat oikean tiedon pohjalta, mikä lisäisi markkinoiden tehokkuutta ja vakautta. Suomen Pankki ei kuitenkaan julkaissut aivan kaikkia keräämiään tilastoaineistoja. Osin tämä johtui eräiden aineistojen epävarmuudesta, koska niitä kerättiin indikaattoriluonteisina. Osa aineistosta julkistettiin sopivaksi katsotun viiveen jälkeen. Keskuspankkipoliittiset syyt vaativat tiettyä informaatioetua.

Joulukuussa 1986 keskeisiä Suomen Pankin eriä ja operaatioita alettiin julkaista Reuterin ruudulla. Suomen Pankin interventioiden tulkinta ja tilastointi olivat osin hankalia. Ei ollut aina selvää, mikä oli avistakauppa, mikä yksinkertainen outright-termiinkauppa ja mikä swap (eli vastakkainen avista- ja termiinkauppa), koska kauppoja tehtiin milloin tiiviisti yhdistelminä, milloin selvästi erikseen. Suomen Pankin sisäinen ATK-pohjainen johdon informaatiojärjestelmä toimi jo vuonna 1986. Järjestelmässä oli noin 160 kuviota ja niihin liittyvät tilastoaineistot. Siihen alettiin saada tietoja Reuterin järjestelmästä. Kesällä 1988 järjesteltiin Reuterin ruudulle lisää tietoja, lähinnä rahamääriä, luottoja ja näiden korkoja sekä maksutaseen pääeriä.

Toukokuussa 1987 aloitettiin tilastojulkaisu. Sitä oli kauan jo ehdoteltu. Hyvän perusteen sen aloittamiseen tarjosi nyt se, että Suomen Pankki alkoi laskea ja julkaista heliborkorkoja. Johtokunta edellytti, ettei se saanut vaatia lisäresursseja. Tosiasiassahan tekstin- ja tietojenkäsittely oli jo niin paljon kehittynyt, että julkaisu oli helppo tuottaa teknisesti pankin tietokantojen pohjalta, todellakin ilman suurta työtä.

Tilastotiedotteelle tuli proosallinen nimi ”Raha- ja valuuttamarkkinatilastoja”. Tiedotteesta tehtiin kolmikielinen.

### 3.21 Vaikutuksiltaan merkittävien vapautusratkaisu

Kevään 1987 ennuste oli yhä varovainen ja lupasi melko tasapainoista kasvua. Suomen kansantalous näytti toistaiseksi sopeutuneen viennin rakennemuutoksiin odotettua vähemmän kasvu- ja työllisyysmenetyksin. Kokonaistuotannon määrän arvioitiin kasvavan vuonna 1987 vajaat 3 %. Tuotannon kasvu näytti kuitenkin jäävän lähivuosina hitaammaksi kuin 1980-luvun alkupuolella. Hintakilpailukyvyn vakiinnuttaminen hitaan kansainvälisen inflaation vallitessa ja ulkomaiseen maksuvalmiuteen liittyvät riskit rajoittivat talouspolitiikan liikkumavaraa.

Öljyn hinnan putoaminen puoleen kesällä 1986 saattoi Suomen idänkaupan suuriin vaikeuksiin. Suomen ja Neuvostoliiton välisen kaupan tasapainon palauttamisen odotettiin merkitsevän idänviennin määrän supistumista lähes neljänneksellä vuonna 1987 ja vielä 5 prosentilla vuonna 1988. Tällöin koko tavarantoiminnan ja palveluiden viennin kasvu jäisi noin 2 prosenttiin sekä vuonna 1987 että seuraavana vuonna.

Idänvientä yritettiin Suomessa keinotekoisesti pönkittää Suomen Pankin tuloksen kustannuksella. Clearingsaldo paisui jo vuoden 1986 lopulla 3,5 mrd. markkaan eli kolmanneksen länsivarannosta, ja kasvu jatkui. Osa saldosta muutettiin kuitenkin korolliseksi, ja varsin monivaiheisen kehityksen jälkeen ruplasaldoista siirryttiin vuosikymmenen vaihteessa vaihdettavina valuuttoina määriteltyyn korolliseen velkaan. Koska rahapolitiikan ohjausjärjestelmä perustui jo paljolti korkoihin, ei idänsaldon likviditeettivaikutuksilla ollut enää samaa häiriötehoa kuin määrällisen rahapolitiikan aikana.

Työvoimakustannusten nousuvauhdin arvioitiin pysyvän lähivuosina suhteellisen nopeana. Kuitenkin valuuttakurssikehitys, työn tuottavuuden koheneminen ja toteutetut veropoliittiset toimenpiteet olivat johtamassa teollisuuden kilpailukyvyn paranemiseen vuonna 1987. Kuluttajahintojen noin 4 prosentin nousuvauhti olisi vielä vuonna 1987 nopeampi kuin OECD-maissa keskimäärin. Vaihnettavien valuuttojen vaihtotaseen alijäämän arvioitiin supistuvan.

Rahapolitiikan näkymät koettiin huhtikuun 1987 alussa varsin ongelmattomiksi. Vakaan markan linja oli aikaisempaa varmemmalla pohjalla, ja valuuttaputki oli syytä pitää ennallaan. Indeksien voitaisiin

sallia edelleen lievästi vahvistua putkessa. Finanssipolitiikan kiristäminen loisi mahdollisuuksia alentaa korkotasoa. Rahapolitiikka oli ollut rajoittava mutta varovasti kevenevä. Valuuttavaranto oli hyväksyttävällä tasolla. Markkinakorkojen liukuminen alaspäin olisi hyväksyttävä kehitys. Mahdollisuudet alentaa korkotasoa koettiin kuitenkin rajallisiksi. Korkojen lasku tuskin laukaisisi kysyntäinflaatiota. Peruskoron alentamiseen ei ollut aihetta. Kassavarantojärjestelmä oli syytä pitää ennallaan, kunnes talletusten verokohtelu uudistetaan. Kassavarantovelvoitetta voitaisiin kasvattaa, kun halutaan tiukentaa rahapolitiikkaa.

Toukokuussa 1987 ehdotettiin pitkäaikaisen ulkomaisen luotonoton vapauden laajentamista. Ehdotuksen mukaan ainoa kestävä tapa vähentää markkinoiden toimintaa vinouttavia ongelmia on puuttua niiden varsinaiseen syyhyn. Laajentamalla yritysjoukkoa, joka saa tuoda pitkäaikaista ulkomaista pääomaa, lisätään kilpailua ja tehokkuutta kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla. Samalla eri yritysten asema ulkomaisen rahoituksen suhteen yhdenmukaistuisi ja teollisuusyritysten subventioetu vähenisi. Kuntien ulkomaiseen luotonottoon tulisi kuitenkin toistaiseksi suhtautua pidättyvästi. Kuntien syrjintä johtui johtokunnan nimenomaisesta kannasta.

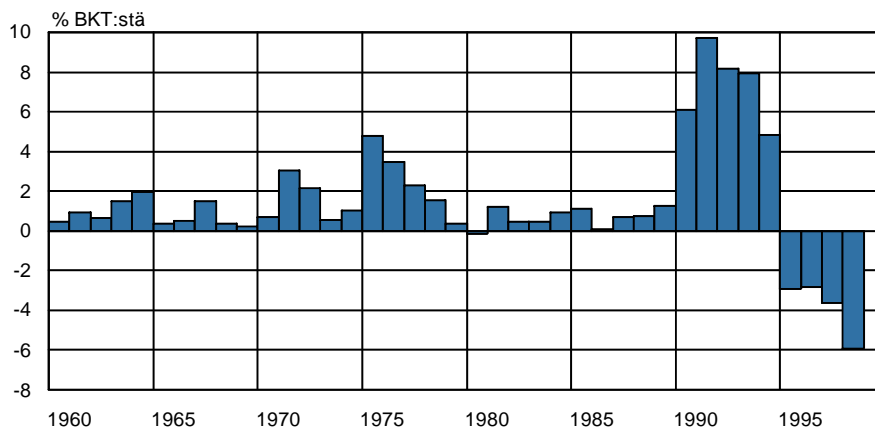
Rahapolitiikan suunnittelupuoli suhtautui yhä torjuvasti nopeaan pääomanliikkeiden vapauttamiseen. Tämän näkemyksen mukaan rahapolitiikan edellytysten tukemiseksi olisi edelleenkin perusteltua rajoittaa valuuttaliikkeitä siltä osin kuin tähän on realistisia mahdollisuuksia. Esitys, jonka mukaan koko yrityssektorin pitkäaikaisen pääoman tuonti pitäisi vapauttaa, voisi nyt vallitsevin näkymin johtaa mitavaan valuuttavarannon kasvuun. Tämä vahvistaisi lyhyellä aikavälillä koronlaskupaineita. Seurauksena voisi olla rahamarkkinoiden liiallinen keveneminen ja tasapainoisen taloudellisen kehityksen vaarantuminen.

Valuuttapolitiikan linja ajoi valuutansäännöstelyn nopeaa poistamista. Koko ajan sitä hiljalleen poistettiin. Esimerkiksi kesäkuusta 1987 väljennettiin ulkomaille tehtäviä suorja sijoituksia – niitä oli jo varsin paljon – tuonnin toimitusluottoja, sijoituksia ulkomaisiin vapaa-ajanasuntoihin ja arvopapereiden hankintoihin. Muutamia keskeisiä rajoituksia oli vielä voimassa. Kaikille alkoi olla vuonna 1987 selvää, että valuutansäännöstelyn aika oli pian ohi ehkä joitakin rajoitteita lukuun ottamatta. Oli vain vaikea tietää, kuinka kauan sen jäänteitä oli syytä ylläpitää.

Valuutansäännöstelyllä oli edelleen rahapoliittista merkitystä, mutta minkä verran, siitä keskusteltiin. Pitkäaikaisen pääoman tuonti oli jatkunut 1980-luvulla tasaisena ja maltillisena (kuvio 66). Suuria vaihteluita oli nähty lyhytaikaisessa pääomassa (kuvio 67). Tosin rajanve-

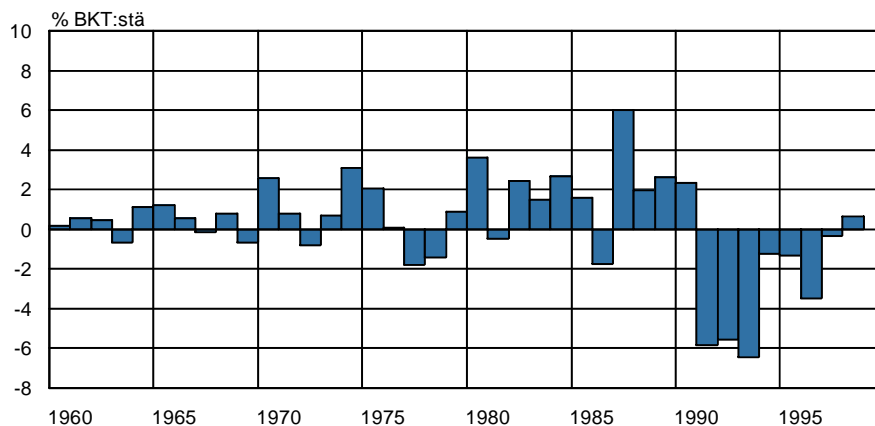
to näiden rahoituserien välille alkoi olla mielivaltainen mm. arvopapereiden jälkimarkkinakaupan laajenemisen vuoksi. Pitkäaikaisen pääoman osalta ulkomaille tehdyt suorat sijoitukset ja arvopaperisijoitukset olivat lievästi vauhdittuneet (kuviot 68 ja 69).

**Kuvio 66. Pitkäaikaisen pääoman tase**



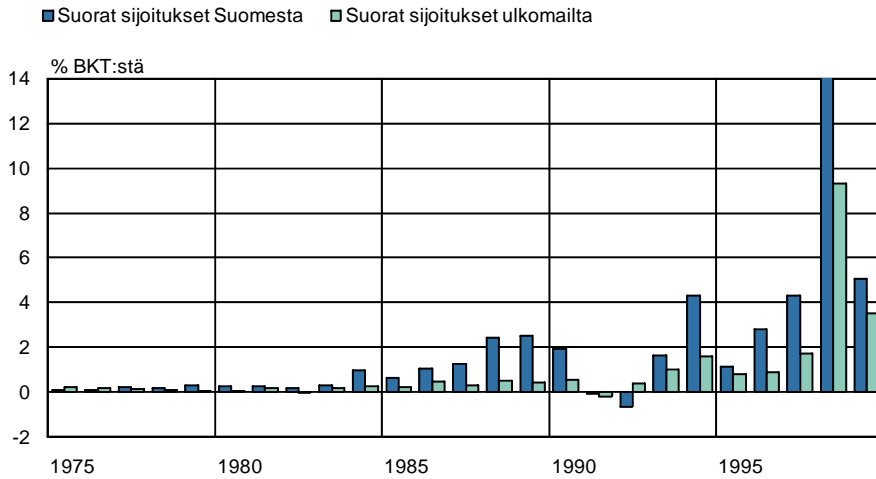
Lähde: Suomen Pankki.

**Kuvio 67. Lyhytaikaisen pääoman tase**



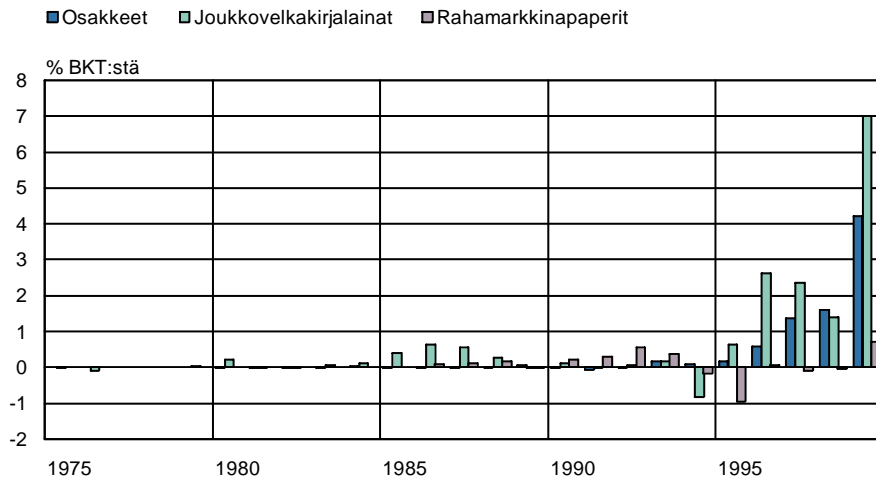
Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 68.

**Suorat sijoitukset: virta**

Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Kuvio 69.

**Arvopaperisijoitukset ulkomaille  
vaateittain: virta**

Lähde: Suomen Pankki.

Säännöstelyjärjestelmä vuoti joka tapauksessa pahasti ja aiheutti ongelmia ja epäoikeudenmukaisuutta. Teollisuusyritysten lähes vapaata pitkäaikaisen pääoman tuontia varten oli ulkomaisen rahoituksen osastolle perustettu järjestelmä, jossa lainoja seurattiin yksityiskohtaisesti.

Tilapäisjärjestelyinä se luotiin kuitenkin sellaiseksi, ettei siitä saanut kunnan tilastotietoja koko pääomantuonnista. Ulkomailta tuotua rahaa valui muillekin yrityksille muun muassa ns. notariaattivaluuttaluottoina, eli teollisuusyritykset antoivat luottoa korkeammalla korolla edelleen säännöstellyille yrityksille.

Ulkomaiset pääomanliikkeet olivat muodollisesti edelleen valtaosin vanhojen tiukkojen rajoitusten piirissä. Säännöstely perustui yhä negatiiviseen periaatteeseen, jonka mukaan kiellettyä on kaikki se, mitä ei ole erikseen säädöksissä sallittu. Tämän periaatteen oli vanhaan katsottu edellyttävän kattavaa ulkomaisten pääomanliikkeiden seuranta ja valvontaa. Seuranta-aineistoista tärkeimpiä olivat ulkomaisten maksujen ja maksuaikojen seuranta (YVT-järjestelmä), pitkäaikaisen pääoman lupien rekisteröinti (ns. UPPOS-järjestelmä), valuuttapankkiluvan mukaisen pankkien ulkomaisen toiminnan valvonta (ns. UR5-lomake) ja neljäntenä termiinisolimusten valvonta.

Näistä muut paitsi valuuttapankkiluvan valvonta perustuivat tapahtumakohtaiseen aineistoon. Sopimus- ja yrityskohtaisen aineiston käytössä piti olla varovainen, etteivät tiedot vuotaisi, eivätkä ne kai koskaan vuotaneetkaan, ainakaan tiedotusvälineisiin. Yrityskohtaisesti aineistoa ei paljon käytettykään, sillä tarve oli vain selvittää, kuinka laajaa, keskittynyttä tai yhdenmukaista suurten yritysten käyttäytyminen oli. Esimerkiksi termiinkäyttäytyminen oli tosiasiaa yllättävän erilaista. Jotkin suuret yritykset eivät käyttäneet termiinimarkkinoita juuri ollenkaan, kun taas joillakin oli laaja ja suhteellisen vakaa suojuskäytäntö. Osa oli niitä, jotka pelasivat aktiivisesti.

\*

Jälkikäteen arvioiden Suomessa epäilemättä kohtalokkain pääomanliikkeiden vapauttamisratkaisu oli yli 5 vuoden ulkomaisen lainanoton vapauttaminen kotimarkkinayrityksille elokuun 1987 alusta. Se koettiin vuotta aiemman teollisuus- ja varustamoluottojen vastaavan liberalisoinnin laajennukseksi, ja sille esitetyt perustelut liittyivät markkinatilanteeseen, eivätkä yleisesti raha- ja valuuttapolitiikkaan. Palveluja kiinteistösektorin ulkomaisen lainanoton vapauttamisella lisättiin kilpailua markkinoilla ja vähennettiin ongelmia, joita oli syntynyt teollisuusyritysten välittäessä näitä luottoja säännöstellyille talouksille. Säännöstelyn piiriin jäivät vielä kunnat sekä asunto-osakeyhtiöt ja kotitaloudet. Vaikka ratkaisua pidettiin yhtenä merkittävimmistä vapautustoimista, se ei herättänyt erityistä huomiota Suomen Pankissa eikä yleisesti sen ulkopuolella.

Suomen Pankin vapautuspäätöksen yhteydessä antamassa tiedotteessa todettiin varsin rohkeasti, että pääoman tuonnin ei arvioida rat-

kaisun johdosta olennaisesti lisääntyvän. Tosiasiassa kuitenkin tämän vapautusratkaisun vaikutukset osoittautuivat hyvin pian aivan erilaisiksi kuin sen perustelut. Tietenkin se poisti säännöstelyn kierron suljettuun yrityssektoriin mutta tuskin vaikutti paljonkaan siihen, että ulkomaiset pankit olisivat suoraan ryhtyneet kilpailemaan suomalaisten pankkien kanssa luotoista suomalaisille yrityksille. Yritysten suora luotonotto ulkomailta ei mitenkään erikoisesti lisääntynyt.

Sen sijaan ratkaisu aiheutti nimenomaan suomalaisten pankkien välittämänä täysin ennakoimattoman valuuttaluottotulvan kotimaan kiinteistö- ja palvelusektoreille eli käyttötarkoituksiin, joihin ulkomaan valuutan määräisiä luottoja ei pitäisi ylipäättään juuri ollenkaan käyttää. Itse asiassa Suomen Pankissa herätti aluksi ihmetystä, mihin lainatulva oikein saatiin uppoamaan. Lainoille ei pitänyt olla aitoa tarvetta. Kiinteistöjen hinnat olivat jo nousussa, mutta eivät heti erikoisen huomiota herättävästi.

Ulkomaankauppaa käyvät yritykset olivat perinteisesti käyttäneet valuuttaluottoja, ja siihen oli totuttu. Suljetun sektorin yrityksiltä ei odotettu tällaista ryntäystä. Suomen Pankkihan oli erityisesti juuri pyrkinyt suojelemaan suljettua sektoria valuuttariskiltä. Nyt uutta vapautta riennettiin täysimäärin käyttämään, epäilemättä pankkien vauhdittamana. Säästöpankkiryhmä toimi tien avaajana. Keskeisenä tekijänä oli tietenkin ulkomaisten lainojen matala nimelliskorko.

Luottojen pituudelle asetettu viiden vuoden alaraja koski yrityksen saamaa luottoa. Pankki saattoi rahoittaa luoton ulkomailta myös lyhytaikaisella rahoituksella, kuten valtaosin tehtiinkin. Lyhytaikaisen ulkomaisen luoton käytön salliminen pankeille yritysten valuuttaluottojen rahoituksessa oli epäilemättä virhe Suomen Pankilta. Toisaalta oli outoa, että pankit katsoivat tällaisen suuren rahoitusriskin omalta osaltaan tarkoituksenmukaiseksi. Pankit eivät selvästikään kokeneet toimintansa ja vakavaraisuutensa joutuneen vaaraan markkinoiden vapautuessa.

Pitkin syksyä oli esillä muitakin mahdollisuuksia pääomanliikkeiden vapauttamiseksi, muun muassa markkamääräisten joukkovelkakirjojen myyntikiellon lieventäminen. Ajatus oli, että lainaa olisi saanut myydä esimerkiksi vuoden tai kahden kuluttua emissiosta. Ratkaisuja ei kuitenkaan tehty. Lokakuun 1987 alusta valuuttapankit saivat kirjoittaa ja ostaa markkaoptioita samoin rajoittein kuin termiinisopimuksia. Suomen Pankki ryhtyi myös tekemään sijoitustodistuskauppoja paikallispankkien kanssa.

Rahapolitiikan kannalta oltiin vuoden 1988 alkaessa tilanteessa, jossa pääomanliikkeet voitiin katsoa likviditeetin ohjauksen kannalta vapaiksi. Tiettyjä sijoituksia ja sijoittajaryhmiä koskevia merkittäviäkin esteitä yhä oli, mutta ne poistettiin lukuisin osittaisratkaisuin seu-

raavien 3–4 vuoden aikana. Markkamääräisiä, liikkeiltään herkimpää ja riskipitoisimpää sijoituksia viivästettiin periaatteessa eniten. Vastaava käytäntö oli muissakin maissa. Täsmällistä suunnitelmaa eri erien poistamisesta ei etukäteen ollut, vaan pääomanliikkeitä vapautettiin tilanteen mukaan niin, ettei vapautustoimilla voimistettu ”perustavia tasapainottomuuksia”. Tämä tarkoitti lähinnä, ettei pääomantuontia mielellään vapautettu, kun oli pääomantuontipaineita, eikä pääoman vientiä vapautettu, kun oli pääomanvientipaineita. Jäljellä olevan valuutansäännöstelyn selkeän vähentämisen katsottiin korostavan sitoutumista kiinteän valuuttakurssipolitiikan linjaan.

Keskeisiä vapautusratkaisuja oli muutamia. Kesällä 1988 vapautettiin yritysten suorat sijoitukset ulkomaille ja väljennettiin arvopaperisijoituksia mutta kiellettiin samalla ns. novaluotot (notariaattivaluuttaluotot), joilla valuuttarahoitusta oli välitetty kotimaassa vielä säännötellyille talousyksiköille. Kesällä 1989 vapautettiin (veropäätöksiä koskevin varauksin) asuntojen ja kiinteistöjen sekä arvopapereiden ym. osto ulkomailta. Samalla pääoman tuonnissa lainojen maturiteetille asetettu 5 vuoden raja lyhennettiin 1 vuoteen, ulkomaankaupan luotot vapautettiin samoin kuin Suomeen tehtävät suorat sijoitukset, jotka tosin olivat jo olleet käytännössä vapaat.

Markkamääräiset uudet obligaatiot vapautettiin lähes viiden vuoden pituisen kiellon jälkeen rajoituksista helmikuussa 1990, samoin osakkeiden myynti ulkomaille. Kesällä 1990 vapautettiin yksityishenkilöiden sijoitukset ulkomaille ja rahoituslaitosten ulkomainen luotonanto. Täysi ulkomaisten pääomanliikkeiden ja valuuttamarkkinatoimintojen vapaus alkoi vuoden 1991 alusta lukuun ottamatta kotitalouksien valuuttalainoja, jotka vapautuivat lokakuussa samana vuonna.

## 3.22 Suomen Pankin organisaatio muuttui liberalisoinnin myötä

Vuoden 1988 alusta toteutettiin Suomen Pankissa melko laaja, mutta lähinnä vain ekonomistiosastoja koskenut organisaatiouudistus. Siinä näkyi markkinoiden vapautumisen vaikutus. Raha- ja valuuttapolitiikka yhdistettiin. Kun pankissa oli tuossa vaiheessa vielä kolme johtokunnan alapuolella olevaa johtajaa, asiat jaettiin heidän johdettaviin ja toisistaan erotettiin suunnittelu, operaatiot ja hallinto.

Rahapolitiikan ja valuuttapolitiikan osastojen tilalle tuli kaksi uutta osastoa. Rahoitusmarkkinaosastolle tulivat säädöksiä, instituutioita ja instrumentteja koskevat asiat, muun muassa viimeisten liberalisointi-



toimenpiteiden valmistelu sekä pankkeja ja arvopaperimarkkinoita koskevien ohjeiden teko samoin kuin osallistuminen pankkeja koskevien lakien ym. valmisteluun. Sinne tuli myös arvopaperimarkkinoita koskeva kehitystyö sikäli kuin Suomen Pankilla oli siihen vaikutusta.

Keskuspankkipolitiikan osastolle tuli varsinaisen politiikan toteuttaminen, kuten korkoja ja valuuttakurssia sekä raha- ja valuuttamarkkinainterventioita koskevien päätösten valmistelu. Institutionaalisista asioista jäi keskuspankkipolitiikan osastolle kuitenkin pankkien keskuspankkirahoitusjärjestelmää koskevien ratkaisujen valmistelu. Rahoitusmarkkinaosaston ja keskuspankkipolitiikan osaston työnjako oli osin epäselvä. Aika pian kassavarantojärjestelmää ja viitekorkoja koskevat asiat siirtyivät keskuspankkipolitiikan osaston hoidettaviksi.

Uudistuksessa lopetettiin ulkomaisen rahoituksen osasto. Osa osastosta muutettiin riskienseurantaosastoksi ja osia liitettiin valuuttantarkkailuosastoon. Kotimaisia markkinaoperaatioita hoitavat markkadiilerit siirtyivät rahoitusosastolta valuuttaosastolle, jonka nimi muutettiin markkinaoperaatioiden osastoksi. Interventiot vaativat päivittäistä ennustetta Suomen Pankin tase-eristä lähiviikoiksi, ja tämä tuli markkinaoperaatioiden osaston tehtäväksi. Markkinaoperaatioiden maksut hoitava back office -toiminto taas yhdistettiin kotimaista yritysluotosta hoitaneeseen rahoitusosastoon, jonka nimi muuttui maksuliikeosastoksi.

Organisaatiouudistuksen yhteydessä järjesteltiin myös yhteistyötä valtiovarainministeriön kanssa yhteistyöryhmien avulla. Näitä työryhmiä oli eri tasoilla. Suomen Pankin ja valtiovarainministeriön keskeiset virkamiehet keskustelivat kerran kuussa lainapolitiikkatyöryhmässä valtion lainanotosta ja rahapolitiikasta sekä niiden yhteensovittamisesta.

Kesällä 1988 valmisteltiin Suomen Pankissa työryhmän mietintö, jossa ehdotettiin Suomen Pankin ohjesäännön korvaamista lailla. Lopujen lopuksi kuitenkin kävi niin, että johtokunta alkoi pelätä muutoksen herättävän keskustelua Suomen Pankin asemasta yleisemminkin. Tästä oli merkkejä. Niinpä Suomen Pankki ja valtiovarainministeriö sopivat vähin äänin lainvalmistelun jäädyttämisestä.

Siirtymävaiheeseen aiheutti pientä lisäliikettä se, että valuuttaindeksin laskennassa ilmeni pieni virhe. Laskenta oli automatisoitu, ja siinä oli ollut huhtikuusta 1987 alkaen 0,3 prosenttiyksikön suuruinen virhe. Onneksi ei kuitenkaan menty lakisääteisten rajojen yli. Indeksien laskutapa oli hankala, painot muutettiin neljännesvuosittain, ja lisäksi oli erityyppinen painojen muutos aina vuodenvaihteessa, kun perusvuosi liukui. Neljännesvuositarkistuksessa vuoden alkupuolella indeksiin olivat menneet vanhat painot. Virhettä väitettiin tietokoneen tekemäksi. Virhe oli pieni siihen nähden, mikä alkuaikoina 1970-luvulla

aiheutti hälyä. Indeksien laskemiseen liittyi muutenkin ongelmia. Esi-merkiksi Tulli korjasi ulkomaankaupan lukuja jälkeinpäin, jolloin ei ollut selvää, mitä lukuja olisi käytettävä. Niinpä käytettiin Tullin alkuperäisen paperijulkaisun lukuja.

Indeksin laskuvirheen merkitys oli pieni, mutta kyseessä oli laki-sääteinen indeksi. Laadittiin tiedote: Valuuttaindeksien laskentajärjestelmässä on havaittu virhe, jonka vuoksi indeksien painoja ja indeksilukuja on muutettu huhtikuun 1987 alusta alkaen. Tarkistukset kohdistuvat lähes yksinomaan vuoden 1987 lukuihin, jotka kohoavat 1.4. lähtien keskimäärin 0,3 indeksipistettä. Korjaus ei vaikuta yksittäisten valuuttojen markkakursseihin.

### 3.23 Rahapolitiikka ja vakauspolitiikka

Suomen Pankille kuuluivat ohjesäännön yleisen tulkinnan mukaan sekä rahapolitiikka että rahajärjestelmän vakauteen liittyvä tehtävä. Viime mainittu oli rajoiltaan epämääräinen, mutta sikäli selvä, että pankkitoiminnan laillisuuden valvonta kuului pankkitarkastusvirastolle. Vaikka ohjesääntö totesi Suomen Pankin tehtäväksi ”Suomen rahalaitoksen pitämisen vakavalla ja turvallisella kannalla”, ohjesäännön muu sisältö viittasi melko puhtaasti suppeisiin keskuspankkipoliittisiin likviditeetin ja luottojen ohjausta koskeviin tehtäviin.

Säännöstelyn aikana tällä Suomen Pankin tehtävien kaksijakoisuudella ei ollut suurta merkitystä, koska säännöstelyjärjestelmässä vakausongelma tuli oikeastaan hoidetuksi rahapolitiikan yhteydessä. Sääntely tosiasiallisesti turvasi pankkitoiminnan vakauden ainakin suurten pankkien osalta. Suomen Pankissa ei myöskään ollut erillistä yksikköä vakauskysymyksiä varten. Riskienseurantaosasto ja rahoitusmarkkinaosasto perustettiin vasta vuoden 1988 alusta. Ne yhdistettiin melko pian.

Organisaatiomuutos heijasteli osaltaan sitä tosiasiaa, että rahoitusmarkkinoiden vapauduttua rahalaitosten ja koko rahoitusjärjestelmän vakaus alkoi olla eri asia kuin markkinaehtoisen rahapolitiikan toteutus. Niin Suomen Pankissa kuin yleensäkin maailmalla vakauskysymykset ymmärrettiin tuohon aikaan liian ahtaasti. Huomio kiinnitettiin nimenomaan yksittäisiin pankkeihin ja niiden yksittäisiin riskeihin. Suomen Pankissakin oli tältä osin tehty jo melkoisesti työtä 1980-luvulla. Oli kuitenkin ollut myös keskustelua siitä, että tarvittaisiin jonkinlaista selvitystä, mm. mallintamistyöskentelyä, sen suhteen, miten koko pankkisektorin riskit kehittyisivät talouden yleisten riskitekijöiden heikentyessä. Aihepiiri koettiin kuitenkin empiirisesti han-

kalaksi, koska säännöstelyn jäljiltä ei ollut kokemusta eikä aineistoa tällaista työtä varten. IMF aloitti myöhemmin – todennäköisesti osin Pohjoismaiden pankkikriisien herättämänä – tämänlaisen kokonaistaloudellisen vakausanalyysin tekemisen eri maista (financial system assessment program, FSAP). Sittemmin on samasta aihepiiristä tehty paljon työtä ns. macro prudential indicators -teeman näkökulmasta.

Muutenkin tällainen rahapolitiikkaan ja vakausvalvontaan liittyvä kaksijakoinen keskuspankin tehtävä oli ongelmallisempi kuin aluksi oivallettiin. Tosiasiassa on vaikea kytkeä vakausasioita rahapolitiikkaan, ja usein on ehdotettukin vakausvalvonnan irrottamista keskuspankista. Kuitenkin käytännön syistä kehitys on johtanut laajalti juuri päinvastaiseen suuntaan, eli rahoitustarkastusta toteuttavat laitokset on kytketty keskuspankin yhteyteen, kuten Suomessakin sittemmin tehtiin. Kummallakin ratkaisulla on hyvät ja huonot puolensa.

Rahapolitiikan kannalta ongelman ydin on siinä, että jos rahapolitiikan yhteydessä ryhdytään ottamaan huomioon myös vakausasioita ja mahdollisesti muitakin, kuten rahoitusmarkkinoiden kehittämisenäkökohtia, rahapolitiikan toteutus helposti kärsii. Tämä on yleinen keskuspankkien ongelma, josta ne eivät pääse eroon. Rahajärjestelmän vakaus johtaa ajoittain keskuspankit tilanteisiin, joissa pankkien ongelmat, jopa niiden kestäkyky, rajoittavat korkopolitiikkaa. Kysymys voi olla pienistä tai isoista ongelmista. Suomessa ongelmat koettiin aluksi pieniksi.

Suomen Pankki irtaantui hitaasti ja asteittain säännöstelystä, millä oli sekä hyviä että huonoja puolia. Säännöstelyyn oli sisältynyt väistämättä paljon tasapuolisuuden korostusta, kuluttajansuojelua ja muuta jonkinasteista moralisointia, joka ei välttämättä sopinut vapaille rahoitusmarkkinoille. Oli ainakin kaksi aihepiiriä, joissa Suomen Pankin hyvää tarkoittanut ohjailu ilmeisesti lisäsi tulevan pankkikriisin ongelmia.

Ensinnäkin oli kysymys sijoitustodistusten homogeenisuudesta. Sijoitustodistusten ongelma yleisenä markkinainstrumenttina oli, että niissä oli pankkiriski. Tämä vaikutti periaatteessa niin, että eri pankkien paperit olivat erihintaisia. Suomen Pankki pyrki kuitenkin pitämään hinnat samoina markkinoiden tehostamiseksi, mutta ilmeisesti myös siksi, ettei muutamien pankkien suppeilla oligopolistisilla markkinoilla syrjittäisi jotakin osapuolta. Tämä osoittautui pian virheeksi, sillä syrjimiselle olisi ollut hyviä perusteita. Tosiasiassa nopeasti toteutettu syrjiminen olisi ollut aiheellinen varoitus ja ilmeisesti myös syrjityn etu.

Toinen vaikutuksiltaan epävarma käytäntö oli Suomen Pankin halu jatkaa vielä luottokorkojen vapauttamisen jälkeen luottojen korkosidonnaisuutta koskevia ohjeita erityisesti asuntoluotoissa. Asunto-

luottoja sai sitoa vain peruskorkoon tai Suomen Pankin julkaisemiin pitkiin viitekorkoihin. Suomen Pankki alkoi julkaista vuoden 1988 alusta pankkien joukkovelkakirjalainojen korkojen perusteella laskettuja 3 ja 5 vuoden viitekorkoja, joita se suositteli käytettäviksi pitkissä asuntoluotoissa. Muunlaisen markkinaehtoisen viitekoron käyttöä ei sallittu asuntoluotoissa tai yli viiden vuoden luotoissa.

Asuntovelallisia korkoriskeiltä suojatessaan Suomen Pankki kuitenkin samalla lisäsi pankkien korkoriskejä tilanteessa, jossa pankkien rahoituksenlähteiden korot muuttuivat nopeasti. Suomen Pankki antoi lokakuussa 1987 uudet henkilöluotto-ohjeet, jotka koskivat lähinnä juuri korkoehtoja. Ohjeet olivat markkinahenkisiä jo siinä mielessä, että vaikka etukäteissäätämistä yhä vaadittiin, sille ei enää asetettu määrättyjä rajoja.

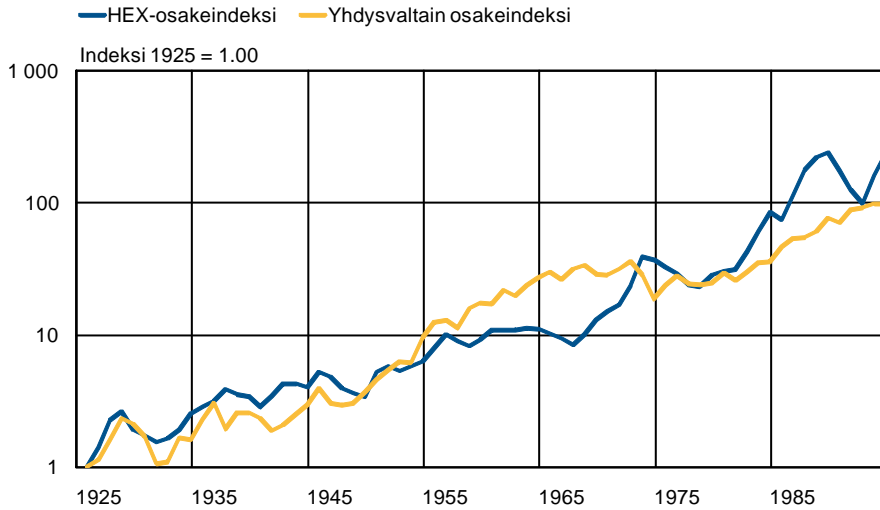
### 3.24 Talouskehitys vuosina 1987–1988

Syksyn 1987 suurin uutinen kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla oli pörssiromahdus. Lokakuun 19. päivänä, ”mustana maanantaina”, osakekurssit New Yorkin pörssissä laskivat 23 %. Federal Reserve Boardin uusi puheenjohtaja Greenspan ilmoitti, että Yhdysvaltojen keskuspankki tulee turvaamaan talouden ja rahoitusjärjestelmän vakauden likviditeettiä lisäämällä. Kansainvälisen talouden verraten huonoon kehitykseen varautuminen oli aiheellista. Kuitenkin myös Yhdysvalloissa osakemarkkinoiden lama jäi tilapäiseksi.

Helsingin pörssin yleisindeksi oli keskiviikkona 28.10. runsaat 11 % alempi kuin 16.10. Vuoden alun tason indeksi ylitti vielä 44 prosentilla. Suomessa kurssien pudotus oli mitätön, sillä kurssit olivat nousseet parissa kolmessa vuodessa kolminkertaisiksi.

Säännöstelykauden jälkivaiheen ilmiöihin 1980-luvulla kuului osakemarkkinoiden kehittyminen ja osakkeiden hintojen huima nousu. Osakekurssien kehitys oli edellisinä vuosikymmeninä seurailut talouskehitystä; osakekurseissa näkyivät 1960-luvun puolivälin ja 1970-luvun puolivälin jälkeiset lamakaudet (kuvio 70). Vuodesta 1982 kurssit nousivat nopeasti, minkä taustana oli säännöstelykauden vaihdoltaan olemattoman pieni ns. maitokauppapörssi. Tosiasiassa osakkeiden aliarvostus ei liene ollut kovin suuri 1980-luvun alkuvuosina. Ajan mittaan Suomen osakeindeksit olivat nousseet suunnilleen samoin kuin Yhdysvalloissa.

Kuvio 70.

**Nimelliset osakeindeksit**

Lähteet: Reuters, Bloomberg.

Monet sijoittajat näkivät markkinoiden vapautuessa suomalaiset osakkeet aliarvostetuiksi. Näin saattoi olettaa, koska suomalaisia sijoittajia oli vähän ja ulkomaisten sijoittajien mahdollisuutta ostaa osakkeita oli voimakkaasti rajoitettu. Niinpä osakkeiden arvo muuttui 1980-luvulla oleellisesti eli lähes kymmenkertaiseksi ja reaalisestikin arvo moninkertaistui. Kova osakekurssien nousu jatkui vielä vuoden 1988 ajan. Osakemarkkinoilla mentiin kuitenkin aivan liian lujaa vuosikymmenen loppua kohti, ja sen jälkeen seurannut korjaus alaspäin oli poikkeuksellisen suuri.

Osakemarkkinat kehittyivät teknisesti. Pörssissä siirryttiin jatkuvaan ATK-pohjaiseen osakekauppaan. Julkihuutoon oli tarkoitus jättää vain joitakin kysytyimpiä osakkeita. Pörssin oma indeksi HEX oli korvaamassa perinteiset Unitaksen ja KOP:n indeksit. Joukkovelkakirjakaupasta puolet tehtiin pörssin ulkopuolella.

Pörssikurssien laskun jarruttamiseksi Yhdysvaltain ja Länsi-Saksan rahaviranomaiset olivat laskeneet korkoja tarjoamalla markkinoille likviditeettiä. Yhdysvaltain dollarin kurssi oli laskenut edelleen suhteessa muihin päävaluuttoihin. Pohjoismaisiin valuuttoihin kohdistui paineita ulkomaalaisten myytyä osakkeitaan ja kotiuttaessa niistä saatuja varoja.

Suomen markka säilyi tällä kertaa jokseenkin vakaana ja vahvistui kruunuihin nähden. Se vahvistui myös putkessa vuoden 1987 aikana,

ja tasainen vahvistuminen jatkui vuonna 1988 lukuun ottamatta kesälä lähinnä novaluottojen kieltoon liittynyttä tilapäistä heikkenemistä.

Raha- ja luottoaggregaattien kasvu oli vuonna 1987 nopeutunut, mutta sen ei odotettu enää kiihtyvän. Lavean rahan kasvun arvioitiin hidastuvan vuoden 1988 lopulle tultaessa 11 prosentin tuntumaan. Pääomantuonnin ohella pankkirahoituksen kasvuun vaikutti markkina- rahan aiheuttamien muutosten jatkuminen. Lisäksi kasvava osa kotitalouksista pystyi hyödyntämään verotusta hankkimalla sekä luottoja että talletuksia. Toisaalta esimerkiksi optiolainoilla kerätyistä yritysten varoista osa sijoitettiin aluksi uudelleen rahoitusvaateisiin, lähinnä lyhyen rahan markkinoille. Osake-emissiot, debentuurit ja optiolainat olivat tulleet yritysten rahoituksessa kilpailukykyiseksi vaihtoehdoksi ulkomaisen rahoituksen ja pankkiluottojen rinnalle.

Tammikuun 1988 lopulla todettiin, että pankkien maksuvalmius oli säilynyt keveänä ja rahamarkkinakorot olivat laskeneet edelleen lievästi. Pankkien luotonannon kasvu oli jatkunut voimakkaana, ja asuntojen hinnat olivat edelleen nopeassa nousussa. Vaihdeettava valuuttavaranto pysyi lähes muuttumattomana joulukuun puolivälin jälkeen, mutta joulukuun lopulla valuuttakurssi-indeksi heikkeni tilapäisesti. Suhdannekehitys näytti jatkuvan rauhallisena. Kansainvälisen talouden kasvun arvioitiin hidastuvan vuonna 1988. Kokonaistuotannon kasvun arvioitiin vaimenevan Suomessakin 2 prosenttiin ulkomaankaupasta tulevien kasvuimpulssien heikentymisen vuoksi. Kasvun arvioitiin jatkuvan samana myös vuosina 1989–1990.

Inflaatiovauhdin odotettiin pysyvän lähivuosina ennallaan noin 4 prosentissa verraten rauhallisen ulkomaankauppahintojen kehityksen ansiosta. Avoimen sektorin kilpailukyky oli kuitenkin heikkenemässä. Vaihrotaseesta oli tullut talouspolitiikan keskeisin ongelma. Vaje oli kasvamassa, vaikka vuoden 1987 vaje jäi vielä 2 prosenttiin BKT:stä. Rakenteellisesti alijäämäiset osat, palveluiden tase ja varsinkin pääomakorvausten tase, eli kasvaneet korkomenot, syvensivät edelleen alijäämää.

### 3.25 Korkopolitiikan ongelma vapautetuilla markkinoilla

Mainosesitys helmikuulta 1987 (korostukset alkuperäisiä):

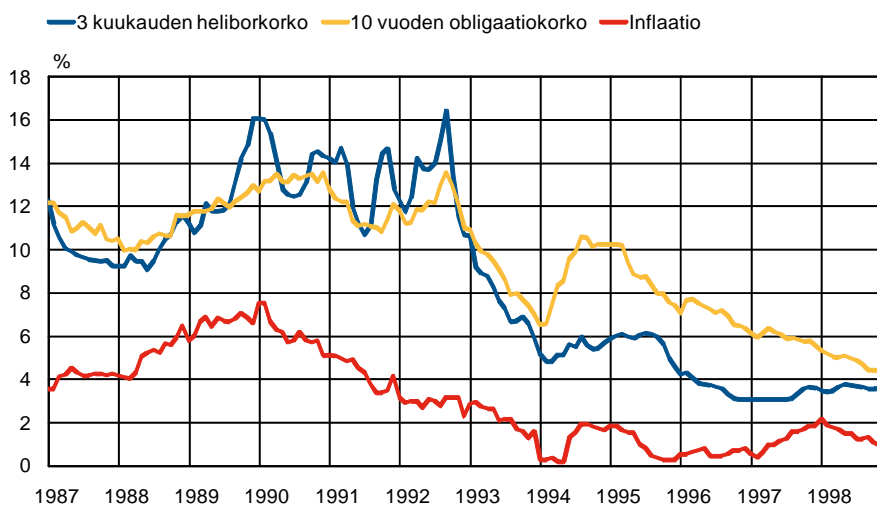
*”Saat sijoitusluottoa Suomalaisesta heti ja keräät kunnan tuoton. Nyt ei sijoittaminen ole kiinni pääomasta tai hyvistä neuvoista. Molemmat saat Suomalaisesta säästöpankista. **Vaikka et vielä olisikaan asiakkaamme.** Sijoitus-*

*luotolla voit ostaa kaikkia pörssissä, OTC- ja meklarimarkkinoilla noteerattavia osakkeita ja verollisia joukkovelkakirjoja tai tehdä talletuksen Sijoitustilille. Kun sijoitat luottosi viisaasti, kasvaa pääomasi vuosi vuodelta. Niin paljon, että kun maksat Sijoitusluoton viiden vuoden päästä takaisin, keräät kunnan tuoton. Ajattele, mitä Sijoitusluotto merkitsee Sinulle: pääset mukaan sijoittamiseen ja kunnan tuottoon ilman aiempaa kokemusta, heti. Valitse itse sijoitusluottosi määräksi 30 000–100 000 markkaa. Ulkopuolisia vakuuksia et yleensä tarvitse.”*

Kassavarantovelvoitetta kasvatettiin vuoden 1988 alkukuukausina. Toukokuuhun mennessä se oli jo 7,0 % ja vuoden lopussa 7,8 % eli lähellä ylärajaansa. Maaliskuussa Suomen Pankki myönsi vielä vanhan perinteen pohjalta satovahinkojen jälleenrahoituslainoja, mikä lie-nee ollut vanhanmallista paikallispankkien tukemista. Valtaosa koko laina- ja talletuskannasta oli yhä peruskorkosidonnaista. Lokakuussa päivätalletuskorko alennettiin 7,5 prosentista 4 prosenttiin ja päiväluottokorko korotettiin 11 prosentista 13 prosenttiin. Poikkeuksellisen suurella lisäeriyttämisellä tehostettiin voimakkaasti pankkien välisten markkinoiden toimintaa.

Kassavarantovelvoitteen kasvattaminen ja epävarmuus tulevasta taloudellisesta kehityksestä nostivat korkoja vuonna 1988 (kuvio 71). Korkojen nousun arvioitiin muodostuneen, ehkä interventiopolitiikan vuoksi, tilapäisesti jopa liialliseksi taloudelliseen tilanteeseen nähden. Tämä johti valuuttaindeksin vahvistumiseen ja tilapäiseen valuuttojen ostoon valuuttamarkkinoilla.

Kuvio 71. Suomen korot ja inflaatio



Lähde: Suomen Pankki.

Toukokuun 3. päivänä 1988 päätettiin nostaa peruskorko 7 prosentista 8 prosenttiin. Perusteluiksi todettiin, että kokonaistuotanto on kulu-  
neen talven aikana lisääntynyt odotettua ripeämmin. Samalla talouden  
tasapaino oli heikentynyt. Vaihrotaseen vaje oli edellisenä vuonna  
9,2 mrd. markkaa ja näytti muodostuvan vähintään yhtä suureksi  
vuonna 1988. Kevään palkkatkaisu olivat selvästi ylimitoitettuja.  
Peruskoron korotus nosti kotitalouksien reaalkorkoja. Sen katsottiin  
keskuspankin välineistä parhaiten kannustavan säästämistä ja hillitse-  
vän kulutusta.

Peruskoron nostolla oli vain vähäinen vaikutus markkinakorkoihin.  
Pääomaa oli tuotu edelleen runsaasti, ja se oli vahvistanut valuutta-  
kurssi-indeksiä, joka oli huhtikuun alkupuolen jälkeen pysynyt piste-  
luvun 102 alapuolella eli lähellä indeksin vahvaa laitaa. Osaltaan tä-  
hän oli vaikuttanut myös ulkomaalaisten kiinnostus markkasijoituk-  
siin, sillä vuoden 1988 puolella keväeseen mennessä ulkomaalaisten  
markkasaamiset termiinimarkkinoilla olivat lisääntyneet runsaat 4  
mrd. markkaa.

Ulkomaisen pääoman nettotuontia hillittiin erillispäätöksin. Kesä-  
kuussa 1988 Suomen Pankki kielsi ns. notariaattivaluuttaluotot, joita  
valuuttaluottoihin oikeutetut yritykset olivat välittäneet suoraan tai  
notariaattien kautta yhä säännöstellyille talousyksiköille (kunnille,  
asunto-osakeyhtiöille tai kotitalouksille). Pääomanliikkeiden vapaut-  
taminen koski pääoman vientiä. Merkittävää oli, että elokuussa 1988  
yritysten suorat sijoitukset ulkomaille vapautettiin luvanvaraisuudesta.  
Myös ulkomaisiin arvopapereihin sijoittamista koskevia rajoituksia  
väljennettiin.

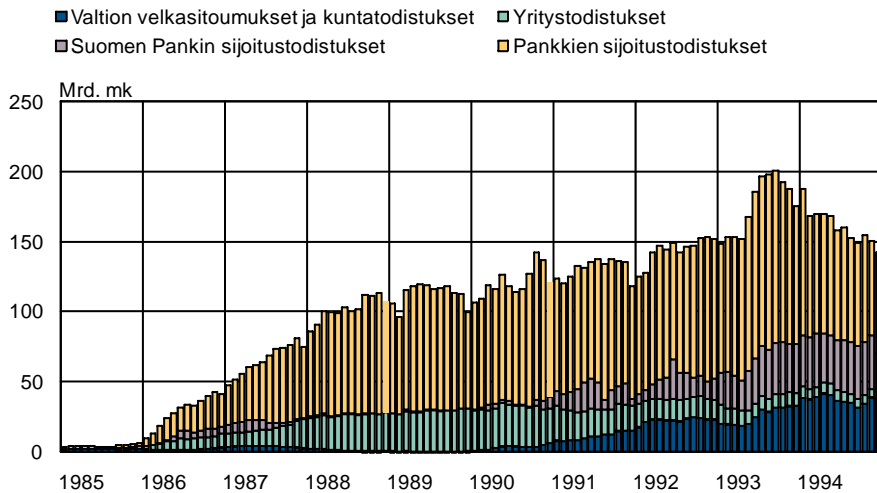
Rahoitusmarkkinat laajenivat nyt erittäin nopeasti monilta osiltaan.  
Eriyisen raju oli sekä kotimaisen markkinaottolainauksen että pank-  
kien välittämän ulkomaisen rahoituksen kasvu. Pankkien sijoitustodis-  
tusten määrä alkoi lisääntyä moninkertaiseksi vuoden 1987 alusta, kun  
ne vapautettiin kassavarantovelvoitteesta. Rahamarkkinainstrumen-  
tien määrä kasvoi 1980-luvun viime vuosina melkein nollatasolta yli  
100 mrd. markkaan eli suunnilleen 25 prosenttiin BKT:stä (kuva 72).

Valuuttaluottojen määrä lähti vähän viivästyneenä lähes vastaa-  
vaan kasvuun elokuun 1987 vapautusratkaisun jälkeen. Korkoerolla  
oli tähän suuri vaikutus varsinkin kun pankit, ehkä eniten juuri säästö-  
pankkiryhmä, markkinoivat erityisesti ”halpakorkoisia” Japanin jenin,  
Sveitsin frangin ja muiden vahvimpien valuuttojen määräisiä lainoja  
sekä näistä valuutoista koottuja korilainoja. Niiden korot olivat alle  
puolet Suomen koroista, kun Suomen korot olivat 10 prosentin seu-  
duilla.



Kuvio 72.

## Rahamarkkinainstrumentit

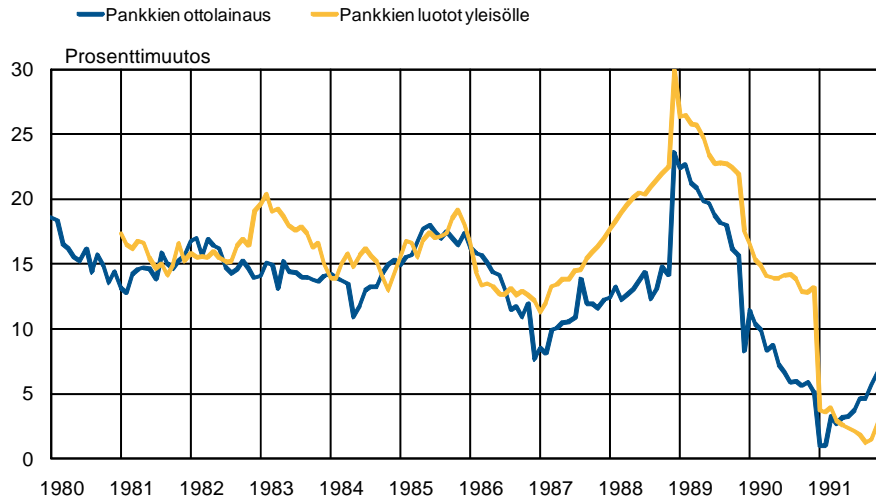


Lähde: Suomen Pankki.

Tällaisten lainojen valuuttakurssiriskistä puhuttiin julkisuudessaakin, mutta pahimmillaan niin, että korkoero oli niin suuri, että valuuttalainat kestivät ikään kuin ”normaalin” devalvaation. Teoriassa näin olikin, mutta juuri siitä syystä lainoja ei olisi pitänyt ottaa: ne eivät olleet periaatteessa ajan mittaan edullisempia kuin korkeakorkoiset markkalainat, mutta niihin liittyi satunnaisen suuren kurssimuutoksen riski. Ilmeisesti oli aika paljon ajatuksia ja sopimuksiakin pankkien ja yritysten välillä pyrkiä suojaamaan lainat termiinioperaatioin mahdollisen devalvaation uhatessa, mutta todellinen valmius kurssiriskin hoitamiseen oli huono – Suomen Pankin eduksi.

Pankkien markkaluottojen kasvu oli vaimeampaa, mutta sekin liiallista (kuvio 73). Erityisesti paikallispankkien markkaluottojen kasvuvauhti oli nopeaa. Oli kuitenkin vaikeaa arvioida, mikä oli liiallista markkinoiden vapautumisen oloissa. Vaikka Suomen rahoitusjärjestelmä oli pankkikeskeinen, se oli kansainvälisesti vertaillen pieni. Kotitaloudet säästivät suhteellisen vähän – julkinen sektori ja yritykset säästivät – ja lisäksi inflaatio oli syönyt rahoitusvarantoja. Tässä tilanteessa oli odotettavissa ja toivottavaakin, että niin kotitalouksien kuin yritysten rahoituserissä lähestyttäisiin selvästi kansainvälisiä tasoja.

Kuvio 73.

**Pankkien ottolainaus ja luotot**

\* Sarjojen jatkuvuudessa on ongelmia pankkijärjestelmän muutosten vuoksi.  
Lähde: Suomen Pankki.

Vedottiin myös ns. finanssikierron korjautumiseen eli katsottiin luonnolliseksi, että pankkien taseet laajenivat säännöstelyn päättymisen jälkeen, kun taseiden ohi kierrätetty raha palasi taseisiin. Perinteisten markkatalletusten ja rahamäärien lisäys ei ollutkaan poikkeuksellinen; vuosikasvu oli vuonna 1987 ja vähän sen jälkeenkin vain 12–13 prosentin seuduilla. Kuitenkin rahoituksen kasvua pidettiin Suomen Pankissa koko 1980-luvun loppuvuosien ajan aivan liiallisena. Seuranta-kokouksissa melkein pä kauhisteltiin, mihin rahoitus mahtaa purkautua. Uskottiin ja toivottiin, että yritykset ja pankit, jotka itse olivat yleisesti halunneet säännöstelyn lopettamista, osaisivat hoitaa asiansa.

Rahoituskasvun veturina toimivat yllättäen säästöpankit. Tämä vanhastaan peruspankkitoimintaa painottanut ryhmä laajeni vielä 1980-luvun alkupuolella muita pankkiryhmiä rauhallisemmin luotonannossaan ja valuuttaluottojen käytössä. Pitkäaikainen vähittäinen jääminen jälkeen aiheutti osaltaan sen, että säästöpankkiryhmä omak-sui 1980-luvun puolivälin vapautuvissa oloissa voimakkaan kasvustrategian. Säästöpankkeja oli suurennettu, niitä oltiin yhdistelemässä lukumäärältään sadoista kymmeniksi ja niille rakenneltiin markkinahenkinen toimintamalli – erityisesti tämä koski keskusrahallaitosta Skopia.

Linjanveto oli sinänsä ymmärrettävä. Markkinat olivat muuttumassa kilpailullisiksi, ja kapasiteettia oli Suomen pankkisektorissa aivan liikaa. Saattoi olettaa, että nopea pärjää ja syö hitaat. Konttoreita ja

henkilökuntaa oli vaikea vähentää. Niinpä laskeskeltiin, että rahoituksen määrällisellä kasvulla ongelma hoituu. Tosiasiassa pankkien raskaita kuluja saatiinkin 1980-luvun lopun nopealla laajenemisella supistumaan, mutta lähinnä vain suhteessa taseeseen. Kaiken kaikkiaan suomalaiset pankit pääsivät rohkealla luotonannollaan keskimääräisiin pohjoismaisiin lukuihin (kuvio 74).

Säästöpankkiryhmän laajeneminen alkoi hillittömänä markkina-  
rahaan ja ulkomaiseen velkaan perustuvana luotonantona ja sijoitus-  
toimintana. Vuoteen 1990 mennessä säästöpankit nousivat muutama-  
sa vuodessa valuuttaluottojen välittäjinä luottokannan määrässään  
hetkellisesti maan kärkeen (kuvio 75). Suurimmat säästöpankit saivat  
1980-luvun lopulla tasapuolisuuden vuoksi valuuttapankkioikeudet ja  
keskuspankkirahoitusoikeuksiakin. Laajenemisstrategia meni nopeasti  
erityisesti suurissa kaupunkisäästöpankeissa lähes kaikessa liiallisuuk-  
siin. Asenne yleisiin talousongelmiin unohtui: Ei vaihtotase ole pank-  
kimiesten ongelma. He tekevät rahaa.

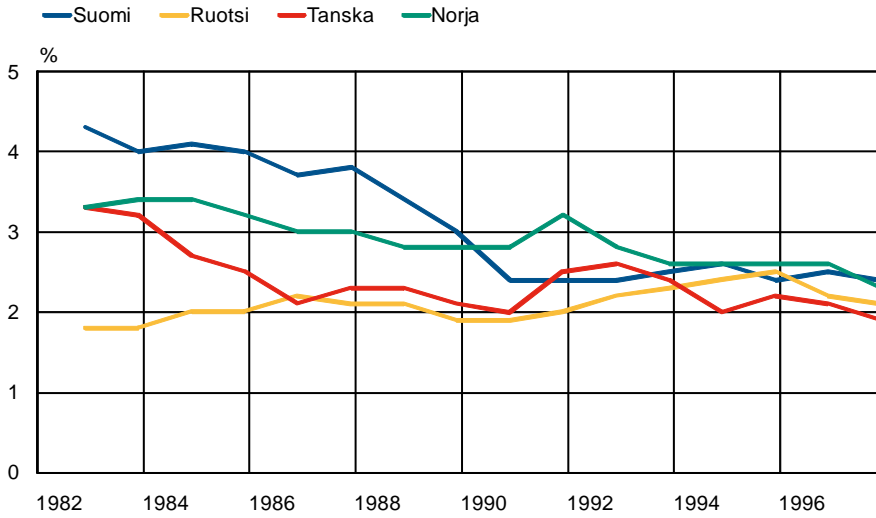
Säästöpankkiryhmä oli Suomen perinteisistä viidestä pankista tai  
pankkiryhmästä ylipäätään suurin, reilun neljänneksen markkinoista,  
eikä sen aggressiivinen laajenemisstrategia voinut koskea vain sitä  
itseään. Se tuntui väistämättä jo sinänsä koko kansantaloudessa. Li-  
säksi Suomessa pankkien kilpailu oli perinteisesti painottunut markki-  
naosuuskilpailuun. Niinpä muut pankkiryhmät vastasivat lähes samal-  
la mitalla ja lähtivät voimakkaaseen laajenemiseen, erityisesti Kansal-  
lispankki (kuvio 76). Tilannetta pahensivat yleinen varallisuushinnoil-  
la keinottelu ja spekulatiiviset yrityskaupat. Kaikki kuvittelivat rikas-  
tuvansa pääomavoitoilla, vaikka pääomavoitot ovat koko talouden ta-  
solla pitkän päälle lähinnä nollasummapeliä.

Pankkien antamissa yritysluotoissa ulkomaan rahan määräisten  
luottojen kanta ylitti vuosikymmenen vaihtuessa markkaluottojen  
määrän (kuvio 77). Eri toimialoista maltillista kasvu oli lähinnä vain  
teollisuudessa ja maataloudessa, joissa luottokanta kasvoi 1980-  
luvulla noin kaksinkertaiseksi. Useimmilla muilla toimialoilla, etenkin  
kaupassa ja majoituksessa samoin kiinteistöalalla, erityisesti juuri va-  
luuttaluottojen kasvu oli raju.

Suomen Pankki kohtasi 1980-luvun loppuvuosina yhtä aikaa sekä  
markkinoiden vapauttamisen aiheuttaman rahapolitiikan otteen mene-  
tyksen että hyvin aggressiivisen laajenemishakuisen pankkikilpailun.  
Talous oli vastoin ennusteita villiintymässä voimakkaaseen velkave-  
toiseen noususuhdanteeseen.

Kuvio 74.

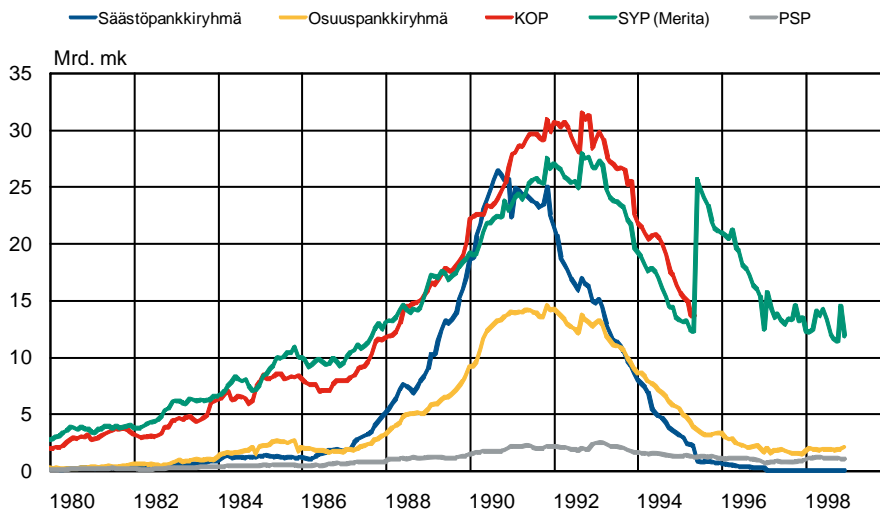
**Pankkien kulut suhteessa saamisiin**



Lähde: Kansalliset keskuspankit.

Kuvio 75.

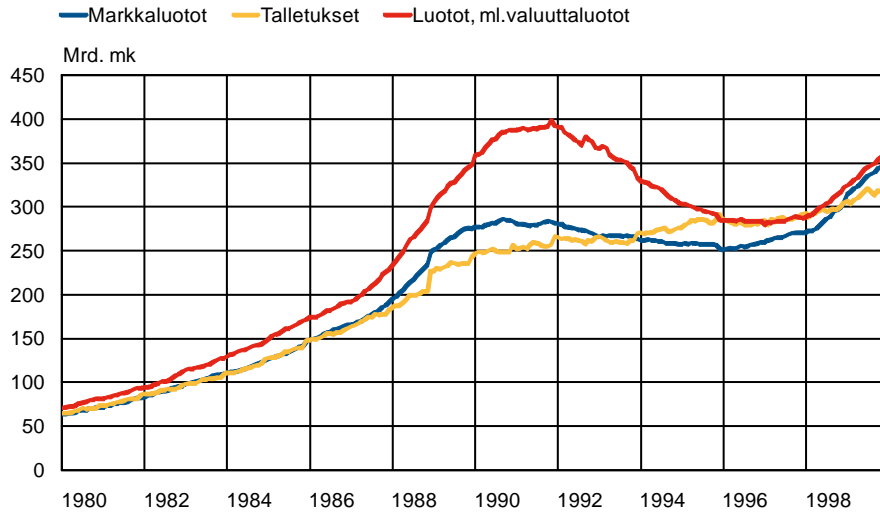
**Pankkien valuuttaluotot**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 76.

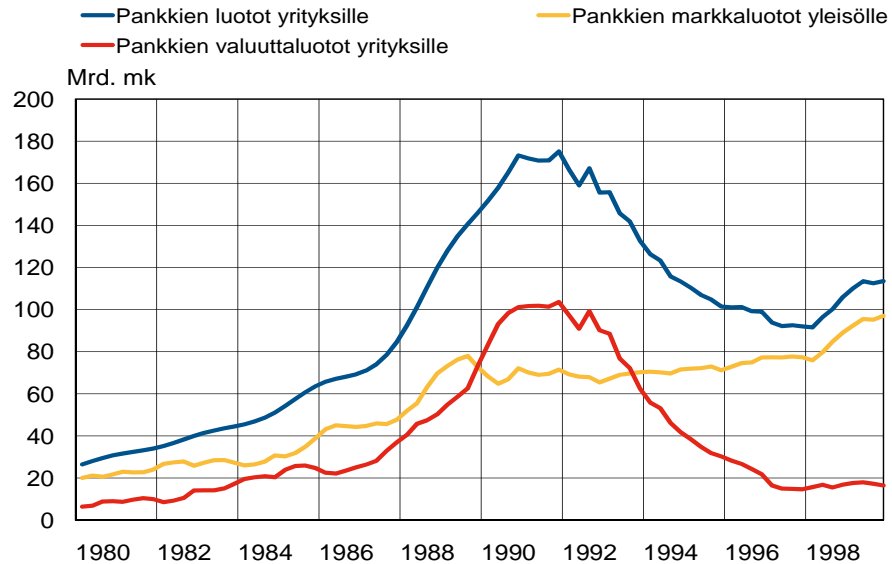
### Pankkien luotto- ja ottolainauskanta



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 77.

### Pankkien markka- ja valuuttaluotot



Lähde: Tilastokeskus.

Rahapolitiikan valmistelussa vuoden 1988 alkupuolella ylikuumenemisen riski korostui jonkin verran enemmän kuin talousennusteissa. Näköpiirissä oleviksi uhkatekijöiksi politiikan kannalta koettiin suuret palkkojen nimelliskorotukset ja kotimaisen kysynnän kehitys. Etenkin yksityinen kulutus saattoi muodostua ennakoitua vahvemmaksi, idävienti vaikeutua öljyn halpenemisen vuoksi ja finanssipolitiikka muuttua löysähköksi sekä elvyttämispaineiden että verouudistuksen vuoksi.

Tässä tilanteessa ei Suomen Pankilla katsottu olevan mahdollisuuksia vaikuttaa olennaisesti kehityksen suuntaan. Interventio-politiikalla oli tarkoitus ylläpitää valuuttaputken sallimissa rajoissa mahdollisimman korkeaa korkotasoa kuitenkin siten, että valuuttavaranto ei olennaisesti kasvaisi. Oli mahdollista nostaa päiväluottokorkoa ja alentaa päivätalletuskorkoa, jolloin markkinakorkojen herkkyys pankkien maksuvalmiuden suhteen lisääntyisi. Interventioita voitiin kokeilla pitkissä maturiteeteissa. Kassavarantovelvoitetta oli edelleen syytä kasvattaa kevään aikana. Valtion lainanottoa piti siirtää suunniteltuaakin enemmän kotimaisille markkinoille.

Valuutansäännöstelyä ei enää pidetty keinona lisätä rahapolitiikan tehokkuutta. Valuuttavarannon likviditeettivaikutusten takia korkopolitiikka alkoi olla melko tehotonta. Toisaalta ei voitu lähteä siitäkään, että kiristävä korkopolitiikka voisi johtaa likviditeettilisäyksen vuoksi ekspansiiviseen kysyntävaikutukseen. Vaikka pääomantuonti lisäsi koron nousun myötä rahamarkkinoiden likviditeettiä, koron nosto kaiken kaikkiaan kuitenkin hillitsi kysyntää. Keskuspankki saattoi lyhyellä aikavälillä vaikuttaa korkoihin lähinnä siitä syystä, että sijoittajat kaipasivat korkonäkemyistä ja ovat tottuneita hakemaan sitä keskuspankin suunnalta.

Ulkomaisten pääomanliikkeiden vapauduttua ja valuuttakurssin pysyessä kiinteänä rahapolitiikka oli tosiasiasa menettänyt pääosin tehonsa. Yritykset nostaa korkoja johtivat siihen, että lainanotto suuntautui ulkomaille, mikä lisäsi kotimaisten pankkien likviditeettiä ja sai ne entistä innokkaammiksi myöntämään myös markkaluottoja.

Johtokunnan seminaarissa toukokuun 1988 lopulla käsiteltiin keskuspankkipolitiikkaa säännöstelemättömillä markkinoilla. Suomen Pankin mahdollisuudet ohjata markkinakorkoja olivat rajalliset. Korot eivät vaikuttaneet riittävästi kotimaiseen kysyntään, vaihtotaseeseen tai inflaatioon. Markkinainterventiot olivat lisänneet teknistä joustavuutta. Kotitaloudet olivat korkosokeita, ja yritykset voivat käyttää ulkomaisia luottoja. Valuutansäännöstely oli vaikeaa. Mahdollisesti voitaisiin käyttää veroja ja talletusvelvoitteita. Laajempi valuuttaputki voisi olla uskottavampi. Olisi lisääntyvässä määrin lähdeittävä siitä, että koron sallitaan asettua siten kuin valuuttavarannon ylläpitäminen edellyttää. Vastuu stabilisaatiosta kuului finanssipolitiikalle.

Puhuttiin valuuttakoreista, eri mahdollisuuksista sitoa markka; oli eukori, Saksan markka. Paineet Suomen valuutansäännöstelyn liberaalisoimiseksi olivat edellisinä vuosina kasvaneet. Periaatteellista kannanottoa vaativia hakemuksia saapui Suomen Pankkiin jatkuvasti. Säännöstelyn purkamista edellyttivät OECD ja EY. Muut Pohjoismaat olivat purkamassa valuutansäännöstelyn. Suomalaisille tulisi antaa samat mahdollisuudet toimia. Pääomanliikkeissä oli jo suuri herkkyyttä, ja säännösten kiertäminen oli yleistä. Jäljellä oli yhä runsaasti rajoituksia, markkamääräisiä rajoja ym.

Toukokuussa 1988 esitettiin Suomen rahapolitiikkaa IMF:n valtuuskunnalle. Voimakas kotimainen kysyntä pakotti vuonna 1987 rajoittamaan korkojen laskua, mikä aiheutti suuren pääomantuonnin. Varanto lisääntyi, ja indeksi laski alarajalle. Suomen Pankki yritti rajoittaa monetaarista kasvua kassavarantovelvoitteella. Se ei ollut tehokas, mutta sillä oli ilmoitusvaikutus ja se oli halpaa Suomen Pankille. Lisäksi rahoitus oli vakaampaa kuin sijoitustodistukset. Vaikka korot olivat niin korkeat kuin mahdollista, politiikka ei purrut. Toivottiin asuntoluottojen verovähennysoikeuden supistamista, mutta kotitaloudet eivät olleet korkoherkkiä. Asuntojen hinnat olivat kallistuneet rajusti, ja osakekurssit nousivat. Pankkien ulkomainen velka oli jo yhtä suuri kuin maan koko ulkomainen nettovelka.

Arviossaan IMF:n tutkijoilla ei ollut paljon uutta. Hekin pelkäsivät vaihtotaseen vajauksen kasvua. Rahapolitiikkaa ei ollut mahdollista paljon kiristää. Peruskorkoa voisi nostaa, mutta se oli poliittinen päätös ja olisi epäpoliittisoitava. Rahajärjestelmän uudistamisessa oli edistytty paljon. Finanssipolitiikka oli liian löysää.

Suomen Pankkiin syntyi kaksi koulukuntaa. Pienempi, pääjohtajankin edustama näkemys katsoi, että korkoa ei pitänyt pyrkiä nostamaan, koska se johti pääomantuonnin vuoksi likviditeetin lisäykseen ja luotonannon tosiasialliseen kasvuun. Ekonomistien enemmistö taas katsoi, että koron nostolla oli joka tapauksessa enemmän luottojen kasvua hillitsevää kuin sitä kiihdyttävää vaikutusta. Korkopolitiikka jäikin sitten kompromissina vaisuksi. Suomen Pankilla ei ollut edellytyksiä varsinkaan kiinteän kurssin ja vapaiden pääomanliikkeiden valitessa hallita tilannetta ohjauskorolla. Tämä tiedettiin, mutta sitä ei Suomen Pankista oikein selvästi julkisuuteen sanottu – eikä ehkä täysin myönnetty itsellekään. Voitiin yrittää vielä turvautua poikkeuksellisiin menetelmiin ja valuuttakurssiin.

## 3.26 Toissijaisia politiikkavälineitä vuosina 1988–1989

Vuoden 1989 alusta lopetettiin säännöstelyaikakauden yhden rakenne-tavoitteiden instrumentin käyttö, kun Suomen Pankki lopetti kotimaiset yritysluottojärjestelynsä. Kotimaisten toimitusluottojen rahoitus, uusvientiluotot ja lyhytaikaiset vientiluotot häipyivät historiaan. Niiden määrää oli jo edellisinä vuosina voimakkaasti vähennetty. Uusia sopimuksia ei nyt enää tehty, mikä osaltaan hiukan vähensi likviditeettiä markkinoilla. Hiljalleen kuolettavia KTR-luottoja säilyi taseessa tosin vielä pitkälle 1990-luvulle. Suomen Pankin tase alkoi olla keskuspankirahoitusjärjestelyineen pelkistetty markkinatalouden keskuspankin tase.

Työmarkkinoiden ja talouden vakautussopimukseen liittyvästi peruskorkoa alennettiin tammikuun 1989 alusta 8 prosentista 7,5 prosenttiin, vaikka koronlasku ei sopinut ollenkaan suhdannetilanteeseen. Helmikuussa kassavarantovelvoite kasvatettiin sopimuksen kattoon, 8 prosenttiin. Kolmen kuukauden helibor oli tammikuun alussa 11,5 % ja loppupuolella 10,5 %. Pankkien luotonannon kasvussa olivat edelleen korostuneet uudet osittain epäterveet piirteet.

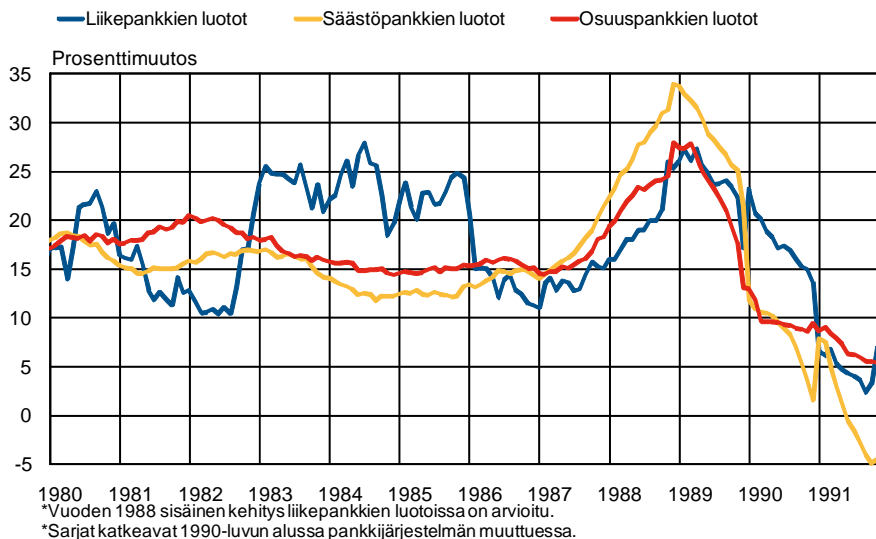
Pankkien luottojen kasvu vuonna 1988 osoittautui tavattoman nopeaksi, lähes 30 prosentiksi. Säästöpankkien luotot lisääntyivät melkein 35 % (kuvio 78). Luottojen lisäys johtui paljolti siitä, että vuoden 1989 alkuun ajoittui suuria verojärjestelmän uudistuksia, ennen kaikkea myyntivoittoverotuksen kiristäminen, joka lisäsi vuoden 1988 loppulla voimakkaasti yrityskauppoja ja aiheutti näin luottojen ja talletusten poikkeuksellista kasvua. Suomen Pankki ajoi talletusten lähdeveeroa ja velkojen verovähennysoikeuden merkittävää rajoittamista, mutta tässä vaiheessa vain velkojen verovähennysoikeuksia jonkin verran rajoitettiin.

Talletusten verottomuutta alettiin kuitenkin karsia. Matalakorkoiset käyttelytilit säilyivät verottomina. Kahden vuoden talletustili jäi vuoden 1989 alusta ainoaksi verottomaksi määräaikaistiliksi, ja vaikka sen korko putosi kaksi prosenttiyksikköä, joulukuussa noille tileille ilmaantui yli 30 mrd. markkaa. Kahden vuoden määräaikaistilille sai maksaa verottomasti korkoa, joka oli 2 prosenttiyksikköä (1 prosenttiyksikkö joulukuusta 1989 alkaen) alle peruskoron.



Kuvio 78.

## Pankkiryhmien luottojen kasvu\*



Lähde: Suomen Pankki.

Vuoden 1989 alussa oltiin toiveikkaita. Suomen kansantalouden kasvunäkymät todettiin edelleen suhteellisen hyväksi, kuitenkin osaksi ulkoisen tasapainon kustannuksella. Mahdollisuudet kuluttajahintojen nousun vaimentumiseen olivat kohtalaiset. Työvoimakustannusten nousu hidastui. Merkittävin inflaation hidastumista rajoittava tekijä oli asuntojen hintojen nopea nousu. Asuntojen hintojen vuositason nousuvauhti oli suurimmillaan marraskuussa 1988, noin 45 %. Tammi-kuussa 1989 nousu oli vielä noin 33 %. Kuluttajahintaindeksin nousun joulukuusta joulukuuhun arvioitiin ehkä ylittävän 4 prosenttiin asetettua indeksikynnyksen. Vaihtotaseessa oli itseään voimistavan alijäämän uhka.

Ulkomaisten velan nopean kumuloitumisen myötä kansantalouden alttius kansainvälisestä taloudesta tuleville ja kotimaisten tulonjakopaineiden aiheuttamille häiriöille lisääntyi. Ulko- ja kotimaisten taloudenpitäjien käyttäytymistä sävyttivät spekulatiiviset odotukset. Hinta- ja kustannuskehityksen hidastumisesta huolimatta avoimen sektorin kilpailukyky oli heikkenemässä edelleen vuonna 1989. Verouudistuksen jatkoon toteuttamista vuonna 1990 talouden sisäistä ja ulkoista tasapainoa tukevalla tavalla pidettiin tärkeänä.

Vakaan markan linjan katsottiin muodostavan yhden vakautuksen jatkoon onnistumisen edellytyksistä. Markkinakorot nousivat jo senkin vuoksi, että kansainväliset korot kohosivat ja vaihtotaseen alijäämä

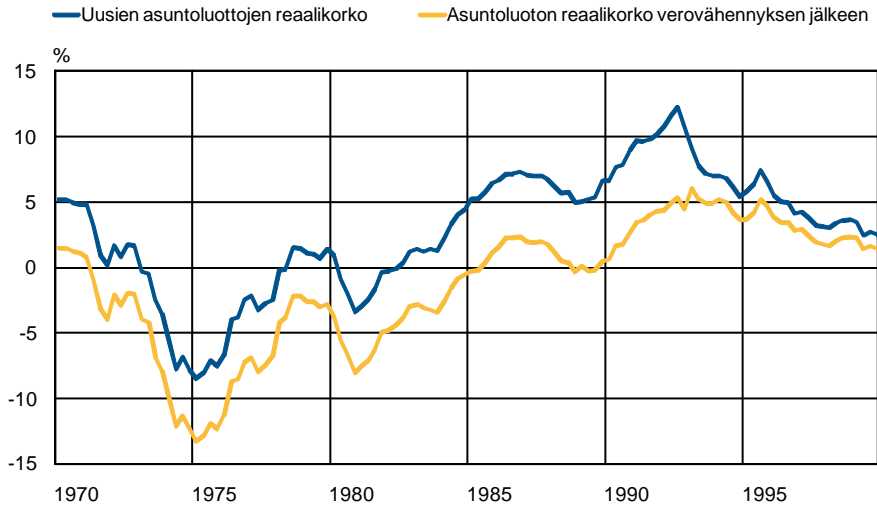
kasvoi. Korkojen nousu vähensi kysyntäpaineita. Markkinakorkomekanismi saattoi tehdä epätasapainojen sopeutumisen tasaisemmaksi kuin säännöstelyn aikana. Kotitalouksien velkojen korkojen vähennysoikeuden toteutettu osittainen rajoittaminen ja velkaantumistasen jyrkkä nousu lisäsivät koron kysyntävaikutusta, joskin veron jälkeinen reaalkorko oli nollan tienoilla (kuvio 79). Muuten reaalkorot olivat viiden prosentin luokkaa. Tosin ne olivat inflaation kiihtymisen myötä hiukan alentuneet.

Kesäkuun 1988 alussa Suomen Pankki antoi pankeille ohjeet antolainauksessa sovellettavista koroista. Oli mahdollista sopia kaikkien luottojen korot kiinteiksi. Asuntolainoissa piti käyttää peruskorkoa tai Suomen Pankin laskemia ja julkaisemia 3 ja 5 vuoden viitekorkoja (kuvio 80). Muissa vaihtuvakorkoisissa lainoissa sai käyttää 1–12 kuukauden heliborkorkoja tai muita julkisia rahamarkkinakaupoissa sovellettavia korkoja, Suomen Pankin päiväluotto- tai päivätalletuskorkoa taikka näiden johdannaisia. Näiden korkojen käyttö asunnon hankinnan yhteydessä oli perusteltua vain väliaikaisrahoituksessa. Peruskorkosidonnaisen luoton korkoa oli suotavaa muuttaa vain Suomen Pankin peruskoron muuttuessa ja tällöin yhtä paljon kuin peruskorko muuttuu. Pieniä joustoja kuitenkin eri syistä hyväksyttiin.

Suomen Pankin oman luotonannon lopettamisen ohella rahamarkkinoita kiristivät erilaiset erityistalletukset erityisesti juuri vuonna 1989 (kuvio 81). Valtio lisäsi suhdannetalletuksiaan ja teki vuoden lopulla suuren, lähes 4 mrd. markan kassavaratalletuksen. Yritysten investointi- ja alushankintatalletukset lisääntyivät samoin noin 4 mrd. markkaa. Jonkin verran Suomen Pankkiin tuli myös pääomantuontitalletuksia. Varojen jäädyttämisessä Suomen Pankkiin oli hiukan menneen ajan tuntua, mutta joka tapauksessa erityistalletuksiakin oli koottu poikkeuksellisen paljon. Tämän jälkeen Suomen Pankki lopetti käytännössä valtion ja yritysten talletusjärjestelmät, ja 1990-luvun kuluessa nämä tase-erät lähestyivät nollaa.

Kuvio 79.

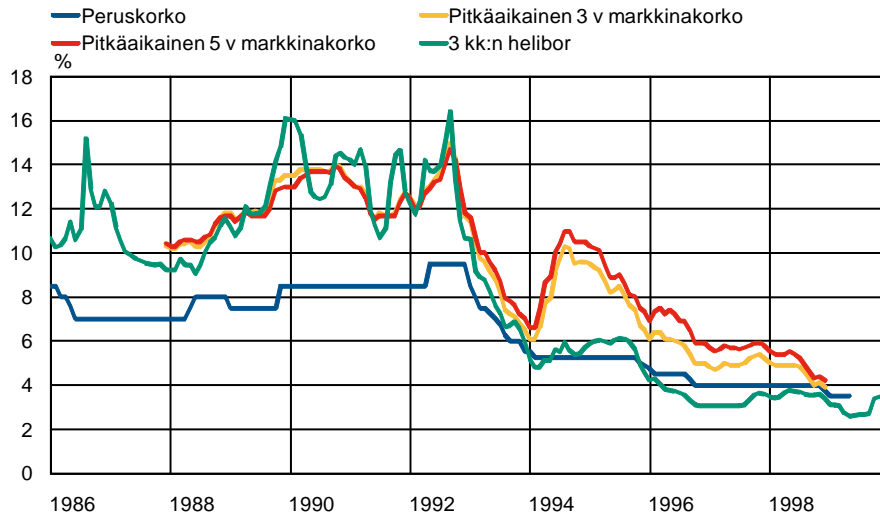
### Uusien asuntoluottojen reaalikorko



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 80.

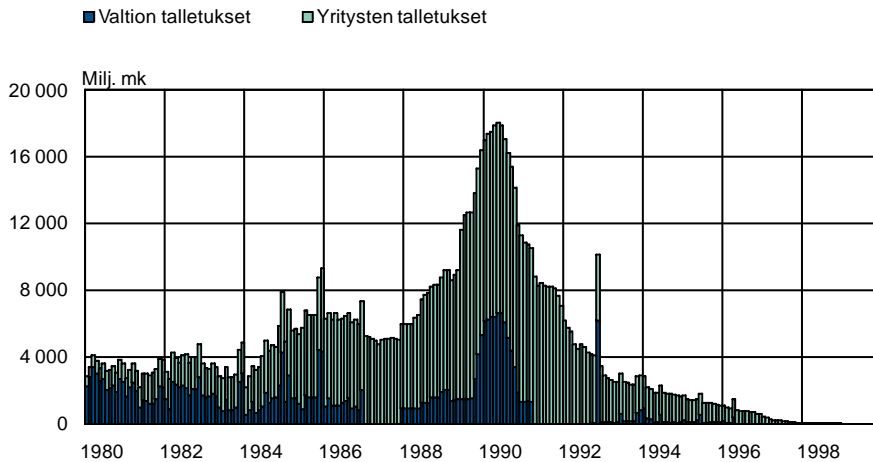
### Peruskorko ja markkinakorkoja



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 81.

## Valtion ja yritysten talletukset Suomen Pankissa



Lähde: Suomen Pankki.

### 3.27 Lisäkassavarantojärjestelmä vuonna 1989

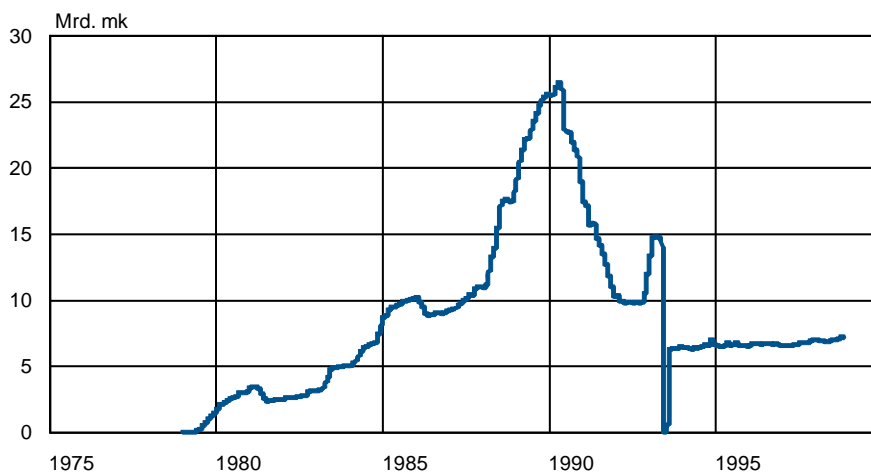
Pankkien kassavarantotalletukset olivat Suomen Pankin taseen velka-  
puolen suurin erä. Vuoden 1989 alussa niitä oli noin 20 mrd. markkaa  
(kuvio 82). Helmikuussa kassavarantovelvoite oli sopimuksen mukai-  
sessa huipussaan 8,0 prosentissa kassavarantopohjaan luettavista eris-  
tä.

Aloite lisäkassavarantojärjestelmän käytöstä tuli valtiovarainmi-  
nisteriöstä helmikuun 1989 lopussa. Ministeriössä oli kaavailtu yksi-  
vuotisen verolain avulla luottokasvulle asetettavaa kattoa, jonka yli-  
tyksestä perittäisiin vero. Tämän Suomen Pankki koki valtiovarain-  
ministeriön siirtymiseksi rahapolitiikan alueelle. Suomen Pankissa ei  
ollut juuri halukkuutta ryhtyä säännöstelyn tyyppiin toimenpiteisiin,  
ei edes tällaisessa lievennyksessä ja rajatussa muodossa. Kuitenkin  
tuossa tilanteessa katsottiin paremmaksi pitää luottojen kasvun rajoi-  
tus mieluummin Suomen Pankin asiana.

Vaihtoehtona verolaille oli tarjottu pankkien ja Suomen Pankin  
keskinäistä sopimusta luottokasvuun pohjautuvasta lisäkassavaranto-  
järjestelmästä. Sopimus olisi yksityiskohdissaan joustavampi ja säilyt-  
täisi rahapolitiikan Suomen Pankilla. Epäilyt olivat suuret. Katsottiin,  
että pankkien kilpailutilanne oli sellainen, että kaikki kiertotavat ote-  
taan käyttöön markkinaosuuksien turvaamiseksi, ja kunniallisimmat  
kärsivät. Luottokannan kasvu uhkasi joka tapauksessa edelleen hei-

kentää tasapainoa. Erityisinä ongelma-alueina olivat asuntomarkkinat ja vaihtotase.

Kuvio 82. **Pankkien kassavarantotalletukset**



Lähde: Suomen Pankki.

Pikaisessa suunnittelussa lähdettiin siitä, että koroton lisävelvoite voisi ulottua 8 prosentista 12 prosenttiin. Velvoite koskisi yhteisenä koko pankkisektoria. Tältä pohjalta asia esiteltiin suurten pankkien pääjohtajille aamukahvilla. Nämä hyväksyivät järjestelmän periaatteessa. Pieniä ulkomaalaispankkeja oli tuolloin neljä, Citibank, PK-banken, Indoseuz ja Midland Montagu. Nuorehkot pankinjohtajat olivat huolissaan mistä tahansa lisärasitteista. Päätettiin tehdä näille erillinen järjestelmä. Erillinen ratkaisu piti kehitellä myös STS-pankille ja Peruspankille, joille tuli yhteinen kiintiö, kun ne alkoivat olla jo samaa pankkia. Ålandsbankeninkin kanssa keskusteltiin.

Järjestelmästä pyrittiin luomaan mahdollisimman kevyt. Valittiin kaksi rajattavaa luottokäsitettä, joista nopeammin kasvava (suhteessa rajoiteuraan) ratkaisisi talletusvelvoitteen. Konserniluotot otettiin toiseksi eräksi, vaikka sitä varten jouduttiin luomaan uusi tilastolomake, ja henkilöluotot olivat toinen rajattava erä. Pankkien yhteisestä kiintiöstä luovuttiin. Tämä johtui siitä, että säästöpankkien johto esitti avoimesti julkisuudessa, etteivät säästöpankit aio hillitä luotonannon kasvuaan. Tähän osuuspankit totesivat tiukasti, etteivät he ryhdy maksamaaan kilpailijoiden aiheuttamia lisäkustannuksia.

Kasvurajat määriteltiin helmikuun lopusta vuoden loppuun. Henkilöluottojen rajaksi tuoksi jaksoksi asetettiin arvionvaraisesti 9 % ja

kokonaisluottojen 11 %. Rajat täsmennettiin suoraviivaisina kuukausiurina. Ulkomaalaispankeille pantiin erilliset kiintiöt. Niiden määrittely oli vaikeaa. Loppujen lopuksi ulkomaalaispankeille tuli väljä 14–18-kertainen kiintiö omaan pääomaan nähden. Järjestelmä luotiin nopeasti, ja siinä ilmeni myöhemmin koko joukko ongelmia.

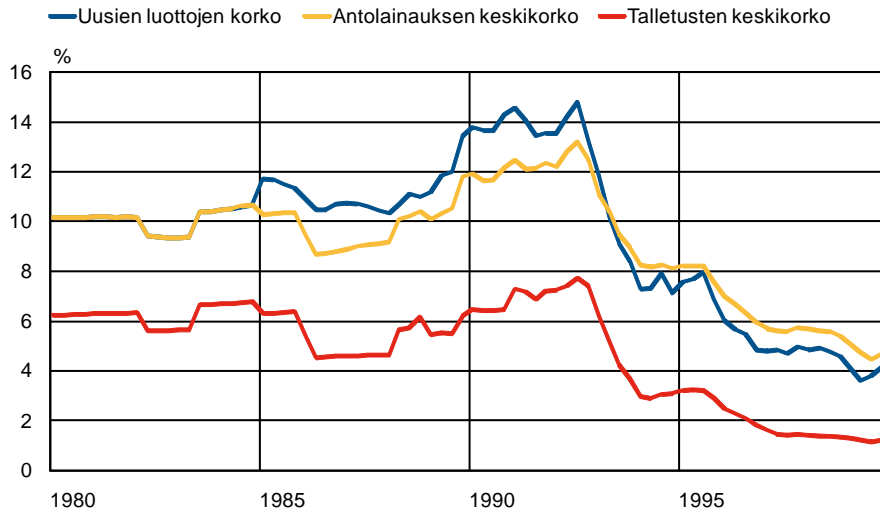
Lisäkassavarantosopimuksen yhteydessä 16.3.1989 Suomen Pankki antoi pankeille luottopoliittiset ohjeet. Niissä korostettiin kulutus-, asunto- ja arvopaperisijoitusluottojen rajoittamista. Keskeisintä oli kuitenkin, että Suomen Pankki suosituksen luonteisesti esitti, että pankit voivat nostaa uusien luottojen korkotasoa rajoittaakseen luoton kysyntää. Lisäkassavarantojärjestelmällä ei pyrittykään palaamaan luottojen määrälliseen säännöstelyyn, vaan pikemminkin nostamaan luottojen korkoa (kuvio 83). Puolittaista säännöstelyähän se kuitenkin oli. Lisäkassavarantojen käyttö oli ehkä aiheellinen yritys painaa alas luottojen kasvu, mutta Suomen Pankissa ei pidetty järjestelmää kovin merkittävänä talouden rahoitustasapainon korjaamisessa.

Lisäkassavarantojärjestelmää kierrettiin jonkin verran. Alussa pankit siivosivat yritysluottoja taseistaan niin paljon, ettei kokonaisluottoerä ollut juuri kenellekään ongelma. Sen sijaan henkilöluottoerä piti aika hyvin, vaikka siinäkin oli siirtoja. Jonkin verran pankkeja yritettiin ojentaa, vaikkakin järjestelmä toimi ehkä odotettua paremmin. Itse asiassa useimmat pankitkin olivat sitä mieltä, että jotenkin luottojen kasvu olisi saatava kuriin. Pankkien luottokorot alkoivat nousta, joskin eri pankeilla eri tahtiin. Muutenkin pankkikohtaiset erot olivat suuria.

Säästöpankit jatkoivat aluksi vahvaa luotonantoaan, ja niiden varantovelvoite nousi lopulta 11 prosenttiin (eli korotonta velvoitetta 3 prosenttiyksikköä), kun muut pankit jäivät 9 prosentin tuntumaan. Pankit velkaantuivat Suomen Pankkiin erittäin paljon vuonna 1989 erilaisten kiristystoimien vuoksi (kuvio 84). Kustannusrasitus oli säästöpankeille kohtalainen: 3 % talletuskannasta olevan korottoman sijoituksen ne joutuivat rahoittamaan Suomen Pankista sijoitustodistuksilla loppuvuodesta jo noin 15 prosentin korolla. Säästöpankit maksoivat 2/3 kustannuksista. Säästöpankkijärjestössä laskeskeltiin, että luotot tuottavat ajan myötä, vaikka alussa tuleekin kuluja. Muut olivat varovaisempia. Säästöpankit pelasivat ilmeistä riskipeliä maksumalmiudellaan. Näihin aikoihin alkoi Suomen Pankin erityinen Skopin ja säästöpankkiryhmän seuranta. Suomen Pankille lisäkassavaranto tuotti muutamia satoja miljoonia markkoja.

Kuvio 83.

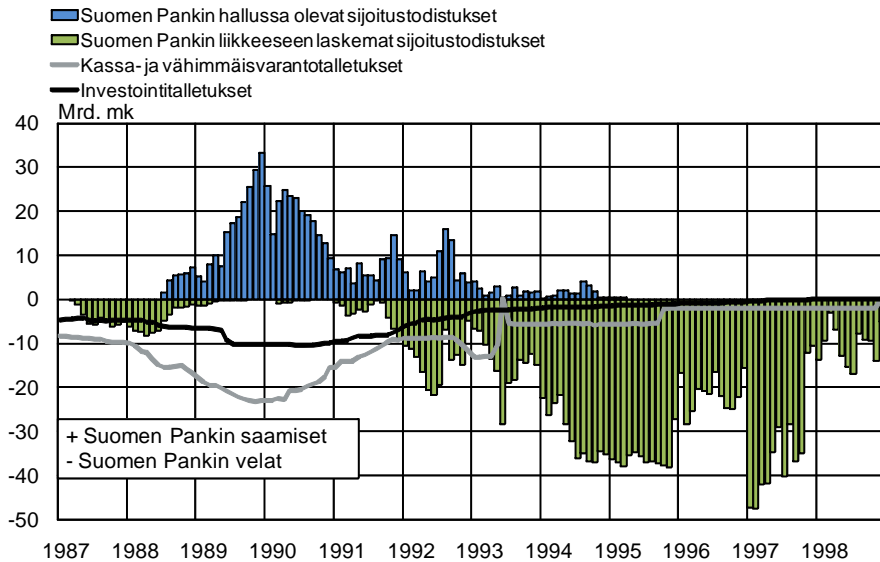
### Pankkien luotto- ja talletuskorot



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 84.

### Suomen Pankin keskeisiä tase-eriä



Lähde: Suomen Pankki.

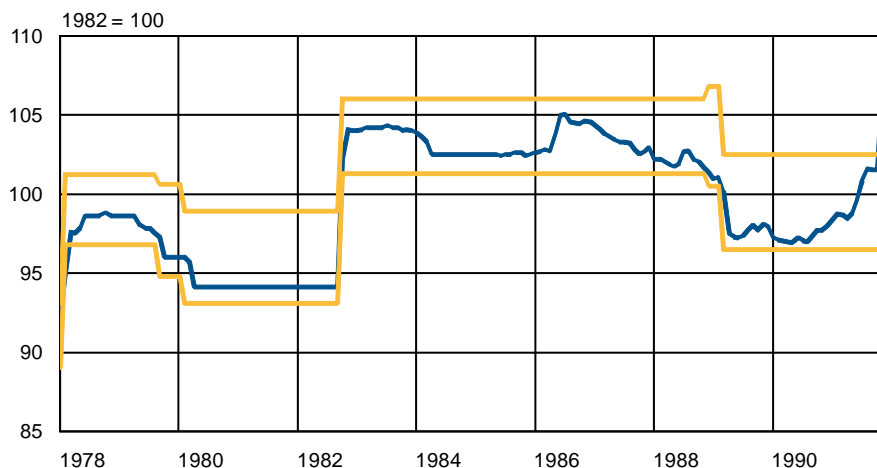
Säästöpankkiryhmän ongelmat alkoivat julkisuudessakin kärjistyä li-  
säkassavarantojen keräämisen kuluessa vuoden 1989 lopulla. Säästö-  
pankkien Keskus-Osake-Pankki koki ongelmia markkinoilla. Sen si-  
joitustodistukset eivät enää tahtoneet mennä kaupaksi kaikille pankeil-  
le. KOP alkoi kartella niitä ilmeisesti jo vuonna 1988.

Sijoitustodistusten kaupan ongelmiin liittyi sivuasiana se, että kat-  
sottiin aiheelliseksi lisätä huomattavasti Reuters-järjestelmässä jul-  
kaistavaa Suomen Pankin aineistoa. Annettiin tiedot mm. erääntyneitä  
sijoitustodistuskaupoista ja termiinisopimuksista. Kuukausittaista  
maksutasearviota alettiin myös julkaista, samoin talletus- ja luottotie-  
toja.

### 3.28 Valuuttakurssipolitiikka vuosina 1988–1989

Marraskuun 30. päivänä 1988 Suomen Pankki ilmoitti työmarkkinoi-  
den vakautussopimukseen liittyvästä peruskoron alentamisesta 8 pro-  
sentista 7,5 prosenttiin vuoden vaihteessa. Samassa yhteydessä ilmoi-  
tettiin – tiedotteessa korostettiin, etteivät toimenpiteet liity toisiinsa –  
markan valuuttaindeksin vaihtelun rajojen laajentamisesta 4,5  
prosentista 6 prosenttiin siten, että vaihtelun keskipiste pysyy  
ennallaan (kuvio 85).

Kuvio 85. **Valuuttaindeksi ja vaihtelun rajat**



Lähde: Suomen Pankki.



Indeksin vaihtelualan laajentamista perusteltiin likviditeetin hallinnan ongelmilla. Korkopolitiikan mahdollisuuksien lisäämiseksi Suomen Pankki oli joutunut ostamaan ja myymään valuuttoja. Interventiot valuuttamarkkinoilla vaikuttivat kuitenkin samalla rahoitusmarkkinoiden likviditeettiin, mikä vähensi rahapolitiikan tehokkuutta. Korkopolitiikan liikkumavapauden tukemiseksi Suomen Pankki oli sallinut valuuttaindeksin vaihdella aiempaa enemmän. Tämä vaihtelu kasvatti valuuttaliikkeisiin liittyviä kurssiriskejä ja siten vähensi valuuttaliikkeiden korkoherkkyyttä. Valuuttakurssin liukuminen vaihtelualan vahvaan laitaan vuoden 1987 alun jälkeen oli tehostanut korkopolitiikan vaikutuksia. Valuuttaindeksin vaihtelualan kapeus oli kuitenkin rajoittanut edellytyksiä antaa markkinavoimille liikkumatilaa, mikä oli edellisinä vuosina vähentänyt korkopolitiikan mahdollisuuksia vaikuttaa kotimaisen kysynnän kehitykseen.

Vaihtelualan laajentamisen yhteydessä todettiin, että kiinteän valuuttakurssipolitiikan peruslinjaa oli tarkoitus jatkaa. Markan pitäminen pitkällä aikavälillä vakaana suhteessa muihin valuuttoihin asettaa rajat talouden kehitykselle, erityisesti tulonmuodostukselle.

Valuuttakurssiratkaisuihin palattiin kuitenkin jo muutamien kuukausien kuluttua. Lisäkassavarantoja merkittävämpi ratkaisu oli melkein samaan aikaan eli 18.3.1989 toteutettu revalvaatio, joka oli sinänsä erittäin pieni, melkein symbolinen. Indeksien vaihtelualan rajoja alennettiin suunnilleen 4 %. Indeksi vahvistui alkuvaiheessa noin 3 % ja heikkeni sitten prosentin verran vuoden loppua kohti.

Revalvaatio oli yllätys tavallista enemmän Suomen Pankin sisälläkin, vaikka valuuttakurssin vahvistamisen mahdollisuudesta oli pitkään keskusteltu. Esitys ei tullut valmisteluportaasta. Osin yllätys johtui siitä, että kurssin vahvistaminen tuli niin myöhään. Sopivin aika oli mennyt, sillä kustannukset olivat jo laajasti karanneet. Tosin nopea tuonti- ja vientihintojen nousu yhä jatkui, ja sen inflaatiovaikutuksia markan vahvistaminen leikkasi.

Revalvaation perusteluna oli kuitenkin rahapolitiikan kiristäminen. Markan piti nyt heikentyä, mikä nostaisi korkoja, ja tätä suhdannetilanne ehdottomasti vaati. Toisaalta revalvaatio heikensi Suomen kilpailukykyä, joka oli kustannusvyöryn kautta jo merkittävästi kärsinyt. Tosin 3 prosentin kurssimuutos oli normaaleihin kansainvälisiin kurssimuutoksiin nähden mitätön.

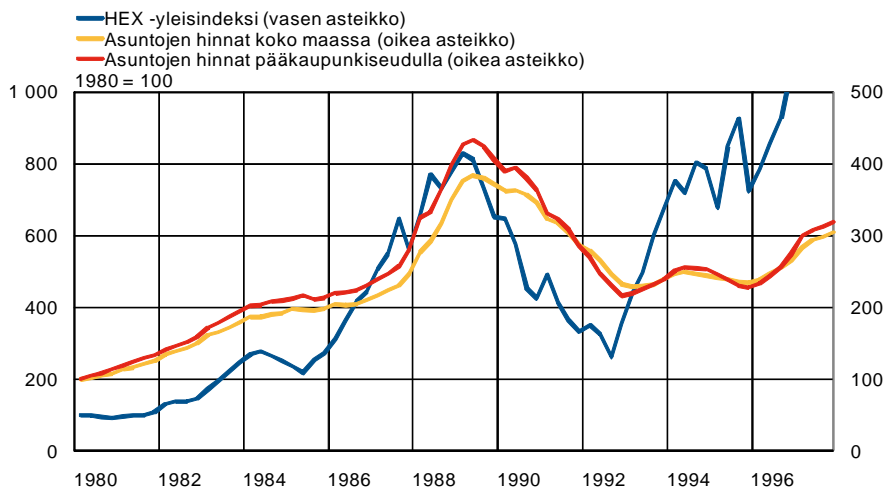
Revalvaation suurimmat vaikutukset olivat joka tapauksessa muualla kuin kilpailukyvyssä. Tiedotustilaisuudessa – joka järjestettiin poikkeuksellisesti johtokunnan juhlahuoneistossa Unioninkatu 33:ssa – Suomen Pankin pääjohtaja puhui yllättävästi joustavamman valuuttakurssin puolesta todeten, että nyt valuuttaindeksin rajoja oli laskettu, mutta sitten kun tarve vaatii, niitä voitaisiin myös nostaa.

Tämä ei vastannut Suomen Pankin julkituotua valuuttapoliittista linjaa; kurssinhan piti olla vakaa. Nyt oli avattu portit devalvaatiospekulaatioille. Tämä oli tosiaan osin aidosti tavoitteenakin.

Markan revalvointi tuossa tilanteessa oli ilmeisen epätoivoinen yritys Suomen Pankin johtokunnalta – vaihtelualueen rajojen siirron toteutti tietenkin viime kädessä Holkerin hallitus – aikaansaada käänne loputtomiin jatkuneessa rahoituksen laajenemisessa ja kustannusten vyöryssä. Siinä mielessä ratkaisu oli ymmärrettävä. Ajateltiin, ettei näin pientä kurssimuutosta pidettäisi poikkeamana vakaan markan linjalta, vaan pikemminkin sen tukemisenä. Kuitenkin tuli heti todennäköiseksi, että nyt oli uhkaamassa luopuminen kiinteän kurssin politiikasta. Päätös merkitsi selvää riskiä pankin rahapolitiikan peruslinjan uskottavuuden kannalta.

Mikä vaikutus revalvaatiolla ja lisäkassavarannoilla tässä suhteessa olikaan, joka tapauksessa asuntojen hinnat, pörssikurssit ja jotkin muutkin talouden muuttujat saavuttivat korkeat huippunsa juuri helmimaaliskuussa 1989. Sen jälkeen ne kääntyivät selvään ja pitkään laskuun (kuvio 86).

Kuvio 86. **Asuntojen hinnat ja osakekurssit**



Lähde: Tilastokeskus.

Valuuttakurssista oli liberalisoinnin myötä väistämättä tullut Suomessa rahapolitiikan välitavoite. Rahapolitiikka jouduttiin painottamaan valuuttakurssin vakauttamiseen. Finanssipolitiikan olisi pitänyt ottaa vastuu kysynnän sääntelystä. Vallitseva valuuttakurssijärjestelmä ja

valuuttakytös eivät olleet itsestäänselvyys. Järjestelmän tarkoituksenmukaisuutta selvitettiin ajoittain, ja vaihtoehtoja oli esillä. Lähinnä puhuttiin kuitenkin vain erilaisista markan kytkentämahdollisuuksista, sillä kelluvaa kurssia ei nähty realiteettien rajoissa vaihtoehdoksi. Valuuttakurssi oli poliittinen kysymys ja kurssitaso viime kädessä hallituksen asia. Kelluvaan kurssiinkin katsottiin liittyvän useita ongelmia. Rahamäärät tai nimelliskorot eivät olleet osoittautuneet kelluvissa valuuttajärjestelmissä taloutta vakauttaviksi välitavoitteiksi.

Kiinteäkurssipolitiikassa olisi pitänyt kyetä ilmaisemaan inflaatio-tavoite niin selkeästi, että markkinat ja etenkin työmarkkinat sopeutuisivat siihen. Kuitenkaan Suomen talous ei käyttäytynyt kiinteän valuuttakurssin edellyttämällä tavalla. Yksi mahdollinen keino parantaa kiinteäkurssijärjestelmän toimivuutta oli liittyminen Euroopan valuuttajärjestelmään (European Monetary System, EMS). Se merkitsi sitä, että inflaatiotavoite haettaisiin selkeästi ja avoimesti lähinnä Länsi-Saksasta. Käyttäytyminen sen paremmin finanssipolitiikassa kuin työmarkkinoillakaan ei ollut toisaalta EMS-maissaakaan korjautunut. EMS-järjestelmän myönteiset piirteet perustuivat muutamaa viime vuoteen, jolloin taloudellinen kehitys oli ollut suotuisa. Ei ollut selvää, voiko EY:n ulkopuolinen maa liittyä EMS-järjestelmään.

Yhtenä ratkaisuna olivat esillä korirakenteen yksinkertaistaminen ja vaihteluvälin laajentaminen. Tarkoituksenmukaista olisi saattanut olla valuuttakurssin sitominen kolmen kansainvälisen päävaluutan, Saksan markan, Yhdysvaltain dollarin ja Japanin jenin muodostamaan koriin. Vaihteluvälin kiinteys olisi tärkeämpi kuin sen laajuus sinänsä. Tämän seikan korostamiseksi saattoi olla edullista määrittellä indeksille keskipiste ja sen ympärille vaihteluväli. Indeksien keskipiste määritteli silloin normaalitilan ja poikkeamat määrittelisivät rahapolitiikan aktiivisuuden. Vaihteluvälin laajentamista kuudesta kymmeneen prosenttiin pidettiin mahdollisesti riittävänä.

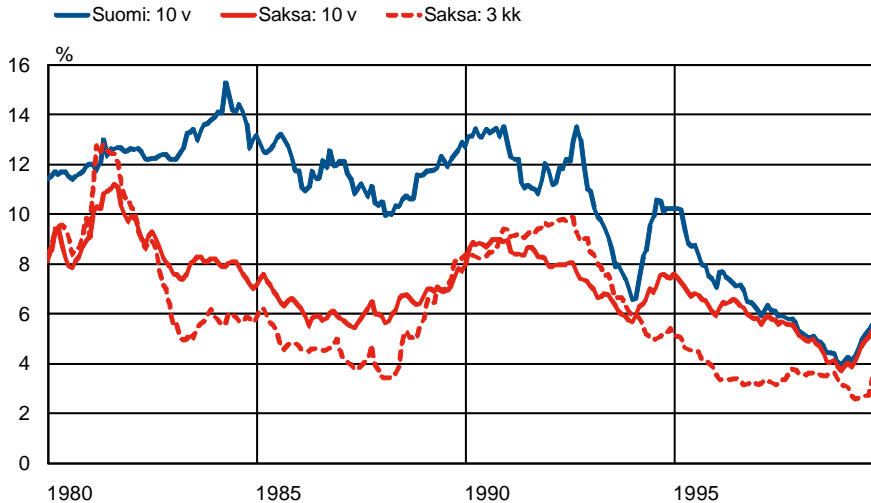
EMS-kytkentä oli muutoinkin esillä. Mm. kansanedustajista joku kyseli siitä, kuten he kyselivät kaikenlaisista asioista. Tammikuussa 1990 vastattiin kirjalliseen kysymykseen Suomen markan sitomisesta EMS-järjestelmään. EY:n ulkopuolisten maiden mahdollisuus osallistua järjestelmään oli avoin. Pitkällä aikavälillä EMS-vaihtoehto on Suomelle täysin mahdollinen ja hyväksyttävä.

Suomen talousnäkymien ja vaihtotaseen heikkeneminen syksyllä 1989 vahvisti revalvaation kääntämiä markan kurssiodotuksia edelleen heikkenevään suuntaan. Markan arvo aleni prosentin verran, ja Suomen Pankki tuki sitä interventioillaan. Korot nousivat markkalikviditeetin kiristyessä.

Koron nousu vuosikymmenen lopulla liittyi paljolti myös kansainväliseen kehitykseen. Erityisesti Saksan korkoja nostettiin voimak-

kaasti, ja maan reaalikorkokin nousi pari prosenttiyksikköä 6 prosentin tuntumaan, tosin vain lyhyen matalamman koron vaiheen jälkeen (kuvio 87). Kolmen kuukauden heliborkorko oli vuoden 1989 päättyessä noin 16 prosentin tasolla ja 5 ja 10 vuoden markkinakorko noin 13 %.

Kuvio 87. Suomen ja Saksan korkoja



Lähde: Reuters.

Suomen Pankki teki vuosien 1987–1989 ylikuumenemisen torjumiseksi käytännössä kaiken mahdollisen ja oikeastaan yllättävän paljon. Se vahvisti valuuttakurssia kaikkiaan noin 6–7 %, piti ohjauskoron niin korkealla kuin pääomantuontipaineissa oli mahdollista, jolloin reaalikorot olivat 5 prosentin tuntumassa, ja lisäksi turvaututtiin laajasti määrällisen rahapolitiikan kaudelle tyypilliseen likviditeetin sitomiseen ja viime vaiheessa jopa osin säännöstelypohjaiseen lisäkas-savarantojärjestelmään.

Normaalioloissa tuota politiikkayhdistelmää olisi pidetty varsin kovana. Nyt ei kuitenkaan liian monien velanottajien, sijoittajien ja pankkien käyttäytyminen ollut normaalia. Yleisön velkaantumishalu ja sijoitusinto olivat nousevien varallisuushintojen vauhdittamana yli-voimaiset.

## 3.29 Rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamisen arvostelu

Talouden ylikuumenemisvaiheen päättyessä 1980-luvun lopussa ja talouden alkaessa vaipua lähivuosien syvään lamaan rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden säännöstely oli valtaosin poistettu. Sama oli tehty jokseenkin kaikkialla Länsi-Euroopassa. Jäljellä oli Suomessa tosin yhä eräitä merkittäviäkin ulkomaisten pääomanliikkeiden rajoituksia, kuten esimerkiksi kotitalouksien valuuttaluottojen kieltö. Nämä kuitenkin poistettiin viimeistään vuonna 1991. Rahamarkkinat ja Suomen Pankin ohjausjärjestelmä toimivat pääosin markkinaehtoisesti. Pankeilla oli Suomen Pankin puolelta enää lähinnä joitakin korkorajoituksia. Talletus- ja luottokorkojen epäterveet veroedut olivat yhä pääosin ennallaan.

Jo 1980-luvun kuluessa, mutta erityisesti myöhemmin, 1990-luvun alkupuolen kriisin yhteydessä Suomen Pankkia arvosteltiin voimakkaasti rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamisesta. Näkemyksiä esitettiin jonkin verran ristiriitaisesti ja harvoin yksityiskohtaisesti perustellen. Tyypillisesti kritiikki oli seuraavanlaista.

Rahamarkkinat vapautettiin epätahdissa ja väärään aikaan. Oli virhe ajoittaa luotonannon vapauttaminen noususuhdanteen alle. Luottojen liikakysyntä aliarvioitiin, vaikka sen purkautuminen olisi ollut ennakoitavissa. Ulkomaiset pääomanliikkeet vapautettiin liian nopeasti tai väärässä järjestyksessä taikka sitten hitaasti ja salaa. Vapauttamisen vaikutuksia ei kerrottu. Ilmeisesti Suomen Pankki itsekään ei ratkaisujaan ymmärtänyt. Rahoitusmarkkinoiden uudistusten merkitys oli niin suuri, että muutosten vaihtoehdot olisi pitänyt selittää eduskunnalle ja hallitukselle perusteellisesti.

Kriittinen arvio on kaikesti osin aiheellinen, mutta kokonaisarvion tekeminen ei ole kovin yksinkertaista. Jälkikäteen kaikki näyttää paljon kirkkaammalta. Rahoitus- ja valuuttamarkkinat vapautettiin monissa ristipaineissa, eikä lopputavoite ollut missään vaiheessa aivan selkeä.

Poliitikkojen ja kansan valistaminen liberalisoinnin ja vapaiden markkinoiden merkityksestä ja riskeistä olisi ollut tärkeä, mutta se oli vaikea. Asianosaisena Suomen Pankki ei ollut paras mahdollinen opettaja ja keskustelija. Se toteutti viranomaisena omaa linjaansa ja perusteli julkisuuteen lähinnä sitä. Suomen Pankki ei itsekään täysin nähnyt ja hallinnut kaikkia tilanteita. Sikäli kuin Suomen Pankki valisti, sen ääni ei juuri kuulunut. Mediaa ei asiateksti innostanut, ja pahimmillaan poliitikot suuttuivat mielipiteittensä vastaisesta tai liian opettavaisesta valistuksesta. Vapaiden markkinoiden valistus olisi

kuulunut yhtä paljon myös muille osapuolille: elinkeinoelämän järjestöille, tutkimuslaitoksille, professoreille, tiedotusvälineille sekä asiakasvalistus ennen kaikkea luotonantajille, pankeille.

Suomen Pankin johtokunnalla oli täysi valta pääomanliikkeiden vapauttamiseen, ja tämä oli tietenkin tärkeä osa talouspoliittista valankäyttöä. Olisi varmasti ollut aiheellista järjestää jossakin vaiheessa poliitikkojen ja elinkeinoelämän piirissä keskustelua pääomanliikkeistä ja valuuttakurssipolitiikasta sekä ylipäätään koko valuutta- ja rahanpoliittisen regiimin muutoksesta. Se, ettei tällaista systemaattista keskustelua tullut, johtui paljolti siitä, että pääomanliikkeet liberalisoitiin hitaasti ja asteittain. Ei Suomen Pankki kokenut muutosta oikeastaan missään vaiheessa – ehkä vuoden 1984 pääomantuontivyöryä lukuun ottamatta – erityisen dramaattiseksi. Mentiin eurooppalaisen kehityksen mukana. Lähinnä keskustelun aika olisi ollut vuoden 1984 seuduilla, jolloin vanha järjestelmä oli selvästi hajoamassa. Tosin vielä tuolloinkin pyrkimyksenä oli paljolti vanhan järjestelmän paikkailu. Vuosikymmenen loppupuolella keskustelu oli jo käytännön realiteettien muututtua myöhäistä.

Liberalisointi kesti kokonaisen vuosikymmenen, ja siihen liittyi monia huomiota herättäneitä markkinamuutoksia, spekulatioita, reaalikoron nousua ja muita tapahtumia. Melkoinen yllätys Suomen Pankillekin oli, että kaiken tuon jälkeen talouselämä, pankit ja niiden asiakkaat osoittautuivat hyvin heikosti valmistautuneiksi markkinajärjestelmään ja erityisesti sen tuomiin reaalikorkoihin. Sen enempää yksityisellä puolella kuin viranomaisenkaan piirissä ei nähty riittävästi säännöstelyn jättämiä rakenteellisia ongelmia, erityisesti yritysten rahoitusrakenteen heikkouksia.

Suomen Pankin oli pitänyt tasapainoilla ulkomaisen liberalisointipaineen ja kotimaisen säännöstelyhengen välillä. Suurisuuntaisen liberalisointisuunnitelman edellyttäminen on täysin teoreettista, sillä politiikkaa toteutettiin tuolloin, kuten aina, kunkin ajan realiteettien mukaan. Monissa maissa tehtiin perusselvityksiä enemmän kuin Suomessa. Näin oli esimerkiksi Ruotsissa, jossa lähes jokaisesta valmisteltavasta talouspolitiikan ratkaisusta tehtiin laaja komiteamietintö päinvastoin kuin Suomessa, jossa tämäntapainen valmistelu hoidettiin yleisesti kevyemmin. Silti liberalisointi ei mennyt ilman Suomen Pankin suunnittelua: siihen käytettiin varsin paljon pankin ekonomistiresursseja. Liberalisointi jouduttiin toteuttamaan 1980-luvulla rajusti heiluneiden pääomanliikkeiden luomissa epävakaisissa rahoitusoloissa, joissa tuskin olisi voitu seurata minkäänlaista etukäteissuunnitelmaa.

Pääomanliikkeet liberalisoitiin jokaisessa maassa vähän eri tavoin: joissakin nopeasti, useimmissa hitaasti, joissakin ilman ongelmia, joissakin ongelmien saattamina. Kansainvälisissä vertailuissa yksi tekijä

liberalisoinnin onnistumisessa on sen ajoittuminen suhdannevaiheeseen nähden. Suomessa tärkeitä vapautustoimia ajoittui heikosti juuri ennen noususuhdannetta, mikä lisäsi oleellisesti riskejä. Tilanne oli kuitenkin samantapainen myös monissa muissa maissa. Verojärjestelmät eivät olleet Suomessa parhaat mahdolliset, mutta eivät varmasti kaikkialla muuallakaan, tuskin myöskään vakavaraisuutta koskeneet säädökset ja muu asiaan vaikuttanut lainsäädäntö. Euroopan kehittyneimmät rahataloudet oli liberalisoitu ennen Suomea. Suomi tuli keskiryhmän jälkipäässä, ja Suomen jälkeen tuli vielä muutamia, lähinnä Etelä-Euroopan maita.

Kaiken kaikkiaan voi ihmetellä, missä suhteessa Suomen liberalisointi olisi ollut niin dramaattisesti erilainen, että se olisi aiheuttanut reaalityökalouden menetyksiltään länsimaiden suurimman talous- ja pankkikriisin. Oikea kysymys olisi pikemminkin: Mitkä olivat syyt siihen, että suunnilleen samanlainen liberalisointi Suomessa kuin muuallakin aiheutti nimenomaan Suomen taloudessa oleellisesti suurempia ongelmia kuin muualla?

Suomessa valuuttatoimien vapautus alkoi kylläkin väärästä päästä, valuuttatermiinimarkkinoista ja markkaobligaatioiden vapaudesta. Kansainvälisen käytännön mukaan oman valuutan määräiset vaateet ja johdannaiset kuuluvat viime vaiheessa vapautettavien joukkoon. Termiiniosopimusten hinnoittelun ja katteen vapauttaminen vuonna 1980 oli ainoa vapautustoimi, jonka periaatteellista merkitystä ei ilmeisesti täysin mielletty. Senkään aiheuttamat valuutta- ja rahamarkkinaongelmat vuoden 1984 seuduilla eivät aiheuttaneet sanottavia reaalityökalouden menetyksiä, kuten eivät myöskään markkaobligaatiot, joiden myynti ulkomaille kiellettiin vuonna 1985. Myöhemmin vapautustoimien periaatteellinen merkitys ymmärrettiin, mutta eri asia on, osattiinko niiden käytännön seuraukset arvioida. Vapaiden ulkomaisten pääomanliikkeiden ja valuuttamarkkinoiden kehityksen ennustaminen on aina ja kaikille vaikeaa. Se ei onnistunut kovin hyvin 1980-luvulla, se ei onnistu nykyisin, eikä se onnistu tulevaisuudessa.

Tyypillinen liberalisoinnin väitettyihin virheisiin liittyvä väite on, että kotimaanmarkkinat olisi pitänyt vapauttaa kaikilta osin ensin – rahoitusvaateiden verotuksen neutraloiminen mukaan lukien. Tosi-asiassa tuskin edes kotitalouksien rahoitusvarojen ja -velkojen korkojen väärä verotus oli kovin kohtalokas ongelma ja virhe. Suomen kotitaloudet eivät olleet kaikista veroeduistaan huolimatta säännöstelykauden jäljiltä vielä 1990-luvun alkaessa kansainvälisesti vertaillen pahasti velkaantuneita – päinvastoin. Kotitalouksien valuuttavelkojen kieltä säilyi syksyyn 1991, eikä näistä veloista tullut ongelmia.

Toisin kuin kotitalouksien korkosäännöstelty rahoitus, yritysten kotimainen rahoitus oli jo pääomantuonnin liberalisointivaiheessa

1980-luvun lopulla kotimaassa jokseenkin vapaata ja markkinakorkeahoista. Yritysten piti jo lähes vuosikymmenen kokemuksella tietää, mitä markkinarahoitus on. Yritysten verotus oli kylläkin suosinut velkaantumista, ja merkittävästi verosuunnittelua vähentänyt verouudistus viivästyí vuoden 1993 alkuun. Tuolloin verokanta alennettiin 25 prosenttiin ja veropohjaa laajennettiin karsimalla verovähennyksiä. Vasta tämän jälkeen yritysten rahoitusrakenteet paranivat ratkaisevasti talouden vahvistuessa.

Tuskinpa liberalisointi olisi vallinneissa oloissa voitu toteuttaa sen enempää paljon aikaisemmin kuin paljon myöhemminkään. Olisi outoa, jos vapautus olisi saatu keskeisiltä osin toteutetuksi ennen vuosikymmenen loppupuolen kansainvälistä noususuhdannetta ja siten mm. ennen Ruotsin ratkaisuja. Ehkä pidättyminen markkaobligaatoiden ulkomaillemyynnin kiellosta vuonna 1985 olisi vyöryttänyt ulkomaisen rahoituksen vapaaksi jo aikaisemmin. On kuitenkin vaikea arvioida, mitä siitä olisi seurannut.

Todennäköisesti kotimaansektorin valuuttaluottojen vapautusta vuonna 1987 olisi siirretty, jos olisi ollut jokin käsitys sitä seuranneen pankkien valuuttaluottotulvan suuruusluokasta. Joka tapauksessa Suomi tuli liberalisoinnissaan Länsi-Euroopan maiden loppupäässä, eikä pankkien valuuttaluottoihin haluttu enää puuttua säännöstelyn keinoin 1980-luvun lopulla (paitsi Skopin tapauksessa vuonna 1990). Suomen Pankissa ei voitu lähteä siitä, että Suomi olisi jätetty jonkinlaiseksi säännöstelyn kummajaiseksi Euroopan laidalle. EU:n ja Eftan väliset yhteistyöneuvottelut alkoivat vuonna 1989 ja Euroopan talousaluetta (ETA) koskevat neuvottelut vuonna 1990. Suomessakin liberalisointi olisi joka tapauksessa toteutettu viimeistään noihin aikoihin ja nopeasti.

Ehkä Suomen Pankissakin varottiin laajaa keskustelua valuutansäännöstelystä, koska epäiltiin, että vahva säännöstelyhenki jarruttaisi väistämättömältä näyttävää suuntaa kohti vapaampia oloja. Yksittäisten kansanedustajien tiukan kielteisiin kyselyihin valuutansäännöstelyn keventämisestä kirjoitettiin monia vastauksia. Periaatteessa kai hallitus olisi voinut peruuttaa valuuttalain mukaan Suomen Pankille delegoimansa säännöstelyvaltuudet. Näiden asenteiden myötä jouduttiin 1980-luvun lopulla Suomen taloudessa ongelmiin, jotka eivät olleet suhdannepolitiikan tai ainakaan rahapolitiikan välinein hallittavissa.



# Suomen Pankin julkaisuja

## Yleistajuiset selvitykset

Sarja A (ISSN 1238-1683, painetut julkaisut) (ISSN 1456-5943, verkkojulkaisut)

Vuodesta 2009 alkaen uudet tunnuksset (ISSN-L 1798-1050, painetut julkaisut) (ISSN 1798-1069, verkkojulkaisut)

(Nrot 1–35: Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja, ”Taloudellisia Selvityksiä”, artikkelikokoelmia vuosilta 1942–1972, suomeksi ja ruotsiksi, ISSN 0081-9476; nrot 36–92: Suomen Pankin julkaisuja, eri kielillä, ISSN 0355-6034)

- A:93 Jarmo Kariluoto **Suomen maksutase. Laadintamenetelmät, tiedonhankinta ja vuosien 1975–92 aikasarjat.** 1995. 221 s. ISBN 951-686-456-2. Englanninkielinen laitos A:98.
- A:94 Juhani Laurila **Finnish-Soviet Clearing Trade and Payment System: History and Lessons.** 1995. 144 s. ISBN 951-686-469-4.
- A:95 Jouko Rautava (toim.) **Russia’s Financial Markets and the Banking Sector in Transition.** Kokoomateos. 1996. 201 s. Suomenkielinen tiivistelmä. ISBN 951-686-489-9.
- A:96 Paavo Peisa (toim.) **Euro – yhteinen raha.** Kokoomateos. 1996. 162 s. Englanninkieliset tiivistelmät. ISBN 951-686-499-6.
- A:97 Juhani Hirvonen – Matti Virén **Käteisrahan käyttö suomalaisissa yrityksissä.** 1996. 78 s. ISBN 951-686-510-0.
- A:98 Jarmo Kariluoto **Finland’s Balance of Payments. Compilation methods, sources of information and the time series for 1975 to 1992.** 1996. 182 s. ISBN 951-686-522-4. Suomenkielinen laitos A:93.
- A:99 Markku Malkamäki (toim.) **Suomen rahoitusmarkkinat 1996.** Kokoomateos. 1996. 196 s. ISBN 951-686-524-0.
- A:100 Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Suomalaiset maksujärjestelmäriskit ja niiden sääntely- ja valvontatarpeet.** 1998. 89 s. ISBN 951-686-565-8. Englanninkielinen laitos A:101.
- A:101 Harry Leinonen – Veikko Saarinen **Payment system risks in Finland and the need for regulation and supervision.** 1998. 89 s. ISBN 951-686-577-1. Suomenkielinen laitos A:100.
- A:102 Heikki Koskenkylä (toim.) **Suomen rahoitusmarkkinat 2002** (Finnish financial markets 2002). Kokoomateos. 2002. 357 s. ISBN 952-462-023-5, painettu julkaisu; ISBN 952-462-024-3, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos – A:105.
- A:103 Timo Iivarinen – Harry Leinonen – Matti Lukka – Veikko Saarinen **Maksujärjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma** (Regulation and control of payment system risks – a Finnish perspective). 2003. 136 s. ISBN 952-462-053-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-054-5, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos – A:106.

- A:104 Katja Taipalus – Kari Korhonen – Pertti Pyllkönen **Arvopaperistaminen** (Securitisisation). 2003. 180 s. ISBN 952-462-067-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-068-5, verkkojulkaisu.
- A:105 Heikki Koskenkylä (ed.) **Finnish financial markets 2002** (Suomen rahoitusmarkkinat 2002). Kokoomateos. 2003. 360 s. ISBN 952-462-090-1, painettu julkaisu; ISBN 952-462-091-X, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:102.
- A:106 Timo Iivarinen – Harry Leinonen – Matti Lukka – Veikko Saarinen **Regulation and control of payment system risks – a Finnish perspective** (Maksujärjestelmäriskien sääntely ja hallinta – suomalainen näkökulma). 2003. 135 s. ISBN 952-462-104-5, painettu julkaisu; ISBN 952-462-105-3, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:103.
- A:107 Heikki Koskenkylä (toim.) **Rahoitusmarkkinoiden integraatio** (Financial integration). Kokoomateos. 2004. 233 s. ISBN 952-462-142-8, painettu julkaisu; ISBN 952-462-143-6, verkkojulkaisu. Englanninkielinen laitos A:108.
- A:107 Heikki Koskenkylä (toim.) **Rahoitusmarkkinoiden integraatio** (Financial integration). Kokoomateos. 2004. 233 s. ISBN 952-462-162-2, painettu julkaisu; ISBN 952-462-163-0, verkkojulkaisu. Toinen, tarkistettu painos. Englanninkielinen laitos A:108.
- A:108 Heikki Koskenkylä (ed.) **Financial integration** (Rahoitusmarkkinoiden integraatio). Kokoomateos. 2004. 231 s. ISBN 952-462-164-9, painettu julkaisu; ISBN 952-462-165-7, verkkojulkaisu. Suomenkielinen laitos – A:107.
- A:109 Pentti Pikkarainen ja Antti Suvanto (toim.) **Suomen Pankki, EMU ja rahoitusmarkkinat**. (Bank of Finland, EMU and Financial Markets). Kokoomateos. 2006. 164 s. ISBN 952-462-268-8, painettu julkaisu; ISBN 952-462-269-6, verkkojulkaisu.
- A:110 Päivi Heikkinen ja Kari Korhonen (eds.) **Technology-driven efficiency in financial markets**. Kokoomateos. 2006. 188. ISBN 952-462-330-7, painettu julkaisu; ISBN 952-462-331-5, verkkojulkaisu.
- A:111 Harry Leinonen **Payment habits and trends in the changing e-landscape 2010+**. 2008. 262 s. ISBN 978-952-462-424-4, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-425-1, verkkojulkaisu.
- A:112 Jorma Hilpinen (toim.) **Suomen talouden kansainvälistyminen 2000-luvulla rahoitus- ja maksutasetilastojen valossa**. 2008. 185 s. ISBN 978-952-462-470-1, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-471-8, verkkojulkaisu.
- A:113 Harry Leinonen (ed.) **Evolving payment habits**. 2009. 248 s. ISBN 978-952-462-536-4, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-537-1, verkkojulkaisu.
- A:114 Tapio Korhonen **Säännöstelystä markkinoille. Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikan sääntelyjärjestelmä säännöstelyn ja liberalisoinnin kaudella 1970–1980-luvulla**. 2011. 199 s. ISBN 978-952-462-649-1, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-650-7, verkkojulkaisu.

ISBN 978-952-462-649-1  
ISSN-L 1798-1050

Multiprint Oy  
Helsinki 2011