

Tapio Korhonen

## Talouskriisistä rahaliittoon

**Suomen Pankin raha- ja valuutta-  
politiikan ohjausjärjestelmä  
1990-luvun talous- ja pankkikriisissä  
ja rahaliittoa valmisteltaessa**



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

Yleistajuiset selvitykset  
A:115 · 2011

Tapio Korhonen

# Talouskriisistä rahaliittoon

**Suomen Pankin raha- ja valuutta-  
politiikan ohjausjärjestelmä  
1990-luvun talous- ja pankkikriisissä  
ja rahaliittoa valmisteltaessa**



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

Yleistajuiset selvitykset  
A:115 · 2011

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

ISBN 978-952-462-651-4  
ISSN-L 1798-1050  
(painettu julkaisu)

ISBN 978-952-462-652-1  
ISSN 1798-1069  
(verkkajulkaisu)

Multiprint Oy  
Vantaa 2011

# Tiivistelmä

Suomen talous ajautui 1990-luvun alussa poikkeuksellisen syvään talous- ja pankkikriisiin, josta kuitenkin elvyttiin vuosikymmenen loppupuolella vahvaan kasvuun. Talous- ja pankkikriisin syvyys aiheutui säännöstely- ja inflaatiokaudelta periytyneistä taloudellisista, institutionaalisista ja asenteellisista tekijöistä. Rahoitusmarkkinat oli vapautettu ja rahapolitiikan ohjausjärjestelmä uudistettu keskeisiltä osin ennen kriisiä. Rahoitusrajoitteiden väljenemisellä oli vaikutuksensa kriisiin, mutta taustalla vaikuttivat myös kansainväliset tekijät, kuten korkea korkotaso ja Neuvostoliiton hajoamista seurannut Suomen idänkaupan romahdus. Merkittävä taustatekijä oli säännöstelykaudelta periytynyt yritysten heikko rahoitusrakenne. Rahapolitiikan välineitä kehitettiin kriisin aikana enää suhteellisen vähän. Kotimaisen rahapolitiikan merkitys kriisin hoidossa jäikin toissijaiseksi, sillä korkotaso määräytyi oleellisilta osiltaan ulkomaisen kehityksen perusteella. Kansantalouden rahoituksen turvaaminen jäi kriittisimmissä vaiheissa valtion runsaan ulkomaisen lainanoton varaan. Suomen Pankin kannalta merkittävät muutokset toteutuivat 1990-luvulla valuuttakurssijärjestelmässä. Valuuttakytkennässä siirryttiin ensin kauppapainoisesta korista ecukoriin vuonna 1991, sitten kiinteä kurssi vaihdettiin kelluntaan vuonna 1992, markka kytkettiin EU:n valuuttakurssimekanismiin (ERM) vuonna 1996 ja vaihdettiin lopuksi euroksi vuoden 1999 alusta. Rahaliittoon sopeutuminen vaati laajan uudistustyön sekä Suomen Pankin eri toiminnoissa että Suomen rahoitusmarkkinainstituutioissa.

Avainsanat: Suomen Pankki, rahapolitiikka, talouskriisi, pankkikriisi, talous- ja rahaliitto

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

# Abstract

In the early 1990s, Finland drifted into an exceptionally deep economic and banking crisis. However, the economy recovered fairly quickly, recording strong growth in the second half of the decade. The depth of the economic and banking crisis was due to economic, institutional and attitudinal factors inherited from the years of regulatory controls and inflation. The financial markets were deregulated and the monetary policy steering mechanism reformed in their key aspects prior to the crisis.

The relaxation of financial restrictions contributed to the crisis, but there were also influential international factors, such as the high level of interest rates and the collapse of Finland's eastern trade following the disintegration of the Soviet Union. One significant background factor was the weak financial structure of Finnish companies following the years of regulatory controls. During the crisis there was relatively little creation of new monetary instruments. Domestic monetary policy was actually of secondary importance in managing the crisis, as interest rates were essentially determined on the basis of external developments. At the most critical phases of the crisis, the government had to borrow heavily from abroad in order to secure finance for the national economy.

From the Bank of Finland's perspective, the important changes in the 1990s took place in the exchange rate system. In the first change, in 1991, the exchange rate linkage of the markka was moved from a trade-weighted basket to the ECU basket. In 1992, the fixed exchange rate gave way to a floating of the currency. Then, in 1996, the markka was linked to the EU's Exchange Rate Mechanism (ERM), finally giving way to the euro at the beginning of 1999. Adjustment to monetary union required wide-ranging reforms both in the activities of the Bank of Finland and in Finland's financial market institutions.

Key words: Bank of Finland, monetary policy, economic crisis, banking crisis, economic and monetary union

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

# Esipuhe

Tässä selvityksessä tarkastellaan Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikan ohjausta ja siinä käytettyjä menetelmiä 1990-luvun talous- ja pankkikriisin aikana sekä talous- ja rahaliittoon valmistautumisen kaudella vuosikymmenen lopulla. Tämä julkaisu on suoraa jatkoa selvitykselle ”Säännöstelystä markkinoille” (Suomen Pankin yleistajuiset selvitykset, A:114), jossa on esitelty 1970-luvun säännöstelyä ja seuraavalla vuosikymmenellä toteutettua markkinoiden vapauttamista. Kumpikin katsaus tehtiin alkuaan Suomen Pankin sisäiseen käyttöön. Tavoitteena oli ensisijaisesti esitellä ja kommentoida Suomen Pankissa aikoinaan käytettyä seuranta-aineistoa. Tässä julkaistavassa katsauksessa kuvioaineistoa on vähennetty ja tekstiä muokattu. Alkuperäisten lähteiden numeroaineisto perustuu ennakkotietoihin.

Katsauksen lähtökohtana on tarkasteluajanjaksoon ajoittuva työkentelyni raha- ja valuuttapolitiikan seuranta- ja analyysitehtävissä Suomen Pankissa. Kuvioden kommentoinnin ohella olen hyödyntänyt sekä itse aikoinaan kirjoittamiani että muiden laatimia muistioita, ennusteita ja julkaisuja sekä omia muistiinpanojani joistakin keskeisistä tapahtumista. Tarkastelu keskittyy ohjausjärjestelmän pääpiirteisiin. Yksityiskohtaiset tiedot olen pyrkinyt tarkistamaan erityisesti Suomen Pankin vuosikirjoista, joihin osa tekstistä myös perustuu. Talous- ja pankkikriisistä sekä rahaliiton valmistelusta on erilaisia katsauksia Suomen Pankin julkaisemissa sarjajulkaisuissa.

Lähteitä ei ilmoiteta erikseen tekstin yhteydessä. Lähdeviitteiden poisjättämiseen on monia syitä. Esitys pohjautuu alkuaan omakohtaisiin kokemuksiini perustuvaan luentosarjaan, jossa muistini tukena käytin tarjolla ollutta osin sattumanvaraista ja lähdearvoltaan eriaisteista aineistoa. Samoin tein myöhemmin kuvausta täydentäessäni. Perusteellisesti dokumentoidun tieteellisen selvityksen tekeminen 1990-luvun osin hyvin dramaattisista tapahtumista ja niihin liittyneestä rahapolitiikasta olisi tärkeää, mutta tässä projektissa sille tavoitetasolle ei ole pyritty.

Katsaus painottuu raha- ja valuuttapolitiikan ohjausjärjestelmän kehitykseen, ja vaikka siinä kommentoidaan taustaksi varsin paljon myös politiikkaa, se ei pyri olemaan talouskriisin analyysi, ei myöskään aito rahapolitiikan arvio. Tämä selvitys on asiantuntijatasolta tehty henkilökohtainen aikalaiskatsaus. Se ei edusta Suomen Pankin virallista tulkintaa. Suomen Pankin politiikan kuvauksena se on vajavainen myös siksi, etten ole ollut mukana seuraamassa johtokuntatason sisäisiä linjanvetoja 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 katsauksena. Kaisa Paasovaara selkeytti merkittävästi valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden osin vaikeaselkoisten ilmiöiden kuvausta. Kiitos esitettävän laajan kuvioaineiston suunnittelusta ja toteutuksesta kuuluu puolestaan monille Suomen Pankin aikaisemmille ja nykyisille ekonomisteille ja tutkimussihteereille. Ulkoasultaan kirjavän 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.

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>9</b>
<b>2 Suomen talous- ja pankkikriisi 1990-luvun alussa.....</b>	<b>11</b>
2.1 Talouskehitys vuosina 1989–1990 .....	11
2.2 Kansantalouden rahoitustasapaino .....	14
2.3 Pankkien ulkomaisen pääoman tuonti jatkuu vuosina 1989–1990 .....	20
2.4 Rahajärjestelmän ongelmia vuosina 1989–1990 .....	22
2.5 Pankkien korkorakenteen ongelmat .....	28
2.6 Informaation ja tilastojen uudistuksia.....	35
2.7 Talousnäkömät vuonna 1990.....	36
2.8 Neuvostoliiton muutoksen oireita.....	40
2.9 Suomen Pankki kritiikin kohteena.....	42
2.10 Rahapolitiikka vapautuneilla markkinoilla .....	43
2.11 Hintakilpailukyvyyn ongelma .....	50
2.12 Suomen markan ecukytkeä keväällä 1991.....	66
2.13 Tie devalvaatioon .....	75
2.14 Devalvaation jälkeen .....	82
2.15 Kohti markan kelluntaa vuonna 1992.....	88
2.16 Suomen Pankin valuuttainterventiokäytäntö .....	98
2.17 Valuuttakurssimekanismin (ERM) ongelmat .....	102
2.18 Kellunnan alkukuukaudet.....	105
2.19 Rahoitusrakenteiden raju heilahdus.....	112
2.20 Pankkikriisi .....	121
2.21 Ulkomainen rahoitus .....	129
2.22 Kriisin pohja lähestyi .....	135
2.23 Inflaatiotavoite .....	139
2.24 Talouspolitiikan kriisikuukaudet vuoden 1993 alussa.....	142
2.25 Eurooppa kellui vuonna 1993 – ja Suomikin .....	144
2.26 Toivo heräsi vuonna 1994 .....	150
2.27 Suomen Pankin vieraita: arvioita.....	152
2.28 Vakaan markan politiikka ja devalvaatiolinja .....	155
<b>3 Suomen tie talous- ja rahaliittoon .....</b>	<b>160</b>
3.1 Euroopan unionin suunnitelmat talous- ja rahaliitoksi .....	160
3.2 Talous- ja rahaliiton valmistelu .....	161



3.3	Rahapolitiikan ohjausjärjestelmä.....	163
3.4	Kansainvälinen korkotaso nousi ja markka vahvistui vuonna 1994 .....	170
3.5	Maastrichtin kriteerit .....	175
3.6	Vaihteleva rahataloudellinen kehitys vuonna 1995 .....	178
3.7	Markka heikkeni vuonna 1996 kohti ERM-kytkentää.....	184
3.8	ERM-kytkentä lokakuussa 1996 ja kehitys sen jälkeen.....	190
3.9	Rahapolitiikan linja ERM-kautena .....	199
3.10	Julkisen sektorin EMU-ehdot täyttyivät .....	206
3.11	Järjestelmien ja lainsäädännön muutokset markan viime vuosina .....	208
3.12	Suomi siirtyi talous- ja rahaliittoon vahvana .....	212
3.13	Markan viimeinen vuosi.....	216

# 1 Johdanto

Suomen raskas talous- ja pankkikriisi 1990-luvun alkuvuosina koettiin aikoinaan niin Suomessa kuin ulkomaillakin hyvin poikkeukselliseksi. Se oli pahin talouskriisi kehittyneissä länsimaissa moniin vuosikymmeniin, supistuihan Suomen kokonaistuotanto sen aikana melkein 15 % ja kotimainen kysyntä vielä enemmän. Vaikka Pohjoismaat ja useat muutkin Länsi-Euroopan maat kokivat samantapaisia talousvaikeuksia, missään muualla tuotannon menetys ei kasvanut edes puoleen Suomen kärsimästä. Kuitenkin 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen loppuvuosien kansainvälinen talouskriisi aiheutti joissakin maissa vastaavansuuruisia tuotannon menetyksiä. Suomen kriisi ei tämän kehityksen valossa vaikutakaan enää niin ainutlaatuiselta ja sellittämättömältä.

Kansainvälinen talouskriisi toi esiin myös vaikeudet, jotka liittyvät voimakkaiden rahoitusyhtymien hallintaan. Yleisesti on myönnetty, että pelkät perinteiset raha- ja valuuttapolitiikan ohjauvälineet ovat riittämättömiä tähän tehtävään. Tämä oli erityisen selvää Suomen sääntelyjärjestelmän näkökulmasta sekä 1980-luvun lopun ylikuumenemisvaiheessa että 1990-luvun alun kriisissä. Ohjaujärjestelmää onkin eri maissa pyritty parantamaan laajentamalla ennen kaikkea erilaisia rahoitusmarkkinoiden vakaussäädöksiä.

Suomen talouskriisiä ei ole tutkittu riittävästi. Siitä on esitetty monien erityisselvitysten ohella pelkistettyjä makroanalyysyjä ja toisaalta paljon mielipiteitä. Tyypillinen puute selvityksissä on tarkastelun rajaaminen vahvasti kotimaahan. Suomen Pankissa kansainvälinen seuranta – erityisesti eurooppalainen vertailu – oli jo kriisin aikana analyysin lähtökohta. Tämän taustana oli Suomen Pankin pyrkimys toteuttaa eurooppalaista rahapolitiikkaa. Toinen puute kriisianalyysissä on säännöstelykauden tekijöiden riittämätön erittely. Säännöstely oli jättänyt Suomen talouteen paljon rakenteellisia, institutionaalisia ja asenteellisia tekijöitä, jotka eivät sopeutuneet joustavasti ja nopeasti vapaisiin markkinoihin. Suomen 1990-luvun alun kriisiä ei voi ymmärtää tuntematta sitä edeltänyttä säännöstelykautta.

Talouskriisi jatkui odotettua syvempänä ja pitempään, mutta siitä selviydettiin lopulta 1990-luvun puolivälissä melko hyvin lukuun ottamatta laajaksi jäänyttä työttömyyttä. Kriisin aikana Suomi oli aloittanut valmistelut Euroopan unioniin ja rahaliittoon liittymiseksi. Rahaliittoon voitiinkin sitten 1990-luvun loppupuoliskolla valmistautua varsin vakaisissa ja rauhallisissa talouden kasvun oloissa. Valmistelu vaati Suomen Pankissa varsin laajan työn sekä omien järjestelmien

että rahamarkkinoiden sopeuttamiseksi eurooppalaiseen kokonaisuuteen.

\*

Kriisiä edeltänyt 1980-luku oli reaalityönnön kannalta varsin rauhallinen ennen ylikuumenemista vuosikymmenen lopulla. Toisaalta vuosikymmen oli Suomen rahoitus- ja valuuttamarkkinoilla kauttaaltaan epävakaa ja vaikea. Rungas pääomantuonti vuosina 1983–1984 ja sen aikaansaama rahoitusmarkkinoiden ylikividiteetti mursivat sodanjälkeisen säännöstelyjärjestelmän perusteet. Seuraavina vuosina ongelmana olivat pääomanvienti ja valuuttaspekulaatiot, mutta sitten taas vilkas pääomantuonti vuosina 1987–1989 ylikuumensi rahoitusmarkkinat ja talouden. Talouden kehitys taittui pitkään laskuun joiltakin osin jo vuoden 1989 alkupuolella.

Suomen rahoitus- ja valuuttamarkkinat oli valtaosin vapautettu 1980-luvulla. Vahvasti säännöstelyyn peruskorkoon perustunut luottorahoitus korvautui 1980-luvulla lisääntyvästi markkinaehtoisella rahoituksella. Rahamarkkinoiden luottokorot vapautettiin vuosina 1983–1986. Samalla pankkien sääntelyyn perustunut rahamarkkinoiden ohjausjärjestelmä muutettiin vaiheittain markkinaehtoiseksi interventiojärjestelmäksi. Vuosina 1986–1987 vapautettiin rahapolitiikan kannalta tärkein pitkäaikainen ulkomaisen pääoman tuonti. Kotimaisilla rahoitusmarkkinoilla oli 1980-luvun päättyessä voimassa enää eräitä Suomen Pankin korkorajoituksia. Rahoitustoiminnan epäterveet veroedut olivat kuitenkin yhä suuret. Kotitalouksien valuuttaluotot olivat kiellettyjä, ja yritysten ulkomaisia lyhytaikaisia velkoja ja sijoituksia sekä valuuttatermiinisopimuksia rajoitettiin. Vaikka taloudessa näin yhä ylläpidettiin eräitä merkittäviäkin säännöstelykauden jäänteitä, raha- ja valuuttapolitiikan kannalta markkinat olivat jo vapaat sillä vaihtelualueella, jolla oli merkitystä politiikan kannalta.

## 2 Suomen talous- ja pankkikriisi 1990-luvun alussa

### 2.1 Talouskehitys vuosina 1989–1990

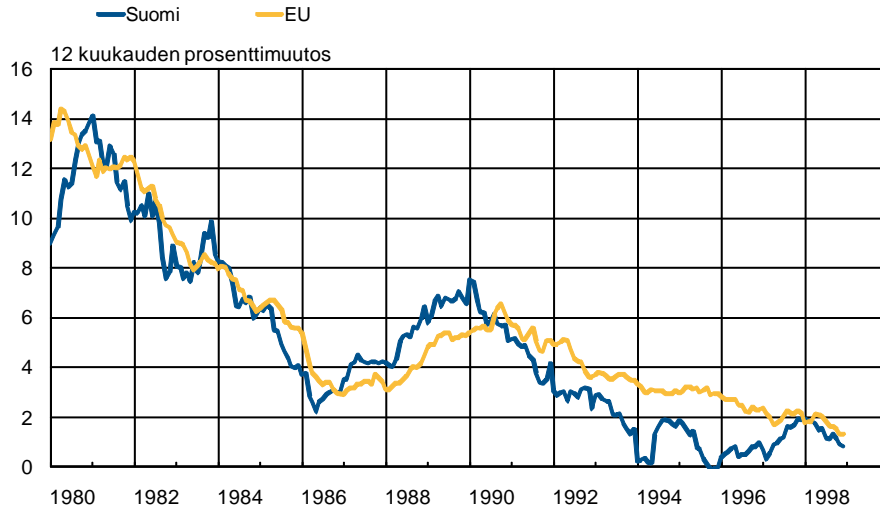
Syksyllä 1989 Suomen Pankissa laaditussa ennusteessa todettiin korkeasuhdanteen jatkuvan ja tasapaino-ongelmien pahenevan. Varsinkin kotimaisen kysynnän kasvun uskottiin säilyvän arvioitua vahvempana. Tämän vuoksi ulkoisen tasapainon raju heikkeneminen oli muodostumassa lähivuosina kasvua rajoittavaksi. Vaihtotase heikkeni, vaikka ulkomaankaupan hinnat olivat kehittyneet edullisesti. Vaihtosuhte oli vuodesta 1986 lukien vahvistunut yli 20 %, kun se oli EY-maissa säilynyt suurin piirtein ennallaan. Hintakilpailukyvyyn heikkeneminen sekä kapasiteetin täyskäyttöisyys viennin päätoimialoilla rajoittivat vientiä.

Vahvan kulutussuhdanteen arvioitiin vaimentuvan, mutta kysyntää vauhditti ylikuumentunut investointisuhdanne. Asuntoinvestoinnit lisääntyivät vuonna 1989 noin viidenneksen ja olivat nopeimmin kasvava kysynnän erä toisena vuonna peräkkäin. Toteutuneesta vuoden 1989 runsaan 5 prosentin suuruisesta tuotannon kasvusta noin 4 prosenttiyksikköä tuli investointien lisäyksestä. Finanssipolitiikka oli päätösperäisiltä vaikutuksiltaan lähes neutraalia.

Ansiotason nousuvauhti ei näyttänyt hidastuvan vuosina 1990 ja 1991. Valuuttakurssimuutokset mukaan lukien teollisuuden hintakilpailukyky oli heikkenemässä yhteensä noin 10 % vuoden 1991 loppuun mennessä. Kuluttajahintojen nousu oli kiihtynyt 6–7 prosenttiin (kuvio 1). Inflaatiopaineiden arvioitiin helpottuvan merkittävästi vain asuntomarkkinoilla, joilla hinnat olivat jo kääntyneet laskuun (kuvio 2). Markkinakorkojen nousun alkusyksystä oli tulkittu kuvastavan markkinoiden odotusta vaihtotaseen alijäämän syvenemisestä ja samalla ulkomaisiin luottoihin liittyvän odotetun riskin kasvua.

Kuvio 1.

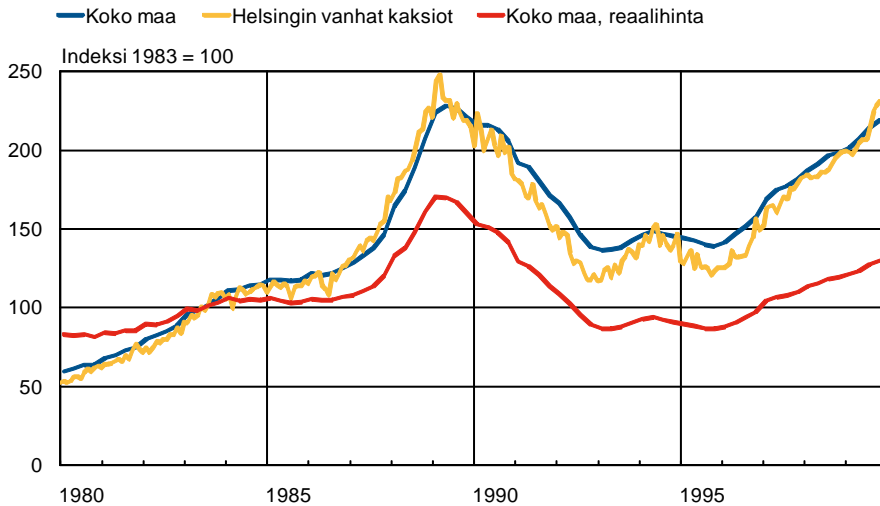
## Kuluttajahinnat Suomessa ja EU:ssa



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 2.

## Asuntojen hinnat



Lähteet: Huoneistokeskus, Tilastokeskus ja Suomen Pankki.

Vaihtotaseen kehitys alkoi tulla ongelmaksi ja sitä koskeva uutisointi herkäsi. Syyskuussa 1989 Suomen Pankki sai ennakkotiedon, jonka mukaan Tullin tilastoissa oli isoja kirjausviipeitä ja vaihtotaseen vaje

oli paljon suurempi kuin ennakkotietojen mukaan. Virhe oli senkaltainen, että tiedolla olisi varmasti vaikutusta markkinoihin. Harkittiin, antaisiko Suomen Pankki asiasta tiedotteen. Tulli julkaisi lopulta oman tiedotteensa, jossa asia esitettiin tullitilastointia kuvaavan turruttavan tekstin jälkeen toiseksi viimeisessä virkkeessä epäselvästi. Meni muutamia päiviä ennen kuin uutisen tärkeys hiljalleen selvisi tiedotusvälineille. Syntyi meteli, joka nyt ylitti selvästi asian merkityksen. Tämä aiheutti markan vastaista liikehdintää ja nosti turhaan muutenkin kohoamassa olleita markkinakorkoja, jotka liikkuivat 12–15 prosentin tasoilla.

Reaalikorkojen nousu näytti aiheuttavan lähivuosina kansantalouden voimakkaan sopeutumisen. Toisaalta sopeutuminen tarkastelujakson lopulla ja sen jälkeisinä vuosina pienentäisi aiempaa arvioitua nopeammin vaihtotaseen alijäämiä. Vaikeasti arvioitava kysymys oli, missä määrin kotitalouksien ja yritysten nopea velkaantuminen edellisinä vuosina oli rahoitusmarkkinoiden liberalisointiin ja poikkeuksellisen nopeaan reaalityulojen kasvuun liittynyt väliaikainen ilmiö. Rahoitustasapaino saattoi parantua arvioitua nopeamminkin, jolloin kuitenkin taantuma muodostuisi syvemmäksi. Toisaalta parempi ulkoinen tasapaino mahdollistaisi alemmat reaalikorot ja nopeamman kasvun tarkastelujakson lopulla.

Helmikuussa 1990 suhdannekuvan katsottiin heikentyneen. Korkojen nousu oli käynnistänyt kysynnän sopeutumisen. Kotimaisen kysynnän ja kokonaistuotannon kasvu oli taittumassa aiemmin arvioitua selvemmin. Kauppatase parani, mutta korkomenojen nopean kasvun vuoksi vaihtotaseen alijäämä alkaisi supistua vasta seuraavana vuonna. Ulkomaisen velan lisääntyminen jatkui nopeana. Ulkoisen tasapainon paranemista tukivat vientimarkkinoiden kasvu ja avoimen sektorin kapasiteettirajoitteiden väistyminen. Vienti- ja tuontialttiuden palautumista kohti normaalitasoan hidasti hintakilpailukyvyn heikkeneminen. Inflaatio pysyi nopeana. Tulopoliittisen kokonaisratkaisun inflaatiota hillitsevät vaikutukset näkyisivät vasta vuoden 1990 lopulla ja vuonna 1991. Finanssipolitiikan sitoutuminen tulopoliittisessa ratkaisussa tuloverotuksen keventämiseen ja suhdanneautomaatiikka muuttivat valtiontalouden vaikutuksen lievästi ekspansiiviseksi. Näissä oloissa ulkoisen tasapainon kehitys riippui ratkaisevasti korkojen vaikutuksesta kysyntään.

Kokonaistuotannon arvioitiin kasvaneen 5 % vuonna 1989, vuoden 1990 kasvuksi ennustettiin 1½ % ja vuoden 1991 kasvuksi 1 %. Kuluttajahintojen nousuvauhdin odotettiin hidastuvan 6 prosentista alle 5 prosenttiin vuonna 1991. Vaihtotaseen vaje pysyttelisi 4 prosentissa BKT:stä. Samassa prosentissa olisi työttömyysaste ennusteen mukaan myös vielä vuonna 1991.

Kansainvälisen valuuttarahaston tutkijat arvioivat Suomen talouspolitiikkaa toukokuussa 1990. Ylikuumenemisen aiheutti valuuttarahaston mukaan kaksi tekijää: kansainvälinen hintakehitys, joka johti vahvaan odottamattomaan vaihtosuhteen paranemiseen, sekä rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen, joka johti luottojen kasvuun ja kotitalouksien säästämistä rajuun pudotukseen. Kiinteä valuuttakurssi aiheutti sen, että pääomanliikkeet estivät korkojen nousun. Luotonantoa jarruttivat lisäkassavarannot, joilla saatiin nostettua luottokorkoa, ja revalvointi maaliskuussa 1989. Suuri budjettiylijäämä toteutui vuosina 1988–1989. Suhdannehuippu ajoittui vuoden 1989 loppuun.

Kansainvälisen valuuttarahaston tutkijat eivät olleet tyytyväisiä budjetin kiristämistähtiin. Rahapolitiikalla tehtiin mitä voitiin. Valuuttarahastosta ehdotettiin TEL-takaisinlainauksen ja talletusten verotuksen uudistamista mutta ei valuuttakurssimuutoksia. Vaihtotasetta oli parannettava mm. julkista säästämistä lisäämällä. Suomen kauppapolitiikka oli liberaalia maataloustuotteiden ja tekstiilien kauppaa lukuun ottamatta.

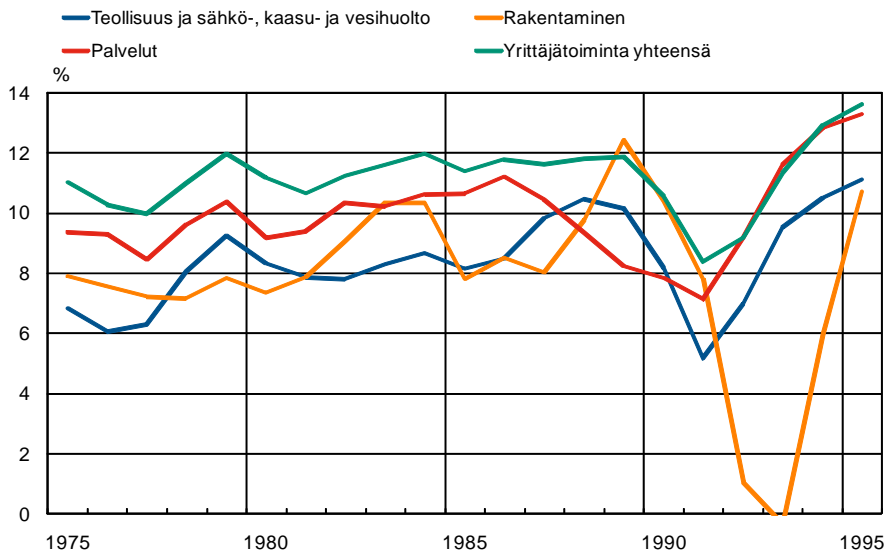
## 2.2 Kansantalouden rahoitustasapaino

Yritysten kannattavuus oli yleisesti hyvä 1980-luvun loppuvuosina. Näin oli erityisesti teollisuudessa ja rakennustoiminnassa, kun taas palveluiden tuotannossa toimintaylijäämä oli kehittynyt heikosti vuodesta 1986 alkaen (kuvio 3). Vuonna 1990 teollisuuden ja rakennustoiminnan tuloskehitys alkoi heiketä, mutta vuosi oli silti vielä keskitasoa. Kuitenkin kansantalouden tuotannon supistuessa vuonna 1991 yritysten tulokset romahtivat melkein kautta linjan, osin siksi, että palkansaajien ansiot lisääntyivät edelleen reaalisestikin pari prosenttia (kuvio 4).

Suomen kansantalouden investointiaste oli painunut 1980-luvun puolivälissä alle 25 prosentin BKT:stä, mikä sekin oli vielä kansainvälisesti vertaillen korkea. Vuodesta 1987 lähtien investointiaste nousi taas voimakkaasti ja päätyi noin 30 prosenttiin vuonna 1989. Sekä yritysten että kotitalouksien investoinnit kasvoivat samansuuntaisesti, kun taas julkisten investointien BKT-osuus hiukan supistui. Investointiaste nousi talouden ylikuumenemisen myötä samalle tasolle kuin 1970-luvulla, jolloin pääomavirtoja ohjattiin investointeihin voimakkaasti. Investointien määrä oli kansainvälisessä vertailussa selvästi kestävämmän suuri.

Kuvio 3.

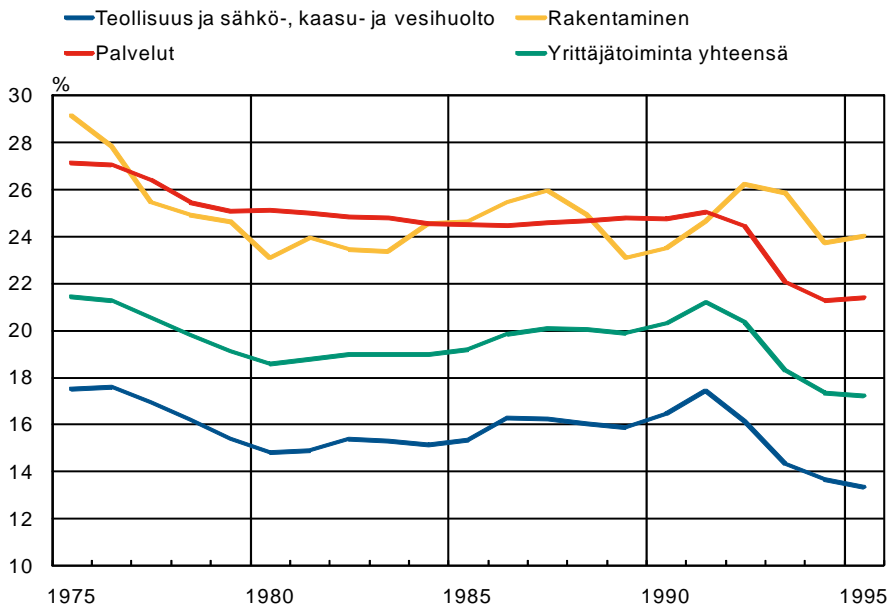
### Toimintaylijäämä erällä toimialoilla Suhde kokonaistuotokseen



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 4.

### Palkkasumma erällä toimialoilla Suhde kokonaistuotokseen



Lähde: Tilastokeskus.



Kansantalouden säästäminen myötäili osin investointien kasvua. Yritysten tulokset olivat korkeasuhdanteessa parantuneet, mutta velkojen inflaatioetu oli reaalkorkojen noustua jo selvästi vähentynyt. Kun yritysten jakamattomien voittojen BKT-osuus alkoi pienetä vuonna 1989, yritysten rahoitusaliijäämä paisui edellisen vuoden 5 prosentista 8 prosenttiin ja säilyi samana vuonna 1990.

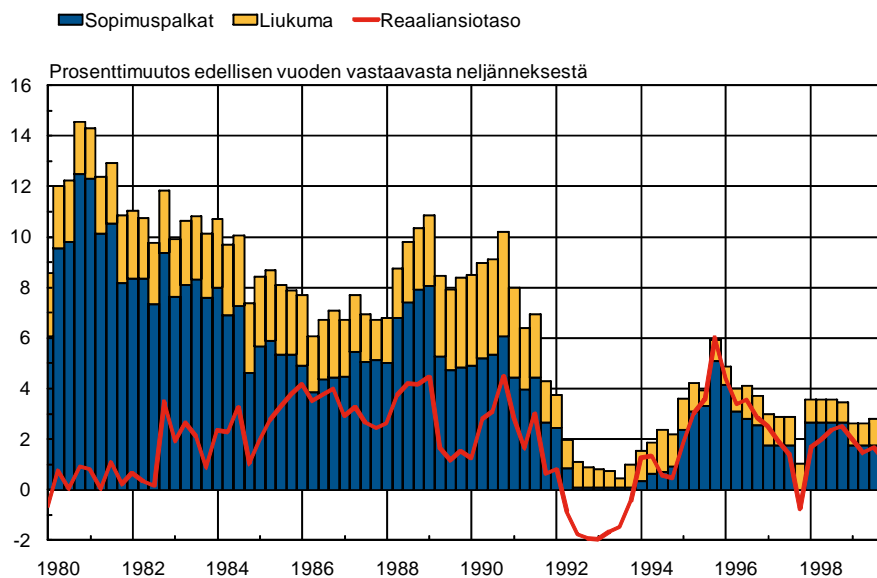
Yritysten rahoitusaliijäämä oli kansainvälisesti vertaillen erittäin suuri, ja säännöstelykauden jäljiltä heikon rahoitusrakenteen ongelmat pahenivat edelleen. Tosin yritysten bruttovelka (suhteessa BKT:hen) ei ollut kansainvälisesti huomiota herättävän suuri, sillä suomalaisten yritysten rahoitusrakenteeseen kuului myös se heikkous, että yritysten likviditeetti ja kaiken kaikkiaan rahoitusvarojen määrä olivat inflaatiokauden jäljiltä niukat. Kun lisäksi oman pääoman osuus oli pieni, suomalaisten yritysten kriisinkestokyky oli erittäin heikko. Tämä päti yleisesti sekä vientiyrityksiin että kotimarkkinayrityksiin. Kotimarkkinayritysten tilannetta pahensi se, että niille oli kertynyt valuuttavelkojen myötä suuri valuuttakurssiriski.

Kotitalouksien nimellistulojen kehitys oli vuosikymmenen vaihteeseen saakka vahva (kuvio 5). Kuitenkin (brutto)säästämisaste putoi puoleen 1980-luvulla vuoteen 1988 mennessä. Kotitalouksien rahoitusaliijäämä ja velkaantuneisuus kasvoivat Suomen oloissa ennätysmäisiksi. Silti kotitalouksien velkakanta pysyi varsin pienenä kansainvälisesti vertaillen. Toisaalta myös talletusten ja kotitalouksien muiden sijoitusten määrä oli pieni.

Julkisen sektori kasvoi vuoden 1987 jälkeen selvästi ylijäämäiseksi. Tuon vuoden budjetti oli osin virheellisten suhdanne-ennusteiden vuoksi liian alijäämäinen, mutta tilanne korjautui merkittävästi seuraavina vuosina. Suhteessa talouden ylikuumenemiseen ylijäämä ei kuitenkaan ollut riittävä. Julkisen sektorin ohella ylijäämää syntyi rahoituslaitoksissa, lähinnä työeläkelaitoksissa (jotka tähän aikaan vielä luettiin yksityiseen sektoriin), ja itse asiassa varsin paljon, noin 6 % BKT:stä.

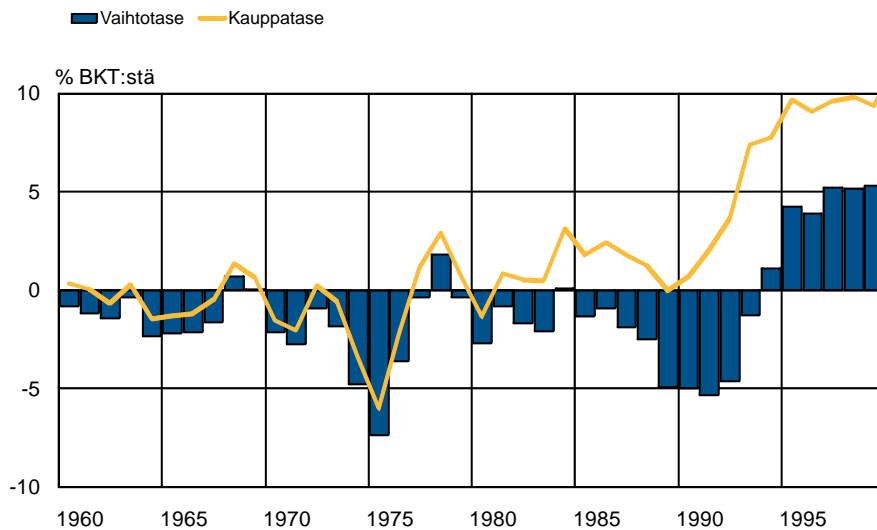
Kotimaiset rahoitusylijäämät eivät riittäneet lähimainkaan yritysten ja kotitalouksien alijäämän kattamiseen, vaan vuosina 1989 ja 1990 siitä katettiin vaihtotaseen alijäämän rahoituksen kautta määrä, joka vastasi noin 5:tä prosenttia BKT:stä (kuvio 6). Reilusti yli puolet alijäämästä tuli kasvaneen ulkomaisen velan koroista. Tavarakaupan ylijäämä pieneni tasapainoksi vuonna 1989, mutta jo vuonna 1990 ylijäämä alkoi nopeasti kasvaa.

Kuvio 5. **Ansiotaso**



Lähde: Tilastokeskus.

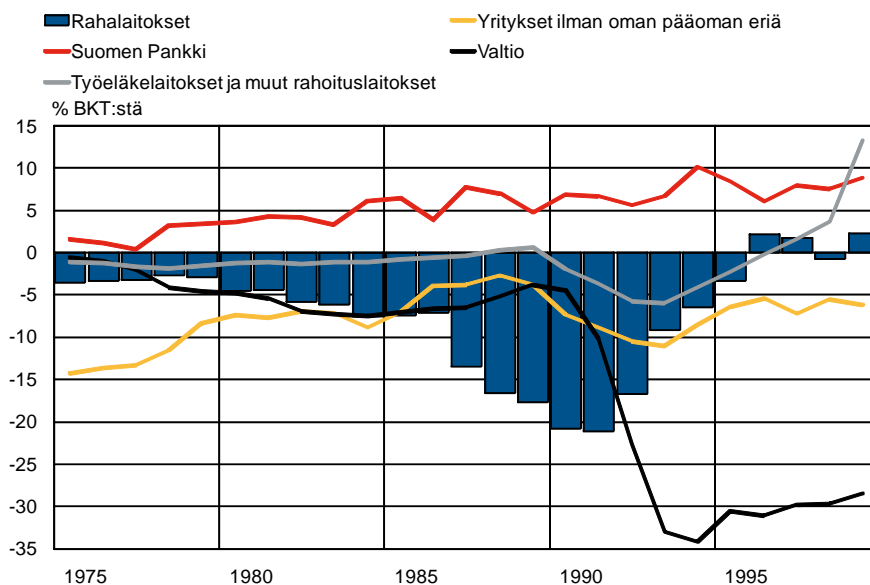
Kuvio 6. **Vaihtotase ja kauppataase**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Suomen ulkomainen nettovelka lähestyi ennusteissa 30:tä prosenttia BKT:stä. Pääosa tästä oli pankkien välittämää, paljolti kotimarkkina-yritysten valuuttavelkaa (kuvio 7). Eri sektoreiden nettorahoitus tilanne varantoina oli 1980-luvun lopussa suunnilleen sellainen, että yrityksillä oli nettovelkaa noin 60–70 % BKT:stä. Tästä vajaa puolet oli tullut ulkomailta pääosin rahoituslaitosten – nimenomaan pankkien – kautta ja runsas toinen puoli kotimaasta, pääasiassa työeläkerahastoista. Rahoitus ei bruttoerinä mennyt suoraan näin, vaan rahoitusmarkkinat kohdensivat rahoitusvirtoja vaihtelevasti eri sektoreiden välillä. Julkisella sektorilla samoin kuin kotitalouksilla oli karkeasti ottaen yhtä paljon velkoja ja saamia.

Kuvio 7. **Suomen ulkomainen nettovarallisuus sektoreittain**



Lähde: Suomen Pankki.

Säännöstelyn ja inflaation kaudella yritysten optimaalinen rahoitus rakenne oli vääristynyt. Oman pääoman, velkojen ja maksuvalmiuden suhteet olivat aivan liian heikkoja vapaiden markkinoiden vaatimukseen. Rahoitusrakenteen heikkous olisi pitänyt jotenkin hoitaa. Se ei ollut ensisijaisesti rahapolitiikan tehtävä, eikä Suomen Pankilla ollut edellytyksiä paneutua yksityiskohtaisesti yritysten rahoitusongelmiin. Yritysten korkomenoja olisi pitänyt vähentää, mutta vähentämällä velkoja, ei painamalla rahapolitiikan ohjauskorkoa alas. Rahapolitiikka

kan korko oli muita tarpeita varten. Yritykset olisivat tarvinneet lisää tulorahoitusta. Säännöstely- ja inflaatiokauden jälkeen olisi pitänyt olla vakaan kasvun vaihe, jossa yritykset olisivat voineet sopeuttaa taseitaan. Nyt kuitenkin säännöstelyn poistamisen jälkeinen korkeasuhdanne siirsi ongelmia, ja liian monet yritykset käyttivät tuon vaiheen päinvastoin velkojensa rajuun lisäämiseen.

Suomessa merkittävä osa liberalisointia ajoittui 1980-luvun loppupuolen kansainväliseen korkeasuhdanteeseen. Ulkomailla suhdanteen tilanne tosin oli varsin normaali ja myös vaimeni aikaisemmin kuin Suomessa. Säännöstelykaudelle tyypilliset vahvat velkavetoiset investoinnit jatkuivat Suomessa vielä 1980-luvun lopulla siitä huolimatta, että jo 1980-luvun puolivälissä luottokorot jäivät selvästi, jopa 5 prosenttiyksikön verran, vaimentuneen inflaatiovauhdin yläpuolelle. Verojen jälkeinen asuntolainan korkokin oli jo hiukan positiivinen.

Velkaantuvaa suomalaista yhteiskuntaa leimasi vauhtisokeus. Ei osattu tai ei haluttu ennakoida, että säännöstelykauden velkaantumisedut olivat menneet. Uskottiin yhä, että palataan inflaatiotalouteen mataline nimelliskorkoineen. Reaalikorkonäkymien olisi kuitenkin pitänyt varoittaa, että lisääntyvä velkojen määrä oli monille yrityksille ajan mittaan kestämaton. Toisaalta kukaan ei osannut ennakoida erityisesti sitä, että 1990-luvun alkupuolella eurooppalaiset korot tulisivat olemaan erityisen korkeat ja niiden myötä väistämättä myös Suomen korot. Säännöstelyn suojassa Suomessa oli jäänyt osittain kokematta 1980-luvun alkupuolen erittäin korkea kansainvälinen korkotaso kriiseineen. Monessa maassa oli yleisesti jo opittu.

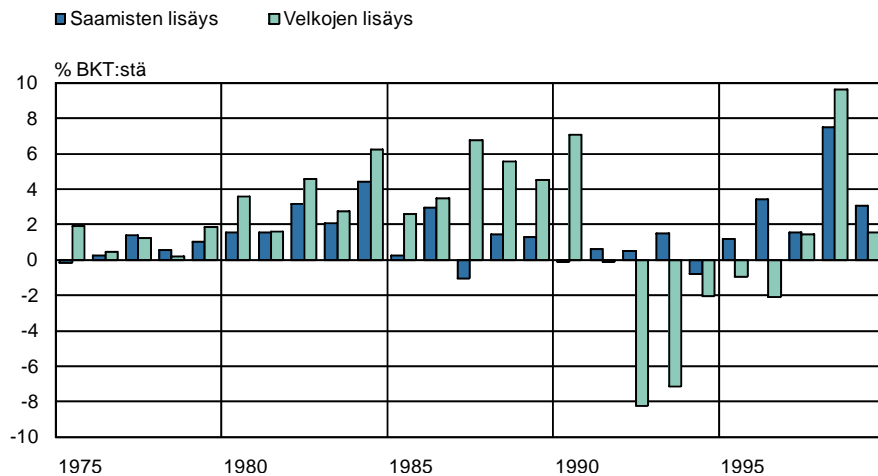
Ammattiliittojen asema oli ollut säännöstelykaudella vahva, eivätkä liitot selvästikään aikoneet tinkiä neuvotteluvoimastaan eivätkä vuosikymmenen vaihteessa tosiasiasa kestävämmän suureksi kasvaneesta palkkatulojen kansantulo-osuudesta. Lakkoherkkyys säilyi jopa vientisektorissa vahvana pitkälle lamakauteen, aina kesään 1991 saakka. Vielä talouden ja tuottavuuden kasvun pysähdyttyä vuonna 1990 pidettiin lähes 10 prosentin ansiotasokasvua kohtuullisena.

Merkillisen vahva oli säännöstelykauden perintönä myös ajattelu, että sikäli kuin viranomaiset, säädökset ja talouspolitiikka sen sallivat, velkaa oli syytä ottaa ja rahaa käyttää niin paljon kuin suinkin voi. Vastuu riskeistä ja tappioista oli viranomaisilla. Kovien kokemusten kautta opeteltiin seuraavina vuosina, että vapauteen kuului vastuu omista raha-asioista, tekivät pä viranomaiset mitä tahansa. Yksi tulevien vaikeuksien syy oli, että Suomen pankkeja, yrityksiä ja kotitalouksia hyvin kattavasti holhonnut säännöstelyjärjestelmä oli toiminut Suomessa liian hyvin.

## 2.3 Pankkien ulkomaisen pääoman tuonti jatkui vuosina 1989–1990

Pankkien ulkomaisen pääoman tuonti jatkui neljä vuotta, 1987–1990, bruttomääriltään ja melkein nettomääriltäänkin summina, jotka olivat vuosittain 5–7 % BKT:stä (kuvio 8). Vaihtotaseen vajeet katettiin jokseenkin kokonaan tällä rahoituksella, ja muutamina vuosina paljon jäi ylikin Suomen Pankin valuuttavarantoon. Vuoden 1990 lopussa pankkien ulkomainen nettovelka oli suurentunut yli 100 mrd. markan eli noin 20 prosenttiin BKT:stä. Suurin osa Suomen ulkomaisesta nettovelasta oli pankkien velkaa, vieläpä paljolti lyhytaikaista. Normaali kansainvälinen tulkinta on, että lyhytaikainen pankkirahoitus on kaikkein riskipitoisin tapa rahoittaa vaihtotaseen vajaukset ja maan ulkomainen velka.

Kuvin 8. **Rahalaitosten ulkomaiset saamiset ja velat: virrat**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Perinteiset suuret vientiyrietykset eivät investoineet 1980-luvun lopulla kovin paljon, eivätkä ainakaan vahvasti ulkomaisella rahoituksella. Yritysten suoraan tuoma pääoma oli vuosikymmenen vaihteessa vähäistä. Valtio supisti ulkomaista velkaansa vielä vuosina 1988–1989 eikä nostanut lainoja kovin paljon vuonna 1990.

Talvella 1990 sattui luottoveroon liittynyt erikoinen pääomantuontitirsäys. Valtio pani helmikuun 1990 alusta yritysten ulkomaisille lai-

noille 0,5 prosentin veron (josta pian luovuttiin). Vero tietenkin vain vauhditti pääomantuontia. Yritykset välttivät ennakoivalla pääomantuonnillaan puolen prosentin veron, mutta valuutan suuren tarjonnan takia markka vahvistui hetkellisesti paljon enemmän kuin puoli prosenttia. Spekuloiivat luotonnostajat kärsivät siis selvän tappion, mutta verottajalta viety markkahan oli aina tuottanut suuremman mielihyvän kuin veronkierrossa kärsitty suurempi tappio oli tuonut mielihyvää. Tammikuun toisella puoliskolla Suomen Pankin vaihdettava varanto kasvoi runsaat 7 mrd. markkaa. Tämän tulkittiin johtuneen paitsi luottoverosta myös vähäisemmässä määrin siitä, että yritykset olivat varautuneet pankkilakkoon.

Helmikuun 1990 alusta vapautettiin kesällä 1985 kielletty markka-obligaatioiden myynti ulkomaille. Vapautus koski vain uusia lainoja. Ratkaisusta oli tehty vuosien mittaan monenlaisia selvityksiä. Vuoden 1990 aikana jäljellä olleita pääomanliikkeiden ja valuuttatoimien rajoituksia poistettiin lukuisin eri päätöksin. Raha- ja valuuttapolitiikan kannalta näillä päätöksillä ei ollut enää juuri merkitystä.

Vuoden 1991 alusta ulkomaiset pääomanliikkeet tulivat lähes täysin vapaiksi. Silloin tuli voimaan uudistettu valuuttalaki, joka nyt perustui positiiviseen periaatteeseen, jonka mukaan sallittuja olivat kaikki ne valuuttatoimet, joita ei nimenomaan ollut kielletty. Merkittävin muutos vuodenvaihteessa oli, että myös lyhytaikaiset kaupallisesta taustasta irralliset rahoitussijoitukset ja velat tulivat sallituiksi, samoin kaupallisesta taustasta riippumattomat valuuttatermiinisopimukset. Kielletyksi jäivät enää yksityishenkilöiden ottamat valuuttaluotot, jotka nekin vapautettiin jo lokakuussa 1991 menossa olleiden Euroopan talousaluetta (ETA) koskeneiden neuvottelujen hengessä.

Valuuttalain ulkopuolisena pääomanliikkeiden rajoituksena säilyi vielä ulkomaalaisten kieltä sijoittaa ns. sidottuihin osakkeisiin, jotka pitivät yritysten päätösvallan suomalaisilla. Vuoden 1992 alusta ulkomaalaiset pääsivät sijoittamaan sidottuihinkin osakkeisiin välillisesti sijoitusrahastojen kautta, ja vuoden 1993 alusta Suomeen tehtävät arvopaperisijoitukset vapautuivat. Myös toinen keskeinen säännöstelykauden ulkomainen säätelyjärjestelmä lopetettiin vuoden 1991 alusta: Neuvostoliiton clearingjärjestelmä. Siirryttiin kaupankäyntiin vapaasti vaihdettavissa valuutoissa.

## 2.4 Rahajärjestelmän ongelmia vuosina 1989–1990

Vuosikymmenen vaihtuessa rahoitusmarkkinat kokivat monia muutoksia, joihin Suomen Pankki osallistui. Säännöstely oli lähimain purettu. Valuuttakurssijärjestelmä oli keskeinen, ja sen joustavuuden kannalta tärkeää oli erityisesti vaihtelualan laajuus. Raha- ja arvopaperimarkkinoiden instituutiot kehittyivät, samoin elektroniset maksujärjestelmät. Suomen Pankin kannalta tärkeäksi koettiin myös rahoitusmarkkinoiden valvonnan kehittäminen.

Raha- ja arvopaperimarkkinoiden toiminta kehittyi ja keskittyi 1990-luvun alkaessa. Vuonna 1991 rahamarkkinoille luotiin markkinatakaajajärjestelmä. Siinä pankit sitoutuivat antamaan osto- ja myyntinoteeraukset kaupankäynnin kohteena oleville papereille (sijoitustodistukset, valtion velkasitoumukset, yritystodistukset, kuntatodistukset ja erikseen määritellyt joukkovelkakirjat). Samoihin aikoihin perustettiin Suomen Pankin vetämänä Helsingin Rahamarkkinakeskus toimimaan rahamarkkinakaupan selvitysyhteisönä. Se tarjosi myös arvo-osuuksien säilytys- ja selvityspalveluja. Aiemmin heikosti toimineita obligaatiomarkkinoita vilkastutti se, että vuonna 1990 ulkomaiset pääsivät taas ostamaan markkaobligatioita. Obligaatiomarkkinoillekin luotiin markkinatakaajajärjestelmä.

Kesäkuussa 1989 Suomen Pankki poisti antamiensa päiväluottojen pankkikohtaiset kiintiöt. Samalla poistettiin kiintiöiden ylityksestä peritty sakkokorko, joka viimeksi oli ollut 19 %. Uudistuksen yhteydessä päiväluottokorko nostettiin 13 prosentista 15 prosenttiin. Päivätalletuskorko säilytettiin 4 prosentissa. Päiväluoton pysyvä käyttö ei ollut enää sallittua; viiden viimeisen pankkipäivän päiväaseman liukuva keskiarvo ei saanut jäädä negatiiviseksi. Marraskuussa joustoa lisättiin siten, että keskiarvo saattoi olla negatiivinen, mutta päiväluottokorko oli silloin kaksinkertainen eli 30 %.

Kun markkinakorot nousivat vuoden 1989 mittaan, niiden ero peruskorkoon kasvoi. Inflaation kiihtyessä peruskorkoon sidottujen verottomien talletusten korko jäi jälkeen inflaatiovauhdista. Peruskoron korotusta harkittiin jo keväällä, ja johtokunta esitti sitä pankkivaltuusmiehille turhaan syyskuussa. Yhden prosenttiyksikön korotus 8½ prosenttiin toteutettiin vasta marraskuun 1989 alusta. Peruskorko koettiin ongelmaksi. Suomen Pankissa oli pyrkimyksiä purkaa sen poliittisuus ja sitoa se markkinakorkoihin. Asiaa valmisteltiin moneen otteeseen, ilmeisesti syksystä 1989 alkaen, mutta muutos ei varsinaisesti oman rahapolitiikan aikana toteutunut.

Huhtikuussa 1990 kassavarantojärjestelmää uusittiin mm. rajamalla kassavarantopohja vain kotimaisiin talletuksiin. Tämä vähensi kassavarantojen määrää. Lisäksi varantoja supisti merkittävästi se, että edellisenä vuonna kootut ylimääräiset varannot palautettiin loppuvuonna 1990. Kassavarantotalletuksille maksettu korko muutettiin heliborsidonnaiseksi.

Pankeille alkoi ilmaantua ongelmia vuosina 1989–1990. Niitä ryhdyttiin arvioimaan. Pankkien kannattavuus oli usean hyvän vuoden jälkeen heikkenemässä. Julkinen valta oli vuosikymmeniä taannut pankkien kannattavuuden säännöstelyn avulla. Säännöstelyn purkamisen aloittaminen antolainauspuolelta oli tukenut pankkien marginaaleja. Nähtävissä ollut talouskehitys lisäsi paineita erityisesti luottotappioiden ja arvopaperien arvonalennusten kautta. Pankkijärjestelmä oli ollut vuosikymmeniä vakaa ja melkein muuttumaton. Olemassa olevia instituutioita oli totuttu pitämään lähes ikuisina. Kriisivalmiutta ei ollut sen enempää pankeissa kuin muuallakaan.

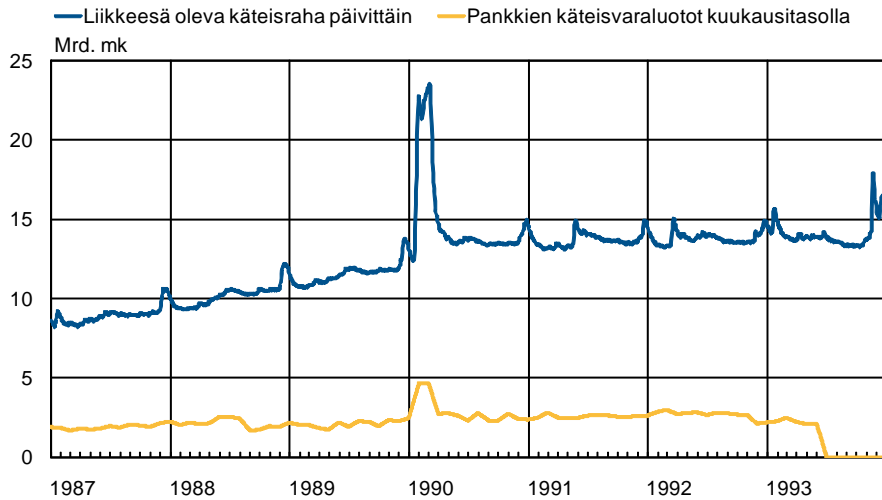
Talvella 1990 käyty pankkitoimihenkilöiden lakko osoitti havainnollisesti, ettei ilmapiiri ollut otollinen juuri minkäänlaisille sopeutus-toimille. Pankkien henkilökunnan yli kuukauden lakko päättyi maaliskuun alussa. Postipankki ei ollut lakossa eikä osa muiden pankkien ylemmistä toimihenkilöistä. Ennen lakkoa arveltiin, että raha- ja valuuttapolitiikan kannalta ongelmallisimmaksi kysymykseksi muodostuisi paine valuuttavarantoa kohtaan. Lakon aikana valuuttakurssit ja valuuttaindeksi noteerattiin tarjolla olleiden markkinahintojen pohjalta, mutta helibornoteeraukset jäädettiin työtaistelua edeltäneelle tasolle. Pankkien sallittiin konvertoida erääntyneet sijoitustodistuksensa kuukauden pituisiksi tililuotoiksi, joiden korko asetettiin samalle tasolle kuin lakkoa edeltänyt korko, 16 %.

Setelistö lisääntyi lakon aikana noin kaksinkertaiseksi, yli 10 mrd. markalla eli lähes 25 mrd. markkaan (kuvio 9). Setelistössä on vahva säännöllinen kausivaihtelu, eli kysynnän huiput jouluna ja juhannuksena, minkä ohella veronpalautukset ja uusien setelimallien liikkeenlasku – kuten vuoden 1991 lopulla – aiheuttavat omia piikkejään. Alkavan laman aikana, nopean kasvuvaiheen jälkeen, setelien määrä ei lisääntynyt ollenkaan.



Kuvio 9.

## Liikkeessä oleva käteisraha ja käteisvaraluotot



Lähde: Suomen Pankki.

Käteisvaraluottojärjestelmä oli vuonna 1980 aloitettu menettely, jonka mukaan pankit saivat pitää hallussaan olevan käteisrahan korottomana velkana. Järjestelmä vähensi käytännön setelinhoitotyötä, eikä sillä ollut juuri rahapoliittista merkitystä. Vuoden 1990 lopulla pankkien käteisvaraluottojen laskennassa siirryttiin päivittäisestä laskemisesta kuukausikeskiarvoon. Samalla katosi järjestelmän alkuperäinen tarkka idea. Muutos liittyi siihen, että maaliskuun 1991 alusta pankkien tiliasema Suomen Pankissa tuli ATK-pohjaiseksi ajantasaiseksi järjestelmäksi. Samalla mietittiin päivänsisäisen luottomahdollisuuden rajoittamista. Rahahuoltojärjestelmän uudistuessa ja korkojen alennuttua käteisvaraluottojärjestelmä lopetettiin kesällä 1993.

Ennen pankkilakkoa vallinneet epäilyt valuuttavarannon supistumisesta eivät toteutuneet. Päinvastoin Suomen Pankki osti helmikuun alun ja lakon päättymisen välisenä aikana 2,5 mrd. markan arvosta valuuttaa. Tästä pääosa ostettiin (vastoin aikaisempaa swapkäytäntöä) yhden kuukauden ns. outright-termiinkauppoina, jotta näkyvä varanto ei kasvaisi liian nopeasti tai lakon päätyttyä pienenesi tarpeettoman voimakkaasti. Valuuttamarkkinoilla toiminnot käynnistyivät 50 pisteen marginaalilla toisena lakon jälkeisenä työpäivänä 6.3.1990 ja sijoitustodistusmarkkinat kolmantena. Samana päivänä Suomen Pankki noteerasi jälleen heliborkorot.

Pankkilakko tuossa vaiheessa oli selvä osoitus, ettei todellisuuden-taju ollut hämärtynyt pankeissa pelkästään johtokunnan kerroksessa. Toimihenkilöiden vaatimuksiin kuului mm., ettei ketään saisi irtisanoa – pankkiväki tunsikin säännöstelykauden jäljiltä itsensä valtion virkamiehiksi. Suomessa pankit työllistivät enemmän henkilökuntaa kuin Ruotsissa. Lakko oli suuri häiriö myös rahoitusmarkkinoiden seurannan kannalta. Pankkien talletus- ja luottotiedot olivat monta kuukautta sekaisin juuri vaiheessa, jossa taloudessa koettiin selvä käänne. Lakko sekoitti myös muita tilastoja.

Pankkien kannattavuuskehityksen vakavat ongelmat alkoivat olla ilmeisiä. Maaliskuussa 1990 pankkien kannattavuuskriisiä tarkasteltiin rahapolitiikan kannalta. Pankkien tulos heikkeni ratkaisevasti edellisen vuoden jälkipuoliskolla, eikä näköpiirissä ollut sellaisia ulkoisia tekijöitä, jotka lähivuosina olisivat kohentamassa pankkien peruskannattavuutta. Pikemminkin ulkoiset tekijät heikensivät sitä edelleen. Luottotappiot kasvaisivat, ja pankeilla oli rakenteellinen korkoriski. Pahimmat ongelmat alkoivat tulla luottotappioista.

Vakaa pankkitoiminta oli tietenkin rahapolitiikan toteuttamisen ehdoton lähtökohta. Pankkien erityisasema yrityksinä, jotka huolehtivat yhteiskunnan kannalta täysin välttämättömästä maksuliikkeestä, vaati pankkisektorin keskeisen osan toimintakyvyn turvaamisen kaikissa olosuhteissa. Pankkien ongelmiin ei kuitenkaan paneuduttu ensisijaisesti rahapolitiikan valmistelussa, sillä ne olivat rahoitusmarkkina- ja riskienseurantakysymyksiä. Rahapolitiikka joutui pankkikohtaisten konkreettisten kysymysten kanssa tekemisiin ”interventiomateriaalin homogeenisuusongelman” vuoksi. Pankkien riskit alkoivat erottua, eivätkä kaikkien pankkien sijoitustodistukset enää kelvanneet samaan hintaan kaikille. Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki (Skop) erottui suuren sijoitustodistuskantansa kanssa, mutta välillä oli ongelmia muillakin, erityisesti Kansallispankilla (KOP). Suomen Pankki halusi pitää kaikkien pankkien sijoitustodistukset samanarvoisina markkinoiden paremman toimivuuden vuoksi.

Yksi edellisten vuosien voimakkaan keskuspankkirahoituksen ja luottojen kasvun taustatekijä oli, ettei keskuspankkirahoituksen vakuuksia koskenut käytäntö ollut kunnossa. Sekin oli säännöstelykauden peruja; Ruotsissa oli sama puute. Parikymmentä vuotta aikaisemmin oli keskuspankkirahoituksessa luovuttu tavaravekselien rediskonttauksesta ja siirrytty pankkien omien vekselien diskonttaukseen. Samalla oli tältä osin menetetty keskuspankkiluoton vakuudet. Säännöstelykaudella tästä ei tullut erityistä vaaraa, koska käytännössä isojen pankkien toiminta oli riskitöntä.

Pankkien korkein johto oli taannut pankkinsa keskuspankkirahoituksen henkilökohtaisesti. Kuitenkin papereissa osoittautui olleen jo

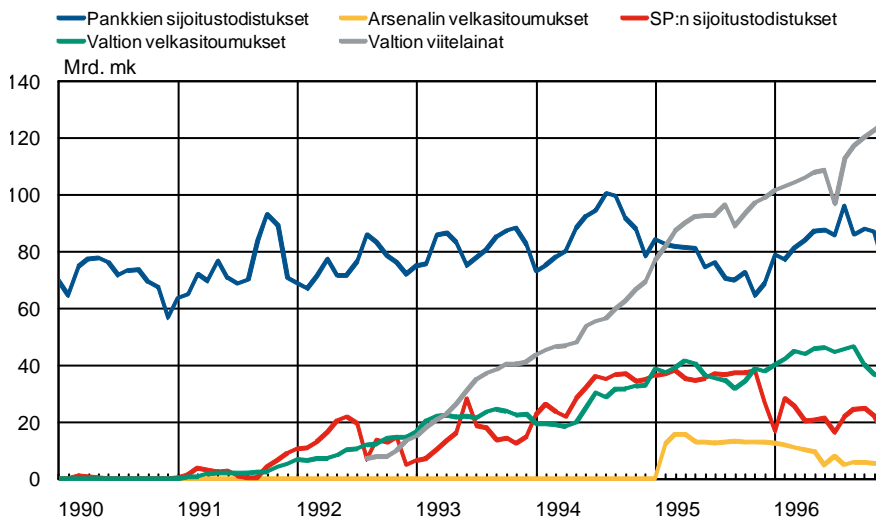
eronneiden ja jopa kuolleidenkin pankinjohtajien nimiä. Melkoisesti myöhässä vakuuskäytännön laiminlyöntejä alettiin korjata. Aluksi pyrittiin vain vahvistamaan pankkien vakavaraisuutta. Suomen Pankki uusi vuoden 1990 alusta periaatteet, joiden pohjalta yksittäisen pankin sijoitustodistukset hyväksyttiin Suomen Pankin kaupankäynnin kohteeksi ja pankille myönnettiin päiväluotto-oikeudet. Näihin periaatteisiin kuuluivat tietty oman pääoman määrä, BIS:n vakavaraisuusehtojen täyttäminen, sitoutuminen Suomen Pankin riskienseurantaan ja pankin toimiminen markkinatakaajana sijoitustodistusmarkkinoilla. Pankin piti sitoutua lunastamaan omat sijoitustodistuksensa Suomen Pankilta heti Suomen Pankin niin esittäessä.

Homogeenisuusongelman lieventämiseksi ja vakuusongelman ratkaisemiseksi helmikuussa 1991 siirryttiin suorista sijoitustodistuskaupoista repokauppoihin pankkien omistamilla arvopapereilla. Rahamarkkinainterventioita alettiin toteuttaa repoina tai Suomen Pankin kannalta käänteisinä repoina, joissa Suomen Pankki osti pankeilta määräjaksi pankkien hallussa olleita arvopapereita (kuvio 10). Tämän jälkeen pankki ei saanut enää keskuspankkirahoitusta omilla velkاپapereillaan, vaan velan vakuudeksi piti toimittaa valtion tai jonkin toisen keskuspankkirahoitukseen oikeutetun pankin liikkeeseen laskema paperi. Näin Suomen Pankin antamalla luotolla oli potentiaalisesti kaksi maksajaa. Ensimmäisessä huutokaupassa 20.2.1991 pankit saivat tehdä hintatarjoukset kolmelle 50 milj. markan erälle. Huutokauppa meni hyvin. Ensimmäisenä päivänä ostettiin arvopapereita huutokaupassa takaisinostositoumuksin 700 milj. markalla. Ongelmana oli, mitkä lainat voitiin lukea takaisinostokelpoisiksi.

Todennäköisesti vakuuksien, ainakin tiukkojen vakuuksien, käyttö olisi vähentänyt Skopin ja muidenkin pankkien keskuspankkirahoituksen käyttöä ja siihen perustunutta luotonantoa yleisölle. Toisaalta keskuspankeille on aina vaikeaa määritellä vakuusmateriaalin rajat. Tyypillistä on, että vaikeuksien tullessa ja lisääntyessä vakuusmateriaalin laadusta tingitään, jottei pankkia kaadeta. Tämä johtaa helposti siihen, että vakuuskäytäntö menettää pääosin merkityksensä: vakuuksissa joustetaan niin kauan, kunnes pankki joka tapauksessa kaatuu ja jää jotenkin julkisen vallan hoidettavaksi.

Kuvio 10.

## Repokaupoissa hyväksyttävät arvopaperit



Lähde: Suomen Pankki.

Vakuuksien vaatimisessa – tai pikemminkin vaatimatta jättämisessä – oli tehty muutenkin laiminlyöntejä. Sinänsä yleisöluottojen vakuusvaatimusten asettaminen ei kuulunut rahapolitiikan alueelle. Osakkeiden vakuusarvo olisi pitänyt määritellä hyvin pieneksi; jälkikäteen pankkitarkastusvirasto määritteli sen 60 prosentiksi. Asunto-osakkeiden vakuusarvoa olisi pitänyt alentaa. Yleisesti aivan liian suuri osa asunnon arvosta oli ryhdytty kattamaan velalla. Säännöstelykaudella huomattava etukäteissäätämisen vaatimus oli osin korvannut vakuudet.

Kun repohuutokaupat oli aloitettu rahamarkkinoilla, puhuttiin siitä, että likviditeetti hoidettaisiin avoimilla huutokaupoilla ja politiikkaviesti annettaisiin satunnaisilla operaatioilla. Tähän ei kuitenkaan systemaattisesti menty. Interventiojärjestelmissä – aivan kuten säännöstelykauden lisäkorkoratkaisuissakin – pyrki aina olemaan hankala kysymys, miten ja missä määrin keskuspankki viestitti niillä omia rahapoliittisia tavoitteitaan ja missä määrin niillä hoidettiin vain erilaisia markkinapaineita.

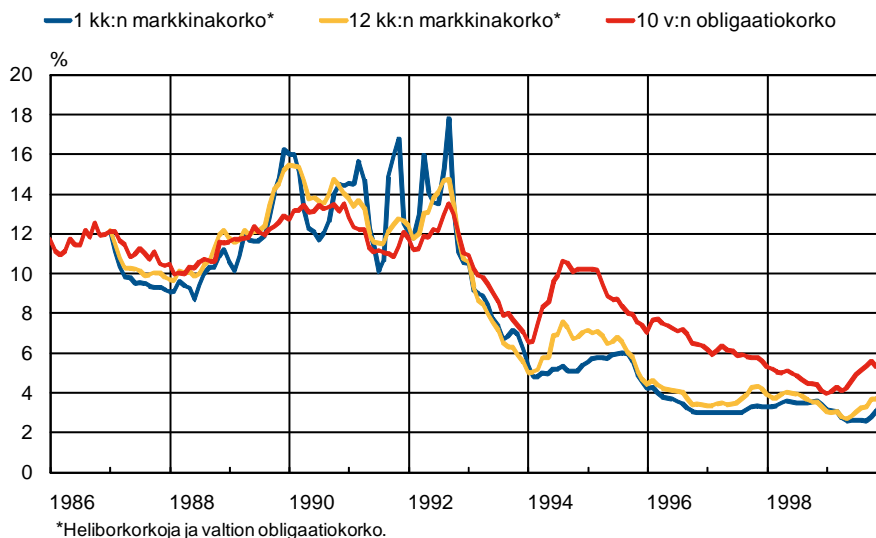
Postipankin toiminta rahamarkkinoilla oli ongelma. Kun päiväkoron rajat ovat hyvin väljät, eli talletuskorko 4 % ja luottokorko 15 tai 30 %, Postipankki saattoi pelata valtion varoilla muita pankkeja vastaan. Usein keskusteltiin Postipankista valtion kassavarojen sijoittajana yksityisten liikepankkien valitusten vuoksi. Suomen Pankkikaan ei ollut tyytyväinen Postipankin kannalta edullisiin ehtoihin, joiden tur-

vin se valtion kassavaroja käyttäen hallitsi omaksi edukseen päivämarkkinoita. Postipankki suorastaan hoiti rahapolitiikkaa tältä osin.

## 2.5 Pankkien korkorakenteen ongelmat

Rahoitusmarkkinoiden korkorakenne muuttui 1980-luvun lopulla sekä markkinoiden omien toimien että Suomen Pankin ratkaisujen vuoksi. Pankeille tuli ongelmia siitä, että korkorakenne muuttui osin nopeasti, osin taas hyvin hitaasti. Hitaan muutoksen ongelma liittyi ennen kaikkea laajaan peruskorkosidonnaiseen asuntoluottokantaan. Toisaalta sekä pankkien rahoituksen lähteet että perinteisten talletustilien rakenne ja korkoehdot muutuivat nopeasti, samoin korkojen taso erityisesti juuri vuosikymmenen vaihteessa (kuvio 11). Velallisten korkokustannukset kasvoivat vaikeuksia aiheuttaen, varsinkin kun tulot vielä lähi-vuosina pienenivät.

Kuvio 11. Suomen markkinakorkoja

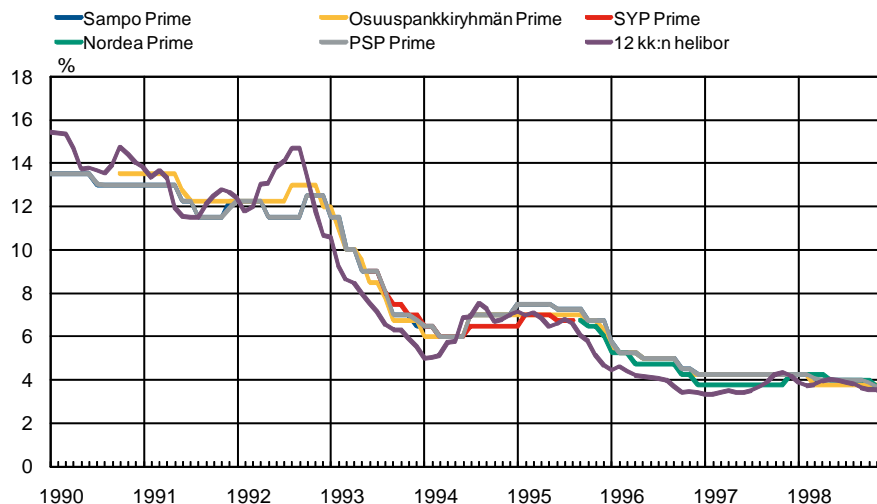


Lähde: Reuters.

Aluksi lähinnä luottojen viitekorkoina käytetyt heliborkorot tulivat markkinoille vuonna 1987 ja pitkät viitekorot vuonna 1988. Uutuutena Suomen Pankki antoi ohjeen pankkien primekorkojen käytöstä vuoden 1990 alusta. Postipankki aloitti jo vuoden 1989 lopulla primekoron käytön. Malli tuli lähinnä saksalaisesta käytännöstä, ei amerikkalais-

ta. Pohjana oli periaatteessa yhden päivän riskitön korko, kun taas Yhdysvalloissa primekoron pohjana oli parhaan asiakkaan lyhyehkö luottokorko, joka oli paljon korkeampi. Suomen Pankki alkoi kilpailun edistämiseksi julkaista primekoron käytöstä yksityiskohtaisia pankki-kohtaisia tietoja. Järjestelmä jäi kiireessä hiukan epämääräiseksi, ja niin syntyi jälleen erikoinen suomalainen viitekorkojärjestelmä. Se tuli pian laajaan käyttöön (kuvio 12).

Kuvio 12. **Suomalaisten pankkien viitekorkoja**

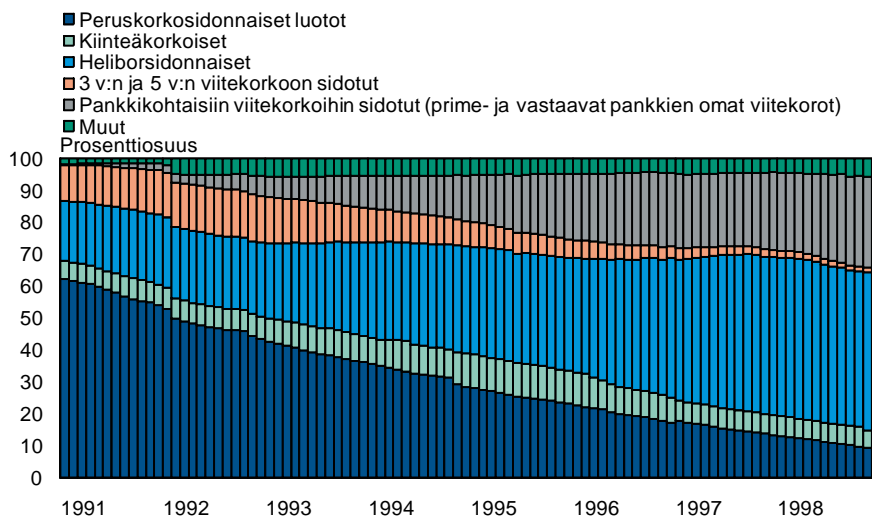


Lähde: Pankit.

Markkinakorkojen nousun ja kassavarantotalletusten keräämisen myötä pankkien markkaluottojen korot nousivat tuntuvasti eli 3–4 prosenttiyksikköä vuoden 1989 aikana. Vielä vuonna 1989 peruskorkosidonnaiset luotot kattoivat kaksi kolmannesta uudesta markka-antolainauksesta, mutta vuoden 1990 aikana peruskorosta uusien luottojen viitekorkona pääosin luovuttiin (kuvio 13). Peruskoron käytön väheneminen antolainauksessa liittyi pankkien näkemyksiin markkavarainhankinnan tulevista korkosidonnaisuuksista.

Kuvio 13.

## Pankkien luottokannan korkosidonnaisuus



Lähde: Suomen Pankki.

Heliborit tulivat yleisimmiksi uusien markkaluottojen viitekoroiiksi. Pitkäaikaisten viitekorkojen käyttö yleistyi asuntoluotoissa. Heliborkorkoihin ja pitkiin markkinakorkoihin sidottujen luottojen osuus uusista markkaluotoista oli yli kolmannes ja lainakannasta noin neljännes. Pankkien markkinahintaisen varainhankinnan osuus koko varainhankinnasta kasvoi edelleen sekä ulkomaisen velan että kotimaisilta rahamarkkinoilta hankitun rahoituksen myötä.

Peruskorko säilyi väistämättä vanhojen korkosäännöstelyn aikaisien luottojen viitekorkona vielä vuosia. Nämä luotot muodostivat pankeille rakenteellisen korkoriskin, jonka vaikutuksia kärjistivät pankkikilpailun kiristyminen ja vaikeus korottaa peruskorkosidonnaisten lainojen korkoja. Vastoin Suomen Pankinkin toiveita pankit eivät marraskuun 1989 peruskoron noston jälkeen voineet korottaa keskimääräistä enemmän vanhojen lainojen korkoja. Monille pankeille tällainen korkoloukun uhka aiheutti vaikeita sopeuttamisongelmia.

Peruskoron korotus marraskuussa 1989 aiheutti ongelmia niille parin edellisen vuoden aikana asunnon hankkineille, jotka olivat joutuneet rahoittamaan kalliin asunnon korkeakorkoisella lainalla. Tästä syystä Suomen Pankki korkopäätöksen yhteydessä suositteli, että kesäkuun 1987 jälkeen myönnettyjen peruskorkosidonnaisten asuntolainojen hoitokustannukset pidetään ennallaan lainojen kuoletusaikaa pidentämällä. Toisaalta tätä vanhempien lainojen korkoja suositeltiin korotettaviksi peruskoron korotusta enemmän.

Suosituksset olivat tosin hiukan outoja sikäli, että Suomen Pankki oli aikaisemmin pyrkinyt lisäämään pankkien tekemien sopimusten sitovuutta. Pankit alkoivat korotella vanhojen peruskorkosidonnaisten luottojen korkoja. Näissä luotoissa oli vanhastaan korkoehto, joka salli korotukset jossakin tilanteessa. Suomen Pankissa tiedotusosasto laati kyselyjä varten poikkeuksellisesti vastausohjeet, joiden mukaan asiakaita piti kehottaa neuvottelemaan pankin kanssa. Suomen Pankki olikin riidassa pankkien puolella.

Vanha sopimusikäntö periytyi ajoilta, jolloin asiakkaat kantoivat pankkinsa riskiä. Osuuspankeissa vastuu oli alkuaikoina ymmärrettävä ja selvä, koska lainoja saivat vain jäsenet. Ajatus oli, että näin luotto korko voitiin pitää matalampana. Vaihtoehtona olisi ollut korkeampi korko, jonka sisältämän riskilisan pankki rahastoi luottotappioita varten. Vanha käytäntö oli ehkä hyvä järjestelmä ja olisi sallinut nyt pankkien kattaa tappioitaan vanhojen, inflaatiosta hyötyneiden luotonottajien kustannuksella. Asiasta tuli oikeudenkäyntejä, ja sopimusta tulkittiin luottoasiakkaan eduksi. Pankki ei saanut käyttää selvästikään kirjoitettua sopimusehtoa, koska sitä ei ollut kyllin selvästi asiakkaalle kerrottu. Ratkaisu oli perusidean kannalta väärä: luottoasiakas oli saanut korkoedun, mutta hänet vapautettiin sitä vastaavan riskin kantamisesta. Veronmaksajat maksoivat laskun aikanaan.

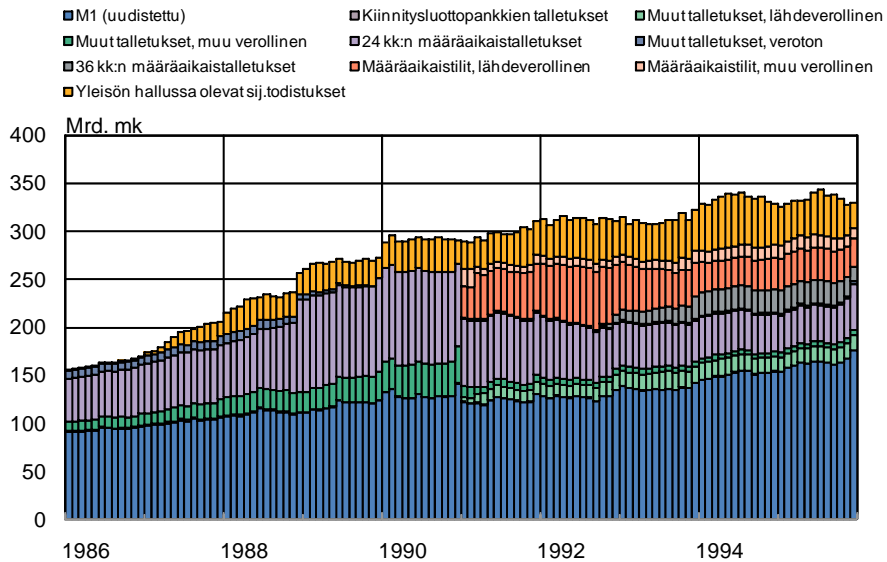
Suomen talletustilit pysyivät rakenteellisesti suhteellisen muuttomattomina aina vuoden 1989 alkuun asti, jolloin osittainen talletusten verokohtelun muutos tuli voimaan (kuviot 14). Joiltakin osin pankit olivat lisänneet jo aikaisemmin verollisten tilien kilpailua ohi vanhan korkokartellinsa.

Tilien muuttuessa Suomen Pankki uudisti rahakäsitteitä vuoden 1991 alusta. Vanhassa M1:ssä oli keskuspankkirahan lisäksi vain lähinnä yritysten käteistalletuksia. Nyt katsottiin aiheelliseksi sisällyttää yleisön käyttelytilit jo M1:een, jolloin se moninkertaistui. Käyttelytilit sisälsivät entiset avistatilit, käyttötilit sekä säästö- ja karttavat talletustilit. Käyttelytileistä suuri osa oli erittäin likvidiä pankkikorttirahaa. M2:een jäivät edelleen (M1:n lisäksi) määräaikaistalletukset. Suomen Pankissa olevat yleisön talletukset jätettiin pois, samoin valuuttatalletukset pankeissa, jolloin M2 hiukan pieneni. Uutena julkaistu M3 sisälsi lisäksi pankkien markkinaottolainauksen, lähinnä yleisön hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset. Talletusten korot seurasivat peruskorkoa ja markkinakorkoja tai pohjautuivat pankkien omiin viitekorkoihin (kuviot 15 ja 16).



Kuvio 14.

## M2:n ja M3:n varallisuuserien kehitys



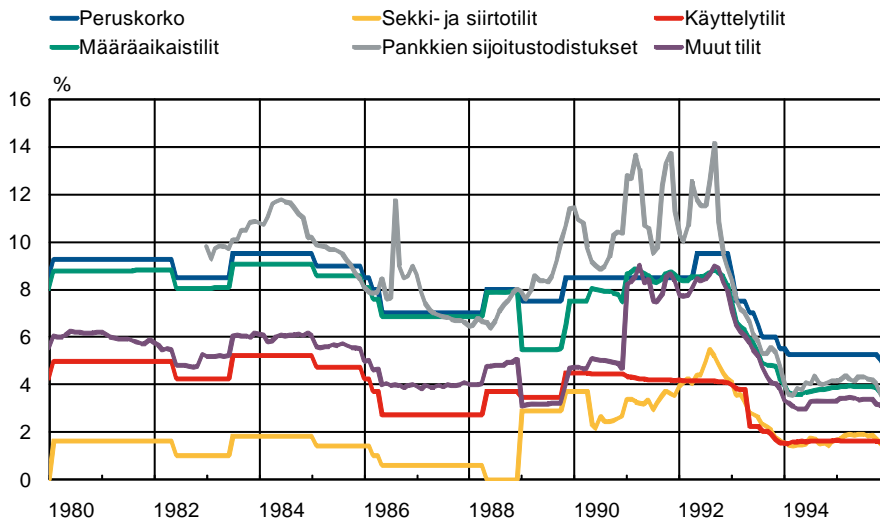
Lähde: Suomen Pankki.

Pankkien markkaluotonannon ja varainhankinnan välinen korkoero kaventui vuonna 1989 edelleen, mikä heikensi pankkien tulosta. Tämä johtui lähinnä markkinakorkojen noususta ja lyhytaikaisen varainhankinnan kasvusta. Pankkien antolainauskannan keskikorko ei noussut vastaavasti, koska pääosa luotoista oli sidottu peruskorkoon tai pitkiin viitekorkoihin. Heliborkorot olivat useita prosenttiyksikköjä korkeammat kuin antolainauksen keskikorko. Perinteisten talletusten korkoon nähden luottojen korkomarginaali kuitenkin kasvoi (kuvio 17). Koko korkoero alkoi vuoden 1990 alkupuolella kasvaa monen vuoden supistumisen jälkeen. Tähän vaikuttivat kassavarantojärjestelmän uusiminen ja markkinakorkojen lasku. Lisäksi markkinaehtoisten korkojen käytön yleistymisen nosti luotonannon keskikorkoa ja pienensi pankkien korkoriskejä. Markkaluottojen ja markkavarainhankinnan korkoero oli vuonna 1990 kuitenkin keskimäärin pienempi kuin luottojen korkosäännöstelyn purkamisen jälkeen vuosina 1987 ja 1988.

Vuoden 1991 alusta talletuskorkojen verotuksessa otettiin käyttöön lähdevero. Se oli aluksi 10 %, mutta nousi sitten vuosittain. Lähdeverolliset tilit alkoivat kilpailla vanhojen kokonaan verottomien tilien kanssa; näiden suunniteltiin hiljalleen poistuvan. Pankit vastustivat verottomuuden poistamista edes hyvin pienen lähdeveron avulla.

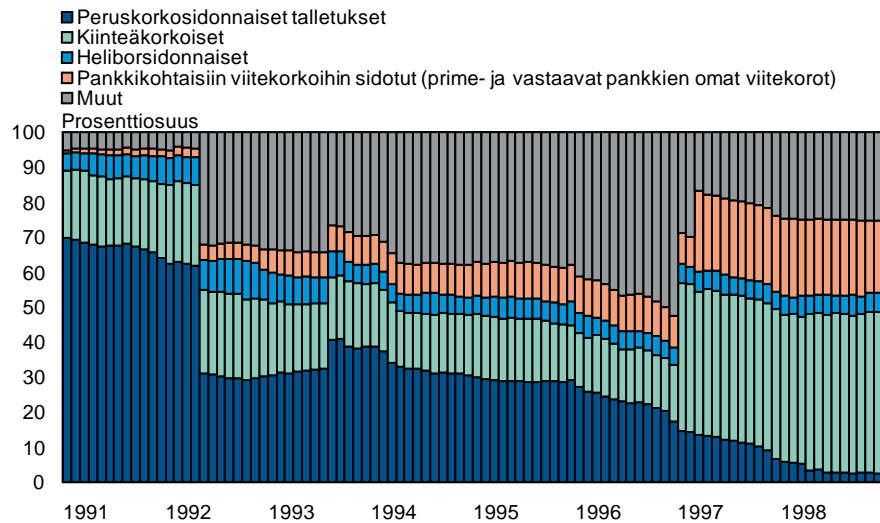
Pankkien korkomarginaali ei kuitenkaan supistunut niin paljon kuin odotettiin vuoden 1991 alun lähdeverouudistuksen jälkeen.

Kuvio 15. **Talletusten korot**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 16. **Pankkien markkatalletuskannan korkosidonnaisuudet**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 17.

## Talletuspankkien korkomarginaaleja



Lähde: Suomen Pankki.

Pankkien heikkenevä kannattavuus ja vakavaraisuuden riskit johtivat luottokriteerien tiukentumiseen sekä Suomessa että ulkomailla. Luotonannon romahtamisestakin tai luottolamasta ryhdyttiin hiljalleen puhumaan.

Pankit olivat epäilemättä vapaisiin markkinoihin sopeutuessaan aidosti vaikeassa tilanteessa. Lisäksi pankkien sopeutumista vastustettiin laajasti, voimakkaasti ja näkyvästi: suuri yleisö, tiedotusvälineet, poliitikot, ammattiyhdistysliike ja monet muut intressiryhmät eivät hyväksyneet peruskoron ja erillisten peruskorkosidonnaisten luottojen koron nostoa, eivät palvelumaksujen nostoa, eivät henkilöstön sopeuttamista, eivät oikeastaan mitään. Muun muassa aikaisemmin lähes ilmaisten pankkipalvelujen hinnoittelu kustannusten mukaan oli vapailta markkinoilla välttämättömyys. Koko yhteiskunta oli näiltä osin ajamassa pankkeja kriisiin.

Uusi talletuspankkilainsäädäntö tuli voimaan vuoden 1991 alusta. Keskeisin uudistus koski vakavaraisuuden sääntelyä. Tämä perustui Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) suosituksiin, jotka oli laatinut BIS:n yhteydessä pitkään toiminut komitea. Suomessa pankkien oman pääoman määrä oli aikaisemmin suhteutettu talletuspuoleen, kun nyt vähintään 8 prosentin vakavaraisuus perustui pankin saamisiin, sijoituksiin. Vakavaraisuusvaatimuksen korotus 2 tai 4 prosentista 8 pro-

senttiin ei todellisuudessa ollut näin suuri, koska myös määrittelyt muuttuivat. Suomessakin alettiin noudattaa pankkien vakavaraisuutta laskettaessa BIS:n kriteerejä. Saamiset tulivat riskiluokitelluiksi: valtion riski oli 0 ja sitten oli 20 prosentin, 50 prosentin ja 100 prosentin riskiluokat. Ulkomaiset pankit saivat oikeuden perustaa perinteisten tytärpankkien lisäksi myös sivukonttoreita Suomeen.

## 2.6 Informaation ja tilastojen uudistuksia

Vuosikymmenen vaihteessa keskuspankin antaman informaation avoimuutta alettiin lisätä. Sekä teoria että käytäntö olivat viemässä kohti yhä avoimempaa tiedon julkistamista, koska tämä paransi markkinoiden toimintaa. Interventiotiedot alettiin julkaista Suomen Pankin taseen tilaviikoittain (4 kertaa kuukaudessa) varsin yksityiskohtaisesti. Jonkin verran julkaisemiseen jätettiin tarkoituksellista viivettä, esimerkiksi termiini-interventiotietoihin vajaan 2 kuukautta, millä saatiin pelivaraa kriisitilanteissa. Myös valtion valuuttakaupat, jotka kaikki valtio teki Suomen Pankin kanssa, esitettiin tilaviikoittain. Näitä kauppvoja ei luettu valuuttainterventioiksi, koska ne tehtiin erillisinä sopimus pohjaisesti päivän kurssiin. Päivittäiseen interventiotietojen ja ylipäättään Suomen Pankin tase-erien julkaisemiseen ei koskaan menty, sillä arveltiin siinä paljastettavan liikaa Suomen Pankin käyttäytymisestä. Liikkeessä olevan setelistön määrä pantiin kuitenkin näkyville tilastoihin päivittäin.

Tilastojulkaisu Raha- ja valuuttamarkkinatilastoja (Ramati) ilmestyi ensi kerran kesäkuussa 1987, jolloin siinä oli 11 tilastosivua. Lokakuun 1990 julkaisussa tilastosivujen määrä oli kasvanut jo 31:een. Julkaisu oli kansainvälisessä vertailussa ilmeisesti laajuuteensa nähden poikkeuksellisen nopea tai toisaalta nopeuteensa nähden poikkeuksellisen laaja. Se ilmestyi runsas viikko kuunvaihteen jälkeen. Raha- ja valuuttamarkkinatilastoa jaettiin syksyllä 1990 Suomen Pankin ulkopuolelle runsaat 1 100 kappaletta. Näistä runsaat 800 meni kotimaahan ja vajaan 300 ulkomaille. Siinä julkaistiin jokseenkin kaikki luotettavat keskeiset Suomen Pankin keskuspankkipoliittiset seuranta-aineistot. Selvä ongelma Suomen Pankin sisäisenkin tilastoaineiston osalta oli, että sitä käytettiin empiiriseen tutkimukseen aivan liian vähän. Esimerkiksi erilaisten kriisitilanteiden analysointivalmiuksia ei ollut kehitetty riittävästi.

Monenlaisia tilasto-ongelmia ilmeni ajoittain. Esimerkiksi vaikutusvaltaisessa Economist-aikakauslehdessä esiintyi silloin tällöin kuvio, jonka mukaan Suomi oli dollareilla mitattuna yksi maailman vel-

kaisimpia maita. Suomi oli tilastossa melkein pä kehitysmaiden joukossa. Ilmeni, että kuvion pohjana käytettiin Kansainvälisen järjestelypankin tilastoa, joka kerättiin vain niin sanotusti velkojamailta eli käytännössä kehittyneiltä länsimailta. Suomikaan ei ollut aikoinaan raportoinut näitä tietoja, joten se oli pantu velallisten ryhmään. Vuosien mittaan oli ilmennyt muitakin tapauksia, joissa Suomen Pankin niukka kansainvälisen tilastoinnin linja oli johtanut erikoisiin tuloksiin. BIS:n tilaston laadintaperiaate oli kylläkin ylipäätään aika oimtuinen. Järjestelypankkia kehoitettiin siirtämään Suomi pois velallisten joukosta, vaikka velkainenhan Suomikin oli.

## 2.7 Talousnäkymät vuonna 1990

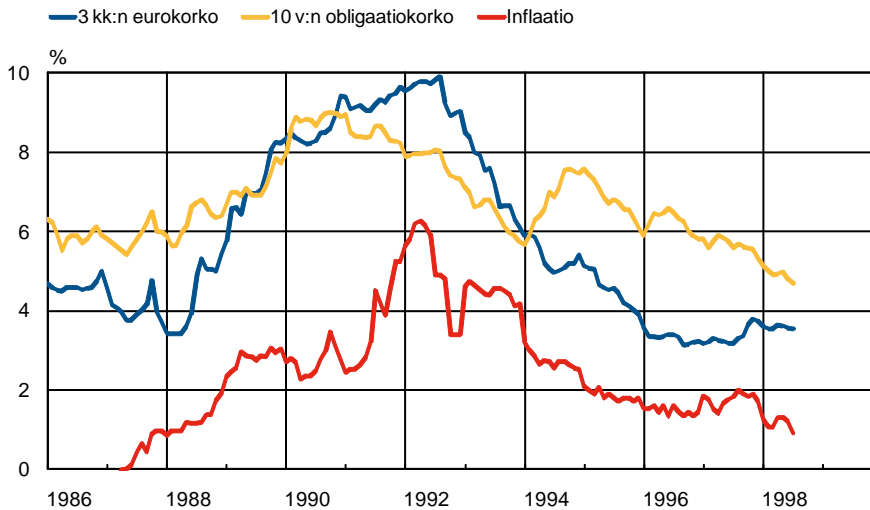
Heinäkuun 1990 alusta Itä-Saksassa tuli käyttöön Länsi-Saksan marka, ja lokakuussa maat yhdistyivät. Yhteiseen rahaan käyttöön siirtyminen toteutui vaihtokurssilla, joka oli Itä-Saksan kansalaisille erittäin edullinen mutta samalla uusien osavaltioiden tehottomien yritysten kilpailukyvyyn kannalta tuhoisa. Itä-Saksan ”valuuttakurssi” tuli ylivarvostetuksi, ilmeisesti ei kymmeniä, vaan pikemminkin satoja prosentteja.

Saksan itäosan taloudessa alkoi tavattoman raju muutos. Se näkyi ensin niin, että itäsaksalaiset kahmivat kiihkeästi länsimarkoillaan länsitavaraa. Itä-Saksan tuotantolaitokset puolestaan alkoivat kaatua suurin joukoin, ja seuraavina vuosina maan itäinen osa menetti lähes koko teollisuutensa energiantuotantoa ja joitakin erityisaloja lukuun ottamatta. Noin puolet itäisten osavaltioiden tuloista alkoi tulla tukiaisina länsiosista. Kun väestöstä neljännes tuli idästä, Saksalle tuli tuosta kaikesta tavattoman kallis lasku. Lasku päätettiin hoitaa aluksi velkaa ottamalla, ei veroja korottamalla.

Päätös tuli olemaan Länsi-Euroopalle ankara. Saksan runsas luotonotto ja Bundesbankin kova korkopolitiikka inflaatiopaineiden lisääntyttä johtivat hyvin korkean nimellis- ja reaalikoron kauteen. Markkinoiden tiivistymisen ja rahataloudellisen yhteistyön myötä sama toteutui koko Euroopassa. Tosin reaalikorot olivat jo 1980-luvulla olleet Länsi-Saksassa korkeat. Lyhytaikainen nimelliskorko pysyi Saksassa vuoden 1993 alkuun asti 9–10 prosentin tasolla ja reaalkorkokin 5–6 prosentissa (kuvio 18). Nämä korot olivat heikommille Euroopan maille korkojen alaraja; monille näistä maista – erityisesti Etelä-Euroopan maille ja Suomellekin – tuli heikon valuutan epäuskottavuuslisää jopa useita prosenttiyksikköjä tämän päälle. Nämä

taloudet joutuvat saksalaisiakin suurempiin vaikeuksiin. Huonossa rahoituskunnossa ollut Suomen yrityssektori ei korkotasoa kestänyt.

Kuvio 18. **Saksan korot ja inflaatio**



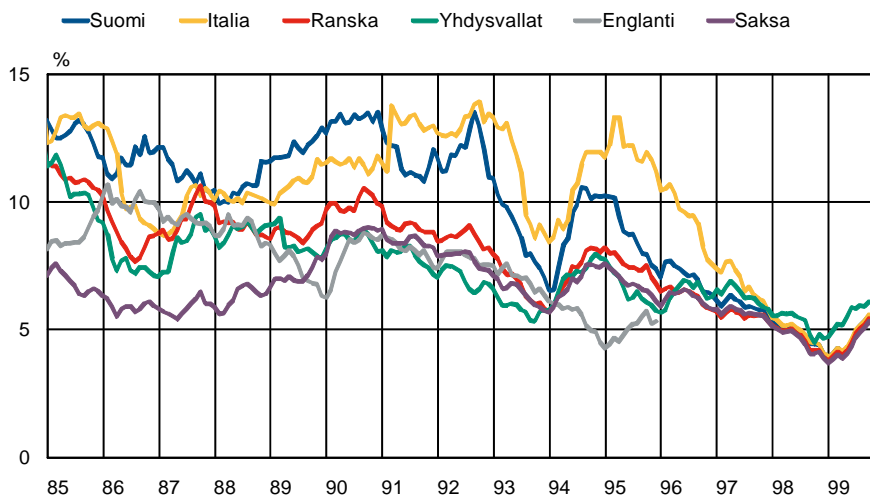
Lähde: Reuters.

Pitkäaikainen reaalkorko oli ollut oikeastaan koko 1980-luvun kaikkialla hyvin korkea eli 5 prosentin luokkaa. Tilapäisesti se oli vuosikymmenen vaihteessa Yhdysvalloissa ja Englannissa talousongelmien vuoksi matalampi. Myös Ruotsin reaalkorko kävi alhaisena, mutta se oli näennäistä, sillä se johtui toteutetusta verouudistuksesta, joka suurensi inflaatiolukemat vähäksi aikaa 10 prosentin tuntumaan. Tällainen tilanne ei auttanut velallisia ollenkaan.

Heikoksi koetun Suomen pitkäaikainen korko oli Euroopan korkeimpia (kuvio 19). Säännöstelyn aikana 1980-luvun alkupuolella Suomen korkotaso oli vielä kehittynyt osin omaan tahtiinsa ja pysyi vuosikymmenen alussa varsin matalana suhteessa kansainvälisiin korkoihin. Sen sijaan markkinoiden vapautuessa 1980-luvulla Suomen pitkäaikainen korko alkoi seurata melko selvästi Euroopan maiden korkoja, kuitenkin nimellisesti melkein 5 prosenttiyksikköä Saksan korkoa korkeampana. Heikoimpien Euroopan maiden korot heiluivat kansallisten kriisien tahdissa.

Kuvio 19.

## Pitkäaikaisia korkoja



Lähde: Reuters.

Korko-ongelman vakavuuteen ei heti Suomen Pankissakaan kiinnitetty erityisesti huomiota. Saksan yhdistymisen yhteydessä selvitettiin enemmän, miten yhdistyminen hoidetaan Suomen Pankin lakisääteissä valuuttaindeksissä. Itä-Saksan markka ei indeksissä ollut, ja nyt yhdistyneellä Saksalla oli myös Itä-Saksan kaupan osuus. Päätettiin valita käytännöllinen linja. Vuoden 1990 loppuun pidettiin Länsi-Saksan painot ja sen jälkeen yhdistyneen Saksan. Liukuvan painotuksen ansiosta Itä-Saksan paino tuli indeksiin vähitellen ja täydellisenä vasta vuoden 1993 alusta.

Tässä yhteydessä alettiin ihmetellä myös ruplan mahdollista muuttamista vaihdettavaksi valuutaksi. Rahalain mukaan rupla tulisi vaihdettavana valuuttana indeksiin. Entä jos rupla olisi inflaatiovaluutta? Venäjän kohtalainen inflaatio olisi lyönyt supistuneenkin kaupan oloissa markan arvon kehityksen indeksin mukaisena aivan mahdottomaksi.

Luokituslaitos Moody'sin edustajat kävivät taas syksyllä 1990 Suomessa. Ulkomaisen velkaantumisen ongelmia ei peitelty. Valtiovarainministeriö pyrki pitämään Suomen valtion luokituksen tasolla AAA, mutta Moody's pudotti luottoluokituksen AA:han.

Syyskuun 1990 alkupuolella Suomen Pankki arvioi talousnäkymien hiukan heikentyneen. Merkittävin muutos kansainvälisen talouden näkymissä oli öljyn hinnan nousu 25 dollariin. Tämän arvioitiin vaimentavan teollisuusmaiden talouskasvua ja lisäävän inflaatiota vajaan prosenttiyksikön ennustevuosina. Kotimaisia uusia tekijöitä olivat

idänviennin näkymien huononeminen ja odotettua suurempi palkkojen nousu. Toisaalta lännenviennin kasvu näytti jatkuvan arvioitua nopeampana ja kotitalouksien säästämisaste oli selvästi noussut. Kokonaistuotannon kasvuksi arvioitiin vuonna 1990 vajaat 2 % ja vuonna 1991 noin 1 %. Vaihtotaseen alijäämän nähtiin syvenevän, ja ulkomainen nettovelka kasvaisi suunnilleen 25 prosenttiin bruttokansantuotteesta vuonna 1991. Kuluttajahinnat näyttivät nousevan noin 6 % vuonna 1990, ja nousu hidastuisi seuraavana vuonna vain lievästi. Hintakilpailukyvyyn ei vuonna 1991 enää kuitenkaan uskottu heikenevän.

Vuonna 1990 pääomanliikkeet jatkuivat vuoden alun luottoveroon varautumisen jälkeenkin tuontivoittoisina ja valuuttaindeksi pysyi lähellä vaihtelualueen vahvaa laitaa syyskuulle asti. Korkeat ulkomaiset korot ja suuri vaihtotaseen alijäämä pitivät pankkien varainhankinnan kalliina. Näiden tekijöiden ohella pankkien heikko kannattavuus piti luottokorot korkeina.

Kehitys merkitsisi, että kansantalouden tasapaino-ongelmat pysyivät vaikeina. Tasapainon parantaminen vaatisi tiukkaa kotimaisen kysynnän hillintää usean vuoden ajan ja johtaisi väistämättä varsin vähäiseen kasvuun keskipitkällä aikavälillä. Kun kilpailu integraation edetessä lisääntyi, suomalaisten yritysten heikko kilpailukyky vaikeutti pääsyä vientijohteiseen kasvuun. Työvoiman tarjonta ei enää lisääntynyt, joten työttömyydestä ei näyttänyt tulevan vaikeasti kärjistyvää ongelmaa. Toisaalta hidas kasvu muodostuisi helposti avoimen sektorin tuotantokapasiteetin uusiutumista rajoittavaksi tekijäksi ja siten reaalisin kilpailukyvyyn rasitteeksi.

Lokakuussa 1990 Suomen Pankissa arvioitiin talouden epätasapainoa ja rahapolitiikkaa. Kansantalouden tasapaino-ongelmat näyttivät säilyvän vaikeina kotimaisen kysynnän kasvun selvästä hidastumisesta huolimatta. Pankkijärjestelmän kannattavuus uhkasi heikentyä edelleen. Markkinaehtoisen varainhankinnan kustannukset pysyivät kalliina ja kasvaisivat entisestään talletusten korkokilpailun vapautuessa lähdeveron myötä. Suuren velkaantuneisuuden, korkeiden korkojen ja taantuman takia luottotappioiden määrä todennäköisesti kasvaisi. Konkurssit olivat alkaneet vuoden 1990 aikana selvästi lisääntyä.

Kansantalouden velkaongelma syveni nopeasti. Jos velkaantumishalukkuus vähenisi selvästi, yksityinen kysyntä supistuisi tuntuvasti lähivuosina samalla, kun julkisen sektorin kasvu jatkuu. Kummassakin tapauksessa devalvaatiovaatimukset voimistuisivat, mikä ylläpitäisi korkeita korkoja vielä vuosia eteenpäin. Tästä puolestaan seuraisi vaikeita ongelmia, ei vähiten rahoitussektorille.

Resursseja olisi vapautettava julkisista ja yksityisistä palveluelinkeinoista sekä maataloudesta ja siihen liittyvästä suojatusta teollisuus-



desta. Rakennemuutosten toteuttaminen vaati myös työmarkkinoiden toiminnan tehostamista. Olisi 1970-luvun tapaan rakennettava keskipitkän aikavälin talouspoliittinen strategia. Julkisten menojen tuntuva rajoittaminen oli käytännössä mahdollista vasta maaliskuun 1991 eduskuntavaalien jälkeen.

Keskeinen kysymys oli suhtautuminen valuuttakurssipolitiikkaan. Valuuttakurssin vaihtelurajojen siirtäminen ei sopinut osaksi keskipitkän aikavälin strategiaa. Inflaation hillitsemiseen tähtäävän edellisten vuosien politiikan uskottavuus oli nyt markkinoiden testissä. Devalvaation jälkeen talous syöksyisi uudelleen inflaatiokierteeseen, markkinakorot nousisivat, pitkät korot kohoaisivat inflaatio-odotusten voimistumisen myötä, lyhyet devalvaatio-odotusten taas vahvistuessa. Rakenteelliset muutokset lykkääntyisivät. Lähivuosien sopeutumisen kustannuksia arvioitaessa olisi muistettava, että talous sopeutui varsin korkealla tasolla. Suomen Pankin olisi pyrittävä selittämään yleisölle talouden ja talouspolitiikan uusia pelisääntöjä ja vahvistettava se kuva, että lähivuosien kehitys liittyi talouden tervehdyttämiseen eikä ollut osoitus hallitsemattomasta syöksykierteestä.

Syksyllä 1990 Norjan hallitus päätti kytkeä Norjan kruunun kurssin EY:n valuuttayksikköön ecuun ilman, että maa kuitenkaan muodollisesti osallistui EY:n valuuttayhteistyöhön. Tällä toimenpiteellä hallitus kytki Norjan entistä lähemmäksi EY-maiden taloudellista kehitystä. Norjan ecukytkentä oli yllätys, mutta sen ei uskottu vaikuttavan paljонkaan Suomeen.

Lokakuussa 1990 EY:n valtionpäämiehet vahvistivat Roomassa ensi kerran, että ecusta tulee yhteinen raha. Joulukuussa Roomassa pidettiin kaksi hallitusten välistä kokousta, jossa päätettiin tarkemmin rahaunioniin ja poliittiseen unioniin liittyvistä valmisteluista.

## 2.8 Neuvostoliiton muutoksen oireita

Lokakuussa 1990 Suomen Pankissa poikkesi professori Raudsepp Tartosta. Hän halusi keskustella johtokunnassa Esko Ollilan kanssa. Asia koski Suomen markan käyttöä Virossa. Lähinnä kyse oli siitä, voitaisiinko markkoja käyttää naapurimaassa maksuvälineinä. Markka voitaisiin ehkä ottaa kokonaankin Viron rahaksi eli tehtäisiin valuuttaunioni. Nyt kyse oli vain markkojen käytöstä Neuvostoliiton ruplan rinnalla. Neuvosto-Eestin lehtien mainoksissa hinnat jo ilmoitettiin länsivaluuttojen määräisinä, yleisesti Suomen markkoinakin. Keskustelu liittyi Virossa käytyyn selvittelyyn maan rahajärjestelmän uudistamismahdollisuuksista.

Markan epäviralliseen käyttöön virolaiset eivät tarvinneet Suomen Pankin lupaa. Valuuttaunioni olisi ollut aivan eri asia, mutta tuossa vaiheessa täysin teoreettinen. Markkasetelien vienti ulkomaille oli melko vapaata. Arviot Virossa olevista markoista vaihtelivat 20–120 milj. markkaan. Suomen Pankillehan tilanne oli sikäli edullinen, että se sai näistä seteleistä tulevan korkohyödyn, ns. seignioragetulon. Rahapolitiikkaa sekoittavaa vaikutusta rahamäärällä ei ollut, sehän oli vain noin 1 % Suomen setelistöstä.

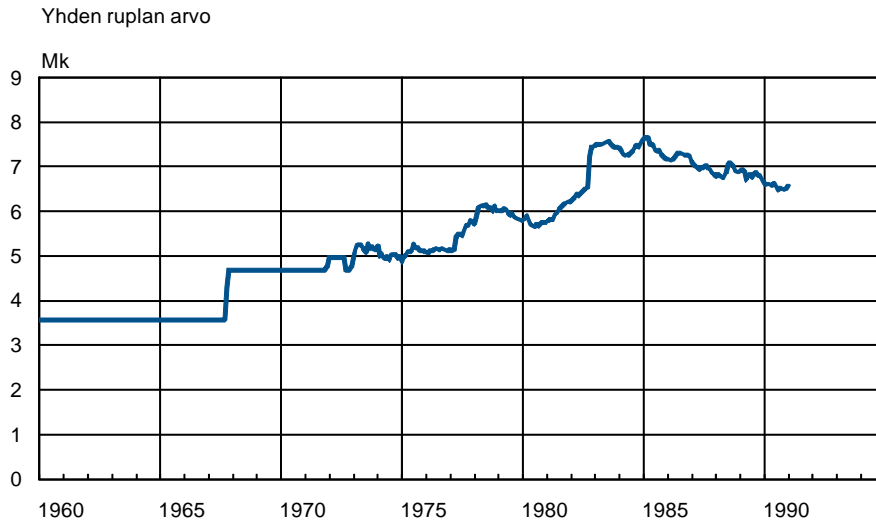
Vuoden 1990 lopulla Neuvostoliiton clearingjärjestelmän kohtalo oli epäselvä. Välillä tuli tieto, että järjestelmä lopetetaan, välillä sanottiin, että se jatkuu ainakin vuoden. Yllättäen se sitten lopetettiin nopeasti vuoden viimeisinä päivinä. Ruplatilin paikalle tuli tilapäinen dollarimääräinen tili, jolta edellisen vuoden kauppoja maksettiin vielä vuoden 1991 alkukuukausina. Epähuomiossa yritykset saivat oikeuden maksaa myös dollareita Suomen Pankille, jolloin ne saivat tosiasiaassa tehdä vaihdettavien valuuttojen määräisiä interventioita. Maksut jäivät sentään vähäisiksi. Suomen idänvienti romahti kolmasosaan ja oli enää muutamia prosentteja Suomen viennistä.

Tammikuun 1991 lopulla Suomen Pankki lopetti ruplan noteeraamisen (kuvio 20). Rupla ei ollut neuvostoaikana ulkomailta käytettävä valuutta – sen vienti ulkomaille oli ollut kiellettyä – ja sen kurssit olivat käyneet sekaviksi. Virallinen kurssi oli seitsemän markkaa, kaupallinen vain puolet tai kolmasosa tästä ja turistikurssi virallisestikin peräti kymmenesosa. Yhteisyritykset käyttivät yrityskohtaisesti sovitteja kursseja. Rupla oli jo melkein arvonsa menettänyt raha.

Suomen Pankissa kävi paljon venäläisiä ja virolaisia vieraita, joiden avulla näiden maiden muutoksia seurattiin. Pankissa oli myös oma hyvin asiantunteva idänkaupan osasto. Virolaiset valmistelivat omaa rahatalouttaan jo paljon ennen maan uutta itsenäistymistä ja kävivät tiheään Suomen Pankissa. Koulutusvierailuista sovittiin keväällä 1989 muutamia päiviä sen jälkeen, kun Viron sinimustavalkea lippu oli nostettu 23.2. ensi kerran uudestaan Toompean mäellä Pitkän Hermannin huipulle. Monet virolaiset työskentelivätkin Suomen Pankissa lyhyitä jaksoja.

Kuvio 20.

## Neuvostoliiton ruplan markkakurssi



Lähde: Suomen Pankki.

## 2.9 Suomen Pankki kritiikin kohteena

Suomen Pankkiin ja sen politiikkaan alkoi vuodesta 1990 alkaen kohdistua vahvaa kritiikkiä. Kriittisyys oli lisääntynyt sekä eduskunnassa että tiedotusvälineissä. Eduskunta pyrki lujittamaan otettaan pankista. Tiedotusvälineissä kritiikki suunnattiin varsinkin valuuttakurssipolitiikkaan mutta myös toteutettuun pääomanliikkeiden vapauttamiseen. Kritiikillä oli merkittävää talouspoliittista vaikutusta, sillä erityisesti laaja valuuttakurssin heikentämistä vaatinut julkinen keskustelu johti vuosina 1991–1992 voimakkaaseen markan myyntipaineeseen ja näkyi osaltaan vaihtelevana korkojen riskilisänä.

Devalvoimisvaatimuksia alkoi esiintyä vuoden 1990 lopulla. Alettiin puhua noin 20 prosentin devalvoimistarpeesta. Vähintään vaadittiin maaliskuussa 1989 tehdyn 4 prosentin revalvaation palauttamista. Enimmäkseen vaatimukset tulivat metsäteollisuuden intressiryhmiltä ja yleensäkin vientiteollisuudesta mutta myös pankeista sekä akateemisista ja ekonomistipiireistä. Aluksi tiedotusvälineet eivät olleet laajasti tämän devalvaatiolinjan tukena, mutta hiljalleen niidenkin linja muuttui Suomen Pankin vastaiseksi. Devalvoimisvaatimukset lisääntyivät ajan mittaan sekä lukumäärältään että devalvoimisprosenttiltaan: 10, 20, 25, 30, 40 %.

Toinen aihepiiri oli raha- ja valuuttamarkkinoiden vapauttamista koskenut kritiikki, joka vuosien mittaan voimistui. Ennen kaikkea se

kohdistui ulkomaisten pääomanliikkeiden vapauttamiseen, jota tosin oli kritisoitu varsin paljon pitkin 1980-lukua. Näkemyksiä esitettiin jonkin verran ristiriitaisesti ja harvoin yksityiskohtaisesti perustellen: Rahamarkkinat vapautettiin epätahdissa ja väärään aikaan. Oli virhe ajoittaa luotonannon vapauttaminen noususuhdanteen alle. Luottojen liikakysyntä aliarvioitiin. Ulkomaiset pääomanliikkeet vapautettiin liian nopeasti tai väärässä järjestyksessä tai sitten vapautus oli toteutettu hitaasti ja salaa. Pääomanliikkeiden 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.

Suomen Pankin valuuttakurssi- ja rahapolitiikan perusteiksi esitettiin monenlaista talousteoreettista ja yhteiskuntapoliittista ideologiaa. Suomen Pankin politiikka oli arvostelijoiden mukaan monetaristista vahvan markan politiikkaa, äärioliberalistista markkinahenkisyyttä, saksalaisen talouskurin takomista Suomen kansan päähän, ideologista sitoutumista Länsi-Euroopan rahataloudelliseen integraatioon, jäärpäistä kiinnittymistä kiinteään valuuttakurssiin ja paljon muuta vastaavaa.

Suomen Pankin katsottiin ajaneen valuuttakurssipolitiikan ja korkojen korkojen avulla kovaa monetaristista vahvan markan politiikkaa, jolla opetettiin Suomen kansalle kuria. Hiljalleen tästä vahvan ja vakaan markan kritiikistä rakentui vahva ja vakaa tiedotusvälineiden konsensus: talous- ja pankkiriisin syyt olivat Suomen Pankin vahvan markan politiikka ja hallitsematon rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen.

## 2.10 Rahapolitiikka vapautuneilla markkinoilla

Tosiasiassa Suomen Pankin politiikka ei perustunut erityisemmin mihinkään talousteoreettiseen tai yhteiskuntapoliittiseen ideologiaan. Euroopan pienen laitamaan keskuspankkina Suomen Pankki yritti sopeutua ympäristöstä tuleviin koviin realiteetteihin. Kansainvälinen talous – ja varsinkin integroitava Eurooppa – tarjosi käytännössä hyvin rajalliset toimintamahdollisuudet.

Oikeastaan keskeisin asia, joka oli Suomen Pankin lähtökohta mutta jota Suomen Pankin ulkopuolella ei kovin laajasti ymmärretty eikä hyväksytty, oli se, että edullisin ja ennen kaikkea vakauttavain vaihtoehto oli toteuttaa samantapaista rahapolitiikkaa kuin Länsi-Euroopassa yleisesti. Kysymys ei ollut ainakaan pääasiassa ideologiasta vaan koe-

tusta realiteetista. Muutkin Euroopan maat, ainakin keskuspankit, olivat hyvin pitkälle päätyneet samaan. Jonkin verran pelivaraa tietysti jäi.

Kysymys oli rahoitusmarkkinoiden paineesta pienissä maissa. Kansainvälisillä markkinoilla oli oma tapansa arvioida eri maita ja niiden politiikan hyvyttä. Kriteerit olivat – ja ovat edelleen – aika tavalla samat kaikille maille. Omapäinen sooloilu talouspolitiikassa erityisesti löysän politiikan suuntaan koettiin kielteiseksi. Seuraukset tuntuivat epävakautena ja rankaisuna tuollaisen maan koroissa ja valuuttakurssissa. Tuohon maahan ei sijoitettu. Länsi-Euroopassa toteutettiin tai ainakin yritettiin toteuttaa Saksan johdolla kurinalaista rahoituspolitiikkaa. Siinä oli pienelle maalle valintatilanne: ota tai jätä. Jos jätti, joutui omaperäisen politiikkansa kanssa epävarmaan tilaan.

Tämä tilanne johti Suomessa vaikeaan ristiriitaan. Säännöstelyn jäljiltä Suomessa elettiin yhä huoletonna inflaatio-devalvaatiotaloutta. Tulopolitiikka ei ollut turvannut hintakilpailukykyä eikä näyttänyt turvaavan vastakaan; annetaan kustannusten joustaa ja devalvoidaan sitten. Velkaa otettiin vanhaan tyyliin niin paljon kuin saatiin ja tarjottiin. Aina kannatti ottaa.

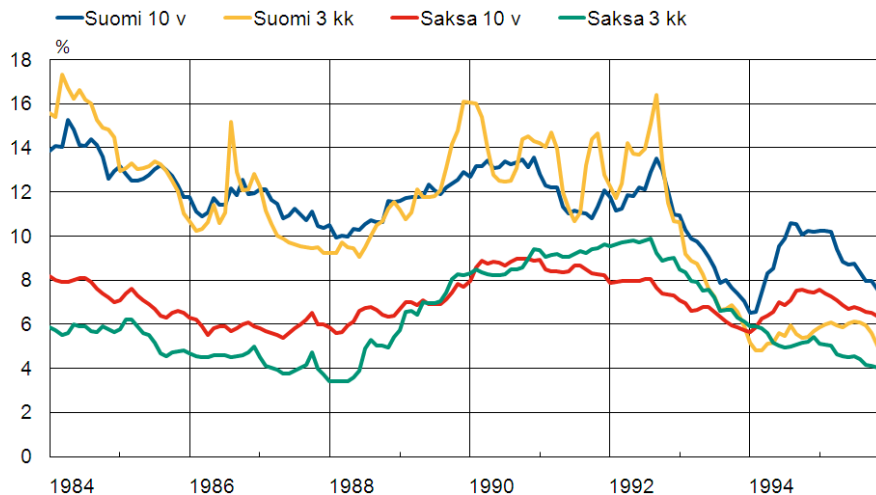
Suomea ei tunnettu kansainvälisillä valuutta- ja rahoitusmarkkinoilla. Markan markkinat olivat yhä suppeat. Mitkään markkinat eivät ole koskaan persoonattomat, eivätkä varsinkaan olleet markan markkinat 1990-luvun alussa. Suomessa oli viisi merkittävää valuuttapankkia, ja lisäksi suuria operaatioita tekivät muutamat kymmenet suomalaiset yritykset. Toisaalta etu ja toisaalta haitta oli, että ulkomaisia markalla pelaajia oli vähän. Lähinnä pohjoismaiset pankit ja niiden asiakkaat kävivät markkakauppaa sekä satunnaisesti jotkin saksalaiset pankit ja Lontoossa toimivat pankit.

Kaikkein aktiivisimpia termiinimarkkinoilla olivat tanskalaiset – ilmeisesti siksi, että Tanskassa oli jo totuttu vapaisiin markkinoihin ja tunnettiin hiukan Suomea. Tosin suuri osa tanskalaisten pankkien kautta tehdyistä termiinioperaatioista perustui kansainvälisten sijoittajien toimeksiantoihin. Ajoittain markan termiinimarkkinoille tuli suuria spekulantteja pelaamaan vähäisin tiedoin. Näiden operaatiot Suomessa seurasivat tyypillisesti niiden operaatioita muiden Pohjoismaiden markkinoilla. Joka tapauksessa ulkomaisia sijoittajia oli jo niin paljon, että Suomen keskipitkä ja pitkäaikainen markkinakorko eivät määräytyneet enää Suomessa – eikä lyhyt korkokaan oikein määräytynyt Suomessa.

Suomen vapautuneet markkinakorot olivat seuranneet kansainvälisiä korkoja, nimenomaan Saksan korkoja jo 1980-luvun loppupuolella ja seurasivat vastakin, paitsi että korot nousivat kriisissä ja siihen liittyneissä spekulatioissa tuntuvasti (kuvio 21). Toisaalta ennen kriisi-

vaihetta, alkuvuonna 1991 Suomen korot laskivat ja ero Saksan korkoihin pieneni selvästi myös pitkien markkinakorkojen osalta. Suomen Pankki sääтели periaatteessa lyhyitä korkoja. On kuitenkin vaikea arvioida, kuinka suuressa määrin korkopolitiikalla olisi tosiasiaassa voitu korkoihin vaikuttaa – edes lyhytaikaisiin korkoihin ja edes mahdollisessa kelluvan kurssin järjestelmässä.

Kuvio 21. Suomen ja Saksan lyhyet ja pitkät korot



Lähde: Reuters.

\*

Sekä kotimaisten rahoitusmarkkinoiden että pääomanliikkeiden ja valuuttamarkkinoiden vapauttaminen oli 1990-luvun alkuun mennessä lähes toteutettu. Sama oli tehty kaikkialla Länsi-Euroopassa. Suomen Pankin oli pitänyt tasapainoilla ulkomaisen liberalisointipaineen ja kotimaisen säännöstelyhengen välillä. Suurisuuntaisen liberalisointisuunnitelman edellyttäminen on täysin teoreettista, sillä politiikkaa toteutetaan aina kunkin ajan realiteettien mukaan. Monissa maissa tehtiin perusselvityksiä enemmän kuin Suomessa. Silti liberalisointiin ei ryhdytty Suomen Pankissa suunnittelematta. Siihen käytettiin varsin paljon pankin ekonomistiresursseja.

Liberalisointi toteutettiin jokaisessa maassa vähän eri tavoin: joissakin nopeasti, useimmissa hitaasti, joissakin ilman ongelmia, joissakin ongelmien saattamana. Kansainvälisissä vertailuissa tärkeä tekijä liberalisoinnin onnistumisessa on ollut sen ajoittuminen suhdanne-

vaiheeseen nähden. Suomessa osa keskeisistä vapautustoimista ajoittui heikosti ennen noususuhdannetta, mikä lisäsi riskejä. Tilanne oli kuitenkin samantapainen monissa maissa. Verojärjestelmät eivät olleet Suomessa parhaat mahdolliset, mutta eivät kaikkialla muuallakaan. Sama lienee koskenut myös vakavaraissäädöksiä ja muuta lainsäädäntöä. 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 dramaattisen erilainen, että se olisi aiheuttanut reaalityalouden menetyksiltään länsimaiden suurimman talous- ja pankkikriisin. Oikea kysymys olisi pikemminkin, mitkä olivat syyt siihen, että suunnilleen samanlainen liberalisointi Suomessa ja muualla aiheutti nimenomaan Suomen taloudessa oleellisesti suurempia ongelmia kuin muualla.

Suomessa valuuttatoimien vapautus aloitettiin epäilemättä väärästä päästä, termiinimarkkinoista 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 Suomen Pankissa ei ilmeisesti täysin mielletty. Senkään aiheuttamat ongelmat vuoden 1984 seuduilla eivät saaneet aikaan reaalityalouden menetyksiä, kuten eivät myöskään markkaobligaatiot, joiden myynti ulkomaille kiellettiin vuonna 1985.

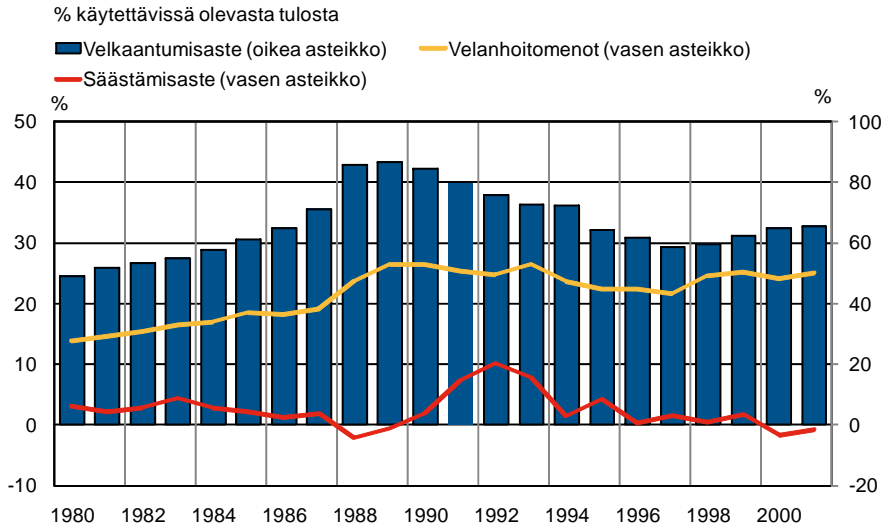
Tyypillinen liberalisoinnin mahdollisiin virheisiin liittyvä väite on, että kotimaanmarkkinat olisi pitänyt vapauttaa kaikilta osin ensin, rahoitusvaateiden verotuksen neutraloiminen mukaan lukien. Tosiasiasa tuskin edes kotitalouksien rahoitusvarojen ja -velkojen väärä verotus oli kovin kohtalokas ongelma ja virhe. Suomen kotitaloudet eivät olleet kaikista veroeduistaan huolimatta säännöstelykauden jäljiltä vielä 1990-luvun alkaessa kansainvälisesti vertaillen pahasti velkaantuneita, pikemminkin päinvastoin (kuvio 22). Kriisi iski alkuvaiheessa lähinnä kaatuvien pienyritysten asuntolainoihin, ja myöhemmin vasta poikkeuksellisen suuri työttömyys kärjisti kotitalouksien velkaongelmaa. Kotitalouksien valuuttaluotot olivat yhä kiellettyjä vuoden 1991 lopulle saakka.

Pankit eivät kompastuneet – eikä koko kansantalous – asuntolainoihin vaan yritysten velkoihin, jotka olivat lisääntyneet 1980-luvun lopulla nopeasti (kuviot 23 ja 24). Päinvastoin kuin kotitalouksien korkosäännöstelty rahoitus, yritysten kotimainen rahoitus oli pääomantuonnin tärkeimmässä liberalisointivaiheessa vuosina 1986–1987 ollut kotimaassa jo useita vuosia laajasti vapaata ja markkinakorko-

ehtoista. Yritysten piti tietää, mitä markkinarahoitus on. Yritysten verotus oli suosinut velkaantumista, ja merkittävästi verosuunnittelua vähentänyt verouudistus viivästyi vuoden 1993 alkuun.

Kuvio 22.

### Kotitalouksien velkaantuneisuus, säästämistä ja velanhoitomenot



Lähde: Tilastokeskus.

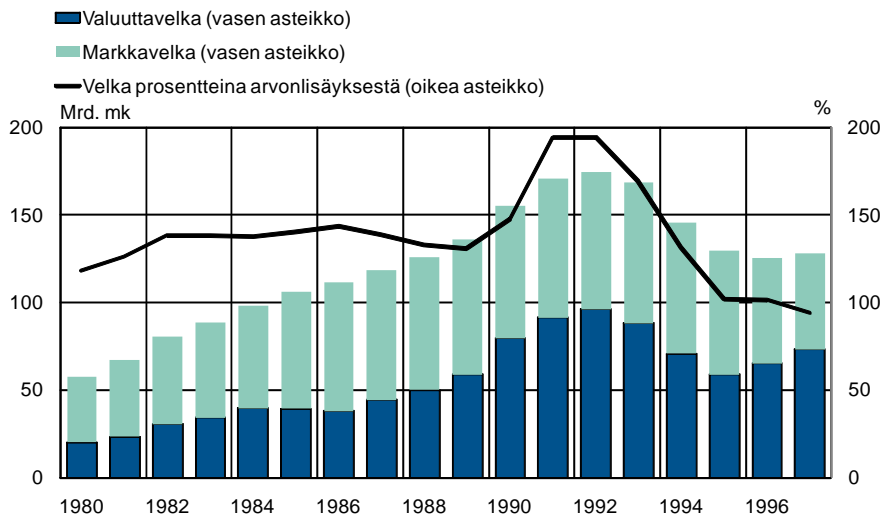
Suomi ei edes liberalisoinnin aiheuttaman luottojen kasvun jälkeen ollut kansainvälisesti katsoen erityisen velkainen talous. Näin oli, jos katsottiin kotimaisen velan kokonaismäärää, esimerkiksi pankkien luottokantaa (suhteessa BKT:hen). Suuri osa yrityksistä oli kuitenkin raskaasti velassa, ja tämän myötä koko kansantalous alkoi olla jo Länsi-Euroopan eniten ulkomaille velkaantuneita talouksia. Mutta tässäkin suhteessa Suomen tilanne ei ollut huomiota herättävän huono.

Varmaankin Suomen Pankki olisi siirtänyt kohtalokkainta vapautusratkaisua, vuonna toteutettua 1987 kotimarkkinayritysten valuuttaluottojen vapautusta, jos olisi ollut jokin käsitys sitä seuranneesta pankkien valuuttaluottotulvan suuruudesta. Joka tapauksessa Suomi tuli liberalisoinnissaan Länsi-Euroopan maiden jälkipäässä, eikä pankkien valuuttaluottoihin haluttu enää 1980-luvun lopulla puuttua sääntelyn keinoin (paitsi Skopin tapauksessa vuonna 1990). Suomen Pankki ei voinut lähteä siitä, että Suomi olisi jätetty jonkinlaiseksi sääntelyn kummajaiseksi Euroopan laidalle. EU:n ja Eftan väliset yhteistyöneuvottelut alkoivat vuonna 1989 ja Euroopan talousaluetta



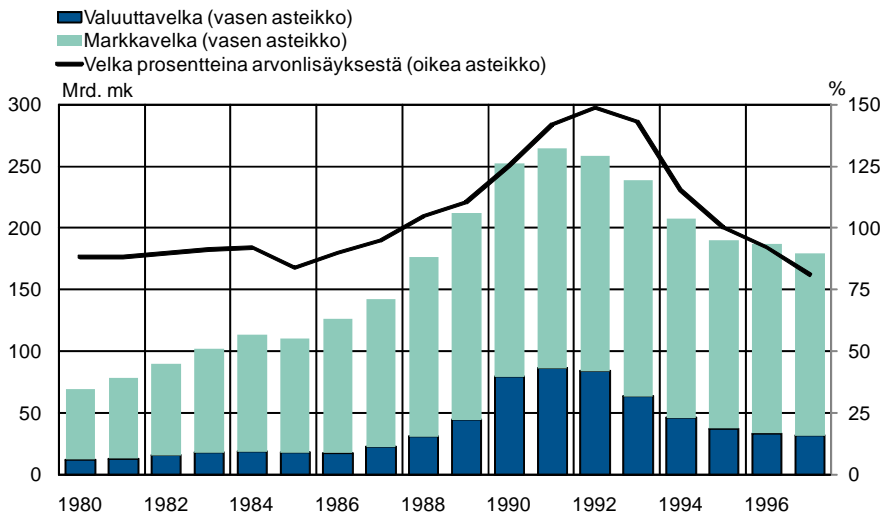
(ETA) neuvottelut vuonna 1990. Suomessakin liberalisointi olisi joka tapauksessa toteutettu viimeistään noihin aikoihin ja nopeasti.

Kuvio 23. **Yritysten velka, teollisuus**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Kuvio 24. **Yritysten velka, muut alat**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Holhous oli päättynyt, ja vastuu oli siirtynyt luotonantajille ja luotonottajille. Jotkut käyttäytyivät vastuullisesti, jotkut vastuuttomasti. Myöhemmän pankkikriisin lopputulos näkyi varsin hyvin juuri siinä, miten pankki tai pankkiryhmä oli välittänyt vuonna 1987 vapautettuja valuuttaluottoja. Kiihvain luotonvälittäjä, säästöpankkiryhmä, kaatui, ja kakkosena tullut Kansallispankki ilmeisesti vältti kaatumisen vain erityishelpotuksin. Toisaalta maltillisimmat, Yhdyspankki, Postipankki ja osuuspankit, selvisivät jotenkuten ilman suurimittaista julkista tukea.

Poliitikkojen ja kansan valistus vapaiden markkinoiden merkityksestä ja riskeistä olisi ollut tärkeää, mutta se oli vaikeaa. Asianosaisena Suomen Pankki ei ollut paras eikä oikeastaan edes mahdollinen opettaja. Suomen Pankki ajoi rahaviranomaisena omaa linjaansa eli länsieurooppalaista hintavakautta kiinteän valuuttakurssin oloissa, ja pankin tiedotus palveli tätä tarkoitusta. Ei Suomen Pankki oikeastaan edes voinut ryhtyä perinpohjaiseksi keskustelijaksi, ei myöskään avoimesti ja näyttävästi erittelemään valuuttamarkkinoiden eri regimiejä, niiden etuja ja haittoja. Selvin esimerkki tästä oli valuuttaluottojen kurssiriski. Olisikohan Suomen Pankin pitänyt varoitella niiden vaaroista – jos nyt vaikka kuitenkin ennen pitkää jouduttaisiin devalvoimaan?

Kiinteän valuuttakurssin ylläpitäminen asetti myös rajoja tämännäpöiselle keskustelulle. Valistukseen liittyi riski, että se tulkittaisiin kannanotoksi ajankohtaiseen tilanteeseen, ja näihin teemoihin liittyvät otsikot näkyivät helposti Suomen Pankin valuuttavarannossa miljardien vaihteluina, varsinkin kun talousjournalismi tahtoi usein olla pikemminkin viihteellistä. Vuosikymmen oli ollut muutenkin valuuttamarkkinoilla koko ajan rauhaton. Vapaiden markkinoiden valistus olisi kuulunut muille: elinkeinoelämän järjestöille, tutkimuslaitoksille, akateemisille piireille, tiedotusvälineille sekä ennen kaikkea luotonantajille, pankeille.

Sikäli kuin Suomen Pankki valisti, sen ääni ei juuri kuulunut. Eivät sijoituskiihkoon ja varallisuuskeinotteluun innostunut pankkimailma ja finanssisijoittajat olleet kiinnostuneita Suomen Pankin parannussaaranoista, joista pääjohtaja Kullberg oli tunnettu (ja jotka lopulta lienevät olleet osasy s hänen erottamiseensa). Toimittajia ei asiategsti innostanut, ja poliitikot taas pahimmillaan suuttuivat mielipiteittensä vastaisesta tai liian opettavaisesta valistuksesta.

Se, että Suomen Pankin johtokunnalla oli täysi valta pääomanliikkeiden vapauttamiseen, oli tietenkin tärkeä osa talouspoliittista vallankäyttöä. Olisi ollut aiheellista käydä jossakin vaiheessa poliitikkojen ja elinkeinoelämän piirissä keskustelua pääomanliikkeistä ja valuuttakurssipolitiikasta sekä ylipäättään koko valuutta- ja rahapolitiittisen re-

giimin muutoksesta. Se, ettei tällaista keskustelua tullut, lienee johtunut siitä, että pääomanliikkeet liberalisoitiin hitaasti ja asteittain. Ei Suomen Pankissa koettu tilannetta missään vaiheessa varsinaisen liberalisoinnin aikana erityisen dramaattiseksi – paitsi ehkä vuonna 1984, jolloin suuri pääomantuontivyöry mursi oleelliselta osin säännöstelyjärjestelmän.

Lähinnä keskustelun aika olisi ollut juuri vuoden 1984 seuduilla, jolloin järjestelmän muutos oli selvästi ennakoitavissa. Tosin tavoitteena oli tuolloinkin edelleen vain säännöstelyjärjestelmän paikkailu. Keskustelu olisi ollut tärkeää myös Suomen Pankin ulkopuolella, erityisesti yritysten sopeutumisen kannalta. Yritysten tulojen ja rahoitusrakenteiden ongelmat eivät ole rahapolitiikan peruskysymyksiä. Yllätys olikin sitten, että yritykset, pankit ja niiden asiakkaat osoittautuivat huonosti valmistautuneiksi vapauteen ja reaalikorkoihin, vaikka 1980-luvulla oli jo koettu monenlaisia markkinasysäyksiä.

Järjestelmän kannalta keskeinen kysymys oli se, että pääomanliikkeet olivat vapautumassa, mutta samalla haluttiin poliittisesti pitää kiinni kiinteästä – tai nimenomaan hallituksen ohjaamasta – valuuttakurssista. Vapaa valuuttakurssi näytti täysin poissuljetulta.

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 hallitus ilmeisesti olisi voinut valuuttalain mukaan peruuttaa Suomen Pankille delegoimansa säännöstelyvaltuudet. Näiden asenteiden myötä jouduttiin 1980-luvun lopulla tilanteeseen, joka ei ollut talouspolitiikan tai ainakaan rahapolitiikan välinein hallittavissa.

## 2.11 Hintakilpailukyvyn ongelma

Teoriassa on olemassa tietty tasapainovaluuttakurssi, joka kohtuullisin oletuksin vastaa sellaista hintakilpailukykyä, että vaihtotase tasapainottuu. Käytännössä tällaista kurssitasoa ei pysyvänä juuri ole. Valuuttakurssi on tärkeä, ehkä jopa tärkein vaihtotaseeseen vaikuttava yksittäinen muuttuja, mutta vaihtotase ei riipu läheskään suoraviivaisesti valuuttakurssista, vaan siihen vaikuttavat oleellisesti monet tärkeät tekijät. Yleensä vaihtotasetta on syytä analysoida pikemminkin kansantalouden rahoitustasapainosta, ei ulkomaankaupasta käsin. Ylipäätään valuuttakurssin ”oikeaa” tasoa on mahdoton sanoa. Kelluva

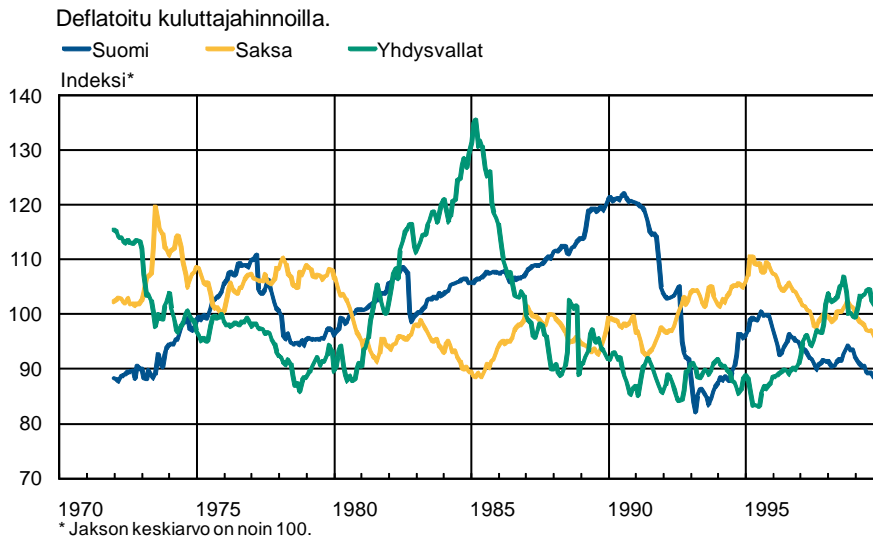
valuuttakurssi on tavallaan aina oikea, mutta ei sekään yleensä kovin hyvin tasapainota vaihtotasetta edes ajan mittaan.

Yksi selkeä tapa arvioida kilpailukykyä on verrata vallitsevaa tilannetta jonkin keskeisen muuttujan pitkän aikavälin keskiarvoon. Ongelmana on, että minkä tahansa sarjan vertailukelpoisuus heikkenee maailman muuttumisen myötä vuosikymmenien mittaan. Yleensä maan valuuttakurssia arvioidaan käyttämällä kauppapainoista korja, jonka antama kurssitaso vastaa periaatteessa ehkä parhaiten teoreettista ns. efektiivistä valuuttakurssia, maan rahan ulkoista arvoa. Käytännössä kauppapainoisenkin korin painot voidaan määritellä eri tavoin, ja on mm. epäselvää, minkä maan tuotteita mistäkin maasta tosiasiaassa tulee. Painojen laskemiseen liittyy paljon käytännön ongelmia, jotka ovat kansainvälistymisen myötä koko ajan lisääntyneet. Kauppapainoisen kurssin sarja on epäilemättä hyvin epävarma, eikä aikasarjaa pidä arvioida muutaman prosenttiyksikön tarkkuudella.

Reaalinen valuuttakurssi on nimellinen valuuttakurssi korjattuna kyseessä olevien valuuttojen (maiden) hintakehityksen erolla. Hintaindeksejäkin on monenlaisia. Reaalisesta valuuttakurssista puhutaan usein myös, jos lisäksi tuottavuusero on korjattu, esimerkiksi kun käytetään yksikkötyökustannuksia. Myös muut tekijät kuin tuottavuuskehityksen ero, kuten ulkomaankaupan hintakehityksen erot ja maan yleinen arvostus, vaikuttavat kilpailukykyyn. Reaalinen valuuttakurssi on ajan myötä tärkeämpi kuin nimellinen valuuttakurssi. Suuri, pysyväksi koettu inflaatioeron vaikutus joudutaan ajan mittaan korjaamaan nimellisen valuuttakurssin muutoksilla, jotta reaalinen valuuttakurssi pysyy ennallaan. Tietyn maan reaalinen valuuttakurssi vahvistuu (hintakilpailukyky heikkenee) joko revalvaation tai naapureita nopeamman inflaation vuoksi.

Sekä nimelliset että reaaliset valuuttakurssit liikkuvat eri maissa yleensä varsin paljon. Menneiden vuosikymmenien kokemuksen mukaan normaalina reaalisen – ja nimellisenkin – valuuttakurssin vaihteluna pidetään vielä sellaista, jossa kurssi liikkuu 10 % keskiarvon molemmin puolin (kuvio 25). Poikkeuksellisia ovat jo tilanteet, joissa kurssi poikkeaa 30 % keskiarvosta. Tällöin maan vienti, vahvan kurssin tapauksessa, on jo vakavissa vaikeuksissa. Japanin jeni oli liikkunut näin, ja myös Yhdysvaltain dollarin reaalinen valuuttakurssi ylitti hetkellisesti reilusti 30 prosentin poikkeaman vuosina 1984–1985. Näin suuri poikkeama on pitkäaikaisena mahdollinen vain maissa, joissa ulkomaankaupan osuus on pieni tai joissa on vahva valuutan-säännöstely.

Kuvio 25.

**Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi**

Lähde: IMF.

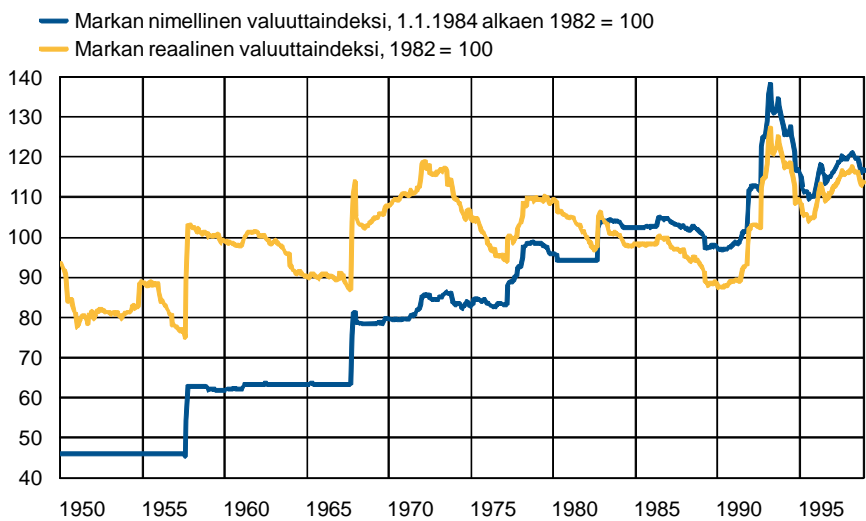
Yleensä pysyvän tuntuinen, noin 20 prosentin yliarvostus johtaa viimeistään talouden sopeutukseen viennin ja koko vaihtotaseen ongelmien vuoksi. Mahdollisia sopeutuskeinoja ovat joko devalvaatio tai kustannusten karsiminen ja inflaation painaminen vähäiseksi. Kustannuksia voidaan karsia joko nimellistuloja (niiden kasvua) leikkaamalla tai tuottavuutta lisäämällä. Tuottavuutta voidaan puolestaan lisätä joko tehostamalla tuotantoprosessia tai vähentämällä työvoimaa (heikoimmin tuottavia tehtäviä karsimalla). Devalvaatio on helppo keino, mutta juuri sen vuoksi ongelmallinen. Se muuttaa heti lähinnä vain kotimaista reaalia tulojakausta eikä muuta todennäköisesti myöhemminkään tulojen, reaalityövoiman ym. rakenteita pysyvästi kovin paljon vaan jättää ne ennalleen ja johtaa inflaatioon ja sitä tietä aikanaan uuteen devalvointitarpeeseen. Tulojakotaistelu palauttaa devalvaatiota edeltävän lähtötilanteen, ellei jotakin erityistä tapahdu.

Jos valuuttakurssissa on puolestaan suuri poikkeama heikon, aliarvostetun kurssin suuntaan, maassa on todennäköisesti vahvoja inflaatiopaineita, mm. vientisektorin suurten voittojen vuoksi, tai revalvaatiopaineita. Suomi tärväsi markan melkein 20 prosentin aliarvostuksen ensimmäisen öljykriisin myötä 1970-luvun puolivälissä vain muutamien vuosien kuluessa kustannuskehityksen vyörymisen kautta. Näin päin reaalin valuuttakurssin ”korjaus” on helppoa. Toisin päin

sama korjaus on vaikeaa – ”devalvaatiolinjan” mielestä käytännössä mahdoton.

Suomen markka oli 1990-luvun alkaessa epäilemättä kurssiltaan yliarvostettu. Kuluttajahinnoilla korjatun kauppapainoisen valuuttaindeksin mukaan markan reaalin valuuttakurssi poikkesi historiallisesta keskiarvostaan suunnilleen 10–20 % sen mukaan, mitkä vuosikymmenet tarkasteluun otettiin (kuvio 26).

Kuvio 26. **Ulkomaankauppapainoinen valuuttaindeksi\***



\* Vuosina 1950–1971 indeksissä 8 valuuttaa. Vuodesta 1972 alkaen Suomen Pankin valuuttaindeksi.

Lähde: Suomen Pankki.

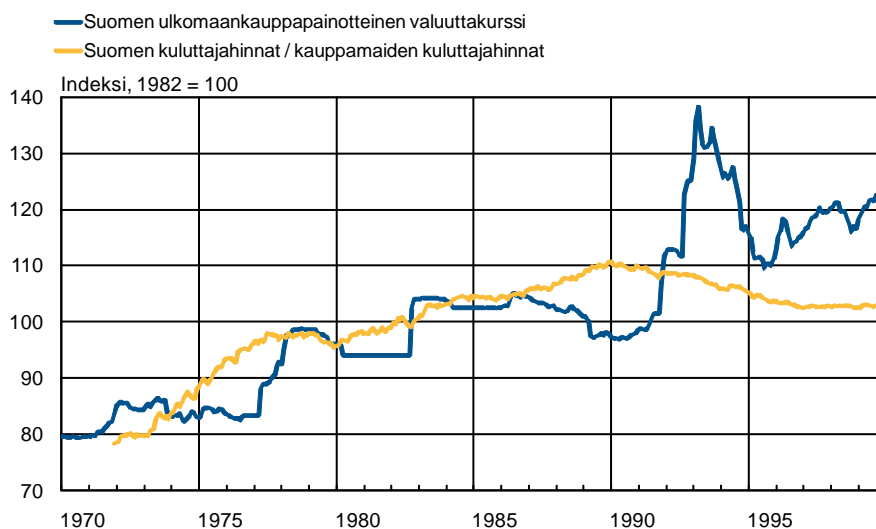
Vuoden 1967 suurdevalvaation (23,8 %) ja sen jälkeisen vakautuksen sekä 1970-luvun alun lievähkön devalvoitumisen tuloksena markka oli 1970-luvun alkuvuosina erittäin halpa. Sen arvo poikkesi edellisten vuosikymmenten keskiarvosta aliarvostetulle puolelle lähimain 20 %, joskin aliarvostus oli jonkin verran pienempi myöhempien vuosien valossa. Kilpailukykyä menetettiin öljykriisin melskeissä noin 25 % vain 4–5 vuodessa. Sitten 1970-luvun lopulla ensin devalvoitiin yhteensä vajaat 20 % ja sitten revalvoitiin 6–7 % ja taas 1982 devalvoitiin yhteensä lähes 10 %. Sen jälkeen vajaan vuosikymmenen kuluessa 1980-luvulla reaalin valuuttakurssi vahvistui – eli hintakilpailukyky heikkeni pääasiassa inflaation myötä – vajaat 20 %. Siitä vuoden 1989 revalvaatio teki 3–4 prosenttiyksikköä.

Joka tapauksessa talouden kustannukset olivat menneinä vuosikymmeninä vyöryneet suorastaan hämmästyttävän tasaisesti vuosittain

pari prosenttiyksikköä enemmän kuin vakioisena pysyvä reaalin valuuttakurssi olisi edellyttänyt (kuvio 27). Vauhti oli ollut 1970-luvulla nopeampi, ja ainoa kustannuspuolelta hintakilpailukykyä vahvistanut poikkeus oli 1970-luvun puolivälin lamaa seurannut lyhyt kausi. Vasta talouskriisi 1990-luvun alussa muutti perusteellisesti suhteellisia kustannuksia kuvaavan käyrän suunnan.

Vuoden 1982 devalvaation jälkeen kotimainen kustannuskehitys oli heikentänyt hintakilpailukykyä 10 % ja Suomen Pankki oli vahvistanut valuuttaindeksiä (tai antanut sen vahvistua) 6–7 %. Valuuttakurssimielessä ylikuumenemisen estämiseksi tehtiin 1980-luvun lopulla varsin paljon. Itse asiassa tuskin paljon enempää olisi käytännössä voitu valuuttakurssia vahvistaa. Markan revalvoituminen oli Suomen Pankin mahdollista ottaa helposti pääosin takaisin, koska valuuttaindeksi oli vuosikymmenen vaihtuessa lähellä 6 prosentin vaihtelualueen vahvaa laitaa.

Kuvio 27. Suomen hintakilpailukyky

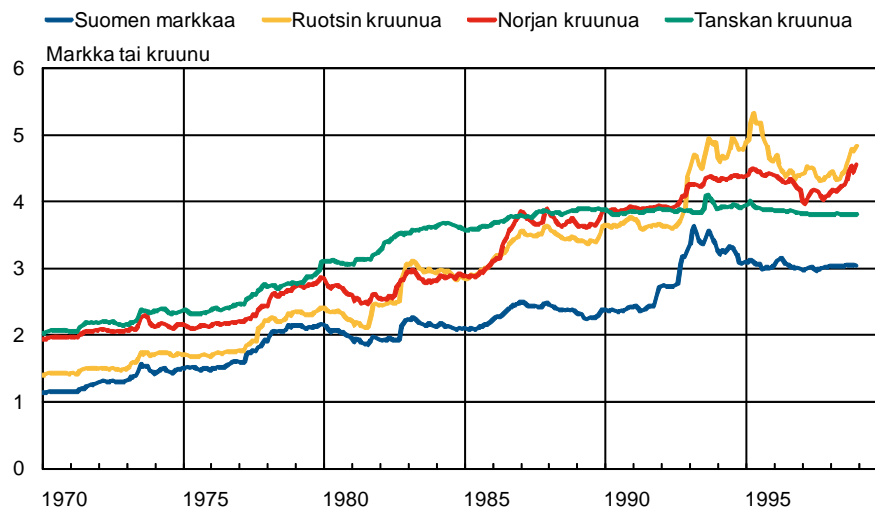


Lähde: Suomen Pankki.

Suomi ja Suomen Pankki olivat harjoittaneet 1980-luvulla vahvan markan – tai vähiten heikon markan/kruunun – politiikkaa siinä mielessä, että Suomen markka oli heikentynyt Saksan markkaan nähden vähiten Pohjoismaiden valuutoista (kuvio 28). Markka oli vahvistunut Ruotsin ja Norjan kruunuun nähden. Varsinkin Ruotsi oli toteuttanut vuosikymmenen alussa aktiivista devalvaatiopolitiikkaa, joka ei ollut

johtanut 1980-luvulla edes samanveroiseen kasvuun kuin Suomessa. Silti Suomenkin rahapolitiikka oli 1980-luvulla keskimäärin liian löysää kustannuskehityksen pohjalta arvioiden.

Kuvio 28. **Saksan markan kurssi Pohjoismaissa**



Lähde: Suomen Pankki.

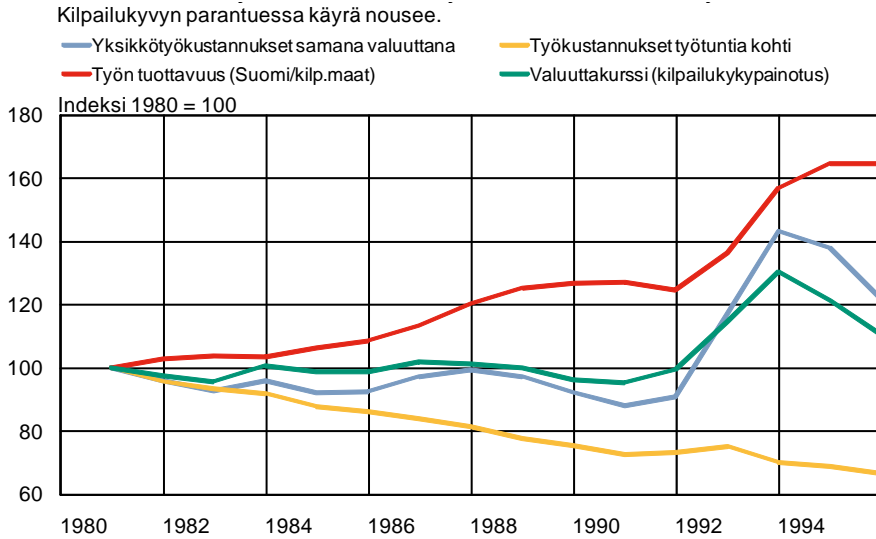
Reaalinen valuuttakurssi ei ollut ainoa kilpailukyvyyn indikaattori. Suomen teollisuuden tuottavuuskehitys oli heikon 1970-luvun jälkeen 1980-luvulla hyvä, selvästi parempi kuin kilpailijamaissa (kuvio 29). Tässä alkoi varmaan näkyä myös säännöstelyn vähentämisen vaikutus. Suhteelliset palkat olivat kuitenkin nousseet nopeammin kuin tuottavuus oli parantunut, joten yksikkötyökustannuksilla mitaten Suomen kilpailukyky oli heikentynyt. Yksikkötyökustannusten mukaan kilpailukyvyyn heikkeneminen 1980-luvulla oli vähäisempi kuin kuluttajahinnoilla mitattuna (kuvio 30).

Kilpailukyvyyn heikkouteen viittasi Suomen lännenviennin markkinaosuusien menetys 1980-luvun lopulla. Vienti kasvoi vain parin prosentin vuosivauhtia. Tavaraviennin määrän osuus BKT:stä supistui 1980-luvulla mutta pysyi silti 20 prosentin tuntumassa. Tämä ei ollut erityisen heikko kehitys, sillä vienti oli kasvanut 1970-luvun loppuvuosina nopeasti, idänvienti supistui 1980-luvun kuluessa (ja romahti vuosikymmenen vaihteessa) ja 1980-luvun loppuvuosina kotimainen ylikysyntä rajoitti vientiä.



Kuvio 29.

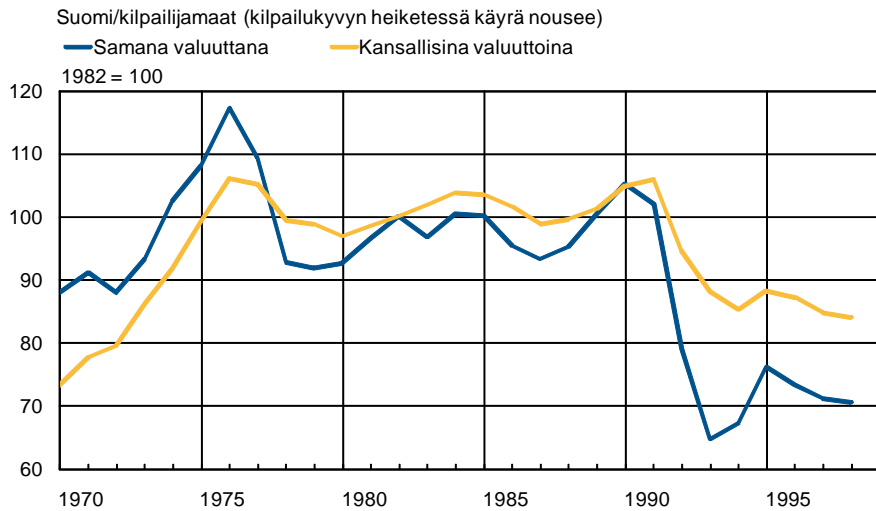
### Teollisuuden työkustannukset ja tuottavuus: kilpailijamaat/Suomi



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 30.

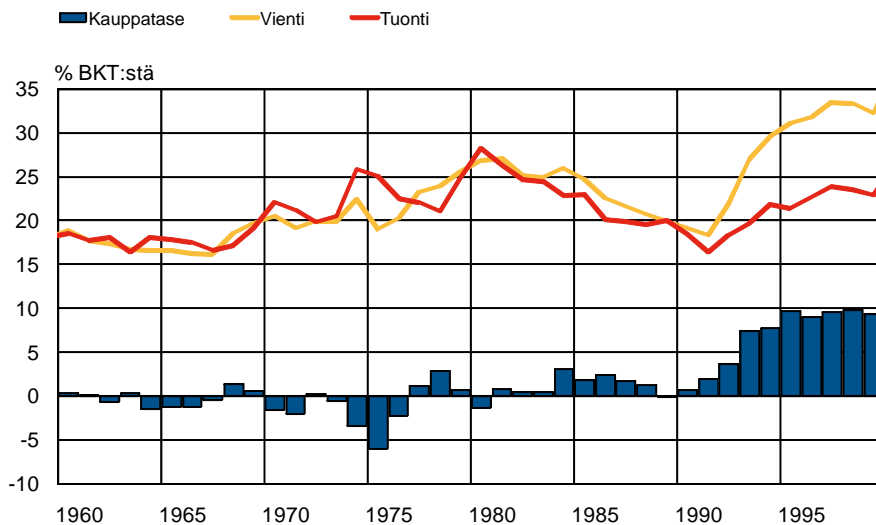
### Tehdasteollisuuden suhteelliset yksikkötyökustannukset



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Tavaranniennin arvon osuuden pieneneminen runsaasta 25 prosentista noin 20 prosenttiin BKT:stä heijasteli kyllä heikkenevää hintakilpailukykyä (kuvio 31). Sen taustalla oli yksinkertaisesti se, että kotimaantalous inflatoitui, ja sen myötä BKT:n nimellinen arvo kasvoi nopeasti, mutta viennin hintoja ei voitu nostaa kotimaisten kustannusten mukana. Tuonnin arvon osuus supistui jokseenkin samoin. Vaihtotaseen vaje ei kuitenkaan tullut tavarakaupasta, jonka tase oli heikoimmillaankin tasapainossa. Vaje tuli korkomenojen kasvusta ja palvelujen viennin vähenemisestä.

Kuvio 31. **Tavaroiden vienti, tuonti ja kauppataase**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Vaihtotaseen vajeen suuruuteen kiinnitettiin paljon huomiota. Kuitenkin vajeeseen liittyi erilaisia näkökohtia, ja ongelmaa usein liioiteltiin, myös Suomen Pankin taholta. Vaihtotasetta katsottiin Suomessa tyyppilliseen tapaan liiaksi ulkomaankaupan ja kilpailukyvyn näkökulmasta.

Vaihtotasetta pitäisi yleensä analysoida ensisijaisesti kansantalouden rahoitustasapainosta käsin. Runsaaseen 5 prosenttiin BKT:stä vuosina 1989 ja 1990 kasvanut vaihtotaseen vaje johtui ennen kaikkea suhteettoman korkeasta, jopa 30 prosenttiin BKT:stä nousseesta investointiasteesta sekä yritysten ja kotitalouksienkin velkaantumisesta. Sellaisena se oli tulkittavissa tilapäiseksi, ehkä jonkin aikaa jatkuvaksi häiriötilaksi. Kauppataase alkoi muuttua kasvavasti ylijäämäiseksi

jo vuodesta 1990 alkaen investointien romahtaessa ja sen myötä tuonin vähentyessä. Seuraavina vuosina vaihtotaseen alijäämää ylläpiti vain devalvaatioiden myötä markkoina paisunut korkojen ja muiden tuotannontekijäkorvausten suuri määrä, joka oli enimmillään yli 5 % BKT:stä.

Metsäteollisuus oli joutumassa vaikeuksiin, mutta taas paljolti omaa syytään. Valuuttamääräiset vientihinnat olivat nousseet 1980-luvun loppuvuosina, mutta myös kantohinnat 30 % ja palkat suunnilleen saman verran. Vuosikymmenen vaihteessa valuuttamääräiset vientihinnat alkoivat laskea. Ongelmana oli, että dollarin kurssi oli pudonnut vuoden 1985 jälkeen kymmeniä prosentteja ja oli nyt historiallisesti katsoen heikko. Tähän nähden metsäteollisuuden vaatimus 10–20 prosentin devalvaatiosta oli tietysti ymmärrettävä. Toisaalta metsäteollisuuden paino taloudessa ja viennissä oli vähenemässä. Enää ei ollut vanhaan tapaan itsestään selvää, että maan valuuttakurssi oli asetettava niin, että perinteinen paperikone tuotti mukavasti.

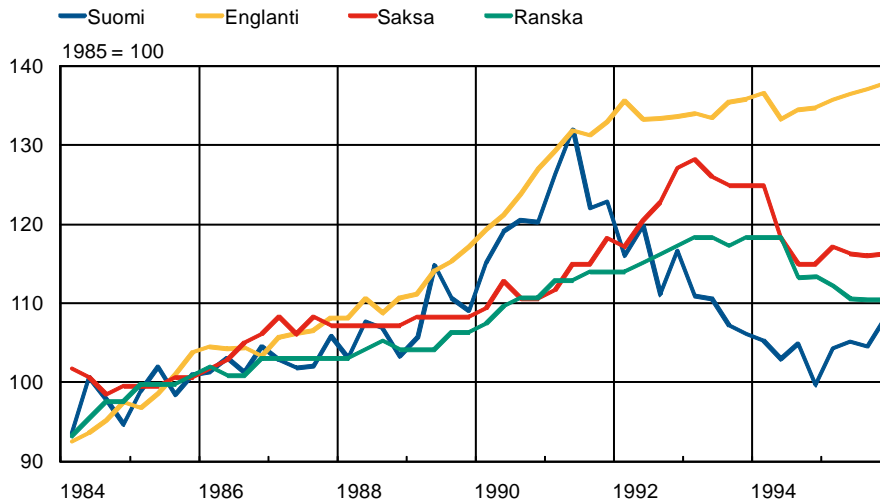
Yritykset ja työmarkkinajärjestöt olivat tavallaan revalvoineet hinta- ja palkkaratkaisuillaan markan reaalista valuuttakurssia muutamalla prosentilla lähes joka vuosi. Vaikeasti ymmärrettävä oli ammattiyhdistysliikkeen tiukka linja vielä tuotannon ja tuottavuuden kasvun pysähdyttyä vuonna 1990. Ansiotason lähes 10 prosentin vauhtia jatkunut nousu meni vuosina 1990–1991 yksikkötyökustannuksiin samalla kun Keski-Euroopassa kustannukset nousivat maltillisesti (kuvio 32). Kun ansiotason lisäys oli otettava tuotannon lamaannuttua yritysten tuloksesta, seurauksena oli aikaisemman työvoiman hamstraamisen vaihtuminen ennennäkemättömiin irtisanomisiin.

Markan yliarvostusta osoitti 1990-luvun alkaessa se, että Suomen hintataso oli suhteettoman kallis, jopa kymmeniä prosentteja yli Keski-Euroopan tason (kuvio 33). Toisaalta kuluttajahinnat heijastelevat heikosti ulkomaankaupan kilpailukykyä, koska suurin osa hinnoista liittyy kotimaisiin palveluihin, elintarvikkeisiin ym. Palvelujen hinnat olivat Pohjoismaissa kalliita, samoin elintarvikkeiden. Lienee selvä ja pysyvä tosiasia, että verrattaessa saman tuotantotason maita, kuluttajahinnat ovat syrjäisessä pienessä kylmässä maassa selvästi korkeammat kuin keskeisessä suuressa lämpimässä maassa. Olisi outoa, jos näin ei olisi.

Kaiken kaikkiaan kilpailukyvyistä saatu kuva oli kirjava, kuten se on yleensä aina. Kuitenkin ongelman suunta oli etumerkiltään varmastikin selvä.

Kuvio 32.

### Tehdasteollisuuden yksikkötyökustannukset kansallisina valuuttoina

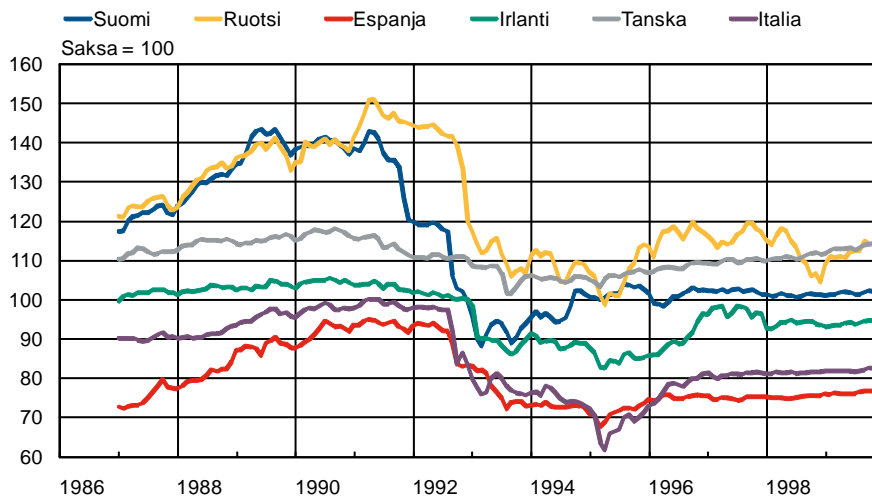


Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Suomen Pankissa katsottiin, että kilpailukyky ei ollut vielä kohuttoman huono, jos yliarvostus oli enimmillään 10–20 %. Tämän pienentämiseksi valuuttaindeksin vaihtelualueella oli devalvoimisvaraa 4–5 %. Valuuttakurssi oli keskimääräistä vahvempi, mutta niin sen oli välillä oltava, sillä se ei voinut aina olla keskimääräistä heikompi. Kymmenen prosentin suuruusluokkaa oleva kilpailukyvyn parantaminen olisi ollut mahdollinen muutamassa vuodessa tuotantoa tehostamalla ja kuluja karsimalla, kuten sitten kävikin.

Maailma oli muuttumassa niin, ettei säännöstelykauden inflaatiopolitiikkaa ”normaaleine” devalvaatioineen voitu enää jatkaa. Länsi-Eurooppa oli integroitumassa, ja vaikka Suomi vielä tuolloin pysytteli sen ydinkuvioista sivussa, ei ollut mitään syytä jatkaa talouden tehokkuutta vahingoittavaa inflaatiopolitiikkaa, joka lisäksi johti säännöllisesti valuuttakurssipaineisiin.

Kuvio 33.

**Kuluttajahinnat suhteessa Saksan hintoihin**

Lähde: Suomen Pankki.

Tärkeä tekijä devalvaation vastustamisessa oli Suomen suuri ulkomainen valuuttavelka. Vientiyritysten velka ei ollut ongelma, koska devalvaatiossa sekä vientitulojen että velanhoitomenojen markkamäärät kasvoivat samassa suhteessa. Kuitenkin kotimarkkinayrityksille oli välitetty suuri valuuttavelka. Pankkien yritysluotoista ulkomaan rahan määräisiä oli jo enemmän kuin markkamääräisiä. Devalvaatiossa kotimarkkinayritykset olisivat menettävä osapuoli. Niiden tulot olivat markkamääräisiä, mutta tuontipanokset ja velanhoitomenot kasvasivat markkoina. Devalvaatio paransi vientiyritysten markkatuloja ja ulkomaista hintakilpailukykyä, mutta lyhyellä aikavälillä nimenomaan suljetun sektorin yritysten ja kotitalouksien reaalityulojen kustannuksella. Kotimarkkinasektori oli työvaltaisempi kuin vientituotanto. Tosin monien yritysten menetystä korvasi kilpailukyvyn parantuminen tuontiin nähden.

Kiinteän valuuttakurssin ja varsinkin sen harkinnanvaraisen muuttamisen vaikeudet vapaiden markkinoiden oloissa ymmärrettiin Suomen Pankissa hyvin. Hallittujen valuuttakurssimuutosten politiikka oli vielä näkyneet vuoden 1989 revalvaatiossa, mutta usko tällaisiin ratkaisuihin alkoi olla keskeisten valmistelijoiden ja päättäjien piirissä ohi. Spekulaatiot tekivät ”hallituista” kurssimuutoksista hallitsemattomia. Ainoa keino pitää valuuttakurssi hallittuna oli pitää se kiinteänä ja kustannukset Länsi-Euroopan maiden tasolla. Suomessa elivät kuitenkin säännöstelykauden ajatusmaailma ja usko säännöstelykauden de-

valvaatioihin: devalvaatio ratkaisisi aina ongelmat eikä mikään muu. Kuitenkaan ns. adjustable peg ei ollut enää hallittavissa oleva kurssi-järjestelmä.

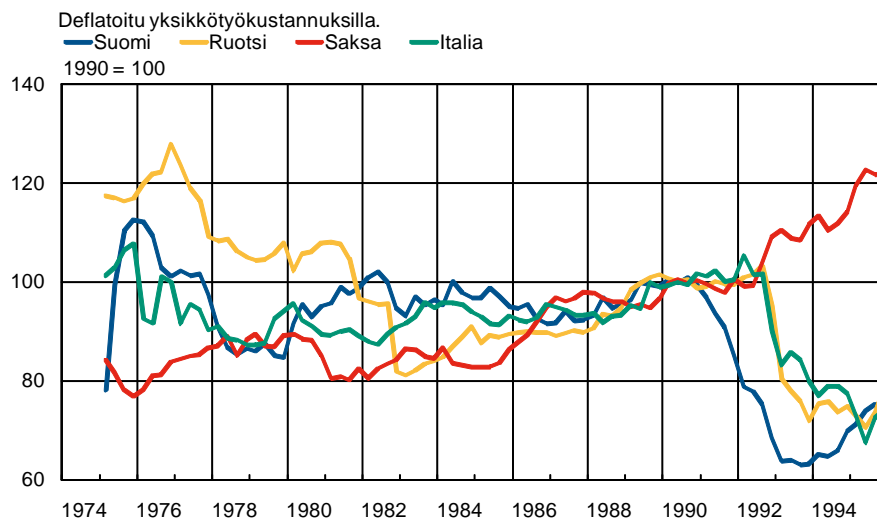
Suurta devalvaatiota saattoi puolustaa sillä, että sen jälkeen syntyisi revalvaatio-odotuksia, jotka painaisivat korot alas. Näin olisi saatu elvytystä sekä valuuttakurssin että koron kautta. Pitkäaikaisten revalvaatio-odotusten säilyttäminen olisi kuitenkin ollut vaativaa ja epävarmaa. Tällainen operointi olisi edellyttänyt suurta uskottavuutta; muuten olisi jouduttu ojasta allikkoon, nopeampaan inflaatioon ja – vastoin kuvitelmia – jatkuviin markan heikkenemisodotuksiin.

Aivan keskeinen tekijä oli edelleen se, ettei Suomen markka ollut yliarvostuksessaan yksin. Markan yliarvostus ei ollut Euroopassa mitenkään poikkeuksellista tai edes erikoista. Euroopan heikkoihin valuuttoihin, erityisesti Etelä-Euroopassa mutta myös Pohjois-Euroopassa, pyrki säännöllisesti kertymään juuri noin 10–20 prosentin yliarvostuksia (kuviot 34 ja 35).

Suomen kanssa samantapaisesti heikon valuuttansa kanssa ”vahvan” valuutan ongelmissa olivat Ruotsi, Espanja ja Italia sekä ehkä jokin muukin maa. Ruotsin kruunun yliarvostus oli 1980-lopussa lähimain sama kuin Suomen markan. Saksan markka oli ilmeisesti yleensäkin vähän ”yliarvostettu”, mutta sen reaalin valuuttakurssi pysyi Saksan vastuullisen talouspolitiikan vuoksi suunnilleen  $\pm 10$  prosentin vaihtelun rajoissa. Tosin joillakin mittareilla mitattuna vaihtelut olivat paljon suurempiakin.

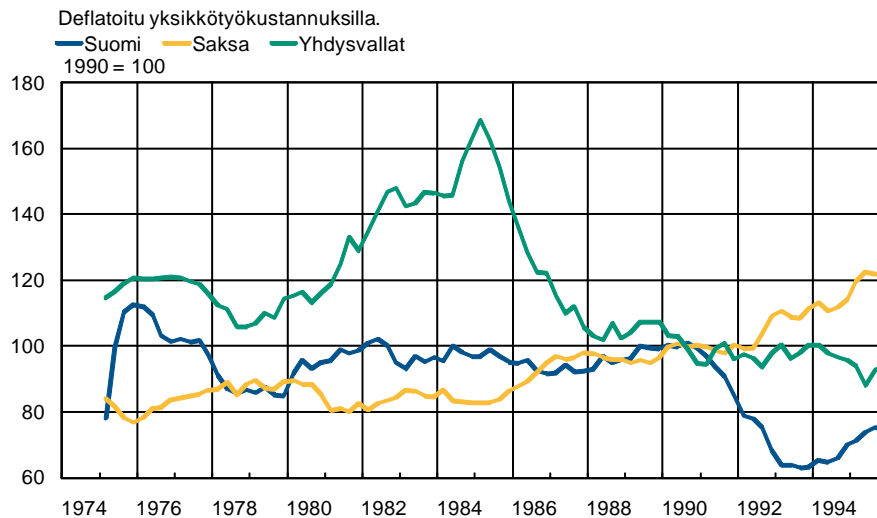
Vallinneeseen 1990-luvun alun tilanteeseen liittyi tärkeänä piirteenä myös se, että lähimain kaikki Länsi-Euroopan valuutat oli kiinnitetty tavalla tai toisella Saksan markkaan, ja juuri tuolloin usko yhteiseen rahan ja rahapolitiikkaan oli luja. Elettiin Maastrichtin kokouksen tunnelmissa. Oli menossa vakava yritys todella ylläpitää kiinteät valuuttakurssit valuuttakurssimekanismissa (ERM). Suomen Pankissa koettiin isoksi riskiksi, että devalvoitua Suomen markka jäisi hylkiövaluutaksi Euroopan laidalle. Oli vaarallista leimautua Euroopan valuutoista heikoimmaksi niin, että spekulantit koettelisivat markan kestävyyttä aina ensiksi. Vahvan ecun rinnalla ei voisi olla devalvoituvia pikku valuuttoja. Ns. peso-ongelma (heikon valuutan koron ylisuuri riskilisiä) tuhoaisi markan, sillä korot olisivat paljon korkeammat kuin Euroopassa. Tämäntapaiset näkemykset vaikuttivat haluttomuuteen devalvoida juuri ecukytkenän yhteydessä. Ratkaisullahan olisi julistettu avoimesti, että järjestelmän liepeille tuotiin uusi ongelmavaluutta.

Kuvio 34. **Reaaliset valuuttaindeksit**



Lähde: IMF.

Kuvio 35. **Reaaliset valuuttaindeksit**



Lähde: IMF.

Miksi muut maat eivät joutuneet poikkeuksellisen syvään lamaan, vaikka sinnittelivät valuuttansa yliarvostetun kurssin kanssa paljon pitempään kuin Suomi? Ei mikään maa joutunut pelkästään valuuttansa 10–20 prosentin yliarvostuksen vuoksi erityisen dramaattisiin ongelmiin. Ei Suomikaan joutunut, vaikka hintakilpailukyvyyn heikkous tietenkin oli osasyynä ongelmiin. Oikea kysymys on tässäkin, mitkä olivat ne syyt, joiden vuoksi Suomi joutui erityisen syvään lamaan, vaikka markan yliarvostus ei ollut sen suurempi kuin useiden muidenkaan valuuttojen.

Suomen Pankin valuuttaindeksin vaihtelualue oli vuoden 1988 laajennuksen jälkeenkin vain  $\pm 3$  %. Se ei riittänyt juuri minkäänlaiseen kelluntaan. Tuskin edes  $\pm 10$  % olisi riittänyt, vaikka sekin oli sisäisissä ehdotuksissa esillä ja mahdollisesti esitettiin hallitukseenkin päin. EU:n valuuttakurssimekanismeissa vaihtelualue laajennettiin  $\pm 15$  prosenttiin vuonna 1993 (tosin yksittäinen valuutta ei voinut käytännössä liikkua 30:tä prosenttiyksikköä, vaan yleensä selvästi vähemmän). Kuitenkin järjestelmää pidettiin yhä kiinteänä. Kiinteän kurssin ja kullun välimuodot ovat vaikeita.

Sittemmin julkisuudessa keskusteltiin paljon vakaasta markasta ja vahvastakin markasta. Suomen tiedotusvälineissä termit saivat erittäin negatiivisen sävyn, vaikka niillä kansainvälisesti on positiivinen sisältö, kuten esimerkiksi vahvalla ja vakaalla Saksan markalla. EY:n tavoitteena oli alusta alkaen vahva ja vakaa (ecu) euro. Vahvuudella ja vakaudella viitataan yleensä rahan sisäiseen arvoon: valuutan kotimaassa ei ole inflaatio-ongelmaa, vallitsee hintavakaus. Sikäli kuin termeillä viitataan rahan ulkoiseen arvoon, terminologia on ongelmallista. Vahvuus voi osoittaa valuutan kurssin yliarvostusta, mutta se voi myös viitata vain luotettavaan rahaan: Saksan markka oli vahva sinänsä ja varmaankin yleensä myös valuuttakurssiltaan hiukan yliarvostettu. Ulkoinen rahan vakaus taas liittyy selvästi lähes kiinteään valuuttakurssiin.

Suomen Pankki ei käyttänyt termiä vahva markka. Sitä ei käytetty sisäisissä muistioissakaan juuri koskaan. Jos sitä joskus harvoin käytettiin, sillä viitattiin vain yleisesti rahan hyvyyteen. Suomen Pankki ei varta vasten tavoitellut vahvasti yliarvostettua markkaa eikä Suomen Pankki ensisijaisesti tehnyt markasta selvästi yliarvostettua. Muut sen pääasiassa tekivät.

Toisaalta Suomen Pankissa varmasti myös koettiin, ettei talous sopeudu keskieuropalaiseen hitaaseen inflaatioon muuten kuin josakin määrin tiukan valuuttapolitiikan ja valuuttakurssin kautta. Tällaisen politiikan välttämättömyys oli itsestään selvä tosiasia kaikissa Länsi-Euroopan maissa. Asenteiden sitkeyttä osoittaa se, että kun Suomen Pankki vuonna 1993 syvän taluskriisin ja EY-jäsenyy-



hakemuksen jälkeen asetti eurooppalaisen 2 prosentin inflaatiotavoitteen, sitä pidettiin laajasti epärealistisena.

Suomen Pankin vakaan markan linja oli ennen kaikkea kiinteän valuuttakurssin säilyttämistä. Ongelma oli kuitenkin, kuinka kiinteän. Haluttiin kiinteää kurssia, mutta haluttiin yleisesti myös epävarmuutta luovaa pientä vaihtelua, koska markkinoilla ei täysin uskottu kurssiin. Johtokunta katsoi varmaan maaliskuun 1989 revalvaation ja puheen vastakkaiseen suuntaan liikkumisesta vielä mahtuvan vakaan markan linjaan. Ulkopuolinen maailma ei selvästikään nähnyt samoin.

Suomen Pankissa nähtiin kurssitilanne 1990-luvun alkaessa niin, että vaihtoehtoina olivat vain tiukka kiinteän kurssin pitäminen tai varsin suuri devalvaatio. Pieni kurssimuutos ei olisi kilpailukyvyyn kannalta riittävä eikä hallittavissa. Se olisi lisännyt spekulatiota ja suuren kurssimuutoksen odotusta ja todennäköisyyttä (minkä sen vaativatkin epäilemättä tiesivät). Ecukytkenän yhteydessä osa Suomen Pankin johdosta olisi ollut valmis markan kurssin 4 prosentin heikentämiseen indeksin vaihtelualan sisällä, mutta tämä muutos tehtiin vasta myöhemmin kesällä 1991 varovasti liu'uttaen. Suurta devalvaatiota ei haluttu sen pitkän aikavälin kielteisten vaikutusten ja vaikean hallittavuuden vuoksi. Oltiin vasta toipumassa ylikuumenemisvaiheen 6–7 prosentin inflaatiosta, ja ennusteiden mukaan kuluttajahintojen nousu jatkuisi ilman devalvaatiotakin liian nopeana eli 3 prosentin tuntumassa.

Sekä kiinteä kurssi että devalvaatio koettiin ongelmallisiksi, sillä markan yliarvostukseen ei oltu tyytyväisiä talouden ajautuessa lamaan. Kiinteää kurssia oli kuitenkin pakko puolustaa tiedotuksessa voimakkaasti ja yksipuolisesti, jos siinä kerran haluttiin pysyä. Tilanne oli ikävä sikälikin, että huomattava osa valuuttavelallisista otti tiedotuksen ehdottomana, kun taas kokeneet pelaajat tiesivät sen rajallisuuden. Edelliset eivät suojanneet, jälkimmäiset suojasivat.

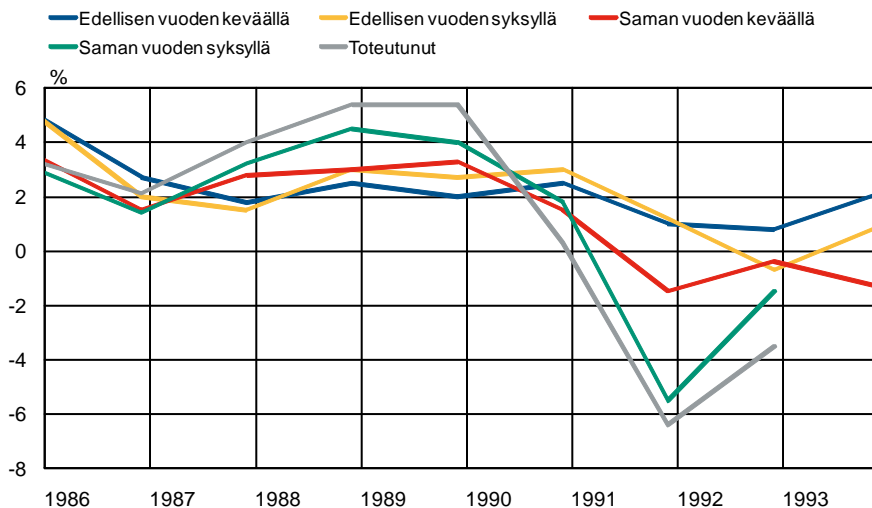
Kun devalvaatioon sittemmin pakosta ajaututtiin, kurssimuutos pyrittiin pitämään mahdollisimman pienenä mutta uskottavana. Niinpä Suomen Pankin johto ajoi 10 prosentin devalvaatiota (vaihtelualan sisäinen kellutus mukaan lukien lähes 15 %), joka olisi vienyt reaalisin kurssin lähelle keskitasoa. Kuitenkin tunnelmat olivat jo sellaiset, että toteutettu yli 12 prosentin devalvaatiokin osoittautui riittämättömäksi. Kuten oli pelättävissäkin, kehitys johti valuuttakurssin voimakkaaseen yliampumiseen eli vähäksi aikaa jopa suunnilleen 30 prosentin devalvoitumiseen (siis ulkomaanvaluuttojen ja valuuttavelkojen arvo kasvoi noin 40 %). Siitä kuitenkin kelluttiin vuosikymmenen puolivälissä takaisin niin, että markan heikkeneminen jäi lopulta 1990-luvulla noin 20 prosenttiin. Kun vielä kotimainen kustannuske-

hitys jäi 1990-luvulla vaimeammaksi kuin kilpailijamaissa, markka oli selvästi aliarvostettu rahaliittoon liityttäessä.

Kun Suomen talous alkoi syöksyä jyrkkään alamäkeen vuoden 1990 lopulla, mitkään suhdannetutkimuslaitokset eivät kyenneet – ei myöskään Suomen Pankin kansantalouden osasto – alkuunkaan ennakkoimaan alkamassa olevan laman syvyyttä. Se selvisi vasta sitä mukaa kuin lama eteni (kuvio 36). Kuitenkin valuuttakurssin yliarvostus, vapaat pääomanliikkeet ja velkojen suuruus tiedettiin. Ennusteura oli Suomessa samantapainen kuin muualla vastaavissa maissa: jonkin verran normaalia syvempi, nollakasvun pinnassa käyvä suhdannekuoppa. Suomen nousukausi oli ollut keskimääräistä vahvempi, joten laskustakin saattoi tulla vähän jyrkempi kuin Länsi-Euroopassa. Ennustevirheitä tehtiin tosin kaikkialla (kuvio 37).

Ennusteiden ”normaalius” osoittaa hyvin sen, ettei Suomen erittäin raskas lamakausi ollut huonosti hoidettu normaali suhdannelama, vaan jotakin, mitä ei kyetty näkemään etukäteen eikä myöskään hoitamaan suhdannepolitiikan välinein. Liberalisoinnin ja sitä seuranneen ylikuumenemisvaiheen jälkeen säännöstelykauden rakenteet murtuivat laajasti, syvällisesti ja aivan liian nopeasti, ja talous sopeutui uuteen markkinaehtoiseen eurooppalaiseen maailmaan. Tämän koki nimenomaan kotimaahan suuntautunut tuotanto, ääriesimerkkinä ilmeisesti pankkitoiminta. Länsimarkkinoille suuntautunut vientisektori selvisi alkuvaikeuksien jälkeen helpolla.

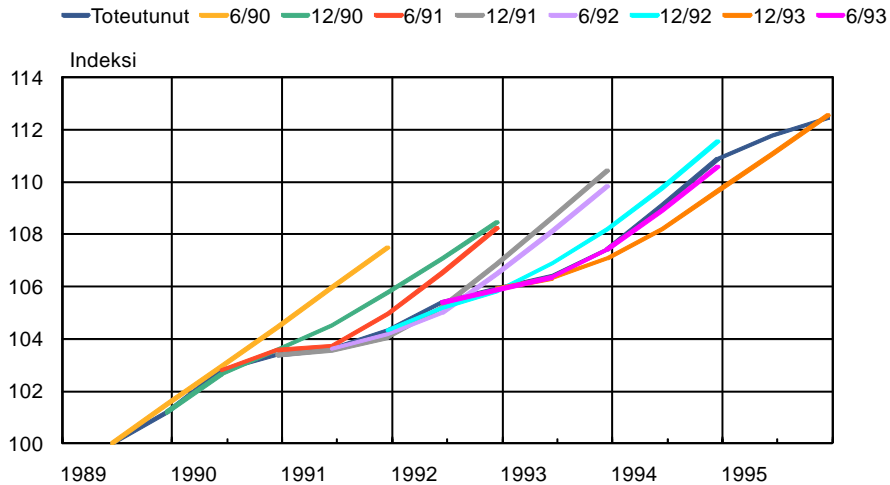
Kuvio 36. Ennustettu ja toteutunut BKT:n kasvu



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 37.

## OECD:n ennusteet alueen kasvuksi



Lähde: OECD.

## 2.12 Suomen markan ecukytkentä keväällä 1991

Suomi oli aloittanut Euroopan talousaluetta (ETA) koskevat neuvottelut EY:n kanssa keväällä 1990. Vuoden 1991 alkupuolella esiintyi jo aika paljon myös EY-jäsenyyttä kannattavia mielipiteitä. Hallituksen linja oli, että ETA-sopimus neuvotellaan ensin. ETA näytti kuitenkin olevan väliaikainen. EY ei halunnut ETA-maita päätöksentekoon. Ruotsi oli Itävaltaa seuraten jo ilmoittanut hakevansa pian EY-jäsenyyttä.

Norjan ecukytkentä 18.10.1990 vilkastutti valuuttakurssia koskevaa keskustelua. Suomen Pankissakin esiintyi erilaisia kantoja. Aluksi oli aika paljon epäilyksiä Euroopan valuuttajärjestelmää (European Monetary System, EMS) koskeneen ratkaisun mahdollisuuksista ja tarkoituksenmukaisuudesta. Järjestelmään liittyneissä maissaakaan ei taloudenhoito ollut paljon parantunut. Hiljalleen mielipiteet kuitenkin kallistuivat ecukytkennän suuntaan. Ratkaisu oli tietenkin poliittinen ja viime kädessä eduskunnan vastuulla, koska rahalakia oli tarpeen muuttaa. Kiinnittämällä valuuttakurssi johonkin valuuttaan sitouduttiin harjoittamaan samaa politiikkaa kuin kiinnityksen kohteena oleva maa. Saksan Bundesbankin politiikka alettiin kokea rajoitteena kaikkialla Länsi-Euroopassa.

EMS-yhteistyön tilalle oli EY:n tulevaisuudensuunnitelmissa tullut jo laajempi taloudellinen ja rahataloudellinen yhteistyö, talous- ja ra-

haliitto, Economic and Monetary Union (EMU). Oli selvää, etteivät EY:n ulkopuoliset maat voineet osallistua talous- ja rahaliittoon. Norja ei ollut päässyt millään lailla Euroopan valuuttajärjestelmäänkään. Mikäli Suomi kuitenkin pääsisi ulkojäseneksi mukaan EMS-yhteistyöhön, päätöksentekojärjestelmä muuttuisi olennaisesti. Silloin valuuttakurssipäätökset tehtäisiin kansainvälisellä tasolla Brysselissä. Jotta kytkentä olisi tarkoituksenmukainen, inflaatiotavoitteen oli oltava sama ja valuuttakurssipolitiikan kohteena olevan maan tai maa-ryhmän taloudellisen rakenteen tulisi olla mahdollisimman samanlainen kuin Suomessa. Häiriöiden torjuminen edellyttäisi joustavaa finanssipolitiikkaa.

Joka tapauksessa Suomen Pankissa alettiin perehtyä huomattavasti aikaisempaa perusteellisemmin Euroopan valuuttajärjestelmään, joka kaikkine yksityiskohtineen oli hyvin monimutkainen. Siihen kuului ensinnäkin yhteinen korivaluutta ecu (European Currency Unit), toisena tuli valuuttakurssimekanismi ERM (Exchange Rate Mechanism) ja kolmantena osana olivat yhteiset valuuttavarannon tukijärjestelmät. Ecuja oli vielä tosiasiaassa kaksi eli virallinen teoreettinen kori ja sen rinnalla – hiukan eri korolla ja valuuttakurssilla – rahoitusmarkkinoilla laajasti käytetty aito tilivaluutta, kaupallinen ecu.

G7-maiden päämiehet pitivät tammikuussa 1991 kokouksen New Yorkissa. Kokouksessa päätettiin välttää valuuttakurssipaineita aiheuttavia toimenpiteitä. Kuitenkin Saksan Bundesbank nosti vain viikon verran kokouksen jälkeen taas korkoa Saksojen yhdistymisen aiheuttamien inflaatiopaineiden vähentämiseksi. Muiden Länsi-Euroopan maiden tilanne paheni, ja päätös aiheutti runsaasti kritiikkiä.

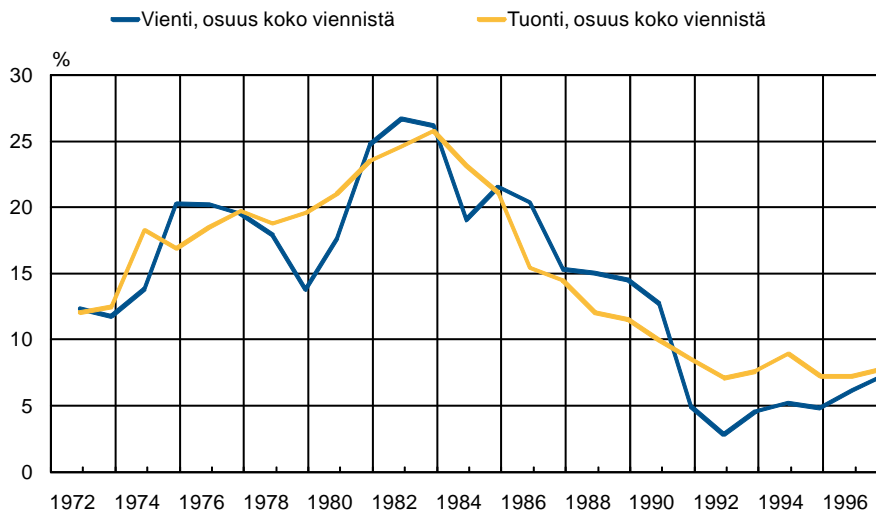
Suomen Pankin ennuste oli muuttunut pessimistiseksi helmikuussa 1991. Kotimainen kysyntä näytti sinä vuonna vähenevän  $3\frac{1}{2}$  % ja kokonaistuotannon määrän arvioitiin kutistuvan  $1\frac{1}{2}$  %. Yksityiset investoinnit vähentyisivät kautta linjan voimakkaasti oltuaan sitä ennen huomattavat, ja myös yksityinen kulutus oli supistumassa. Valtio muuttuisi voimakkaasti rahoitusaliijäämäiseksi. Vuonna 1992 kasvu elpyisi vain lievästi, vajaaseen prosenttiin. Ulkoisen tasapainon nähtiin paranevan ja inflaation vaimenevan. Keskipitkällä aikavälillä Suomen talouden arvioitiin pääsevän vientijohteiseen kasvuun. Asteittain paraneva hintojen ja ulkomaankaupan tasapaino lisäisi valuuttakurssin uskottavuutta, ja kurssi voitaisiin pitää vakaana. Inflaatio-odotusten arvioitiin maltillistuvan ja hintakilpailukyvyyn paranevan lähivuosina.

Suomen vientinäkymiä heikensi idänviennin voimakas väheneminen (kuvio 38). Koko tavaroiden ja palveluiden viennin määrän arvioitiin vähenevän, ja viennin kannattavuus oli heikko. Suomen Neuvostoliiton-viennin arvon odotettiin vähenevän noin 35 % vuonna 1991.

Neuvostoliiton-viennin osuus Suomen koko viennistä supistuisi tällöin 8 prosenttiin. Saksan talouden kasvu piti yllä paperin kysyntää, mutta Yhdysvaltain ja Ison-Britannian suhteen näkymät ovat heikkommat.

Kuluttajahinnat nousivat 4,9 % vuonna 1990, vuonna 1991 niiden arvioitiin nousevan 3,5 % ja 2,8 % vuonna 1992. Pankkien markkamääräinen antolainaus kasvaisi 3–4 prosentin vauhtia, ottolainaus 6–7 %. Yritysten rahoitusaliäämä olisi lähes 6 % BKT:stä vuosina 1990–1991, kotitalouksien jäämä supistuisi nolnaan ja valtiontalous muuttuisi voimakkaasti negatiiviseksi vuonna 1992.

Kuvio 38. Suomen kauppa Neuvostoliiton kanssa



Lähde: Tulli.

Selvästi optimistisempiakin näkemyksiä Suomen Pankissa esitettiin vielä keväällä 1991. Palkankorotusten siirrosta neuvoteltiin. Inflaatio vaimenisi siirron jälkeen hyvin nopeasti, samoin vaihtotaseen vaje. Sopeutuminen sujui nopeasti, korot laskisivat ja sitten nousuun päästäisiin pian. Palkankorotuksia ei kuitenkaan siirretty.

\*

Suomen markkaan oli kohdistunut paineita alkuvuonna 1991. Valtion pääomantuonti ja purkautuvat termiinisopimukset olivat kuitenkin suunnilleen kattaneet yritysten ja ulkomaiden luopumisen markasta. Valuuttaindeksi oli tammikuussa heikentynyt läpi ns. valuuttapillin ylärajan, joka oli 98,3. Julkisuudessa puhuttiin pillistä, koska heikke-

neminen oli katkaistu interventioilla pari kolme kertaa tuossa kohdas-  
sa. Indeksi oli 98,8:n paikkeilla. Kolmen kuukauden heliborkorko oli  
laskenut alle 14 prosenttiin. Se oli ollut Suomen Pankin tarkoituskin,  
joskin lasku saattoi liittyä myös siihen, että korot ovat laskeneet  
muuallakin, erityisesti Ruotsissa.

Korkoa piti saada alaspäin. Tavoitteena oli, että valuuttaindeksi  
voisi heikentyä maaliskuun eduskuntavaaleihin hiukan yli vaihtelu-  
alueen puolivälin, mutta heikkeneminen ei saisi olla nopeaa. Muuten  
voisi tulla liian voimakkaita reaktioita. Tärkeintä oli, ettei Suomen  
Pankki aiheuta omilla toimillaan valuuttakriisiä, devalvoimispakkoa.  
Indeksiä oli liu'utettava rauhassa. Vaalien aikana ja hallituksen muo-  
dostamisen aikoihin oli syytä pitää indeksi vakaana ja korkojen oli  
annettava nousta, jos tarpeen. Indeksien heikkenemisen kilpailukyky-  
vaikutus oli joka tapauksessa pieni.

Johtokunta pienensi alkuvuodesta kassavarantovelvoitetta 6,2 pro-  
senttiin, vaikka markkinoille oli edellisinä kuukausina syntynyt likvi-  
diteettiä muutenkin. Repohuutokauppoja oli alettu käyttää likviditeetin  
säätelystä. Toisaalta esiintyi ajatuksia, että oli tarpeen nostaa perus-  
korkoa. Sitä ei kuitenkaan nostettu.

Vähän ennen maaliskuun 1991 eduskuntavaaleja Reutersin nuori  
toimittaja Helsingistä kirjoitti hälyjutun devalvaatiosta vaalien jäl-  
keen. Siitä alkoi markan myynti: miljardi torstaina ja puolitoista per-  
jantaina ennen vaaleja. Reutersin jutun myötä termiinimarkkinoiden  
paine tuli poikkeuksellisen suuressa määrin ulkomailta mutta myös  
Suomesta. Valuuttavarantoa oli kuitenkin melkein 40 mrd. markkaa.  
Yhden kuukauden korko nousi prosenttiyksikön. Suomen keskusta sai  
vaaleissa suuren vaalivoiton. Uusi puheenjohtaja Esko Aho nousi heti  
keskeiseksi poliitikoksi. Aho puhui devalvaatiota vastaan.

Vaalien jälkeen aamulla 18.3.1991 Suomen Yhdyspankki (SYP)  
nosti yhden kuukauden heliborkoron noin 16 prosentista 18 prosent-  
tiin, mutta korot laskivat päivän mittaan vähän. Kolmen kuukauden  
korot olivat 15 prosentin seuduilla. Valuuttaindeksissä ei näkynyt hei-  
lahdusta, mutta valuuttaa myytiin aamupäivällä lähes 2 miljardilla.  
Kyseessä olivat ilmeisesti osittain vielä perjantain ulkomaiset toimek-  
siannot.

Ecukytkenän mahdollisuudesta tuli hallitusohjelmaan epämääräi-  
nen lause, jonka mukaan asia selvitetään. Yleinen käsitys oli, ettei  
kytkentää lähiaikoina tehdä. Sehän vaati Suomessa rahalain muutok-  
sen, ja se oli todennäköisesti pitkä julkinen prosessi. Aloitteen oli tul-  
tava Suomen Pankin pankkivaltuusmiehiltä.

Ruotsi kytki kruununsa kuitenkin ecuun 17.5.1991. Sen seurauk-  
sena Suomen Pankissa ryhdyttiin heti valmistelemaan markan mah-  
dollisimman pikaista ecukytkentää. Tämän pääjohtaja totesi julkisuu-

teenkin. Eduskunta oli lähdössä 11.6. kesälomalle, ja arveltiin, ettei lainsäädäntöprosessi ehdi valmiiksi. Tarkoitus oli, että markka voitaisiin kytkeä ecuun kesäkuun alusta ilmoittamalla, että seurataan ecua, tosin vanhan indeksin rajoissa pysyen. Piti selvittää, paljonko dollari voi vaihdella siten, että pysytään vanhan indeksin putkessa vaikka seurataankin eukoria.

Ecukytkenän juridiikka, kytkennän sanamuoto, oli hankala. Lakiin haluttiin vain hiukan epämääräinen maininta kiinteäkurssijärjestelmästä, esimerkiksi: markan ulkoinen arvo sidotaan EY-maiden valuuttoihin. Lakiin tuli muotoilu: markan ulkoinen arvo määritellään Euroopan yhteisöjen jäsenvaltioiden valuuttojen kurssien perusteella.

Suomen Pankista todettiin toukokuun lopulla julkisuuteen ehkä hiukan varomattomasti, että valuuttaindeksi saa vaihdella vapaasti putken sisällä, eli ns. pillejä ei enää ole. Indeksillä heikkeni 98,6:sta 99,5:een. Korot eivät juuri nousseet. Valuuttamarkkinat olivat kuitenkin ecukytkentää odotettaessa mylläkässä. Tiistaina 28.5. myytiin yli 3 mrd. markkaa eli enemmän kuin koskaan ennen yhdessä päivässä. Keskiviikkona jatkui sama tahti. Syynä olivat teollisuuden devalvaatiopuheet. Termiinimarkkinoiden paine tuli lähes yksinomaan kotimaasta. Vuoden alusta suomalaiset yritykset olivat kääntäneet termiinasemaansa markkaa vastaan jo lähes 20 mrd. markkaa.

Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n tutkijat kävivät samaan aikaan. Johtajana ollut saksalainen Ungerer keskusteli aika kauan devalvaation mahdollisuudesta. Hän oli ilmeisesti melko myötämielinen. Sekä suomalaiset että ruotsalaiset olivat devalvaatiota vastaan. Se tuli aina uudestaan ja oli aina viimeinen.

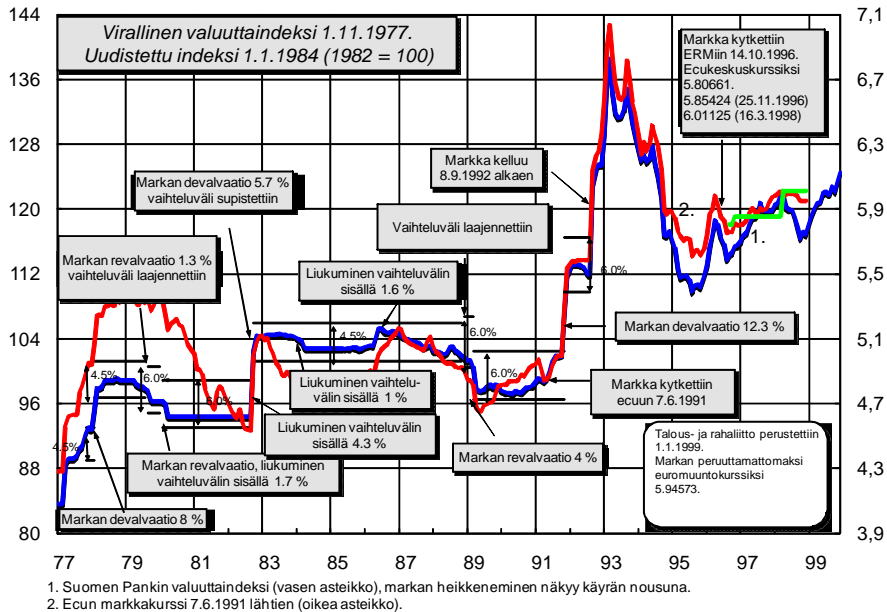
Ecupäätös oltiin viemässä läpi mahdollisimman nopeasti. Suomen Pankin johtokunta oli hermostunut spekulatiosta. Johtokunnassa esitettiin, että jos valuuttaindeksi pääsee liukumaan ylärajalle, päätöstä putken tarkistamisesta on mahdoton välttää ecuratkaisun yhteydessä. Indeksillä pyöri 99,8:n seudulla eli vaihteluvälin keskivaiheilla, ja valuuttaa myytiin rajusti. Korotkin nousivat; esimerkiksi 3 kuukauden korko kohosi puolisen prosenttiyksikköä.

Ecupäätökset tehtiin 4.6.1991. Laki oli onnistuttu muuttamaan muutamassa päivässä, eikä kahden putken järjestelmää tarvinnut käyttää. Ecurin kurssi täsmentyi, ja virallinen muutos tuli voimaan 7.6.1991. Spekulaatiot olivat olleet kovat. Viikkotaseessa varanto supistui yli 7 mrd. markkaa.

Uuden vaihteluvälin keskipiste määriteltiin kesäkuun 6. päivän valuuttakurssien perusteella. Koska vanhan valuuttaindeksin pisteluku oli sillä hetkellä vaihteluvälin keskipisteessä, muodosti tuolloinen markan ecukurssi, 4,87580, uuden vaihteluvälin keskipisteen (kuvio 39 ja 40). Ecukytkentää ei kuitenkaan määritelty varsinaisesti keski-

pisteen mukaan vaan pelkästään vaihteluvälin rajojen mukaan. Suomessa valuuttaindeksin vaihteluväli (putki) säilyi ennallaan,  $\pm 3$  prosentissa. Vaihteluvälin rajoiksi tulivat suunnilleen 4,73 ja 5,05 markkaa yhdeltä eculta.

Kuvio 39. Markkan ulkoinen arvo



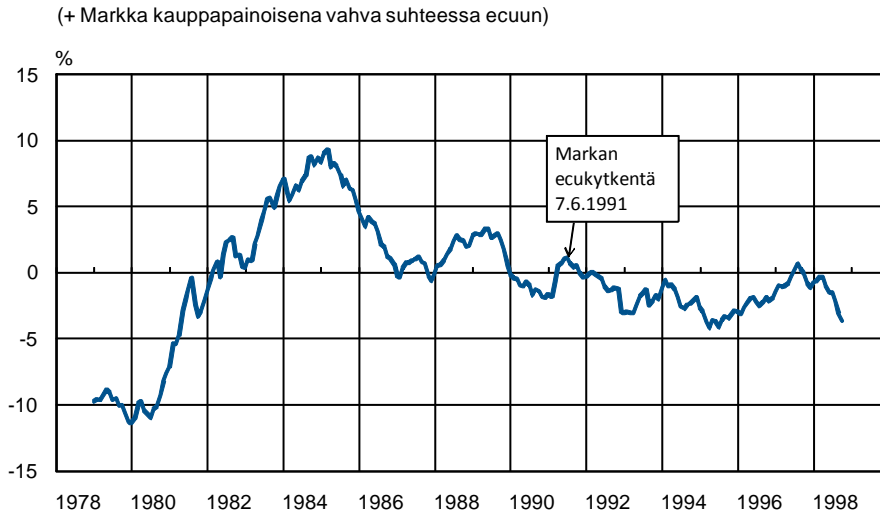
Lähde: Suomen Pankki.

Ecukytentä oli periaatteessa merkittävä muutos rahapolitiikan kannalta, sillä se osoitti avointa sitoutumista EY-maiden rahapolitiikkaan, ennen kaikkea Saksan Bundesbankin 2 prosentin inflaatiota tavoittelevaan rahapolitiikkaan. Tältä osin ecukytentän julkisuudessa samaa suuri huomio oli ymmärrettävä. Toisaalta muutos ei ollut suuri kilpailukyyn kannalta, sillä 85 % painoista oli pääpiirteissään samoja. Dollari ja jeni jäivät indeksistä pois, kun taas Saksan markkan ja Ranskan frangin osuudet kasvoivat selvästi (kuvio 41). Kun kuitenkin myös Ruotsin ja Norjan kruunut olivat kiinni ecussa, niiden painojen kasvulla ei ollut paljon merkitystä kilpailukyyn kannalta. Ecukytentään liittyi sivujuonteena se selkeyttävä asia, ettei ongelmaa ruplan mahdollisesta sisällyttämisestä lakisääteiseen valuuttaindeksiin enää ollut tulossa.



Kuvio 40.

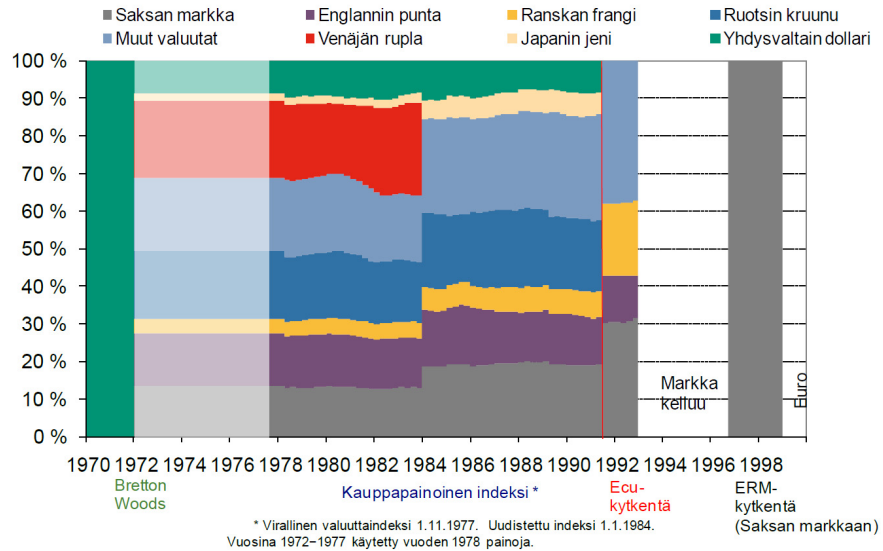
## Markan kauppapainoisen indeksin poikkeama ecuindeksistä



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 41.

## Suomen markan valuuttakytkenät



Lähde: Suomen Pankki.

Vientiteollisuus oli vaatinut devalvaatiota tai ainakin vuoden 1989 revalvaation peruuttamista. Pieni devalvaatio oli odotusten kannalta mahdoton. Se ei olisi parantanut juuri kilpailukykyä, mutta olisi osoittanut, että joustava kurssipolitiikka jatkuu. Osa johtokunnasta olisi ollut valmis vaihtelualueen sisäiseen interventiotason muutokseen – eli siinä mielessä devalvaatioon – mutta siihenkään ei heti menty. Toisaalta oli selvää, ettei tilanne ollut ohi. Sekä kustannus- että devalvaatiopaineet jatkuivat. Yhteiskunta ei ollut vielä erityisen huolissaan. Oli vielä näyttävä kuljetusalan lakkokin.

\*

Ecukytkenässä siirryttiin ulkomaankauppapainoisesta korista ecukoriin. Kyseessä oli yksipuolinen kytkentä ecuun ilman sitoumuksia EY:n puolelta. Ratkaisu ei ollut rinnastettavissa ERM-kytkentään (oikeastaan EMS-kytkentään, sillä valuuttakurssimekanismi ERM oli EMS:n osa), joka oli teknisesti erilainen ja johon kuului valuuttavarannon tukijärjestelmiä. ERM-kytkennässä valuutat oli liitetty määrätyn vaihteluvälein toisiinsa, mutta ei suoranaisesti ecuun. Ecu:n nimellisarvo oli (ja nykyisin euron arvo on) melko lähellä dollarin arvoa. Tämä perustui siihen, että IMF:n luoma reserviraha SDR oli aluksi asetettu dollarin arvoiseksi, ja kun ecu luotiin vuonna 1979, sen nimellisarvo asetettiin lähtötilanteessa SDR:n suuruiseksi.

Euroopan valuuttajärjestelmässä, EMS:ssä, oli kolme osaa: ecu, ERM ja EMCF (valuuttavarantojen tukirahasto). Ecu oli valuuttakori, jossa olivat mukana kaikkien silloisten 12 EY-maan valuutat. Kori oli määritelty painottaen eri maiden kokonaistuotantoa, keskinäistä ulkomaankauppaa ja valuuttavarantoa. Korin maapainot tarkistettiin viiden vuoden välein. Maastrichtin kokouksessa vuoden 1991 lopulla kori jäädettiin näihin 12 valuuttaan, samoin viiden vuoden tarkistuksesta luovuttiin. Kori oli määritelty kiinteinä määrinä eri maiden rahoja, ”korillisenä seteleitä”, mikä merkitsi, että valuuttojen paino korissa muuttui koko ajan keskinäisten valuuttakurssien liikkuaessa. Heikentyvien valuuttojen paino pieneni.

Kullekin valuutalle oli määritelty ecukeskuskurssi. Näiden ecukeskuskurssien pohjalta saatiin valuutoille kahdenväliset keskuskurssit. Valuuttakurssimekanismissa kahdenvälisille kurseille määrättiin vaihtelurajat, jotka olivat yleensä  $\pm 2,25\%$  lukuun ottamatta Espanjan pesetaa ja Englannin puntaa, joiden vaihtelurajat olivat tuolloin  $\pm 6\%$ . Nämä olivat pakolliset interventiorajat. Portugalin escudo ja Kreikan drakma eivät olleet valuuttakurssimekanismissa. Keskuskurseista ja vaihtelurajoista syntyi hyvin laaja valuuttakurssiristikko.

Ecuun nähden valuuttojen vaihtelurajoja ei ollut määritelty (eikä loogisesti voinut olla kiinteitä kaksoisrajoja), mutta käytännössä valuutat pysyivät vaihtelevissa rajoissa ecuunkin nähden. Suurten valuuttojen rajat olivat ahtaammat, koska niiden paino ecussa oli isompi. Valuuttojen prosenttipoikkeamaa ecukeskuskurssistaan kutsuttiin divergenssi-indikaattoriksi. Sen tavoitteena oli osoittaa valuuttojen suhteellista vahvuutta, jolloin yhtäläinen reagointivelvoite koski periaatteessa sekä vahvoja että heikkoja valuuttoja. Ecuvaihtelualueet olivat sikäli merkittävät, että 75 prosentin kohdalla vaihtelualueella oli yhteinen interventio- tai toimenpideraja sekä heikon että vahvan valuutan tapauksessa. Basel–Nyborg-sopimuksen mukaan interventioita voitiin tehdä myös ennen tuota rajaa. Tosiasiassa divergenssi-indikaattoria ei markkinoilla paljon seurattu tai kommentoitu.

Valuuttojen ecukeskuskursseja ja vastaavasti vaihtelualueen rajoja oli muutettu Euroopan valuuttajärjestelmän EMS:n aikana toistakymmentä kertaa eli noin kerran vuodessa. Kurssimuutos, realignment, oli monimutkainen laskutoimitus, kun kaikki ecukeskuskurssit muuttuivat. Kurssimuutos vastasi Suomen järjestelmässä vaihtelualueen rajojen siirtoa, ja koska siirto oli yleensä alle 5 %, markkinakurssit eivät samassa yhteydessä välttämättä liikkuneet juuri ollenkaan.

Jos ecun painot kurssimuutoksen yhteydessä muuttuivat, muuttui myös koriecun laskennallinen korko. Kun normaalisti revalvoitiin matalan koron valuuttoja ja devalvoitiin korkean koron valuuttoja, edellisten paino nousi, joten koriecun korko hiukan laski.

Markkinoilla käytettiin laajasti aitona tilivaluuttana ecua (kaupallinen ecu, markkinaecu), jonka korko ja kurssi poikkesivat yleensä jonkin verran teoreettisen koron korosta ja kurssista. Erot johtuivat osin siitä, ettei kaikilla EY-valuutoilla ollut kaikilta osin kunnollisia instrumentteja ja markkinoita, mutta erossa näkyivät myös normaalit markkinapaineet ja talous- ja rahaliiton toteutumista koskeneet odotukset. Rahaliiton epäonnistumisen riski lisäsi markkinaecun riskejä eli heikensi sen kurssia ja nosti sen korkoa. Erot olivat korkeintaan desimaaleja, ja vaikka ne hiukan hämmensivät käytännön seurantaa, niillä ei ollut erityistä merkitystä talousanalyysin kannalta.

Ecun luonteesta ja määrittelystä keskusteltiin pitkään. Englantilaiset ajoivat aluksi ns. vahvaa ecua, millä tarkoitettiin sitä, ettei ecua koskaan devalvoitaisi suhteessa mihinkään valuuttaan. Tämä ei toteutunut, ja käytännössä ecua devalvoitiin joskus suhteessa Saksan markkaan ja sen mukana liikkuneisiin valuuttoihin. Ecu heikkeni siten ajan mittaan Saksan markkaan nähden, kuitenkin vain noin 5 % Suomen ecukytkenästä rahaliiton alkuun.

Valuuttavarantojen tukijärjestelyjä varten oli luotu European Monetary Co-operation Fund. Se oli BIS:n hallinnoima lähimain vain

kirjanpidollinen rahasto, jota käytännössä hoidettiin keskuspankeista käsin. Se perustettiin jo huhtikuussa 1973 tukemaan ”valuuttakäärmettä”, Saksan markkaan kytkeytyneiden valuuttojen yhteiskelluntaa. Tällä interventiotuella oli kuitenkin Euroopan valuuttajärjestelmässä (EMS) vähäinen merkitys.

Koko monimutkainen rakennelma oli luotu, jotta kaikki valuutat olisivat tasa-arvoisessa asemassa. Tosiasiassa rakennelma jäi enemmän tai vähemmän kulissiksi. Markkinoilla ERM-valuuttojen kehitystä seurattiin edelleen ensisijaisesti suhteessa Saksan markkaan (tai heikoimpaan ERM-valuuttaan). Saksan Bundesbank hallitsi Euroopan rahapolitiikkaa. Siinä olikin perussyö myös talous- ja rahaliiton ja yhteisen keskuspankin luomiseen: Ranska ja muut Saksan naapurimaat halusivat päästä mukaan päättämään EY:n rahapolitiikasta.

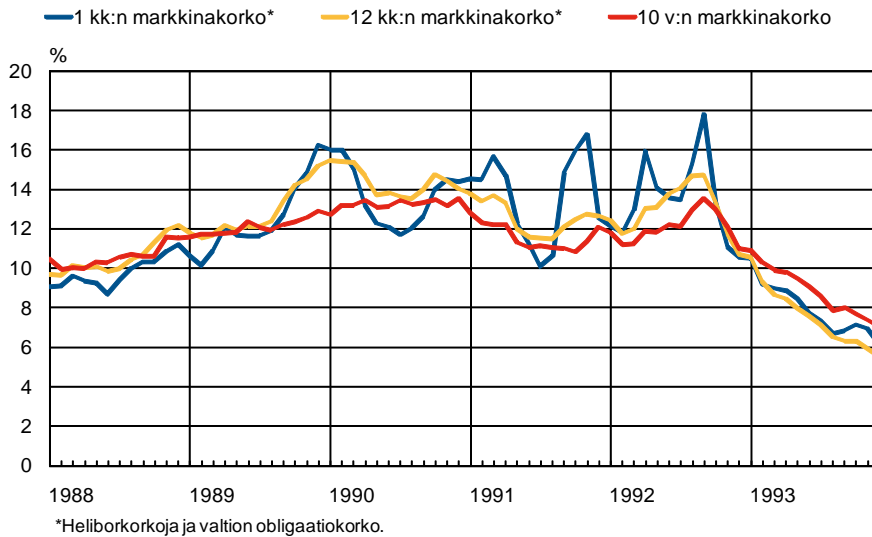
## 2.13 Tie devalvaatioon

Heinäkuun 1991 puolivälissä markka heikkeni ecumääräisesti noin prosentin eli ecuindeksi nousi vaihteluvälin keskipisteen seuduilta 4,88 markasta noin 4,93 markkaan. Valuuttaa myytiin vähän. Suomen Pankki halusikin kesällä 1991 hiljalleen devalvoida markkaa putken sisällä kohti ylärajaa. Katsottiin, että oli parempi tehdä tämä kesällä kuin syksyllä, jolloin se voisi aiheuttaa spekulatioita. Myös rahapolitiikkaa kevennettiin. Lyhytaikaiset korot olivat laskeneet noin 10,5 prosenttiin, ja pitkäaikainen korkokin oli alenemassa (kuvio 42). Teollisuuden barometri oli synkkä. Kauppapainoinen indeksi heikentyi jo yli maaliskuun 1989 revalvaatiota edeltäneen tason, mitä ei julkisuudessa huomattu. Oltiin ecuvaihtelualueenkin ylärajalla.

Elokuun 19. päivänä 1991 Neuvostoliitossa alkoi vallankaappausyritys, ja maahan julistettiin poikkeustila. Dollari vahvistui heti 3–4 penniä, pörssikurssit putosivat maailmalla viitisen prosenttia. Suomenkin korot nousivat hiukan, ja valuuttaa myytiin. Viro julistautui pari päivää myöhemmin itsenäiseksi. Neuvostoliitto alkoi hajota. Syyskuun 5. päivänä 1991 Sosialististen neuvostotasavaltojen liittoa ei enää käytännössä ollut, joskin muodollisesti maa hajosi vähän myöhemmin.

Kuvio 42.

## Suomen markkinakorkoja



Lähde: Reuters.

Uutistoimisto Reutersin uutisissa oli syyskuun alussa taas keskustelua markan devalvaatiosta, ja ammattiyhdistysmiehet vaativat sitä. Lyhyet korot nousivat. Kuukauden korko meni runsaasta 10 prosentista melkein 14 prosenttiin. Vuoden korko nousi vain hiukan. Valuuttaa myytiin taas 3–4 mrd. markan edestä. Se alkoi olla vähissä. Dagens Industri -lehdessä oli 3.9. otsikko ”Varning för finländsk devalveringsmitta”. Ruotsalaislehti oli devalvoinut Suomen markan edellisinä vuosina jo monta kertaa. Ruotsin keskuspankin pääjohtaja Dennis oli huolissaan. Eucykennän jälkeen Pohjoismaiden valuutat riippuivat entistä enemmän toisistaan. Devalvaatio Suomessa olisi ollut aito ongelma Ruotsille ja Norjalle. Työnantajat esittivät 10 prosentin alennusta palkkoihin.

Suomen Pankin kansantalouden osasto arvioi tilannetta syyskuun 1991 lopulla. Kustannustasoa alentamalla ja tiukalla finanssipolitiikalla oli arvion mukaan mahdollista päästä kehitykseen, jossa kasvu ja työllisyys elpyisivät samalla kun inflaatiokehitys ja ulkoinen tasapaino paranisivat. Olisi mahdollista sopeutua vain markkinavoimiin nojautuen, mutta se olisi hidasta. Markan devalvoiminen parantaisi kasvua ja työllisyyttä lyhytaikaisesti, mutta jo vuonna 1993 viennin kasvu olisi pienempi kuin siinä tapauksessa, että nimelliskustannuksia alennettaisiin. Devalvaatiolla saavutettu kilpailukyky menetetään koko-

naan noin neljässä vuodessa, eikä sen avulla voida pitkällä aikavälillä kasvattaa viennin osuutta kansantuotteesta.

Rakenteelliset tasapainottomuudet ja vientimarkkinoiden epäsuotuisa kehitys olivat vähentämässä selvästi tuotantoa vuonna 1991. Kokonaistuotannon arvioitiin supistuvan 5–6 %. Itäviennin supistuminen ja sen kerrannaisvaikutukset vähentäisivät bruttokansantuotetta arviolta 2½ %. Myös tuonti Suomen tärkeimmissä läntisissä markkinamaisissa väheni Saksaa lukuun ottamatta. Kotitalouksien säästämisaste kohosi voimakkaasti. Laman syveneminen saattoi nostaa työttömyysasteen vuoden lopulla 9–10 prosenttiin. Kysynnän vaimsaus oli hillinnyt inflaatiota, ja kuluttajahinnat näyttivät nousevan vähemmän kuin euromaissa. Palkat olivat nousemassa edelleen enemmän kuin kilpailijamaissa.

Markan devalvoiduttua kesällä kilpailukyky ei kuitenkaan näyttänyt heikkenevän. Vaihrotaseen vaje pieneni, mutta 23 mrd. markan alijäämä merkitsisi ulkomaisen velan selvää lisääntymistä suhteessa BKT:hen. Yritysten ja valtiontalouden rahoitustasapaino oli heikkenevässä uhkaavasti.

Pankin sisälläkin esiintyi jo arveluja, että kansantalouden osaston –5,5 prosentin ennuste vuodeksi 1991 oli aivan liian optimistinen. Päädyttäisiin tuotannon jopa 7–8 prosentin supistumiseen, mikä olisi länsimaiden ennätys.

Suomen Pankki esitti devalvaation vastaisia näkökohtia julkisuudessa melko kärjistetysti. Ne olivat pääosin vahvoja näkökohtia, mutta osin devalvaatiota erehdyttiin vastustamaan myös mm. lähivuosien ylikuumenemisen estämisellä. Oli tietysti selvää, ettei keskuspankki voinut ryhtyä julkisuudessa avoimesti pohdiskelemaan kiinteän kurssin hyviä ja huonoja puolia. Sen täytyi yksipuolisesti ja johdonmukaisesti puolustaa kiinteää kurssia. Tämä oli reaalisopeutusta, ecumaailmaa, keskieuropalaisen talouskulttuurin omaksumista. Tätä ei Suomessa vielä ymmärretty ja vastustettiin, vaikka EY:hyn liittymistä erityisesti juuri elinkeinoelämässä valmisteltiin. Korot nousivat; kolmen kuukauden korko oli 14,5 %.

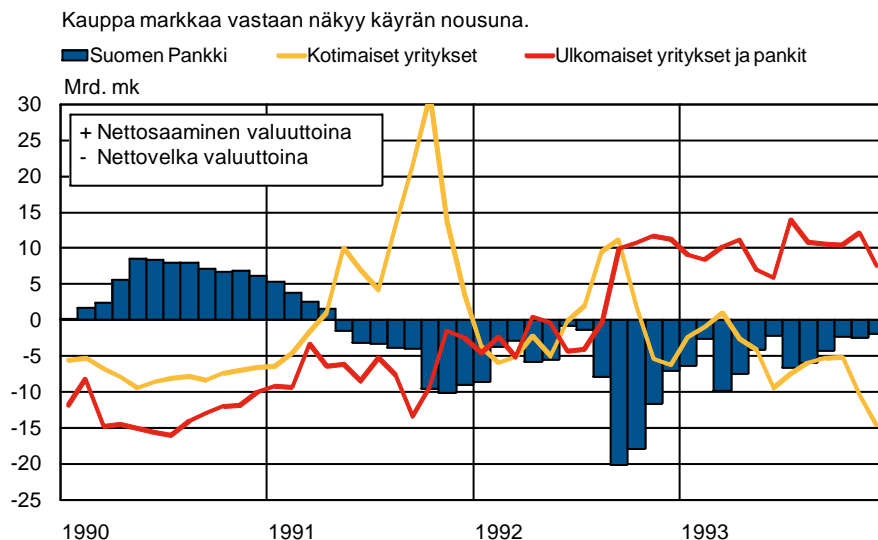
Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki otettiin Suomen Pankin hoitoon 19.9.1991. Suomen Pankki joutui sijoittamaan siihen yli 10 mrd. markkaa, mikä vastasi viidesosaa taseen loppusummasta. Säästöpankkeja tämä ei paljon auttanut, ja varsinkin monissa suurten keskusten säästöpankeissa oli nyt todellinen hätä. Vuosien 1988–1989 holtittomalla luotonannollaan ja sijoituspolitiikallaan ne olivat olleet ajamassa maata kriisiin.

Lokakuun puolivälissä devalvaatiospekulaatiot voimistuivat taas. Suomen Pankissakin alettiin yleisesti epäillä, että pankin linja ei pidä. Jossakin määrin linjaa jo vastustettiin. Korot nousivat: kuukauden

korko oli 18 %, 3 kuukauden korko 15 %. Perjantaina 18.10.1991 valuuttaa myytiin 4 mrd. markan edestä, ja lehdet kirjoittivat 5 mrd. markasta. Se oli varmaan siihen asti vilkkain myynti kautta aikojen. Matkavaluuttakin loppui pankeista.

Suomalaiset yritykset pelasivat näinä syysviikkoina marraskuuhun mennessä markkaa vastaan noin 25 mrd. markalla (kuvio 43). Sen sijaan ulkomaalaiset uskoivat valuuttakurssin pitävän ja ostivat termiinimarkkinoilta markkoja lähes 10 mrd. markan edestä. Myös Suomen Pankki osti markkoja (myi valuuttoja) termiinisopimuksin marraskuuhun mennessä yli 10 mrd. markkaa. Vuoden alusta suomalaisyritykset olivat myyneet termiinimarkkinoilla markkoja ja ostaneet valuuttoja erittäin suuren määrän eli lähes 40 mrd. markkaa. Se vastasi melkein 8:aa prosenttia BKT:stä eli 4–5 kuukauden vientiä tai tuontia.

Kuvio 43. **Termiinimarkkinat**



Lähde: Suomen Pankki.

Suomen Pankin johtokunnassa tuolloin toiminut Kalevi Sorsa nimitettiin tuloneuvottelujen välittäjäksi. Hän antoi saman tien 21.10.1991 esityksen, joka olisi vähentänyt yritysten palkkakustannuksia 7 %. Sorsa oli saanut SAK:lta viestin, että se voisi hyväksyä 3 prosentin työeläkemaksun siirron työnantajilta työntekijöille. Sorsa arveli, että SAK voisi hyväksyä lisäksi parin prosentin supistuksen palkkoihin. Alkuaan työnantajien STK oli ilmoittanut, että supistuksen pitää olla lähempänä miinus kymmentä kuin miinus viittä prosenttia. Näistä

Sorsa sai miinus seitsemän. Supistus tuntui suurelta, mutta vastasi vain suunnilleen kuluneen lamavuoden aikana toteutuneen ansiotason ansiottoman nousun leikkausta. Näin työntekijät yritettiin saada perumaan vähän omaa suurta revalvaatiotaan, markan reaalisen valuuttakurssin vahvistamista.

Korot laskivat Sorsan esityksen myötä 21.10. aamulla ensin 14 prosenttiin, mutta nousivat pian yli aamuisen tasonsa. Alustavasti järjestöt hyväksyivät Sorsan sopimuksen, mutta sitten SAK hylkäsi ehdotuksen ”yksimielisesti”. Tämän saattoi arvata olleen kallis päätös SAK:llekin. Markkinakorot nousivat: kuukauden korko kohosi 20 prosenttiin ja kolmen kuukauden 16,7 prosenttiin. Valuuttaa meni yli 11 mrd. markan edestä eli puolet varannosta. Tosin osa kaupoista oli termiinimyyntejä.

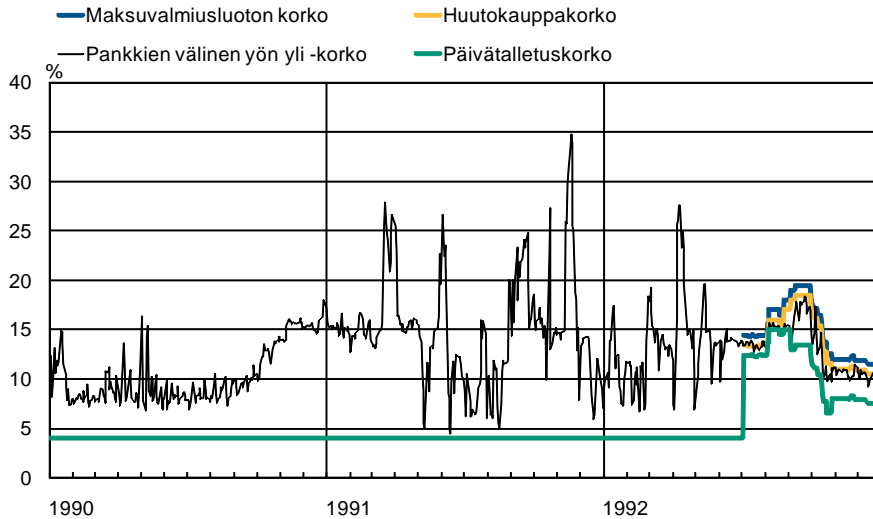
Vaikka SAK ei oikein halunnut hyväksyä esitystä, hallitus ja Suomen Pankki katsoivat sopimuksen syntyneen. Tiedotustilaisuudessa todettiin ohimennen, että sopimus oli hyvä, koska sen vaihtoehtona devalvaatio oli lähellä. Tällä saatiin devalvaatio-odotukset vauhtiin. Kaikki saattoi hajota vielä. Spekulatio jatkui. Puhe devalvaation täpärästä välttämisestä säikäytti ulkomaiset sijoittajat. Korot nousivat, kun Suomen Pankki lopetti päiväkoron sakkokoron alennukset (15 prosentista 30 prosenttiin). Työmarkkinoilta tuli huonoja uutisia: metsä- ja metalliteollisuus epäröivät. Alustava ETA-sopimus syntyi samoihin aikoihin.

Kuukauden korko oli 18,5 %, kolmen kuukauden korko 15,1 %. Välillä ostettiin valuuttaa Suomen Pankkiin. Rahamarkkinoiden yön yli -korot vaihtelivat vuoden 1991 kuluessa spekulatioiden tahdissa: maaliskuun vaalit (28.3. korkohuippu 26,6 %), touko-kesäkuun eurytyöntä (3.6. huippu 26,6 %), syyskuun paineet (18.9. huippu 24,0 %), Sorsan sopimus (22.10. huippu 27,3 %) ja marraskuun vahvin hyökkäys (19.11. huippu 34,7 %) (kuvio 44). Kesällä 1991 liikuttiin enimmäkseen alle 10 prosentissa ja jopa 5 prosentin tuntumassa.

Monet eivät uskoneet tekeillä olleeseen sopimuslinjaan, eivät Suomen Pankkissaakaan. Yleinen pessimismi oli syvä. Ilmestymisensä hiljalleen lopettavassa Uudessa Suomessa oli Paavo Haavikon runo: Tästä eteenpäin on pimeää... On hyvin kyseenalaista, onko Suomi enää toimiva taloudellinen järjestelmä puolen vuoden kuluttua...



Kuvio 44.

**Päivittäinen korkokehitys**

Lähde: Suomen Pankki.

Valuutat eivät Sorsan sopimusesityksen myötä palanneet Suomeen, eikä niiden oikeastaan pitänytkään. Suomen Pankki teki tiedotuksessaan virheitä, ennen kaikkea koska se kommentoi valuuttakurssia ja ennusti lähiajan pääomanliikkeitä ja korkokehitystä. Johto puhui tiedotustilaisuudessaan ohimennen ovella olleesta devalvaatiomahdollisuudesta, ennusti näkyvästi valuuttojen palaavan ja korkojen laskevan jo lähipäivinä ja lisäksi korosti tuloratkaisun ainutlaatuisuutta maailmassa. Viime mainittu loi epävarmuutta: se oli kuin askel pimeyteen, vaikka sillä lähinnä vain olisi otettu talouden syöksyvuoden tulojen nousu pois. Valuuttaa olisi voinut odottaa palaavan, mutta ei lähipäivinä, mm. koska termiinisopimukset olivat pääosin pitempiä. Pankkivaltuuston myöntämät 5 mrd. dollarin eli 20 mrd. markan luottovaltuudet varantoluotoille valuuttavarannon tukemiseksi rauhoittivat vähän tilannetta.

Jos kansainvälisiinkin ennusteisiin oli uskominen, Suomi olisi Sorsan sopimuksen myötä hyvällä uralla. Hintakilpailukyky oli kohene-massa vuonna 1992 osin jopa keskimääräistä paremmaksi. Reaalikorot olivat kohtuuttoman korkeat, mutta nimelliskorko voisi mennä Saksan koron alle, jos valuuttaputken sisälle saataisiin pysyviä revalvaatio-odotuksia.

Marraskuun alkupuolella meni taas valuuttaa. Pankkivaltuuston piti kokoontua jonkin verran ennen kuun puoliväliä, mutta kokous siirtyi torstaiaamuun 14.11., jolloin tilanne alkoi olla kriittinen. Kokouk-

sen siirto oli tulkittu pankeissa paniikkireaktioksi. Torstaiamuna valuuttaa oli mennyt 2 mrd. markan edestä. Päiväluottokoron nosto 30 prosentista 50 prosenttiin oli koettu kriisin merkiksi. Korotusta oli valmisteltu edellisellä viikolla, mutta nyt se tuli kriisin keskelle.

Presidentti Koivisto oli Suomen Pankissa lounaalla torstaina 14.11.1991. Valuuttaa oli mennyt kello 13.00:een mennessä ilmeisesti jo yli 4 mrd. markan edestä paljolti ulkomaisille sijoittajille. Johtokunnassa oltiin sitä mieltä, että markkaa puolustetaan niin kauan kuin nettovaranto pysyy positiivisena. Tukiluottoja ei haluttu nostaa, ilmeisesti koska johto pelkäsi pankin tulosta ja vakavaraisuutta pankkikriisin oloissa. Iltapäivällä raja oli tullut lähelle. Valmisteluporras vastusti markan kelluttamista, mutta johtokunta toteutti sen kello 15:n maissa. Pitkään Suomen Pankin politiikkaan vaikuttanut Markku Puntila jäi pois johtokunnasta.

Markkinat seisahtuivat, ja markan kurssi kellui siinä arvossa, johon odotukset devalvaatioprosentista olivat sen vieneet. Rajojen ilmoittamista oli valmisteltu, mutta kun markka välillä vahvistui, tästä luovuttiin. Markka heikkeni noin 7 %. Tarkoitus oli kelluttaa viikonlopun yli.

Hallitukselta yritettiin saada vaihtoehtopakettia, esimerkiksi niin, että työeläkemaksun muutos olisi kiinnitetty lailla vuodeksi 7 prosenttiin. Siitä ei tullut mitään. Perjantaina 15.11. Suomen Pankin johto esitti noin 10 prosentin devalvaatiota suhteessa ecuun. Hallitus halusi 14 %. Rajoja muutettiin siten, että ulkomaanvaluuttojen arvoa nostettiin 14 % ja markan arvoa alennettiin eli devalvoitiin ulkomaanvaluuttoihin nähden 12,3 %. Tällainen pankkivaltuustolle tehty esitys toteutui. Prosenttien tulkinta jäi yleisesti epäselväksi. Mitä oli päätetty, 14 % vai 12,3 %? Hankalaahan prosenttilasku on, tulos kun riippuu, lasketaanko prosentti suuremmasta vai pienemmästä luvusta.

Tosiasiassa markan heikkeneminen ecuun nähden pysähtyi rajojen devalvoinnin jälkeen 10 prosenttiin, eli markan arvo jäi uuden vaihtelalueen keskipisteen tuntumaan. Kurssi heilui ensin vähän ja vahvistui sitten hiukan keskipisteen vahvemmalle puolelle. Keväällä ja kesällä toteutettu liu'utus huomioon ottaen devalvoituminen oli lähes 15 % vuonna 1991.

Julkisuudessa devalvaatiota kiitettiin ja vaadittiin Suomen Pankin alistamista hallitukselle. Varmaan ratkaisu lisäsi optimismia. Se oli devalvaatiosykliin tottuneelle yhteiskunnalle suuri vapauttava kokemus. Ulkomailla kellutusta arvosteltiin, ja Suomen toimintaa verrattiin Nigeriaan. Kellutus oli outoa kiinteiden kurssien Euroopassa, mutta sinänsä luonnollinen ilmiö varannon loppuessa.

Markkaa eivät devalvoineet marraskuussa 1991 viime kädessä ”markkinat” vaan suomalaisten vientiyritysten rahoitusjohtajat. He

tekivät Suomen valuuttamarkkinat, ja he pääsivät nyt pelaamaan vapaasti omaan pussiinsa. Tässä tilanteessa oli selvä puute, ettei Suomen markka ollut laajemmin käytetty kansainvälinen valuutta. Ulkomaiset sijoittajat olivat melkein loppuun saakka tukeneet markkaa. Jos heitä olisi ollut enemmän, vientiyritysten rahoitusjohtajien vyörytys olisi mahdollisesti epäonnistunut.

Suomalaiset yritykset keinottelivat suuret voitot. Vuoden alusta Suomen Pankin varanto ja termiiniasema supistuivat yli 40 mrd. markkaa. Ulkomaalaiset ostivat markkoja termiinimarkkinoilta ja lisäksi markkaobligatioita 20 mrd. markalla eivätkä ilmeisesti paljon suojanneet näitä – ja pian ulkomailta pankkien markkaobligatiopuheluihin vastasivatkin uudet ihmiset. Suomalaisille tuli siis kaiketi yli 60 mrd. markan verran valuuttoja lisää. Siitä tuli voittoa yli 6 mrd. markkaa. Se oli enemmän kuin paljon puhuttu pörssiyhtiöiden 5 mrd. markan tappio vuodelta 1991. Menihän kurssivoitosta osa muillekin. Vientiyrityksissä oltiin varmasti tyytyväisiä. Vaikeuksissa olleissa kotimarkkinayrityksissä tunnelma lienee ollut vaisu.

## 2.14 Devalvaation jälkeen

Työehtoneuvottelut jatkuivat riitaisina, mutta melko pian tehtiin vajaan vuoden mittaiset nollalinjaiset sopimukset. Indeksiehto asetettiin 5,4 prosenttiin. Inflaatio-devalvaatiolinjakin oli johtamassa huonoon reaalityulojen kehitykseen.

Markan arvo ja korot vaihtelivat devalvaation jälkeen. Lyhyet korot laskivat, ja osin niitä painettiinkin alas vuoden 1991 lopulla. Ne alenivat pari prosenttiyksikköä 12 prosentin tuntumaan, mutta huolestuttavaa oli, että pitkät korot nousivat hiukan. Tuottokäyrä oli sitten muutamia kuukausia lähes vaakasuora. Markkinakorot pysyivät seuraavan vuoden puolellakin korkealla, kysyntä oli lamassa ja pankkikriisit pahenivat. Skop oli kaatunut, säästöpankit vaikeuksissa ja Kansallispankkiakin ahdistettiin huhuilla. Pankkien analyysi olisi vaatinut lisäresursseja.

Tunnelma oli pessimistinen. Korot piti saada alas selkeällä talouspoliittisella ohjelmalla. Tämä oli ulkomaisten sijoittajienkin viesti. Ulkomaiset sijoittajat myivät markkaobligatioitaan. Markka menetti asemaansa länsieurooppalaisena valuuttana. Suomen Pankki osti kuitenkin vähän valuuttaa.

Markan korkojen ero eurooppalaista korkotasoa edustaneisiin eucorkoihin nähden vaihteli 1990-luvun alkuvuosina kolmen kuukauden koroissa 1–5 prosentissa ja kymmenen vuoden koroissa 2–4 prosentis-

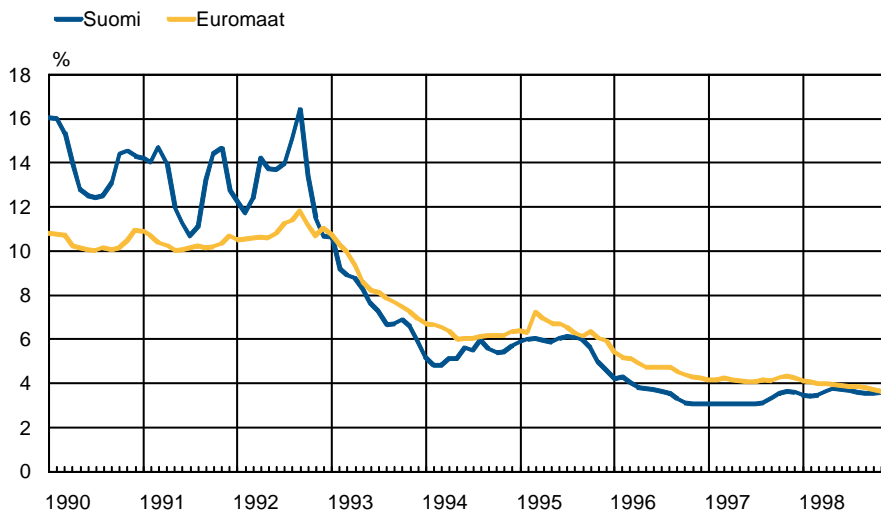
sa (kuviot 45 ja 46). Lyhytaikaisen koron nousu Suomessa jo vuoden 1989 lopulla johtui koti- ja ulkomaisen rahapolitiikan ohella huonoista kotimaisista uutisista, joita olivat muutamat näkyvät konkurssit (mm. Wärtsilä Meriteollisuus), Tullin tilasto-ongelmat, työmarkkinahäiriöt ym. Vuosien 1990–1992 korkohuiput liittyivät selvästi devalvaatio-spekulaatioihin, jotka nostivat lyhyitä korkoja muutamien kuukausien jaksoina 2–3 prosenttiyksikköä. Pitkien korkojen erossa eurooppalaisiin korkoihin verrattuna erillisten spekulaatioiden vaikutukset jäivät vähäisiksi, mutta ero kasvoi 1–2 prosenttiyksikköä devalvaation jälkeen.

Ruotsissa oli aluksi rauhallista, mutta joulukuun 1991 alussa alkoivat vaikeudet. Ruotsin kruunu heikkeni, ja lyhyet korot nousivat 17 prosenttiin. Korot jäivät ylös. Valuuttaakin meni enemmän kuin markkinat aluksi tiesivät. Pääjohtaja Dennis pisti tämän suomalaisen tekijän tiliin. Markan devalvaatio aiheutti epävarmuutta koko Euroopassa. Arvioitiin, että Suomen devalvaatio heikentää kaikkia korkean koron valuuttoja ja aiheuttaa sen, että sijoituksia siirretään Saksan markkaan. ”Äkkiä oivalsimme, että jos Suomen oli pakko toimia, miksi ei myös Ruotsin, Norjan, Englannin, Espanjan, Portugalin, Italian ja mahdollisesti Ranskan.” Nyt sijoittajien kannatti mennä laidas-ta laitaan. Pääasia, että teki samoin kuin muut.

EY:n Maastrichtissa joulukuun 1991 alussa pitämä kokous näytti onnistuvan. Englantia painostettiin. Maastrichtin kokous jäi kuitenkin uutisissa melkein Venäjän melskeiden varjoon. EMUn pystytys päätettiin, mutta toteutus siirtyi vuosikymmenen lopulle, viime kädessä vuoden 1999 alkuun. Keskuspankki perustettaisiin puoli vuotta aikaisemmin. Seitsemän vuotta oli pitkä aika valuuttamarkkinoilla. Usko talous- ja rahaliittoon oli kuitenkin vahva. Valuuttakurssimekanismissa (ERM) olivat kaikki EY-maat Englantia myöten. Koko Länsi-Eurooppa kaiketi Islantia lukuun ottamatta oli kiinnittynyt Saksan markkaan ja Bundesbankin rahapolitiikkaan.

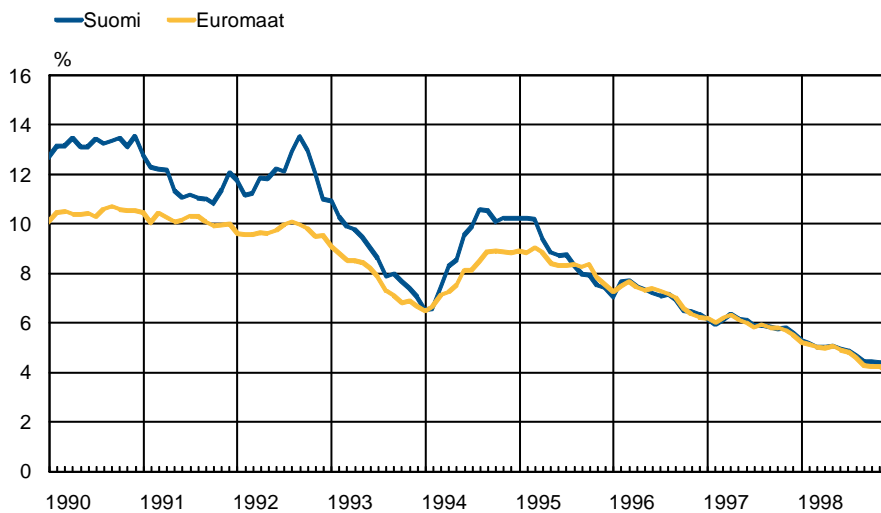
Suomessa alettiin hämmästellä valtion kovaa velkaantumista. Edellinen hallitus alensi tuloveroja, ja nyt kaikki otettiin muutamassa kuukaudessa takaisin. Eräät professorit kritisoivat näyttävästi rahapolitiikkaa ja esittivät, että valtion alijäämää pitäisi ruveta rahoittamaan Suomen Pankista.

Kuvio 45. **Euromaiden ja Suomen lyhytaikainen korko**



Euromaiden 3 kk:n korko painotettuna v:n 1996 BKT-osuuksilla.  
Lähteet: Reuters ja Suomen Pankki.

Kuvio 46. **Euromaiden ja Suomen pitkäaikainen korko**



Lähteet: Reuters ja Suomen Pankki.

Suomen Pankin pääjohtaja painoi taas helmikuussa 1992 ohjauskorkoa alas, ja se aleni 11 prosentin pintaan. Vajaan kahden prosenttiyksikön ero Saksan korkoon ei kuitenkaan riittänyt. Markkinakorot päinvastoin nousivat. Suomen Pankki ei pystynyt alentamaan Suomen rahoitusmarkkinoiden korkotasoa. Korko määräytyi perusosaltaan Saksasta, ja sen päälle tulivat Suomen talouden ja talouspolitiikan uskottavuusriski sekä lyhyisiin korkoihin vielä muutama prosenttiyksikkö devalvaatiospekulaatioista. Uskottavuusongelma jatkui. Saksa nosti korkoa, ja Eurooppa oli vihainen.

Alkuvuodesta 1992 ennakoitiin kuitenkin jo parempaa. Teollisuustuotanto ja vienti olivat kasvussa, ja kokonaistuotannonkin uskottiin alkavan vuoden kuluessa kohentua, vaikka vuoden 1991 supistumisesta tulisi vielä koko vuodeksi miinusta. Kuitenkin työttömyysaste oli jo reilusti yli 10 prosentin. Valtio velkaantui kiihtyvästi. Nettorahoitustarve oli ehkä 6 % BKT:stä. Vaihtotaseen vajuusta ennakoitiin olevan vielä 3 prosentin verran BKT:stä. Laskettuna devalvaation velan arvoa nostaneen vaikutuksen sekä supistuvan BKT:n mukaan Suomen ulkomainen nettovelka oli melkein 40 % BKT:stä eli suurimpia kehittyneistä maista.

Oli tehty myös pessimistinen luottolamalaskelma. Pankkikriisin jatkumista ja pahenemista pelättiin, mutta kriisin vaikutuksia oli vaikea arvioida. Ei ollut kokemuksia. Pankkien nettokorkotuotot supistuivat vuonna 1991 ja luottotappiot kolminkertaistuivat. Tilanne näytti vielä vaikeammalta vuonna 1992. Pankkien pääomavaatimuksia oli kasvatettu, ja pankit saattoivat täyttää ne vain supistamalla taseitaan.

IMF:n tutkijoille selitettiin tilannetta. Rahapolitiikalla ei ollut mahdollisuuksia. Yritys alentaa korkoja johti korkeampiin markkinakorkoihin. Tärkein kysymys olikin, miten saadaan pitkä korko alas. Tämä helpottaisi myös pankkien asemaa. Valuuttakurssitavoitteeseen olisi saatava enemmän uskottavuutta. Toimenpiteissä oli EY-jäsenyyshakemus. Lisäksi eduskunnan enemmistö päätöksiä oltiin muuttamassa niin, että valtion menoja voidaan karsia yksinkertaisen enemmistö päätöksen turvin eikä 2/3:n enemmistöä tarvittu. Valtion tulonsiirtoja kunnille supistettiin. Valtion lähivuosien menotavoitteet asetettiin siten, että reaaliset menot, korkomenot mukaan lukien, eivät kasva.

Lähikuukausien keskuspankkipolitiikka olisi hankalaa. Luottolaman riskit lisääntyivät. Saattaisi esiintyä spekulaatioita. Olisi pyrittävä vakauteen; indeksi piti saattaa vaihteluvälin keskelle ja korot niin korkealle, että varanto kasvaisi. Valuuttavaranto oli kasvanut vain valtion lainanoton ansiosta. Peruskorkoa olisi pikemminkin nostettava. Talouspolitiikan linjan vahvistamiseksi olisi syytä käynnistää talouspoliittiset konsultaatiot EY:n eri tahojen kanssa (Ecofin, rahapoliittinen komitea ja Governor's Committee). Lisäksi olisi tarpeen sopia

luottojärjestelyistä EY-maiden keskuspankkien kanssa. Ruotsi oli jo sopinut. Valtion ulkomainen lainanotto oli syytä rajoittaa korkeintaan vaihtotaseen vajauksen suuruiseksi.

IMF:n tutkijat olivat olleet juuri aiemmin Norjassa, jossa ongelmat olivat olleet vielä suuremmat. Luottotappiot olivat olleet Norjassa 2 % taseesta, Suomessa vajaa 1 %, mutta ne olivat kasvamassa. Voi olla tarpeen, että valtio puuttuu jotenkin pankkiongelmaan. Norjan pankkikriisiä oli pari vuotta hämmästely eikä saman uskottu voivan tapahtua Suomessa.

Suomen Pankin johtokunnan jäsenen Sirkka Hämäläisen johtaman pankkien pääjohtajien ryhmän muistio pankkien tukemiseksi ja luottolaman torjumiseksi julkistettiin 18.3.1992. Samana päivänä eduskunta hyväksyi Suomen EY-jäsenyyshakemuksen. Tukipakettiin sisältyi pankkikriisin ja luottolaman hoidon kannalta tärkeä 8 mrd. markan pääomasijoituserä pankkien vakavaraisuuden tukemiseen. Melkein koko tuo summa myös nostettiin. Peruskorkoa nostettiin 1.5.1992 tämän paketin mukaisesti yhdellä prosenttiyksiköllä 9½ prosenttiin. Tällä tuettiin pankkien kannattavuutta ja niiden luotonantomahdollisuuksia, vaikka korkeimpien luottokorkojen nostaminen rajattiin. Luokituslaitos Standard & Poor's heikensi Suomessa toimivien pankkien luokitusta.

Huhtikuun 1992 alussa seurasi paha kriisi, joka liittyi pääministerin ja Suomen Pankin pääjohtajan keskinäiseen luottamuspulaan. Pitkät korot nousivat, ja markkaobligatioita tuli Suomeen. Valtion korko nousi kolmasosaprosentin. Hallituksesta julkisuteen vuodatettu IMF-raportti sai paineet kasvuun, ja sitten Ahon ja Kullbergin julkinen riitely pahensi asiaa. Paniikkitunnelmia näkyi. Korot nousivat, ja velalliset maksoivat taas. Vain kuukausi sen jälkeen, kun Suomi oli jättänyt EY-hakemuksen, ohitettiin keskeinen talous- ja rahaliiton kriteeri: keskuspankin pääjohtaja käytännössä erotettiin. Talouspoliittinen päätöksentekojärjestelmä ja vastuut tuntuivat olevan sekaisin. Metalliliitto ja rahoitusjohtajien ”miljardikerho” olivat juuri päättäneet devalvaatiosta.

Pankkivaltuusto oli koolla perjantaina 3.4.1992 uutta pääjohtajaa valitsemassa. Sirkka Hämäläisen nopealla nimityksellä – asiantuntijapääjohtajaksi – rauhoitettiin markkinoita. Valuuttaa virtasi ulos puoleen päivään eli valuuttamarkkinoiden sulkeutumiseen mennessä melkein 8,5 mrd. markan edestä. Sekä ulkomaalaiset että suomalaiset myivät. Pankkien suunnasta tuli kova paine pitää markkinat poikkeuksellisesti auki myös perjantaina iltapäivällä, mutta sitä ei kuitenkaan tehty. Pankkien välinen yön yli -korko nousi viikonloppuna 27,6 prosenttiin ja kuukauden heliborkin kävi hetkellisesti yli 20 prosentin,

mutta palasi sitten lähipäivinä 15–16 prosentin tasolle. Kolmen kuukauden korko oli noin 13,5 %.

Suomen Pankissa vastustettiin tulopolitiikan tuomista mukaan tähän kriisitilanteeseen, samoin poikkeusvaltuuksia. Hallitusta painostettiin välittömiin kaksinumeroisiin miljardisäästöihin. Valtiovarainministeriössä oli valmis lista karsittavista menoista. Valtion finanssipoliittinen pakettiratkaisu syntyikin viikonloppuna, ja se oli varsin suuri, 2 % BKT:stä, ja vaikutukset olivat pysyviä vuodesta 1993 alkaen.

Valuuttapolitiikan suhteen Suomen Pankissa oli jo tuon huhtikuun alun kriisin aikana ajatuksena, että markkan olisi annettava kellua, ellei finanssipoliittikan pakettia synny. Rahalain toinen pykälä, eli eurytyöntä, olisi kumottava. Normaalia devalvaatiota ei pitänyt tehdä. Vanha johtokunta olisi ilmeisesti ollut valmis devalvoimaan. Kukaan ei oikeastaan tarvinnut devalvaatiota. Lisädevalvaatiota vastaan oltiinkin laajasti: pankit ja jopa teollisuus. Kilpailukyky oli riittävä, tosiasiasa varsin hyvä suhteessa edellisten vuosikymmenten tilanteeseen (esim. kuvio 27). Kotimarkkinayritykset kaatuivat devalvaation vuoksi laajasti, pankit (KOP) uhkasivat kaatua, työmarkkinasopimukset purkautuisivat.

Suomen Pankin johtokunta suhtautui kielteisesti valuuttavarannon tukiluottojärjestelyihin turvautumiseen, koska pankin tulos ei kestäisi näiden luottojen käyttöä. Tukijärjestelyjä oli kuitenkin luvattu Ruotsista, Norjasta ja Tanskasta. Myös Bundesbankin pääjohtaja Schlesinger oli luvannut kriisin jälkeiseksi aamupäiväksi tukea. Ruotsissakin oli spekulatioita, eikä se voinut varantoa antaa. Sielläkin oli myyty tavattomasti valuuttaa. Korkoase ja varantopolitiikka olivat osoittaneet hämmästyttävän hampaattomiksi.

Kriisin jälkeisenä maanantaiaamuna 6.4.1992 pankit lisäsivät alkajaisiksi kuukauden korkoon (anto- ja ottolainauskoron välille) epärealistisen 5 prosenttiyksikön spreadin, eli korkotarjous oli 22–17 %. Ne eivät tosiasiasa halunneet käydä rahamarkkinakauppaa. Aamun ensimmäisen 15 minuutin aikana eri rahamarkkinakorot nousivat 25–20 prosenttiin, mutta alenivat sitten 20–15 prosenttiin. Spekulointia ei odotettu, mutta arvioitiin monien ulkomaalaisten luopuvan markoisistaan. Sitten tuli tieto, että Bundesbank on valmis tukemaan lainajärjestelyin markkaa. Korot laskivat heti alle 20 prosentin. Hämmästyttävä oli psykologian – ja varsinkin Bundesbankin – voima. Markkinoidenkin täytyi tietää, ettei muiden keskuspankkien tukisopimuksilla ollut välttämättä merkitystä, sillä pelkillä termiinisopimuksilla Suomen Pankin asemaa olisi voinut venyttää pitkälle miinukselle. Ruotsi nosti interventiokorkoa kaksi prosenttiyksikköä. Rauhattomuus ja korkeat korot eivät siihen loppuneet, mutta helpotusta oli odotettavissa.



Tästä eteenpäin Suomen Pankki pyrki korostamaan työnjakoa eri viranomaisten välillä. Hallitus vastaa talouspolitiikasta ja budjetista, työmarkkinajärjestöt työllisyydestä ja Suomen Pankki kiinteästä valuuttakurssista ja valuuttavarannosta. Korko määräytyy markkinoilla, ja heijastaa sitä, miten luotettavaa kaikki tuo politiikka on. Korot kuitenkin nousivat pian taas huimasti, yhden kuukauden korko 21 prosentin seuduille. Valuuttamarkkinat olivat tiettävästi rauhalliset, mutta nyt hermoiltiin likviditeetin kireyden sekä opposition ja ammattiyhdistysliikkeen puheiden kanssa. Hallituksen finanssipoliittinen paketti pyrittiin romuttamaan. Ammattiyhdistysliike nosti toimillaan ennestäänkin korkeita korkoja.

## 2.15 Kohti markan kelluntaa vuonna 1992

Valuuttakurssijärjestelmän valinta tuntui olevan lähes umpikujassa. Teoriassa oli vain kolme vaihtoehtoa, ja ne kaikki näyttivät olevan käytännössä lähes mahdottomia. Kiinteä kurssi oli jo pettänyt ja näytti olevan pettämässä uudestaan. Täysin kiinteän kurssin uskottavuuden rakentaminen tulevaisuudessa tuntui mahdottomalta mitenkään muuten kuin EY:n valuuttakurssimekanismeissa – mutta ei se siinäkään ollut uskottavaa, sillä myös heikkoja ERM-valuuttoja oli devalvoitu pienin askelin vähän päästä.

Toisaalta harkinnanvaraisten valuuttakurssimuutosten tie oli selvästi lopussa. Järjestelmä ei ollut keskuspankin ja hallituksen hallinnassa. Valuuttakurssi syntyi lähinnä tiedotusvälineissä käytävän huutoäänestyksen perusteella. Kuljettiin spekulatiosta spekulatioon ja kriisistä kriisiin. Keskuspankki tuhlassi paljon rahaa spekulanteille turhissa suojausoperaatioissa. Tästä järjestelmästä oli pakko joka tapauksessa luopua.

Kelluva kurssi tuntui niin ikään melko mahdottomalta. Kelluvia valuuttakursseja ei Euroopassa ollut käytössä, vaan jokseenkin kaikki valuutat seurasivat tiiviisti jonkin järjestelmän kautta Saksan markkaa (koko Länsi-Eurooppa yhdessä valuuttoineen tietysti kellui suhteessa ulkopuoliseen maailmaan). Erityisesti tässä tilanteessa tuntui epävarmalta, miten yhdelle pienelle kelluvalle valuutalle kävisi. Suomessa kelluva kurssi oli ollut myös poliittisesti täysin torjuttu vaihtoehto. Valuuttakurssi kuului demokraattisesti päätettäviin hallituksen asioihin, kuten eduskunta oli naulannut rahalakiin. Rahalaki salli kellutuksen vain poikkeuksellisesti, ”tilapäisesti”.

Suomen Pankin pääjohtajan eroon liittyneen kriisin jälkeen valuutaa palasi Suomeen toukokuussa 1992 hiljalleen, korot laskivat ja nii-

den laskua jarrutettiin. Pankeista tuli Suomen Pankkiin suosituksia, että markkinat rauhoittuisivat ja pääomaa tulisi Suomeen, jos korkojen annetaan laskea nopeasti. Mutta Suomen Pankki ei enää halunnut toistaa helmikuun virhettä ja turvautua nopeaan koronlaskuun. Pankkien asemaa kiristettiin korkojen laskun jarruttamiseksi.

Euroopan korot olivat korkealla. Yleisen näkemyksen mukaan Saksan olisi pitänyt supistaa budjettivajettaan. Saksa tuntui olevan suurissa vaikeuksissa täysin kilpailukyvyttömän itäosansa kanssa. Monet korostivat Suomen Pankissakin talouden toivottomuutta. Skopin tilanne oli kaikkia kuvitelmia synkempi. Valtiontalouden vajaus oli valtava ja tulossa täysin kestävämmäksi. Silti yhteiskunnassa vastustettiin tiukasti julkisten menojen leikkauksia ja eläkkeiden vähentämistä. Rahoitustaloutta oli vaikea saada tasapainoon. Tuonti kasvoi nopeasti, ja vaihtotase jäi alijäämäisemmäksi kuin luultiin. Kuitenkin tilanne oli joiltakin osin kirkastumassa. Teollisuustuotanto kasvoi, eikä vaihtosuhte heikentynyt niin kuin pelättiin.

Ulkomaista pääomaa ei tullut Suomeen riittävästi, korot olivat korkealla ja varanto edelleen pienempi kuin ennen huhtikuun spekulatioita. Luottokanta supistui, ja pankit maksoivat ulkomaisia velkojaan. Kulutusluottokanta supistui alkuvuonna 10 %. Outoa oli, että peruskorkoa vaadittiin yhä usein alas talouden elvyttämiseksi. Peruskoron merkitys oli nopeasti häviämässä, vaikka puolet anto- ja ottolainauksesta olikin yhä sidottu peruskorkoon.

Aikamoisena sokkina Euroopalle tuli se, että tanskalaiset hylkäsivät 2.6.1992 Maastrichtin sopimuksen. Ecuobligatioiden korko nousi heti 8,5 prosentista melkein 9 prosenttiin. Obligaatiokorot nousivat myös Tanskassa, Ruotsissa ja Suomessa. Pörssikurssit laskivat yleisesti, mutta vain muutamia prosentteja Tanskassa. Ecuobligatiomarkkinat olivat melkein kaaoksessa. Kaupallisen ecun ja ecukorin korkoerossa näkyi, kuinka todennäköisenä talous- ja rahaliiton syntymistä pidettiin: vuoden 1992 loppupuolella korkoero oli selvä. Julki-suudessa näkyi povailuja ecun lopusta. Koko Euroopan valuuttamarkkinat oli saatettu epävarmoiksi. Ihmeteltiin, syntyykö talous- ja rahaliittoa ja ecua ollenkaan.

EY-maiden keskuspankkien pääjohtajien komitea oli pystyttänyt toukokuuhun 1992 mennessä, työryhmän ja alakomiteoita valmistelemaan raha- ja valuuttapolitiikkaa, pankkivalvontaa, tilastoja ym. Suomenpankkilaisten matkat Brysseliin ja Baseliin alkoivat. Koko talous- ja rahaliittoprosessi oli kuitenkin nyt käynyt epämääräiseksi. Tanskalaisia houkuteltiin mukaan lupaamalla vauhdittaa muiden Pohjoismaiden hakemuksia.

Pitkät korot olivat nousseet Suomessa pari kymmenystä. Ne olivat kesäkuussa (yksityisten lainojen korot noin 13 %, valtion noin 12 %)

hiukan korkeammalla kuin huhtikuun alun spekulatioiden jälkeen ja prosenttiyksikön korkeammalla kuin ennen spekulatioita. Tähän ei ollut kunnon selitystä. Mahdollisesti syynä oli se, että valtio oli ottanut edelleen rajusti velkaa, joskin se oli ottanut velkaa ulkomailta enemmän kuin oli ollut tarkoitus. Suomen lyhyet korot pyrkivät laskemaan. Tässä tilanteessa ei lyhyitäkään korkoja voitu päästää alas. Ulkomaiset sijoittajat olivat soitelleet ja käyneet Suomen Pankissakin; yleiskuva oli, että kiinnostusta markkaa kohtaan alkoi taas olla. Swapkeskustelut eri keskuspankkien kanssa olivat menossa. Tämä saattoi tukea markan kurssia, samoin kuin se, että valtion budjetin linjat pyrittiin saamaan selviksi jo ennen juhannusta, kuten oli tarkoitus.

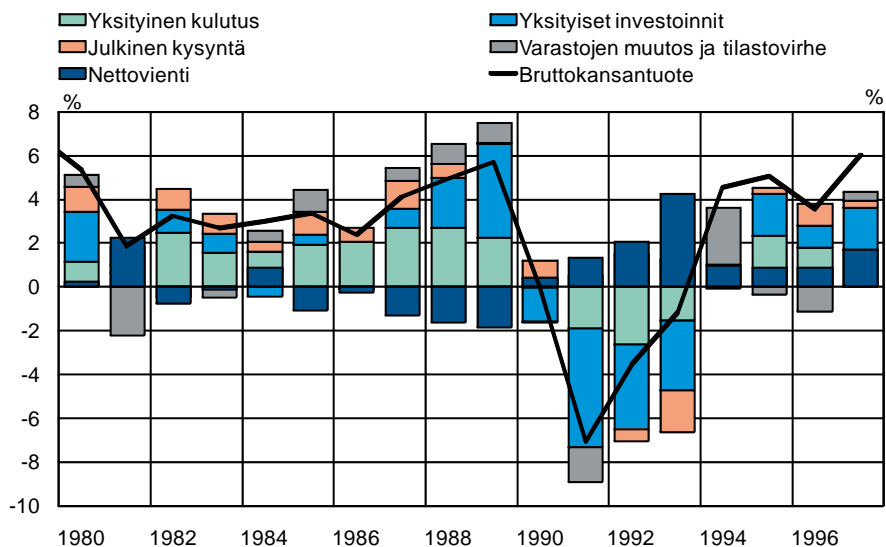
Valuuttakurssi oli ollut liiankin vakaa. Se olisi saanut vaihdella vähän, ja mieluummin ensin vahvistua pääoman tuonnista. Juhannuksen 1992 jälkeen valtio toi lähes 6 mrd. markan edestä ulkomaista lainaa. Näiden lainojen vaikutus valuuttavarantoon päätettiin piilottaa purkamalla Suomen Pankin termiinimyyntipositiota, eli valtion tuomat valuutat käytettiin erääntyvien termiinisopimusten maksuun. Suomen Pankkiin oli saatu vihjeitä, että yritysten miljardikerhossa olisi haluja muuttaa valuuttaposiitiota kesäksi markkaa vastaan. Korkojen oli tarkoitus antaa nousta. Mutta ne eivät nousseetkaan.

Vuonna 1991 kokonaistuotanto oli supistunut 7 % ja kotimainen kysyntä 9 % (kuvio 47). Tuotannon ennustettiin supistuvan vajaan prosentin vuonna 1992 ja kasvavan seuraavana vuonna vajaan 2 %. Suljetun sektorin tuotanto kehittyi huonosti, ja kotimainen kysyntä supistuisi edelleen voimakkaasti.

Vaihtotase ei parantunut odotetusti, kun tuonti kasvoi. Tämä piti osaltaan rahatilannetta kireänä. Viennissä devalvaatio näkyi, sillä se kasvoi lähes 10 prosentin vuosivauhtia, mutta muuten lama jatkui syvänä. Devalvaatio vaikutti lamauttavasti suljettuun sektoriin, nosti korkoja ja aiheutti ulkomaalaisten vetäytyminen markkamarkkinoilta, joten sen etu Sorsan sopimuksen verrattuna tuntui epäilyttävältä. Devalvaation vahingolliset odotusvaikutukset näyttivät olevan monin tavoin edessä. Tosin Ruotsillakaan ei mennyt hyvin, vaikka se ei devalvoinut.

Kovin pessimistiseksi oli tultu Suomen talouden suhteen. Paha velkakriisi oli tosiasia. Suomi oli nyt yksi Euroopan velkaisimpia maita. Tätä ei tiedostettu. Ammattiyhdistysmiehet eivät ymmärtäneet, että ammattiliitot määräsivät korkotason, ei Suomen Pankki. Syksyä pelättiin. Markkinat muistivat, että ammattiyhdistysliike oli aiheuttanut devalvaation edellisellä syksynä. Palkkakehitys ei ollut enää ongelma eikä kilpailukyky yleisesti, mutta eläke- ja työttömyysetujen karsinta oli julkisen talouden kannalta ilmeisen välttämätöntä. Sitä ei ammattiyhdistysliikkeessä kuitenkaan hyväksytty.

Kuvio 47.

**Bruttokansantuotteen kasvun rakenne**

Lähde: Tilastokeskus.

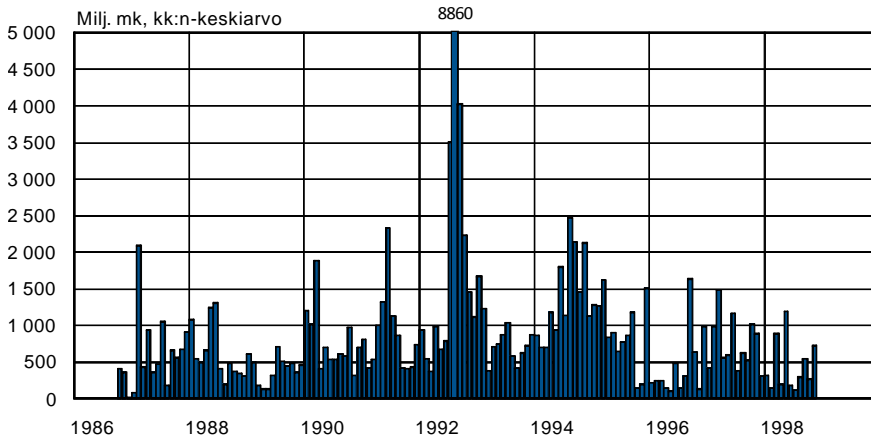
Kesäkuun puolivälissä sekä 3 kuukauden että 12 kuukauden markkinakorot olivat nousseet raskaiksi, yli 14 prosenttiin. Pankit ja yritykset keräsivät tietävästi syksyn taistoihin likviditeettiä. Ulkomaalaiset olivat rauhallisia. Hallitus sai budjetin lähes valmiiksi. Tuli 25 prosentin yleinen pääomavero. Budjettivajaus oli melkein neljännes menoista. Ammattiyhdistysliike uhkaili lakoilla syksyllä. Kaikesta tästä velalliset maksoivat. OECD:n maaraportti Suomen taloudesta oli kevyt. OECD oli ymmärtänyt devalvaatiota, mutta ilmeisesti raportin tekstistä tehtiin kriittisempi. Suomen talouden tutkinnassa kerrottiin olleen Pariisissa ennätysmäärä kuulijoita. Äärikriisi kiinnosti.

Rahapolitiikan interventiojärjestelmää uudistettiin merkittävästi kesällä 1992. Pankkien likviditeetin hoidossa käytetyn vanhan päivämääräjärjestelmän tilalle otettiin 1.7.1992 käyttöön maksuvalmiusluottojärjestelmä. Iso ero päivätalletus- ja päiväluottokoron välillä (4–15 %) hävisi.

Viitekoroksi tuli huutokauppakorko, jonka yläpuolella (+1 prosenttiyksikkö) oli tilapäisistä luotoista perittävä maksuvalmiusluottokorko ja alapuolella (-1 prosenttiyksikkö) pankkien ylimääräisille talletuksille maksettu päivätalletuskorko. Huutokauppakorko määräytyi korkoja ja määriä koskevista pankkien tarjouksista, jotka liittyivät yhden kuukauden rahamarkkinasijoituksiin. Ensimmäiseksi huutokauppakoroksi tuli 13,88 %. Maksuvalmiusluoton maturiteetti oli aluksi ja myöhem-

minkin yleensä yksi viikko. Koska pankit keräsivät syksyä varten päivätalletuksiin likviditeettiä, päivätalletuskorko alennettiin tilapäisesti loppukesällä, ja ero huutokauppakorkoon kävi syyskuussa 5 prosentissa. Päivätalletukset olivat poikkeuksellisen suuret (kuvio 48).

Kuvio 48. **Pankkien päivätalletukset ja ylimääräiset talletukset Suomen Pankissa**



Lähde: Suomen Pankki.

Heinäkuun puolivälissä saatiin taas uutistoimisto Reutersin uutisessa erään haastateltavan näkemys, jonka mukaan Suomella oli tarve devalvoida 25 %. Sillä saadaan inflaatio käyntiin. Myös ministeritason puheilla nostettiin korkoja, ei tällä kertaa niinkään devalvaation puolesta, vaan vaihteeksi säännöstelyn: keskuspankin koko arsenaali olisi otettava käyttöön. Pankin sisälläkin kurssin kestävyyttä epäiltiin. Jos rahaliittohanketta ei olisi, kelluttaminen voisi olla aiheellista.

Euroopan valuuttajärjestelmä EMS oli epävarmuuden tilassa. Ranska oli heikko, ja Italian liiran korot olivat Suomen korkoja korkeammat. Suomen talouden vaikeudet pahenivat. Hallitukselle tuli ankeita uutisia syksyn aluksi. Työttömyys oli ennustettua pahempi, ja se heikensi edelleen budjettia. Korot olivat nousseet. Toivottomuus levisi, ja työttömiä oli jo 400 000.

Keskiviikkona 15.7.1992 tuli Baselista keskuspankkien pääjohtajien kokouksesta tieto, että EY-maiden keskuspankit olivat luvanneet valuuttavarannon tukijärjestelyjä Suomen Pankille. Se uutisoitiin melkein kuin liittymisenä EMS-valuuttajärjestelmään ja Suomen Pankin saamana rajattomana tukena. Sopimuksen tekstikin oli yllättävän sitova, ja mm. säännöstelystä pidättyminen mainittiin. Pelkästään hyvän

hyvyyttään keskuspankit eivät tällaisiin sopimuksiin sitoutuneet. Kaikkien osapuolten etuna oli tukea vaikeuksiin joutuvia keskuspankkeja valuuttakurssimuutosten dominoivaikutusten estämiseksi. Suomi oli jo edellisenä syksynä aiheuttanut yhteisiä ongelmia.

Sovituista EY-keskuspankkien swapsopimuksista, eli mahdollisista tukiluotoista, nousi Suomessa iso häly sen suhteen, ylittikö Suomen Pankki valtuutensa. Suomi oli menossa EY:hyn, mutta kun keskuspankki toimi sen mukaan, yllättyivät niin päättäjät kuin kansakin. Sitoumus vastasi tietenkin täysin hallituksen EY-linjaa. Korot olivat pudonneet melkein prosenttiyksikön eli noin 13,5 prosenttiin. EY:ssä jatkuivat kovat paineet. Italian ja Englannin valuutat olivat valuuttakurssimekanismin (ERM) pohjalla. Saksa nosti vähän korkoaan.

Elokuun alussa Suomessa puhkesi taas valuuttakriisi. Toimittajat puhuivat uudesta devalvaatiosta ja Suomen joutumisesta IMF:n hoitoon. Kommenteissakin tämä kriisi pantiin selvästi muutamien ministerien syyksi. Hallitus antoi melko tyhjän julistuksen, mutta eihän hallitus voinut tehdä ihmeitä. Kolmen vuoden verottomat talletukset otettiin käyttöön. Peli oli yrityksillekin hämmentävää. Kansa oli ymmällään ja kohdisti vihansa valtiovarainministeri Viinaseen.

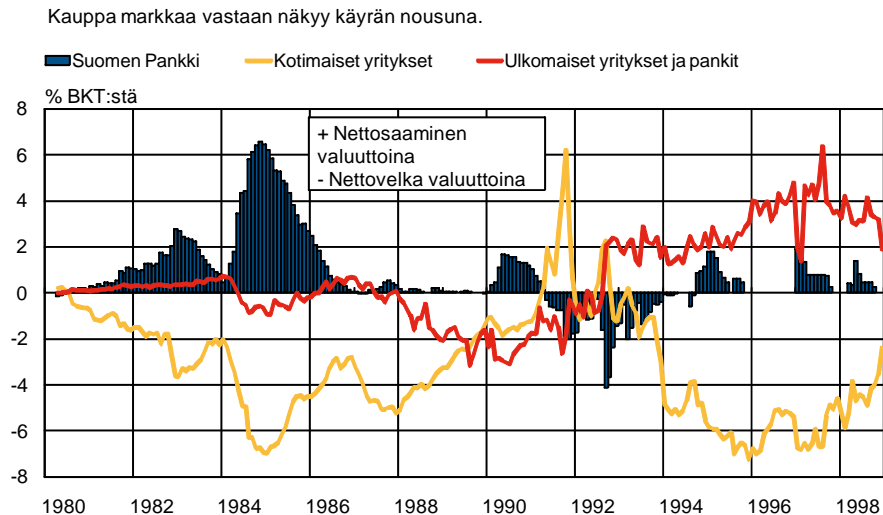
Ruotsissa korot nousivat. Samoin ne nousivat myös Suomessa, vaikka hallitus karsi taas menoja 19.8. melkein 6 mrd. markan edestä. Virkamiesten lomarahoja leikattiin. Rahamarkkinatkin olivat sekaisin. Aamulla 20.8. rahamarkkinahuutokaupassa ei saatu kunnon noterauksia, vaan tarjoukset jäivät liian alhaisiksi. Korvoja haluttiin pankeissa alas. Suomen Pankin johtokunta laski sitten huutokauppakoron hallinnollisesti 16 prosentista 15,5 prosenttiin. Rahapolitiikan uudessa ohjausjärjestelmässä päiväkorko ei noussut entiseen tapaan, ja niinpä yön yli -korko pysyi 15–16 prosentin tuntumassa eli suunnilleen samalla tasolla kuin yhden kuukauden heliborkorko.

Elokuun 1992 lopussa markkinatilanne ulkomailla kärjistyi. Ruotsi nosti marginaalikoron 13 prosentista 16 prosenttiin, ja Suomi seurasi nostamalla huutokauppakorkonsa 15,5 prosentista 17 prosenttiin. Markkinakorot nousivat: 3 kuukauden korko oli Ruotsissa vähän yli 15 % ja Suomessa 15,7 %. Valuuttaa myytiin taas. Ranskasta tulivat ensimmäiset tulokset Maastricht-äänestykseen liittyvästä mielipidetiedustelusta: ei-äänillä oli enemmistö. Englannin punta oli eniten vaikeuksissa ERM-valuutoista. Suomessa pääsi taas vallalle jonkinlainen paniikkitunnelma. Ruotsissa koron nosto näytti kuitenkin auttavan.

Kriisi uusiutui Suomessa 3.9.1992. Suomen Pankki myi valuuttavarantoaan. Nyt ulkomaiset sijoittajat olivat saaneet lopullisesti tarpeekseen markasta ja muuttivat termiinasemansa voimakkaasti ja pysyvästi markan vastaiseksi (kuvio 49). Myös suomalaiset yritykset myivät markkaa. Huutokauppakorko nousi 18 prosenttiin, ja päivätal-

letuskorko alennettiin 13 prosenttiin. Suomen Pankin nettovaranto pieneni lähelle nollaa. Ruotsista ja Norjasta oli saatu swapsopimuksella kummastakin 500 milj. ecua ja aikaisemmin oli otettu rahaa BIS:stä. Varantoa meni kriisin aikana 6–7 mrd. markkaa.

Kuvio 49. **Terminimarkkinat suhteessa BKT:hen**



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Televisiossa haastateltiin amerikkalaisprofessori Dornbushia, joka esitti Suomelle 20–30 prosentin devalvaatiota. Dornbush oli tullut tunnetuksi toiminnastaan mm. Brasilian neuvonantajana, ja nyt hän tarjoi Suomellekin Latinalaisen Amerikan valuutta- ja rahapolitiikkaa. Valuuttaa meni ulos Suomesta varmaan näiden puheiden vuoksi 5 mrd. markan edestä. Viiden professorin ryhmä esitti näyttävästi 20 prosentin devalvaatiosta. Pankit vuodattivat lehtiin joka päivä pääpiirteissään tiedot Suomen Pankin interventioista. Kelluntaa edeltäneellä viikolla Suomen Pankki intervenoi seuraavasti: maanantaina myytiin valuuttaa 0,8 mrd. markkaa, tiistaina 1,4 mrd. markkaa, keskiviikkona 2,3 mrd. markkaa, torstaina 6,7 mrd. markkaa, perjantaina 5,8 mrd. markkaa ja taas maanantaina 4,7 mrd. markkaa. Kaikki osapuolet saattoivat arvioida riskien lisääntyneen ja lisäsivät suojaustaan. Tällä tavoin keskuspankin varanto hupeni 5 mrd. markan päivävauhtia.

Pääministeri Aho ja valtiovarainministeri Viinanen oli aamulla 7.9.1992 kutsuttu Suomen Pankkiin ja vaihtoehdot oli käyty läpi. Finanssipolitiikassa ei voitu lyhyellä aikavälillä tehdä paljon. Devalvaatio oli ongelmallinen, ja kelluttaminen oli vähiten vaikea ratkaisu.

Suomen Pankin johtokunta oli kokoontunut iltapäivällä miettimään, paljonko vielä halutaan käyttää valuuttavarantoa markan tukemiseen.

Suomen Pankin pääjohtaja matkusti Baseliin. Pääjohtajien komitean kokouksessa Baselissa Tanskan keskuspankin pääjohtaja Hoffmeyer oli esitellyt EY:n ja Pohjoismaiden pääjohtajille Suomen ongelmat. Jotkin maat olisivat olleet valmiita tukemaan edelleen Suomea. Kelluttaminen oli todettu ainoaksi realistiseksi vaihtoehdoksi. Devalvaatio olisi aiheuttanut vastatoimenpiteitä. Kireän politiikan oli kuitenkin jatkettava. Baselin kokouksen viesti oli tullut Suomeen illalla, ja asia oli ollut selvä. Pääministeri tiedotti asiasta tärkeimmille ministereille.

Oikeuskansleri oli lopulta hyväksynyt lain mukaisesti kellunnan ”tilapäisesti”, kun eduskunnan pankkivaltuusto säännöllisesti raportoi hallitukselle. Suomen Pankin ohjesäännössä tästä menettelystä sanottiin näin: ”Vakavan häiriön sattuessa valuuttamarkkinoilla Suomen Pankilla on kuitenkin oikeus tilapäisesti olla noudattamatta vaihtelualueen rajoja. Valtioneuvosto voi Suomen Pankin esityksestä pysyttää pankin sanotun oikeuden olemaan voimassa toistaiseksi.”

Syyskuun kahdeksannesta 1992 tuli uusi devalvaatiopäivä – tai todellisuudessa kelluntapäivä. Suomen Pankin johtokunta kokoontui klo 7 ja pankkivaltuusto klo 8. Tieto kellutuspäätöksestä tuli markkinoille muutamaa minuuttia ennen kymmentä, eivätkä markkinat avautuneet. Valuuttakurssilla ei ollut tavoitetta, eikä kenelläkään ollut käsitystä, mitä tapahtuu ja kuinka kauan kellunta kestää. Puolitoista vuotta, oli sanottu jossakin kokouksessa puolitosissaan. Tämä oli ollut sokki. Kellutuksen saattoi arvata olevan vakava paikka Ruotsille ja Norjalle sekä varmasti myös EY:n heikoille maille.

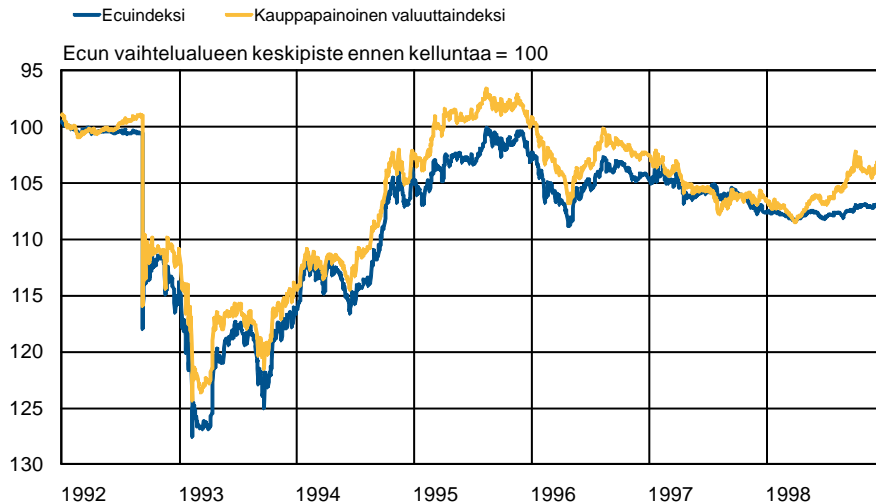
Kun markka lähti kellumaan, Suomessa vallitsi suuri epävarmuus. Ensi noteeraukset dollarille olivat 4,20 markkaa (lähtötaso oli 3,88 markkaa), mutta Postipankki vei kurssin tasolle 4,40. Markka devalvoitui aluksi noin 15 %. Valuuttaindeksi nousi 116:een lähdettyään 100,6:sta (kuvio 50).

Uutistoimisto Reutersin mukaan markan kellunta oli vahvistanut Saksan markkaa suhteessa dollariin, mikä lisäsi painetta Euroopan muita valuuttoja kohtaan. Ruotsi nosti päiväkoron 16 prosentista 24 prosenttiin, ja pian Ruotsin korot kääntyivät laskuun. Tallinnassa ihmiset jonottivat pankeissa myymään markkoja. Italian korot olivat yli 20 prosentissa.



Kuvio 50.

## Ecun markkakurssi ja valuuttaindeksi



Lähde: Suomen Pankki.

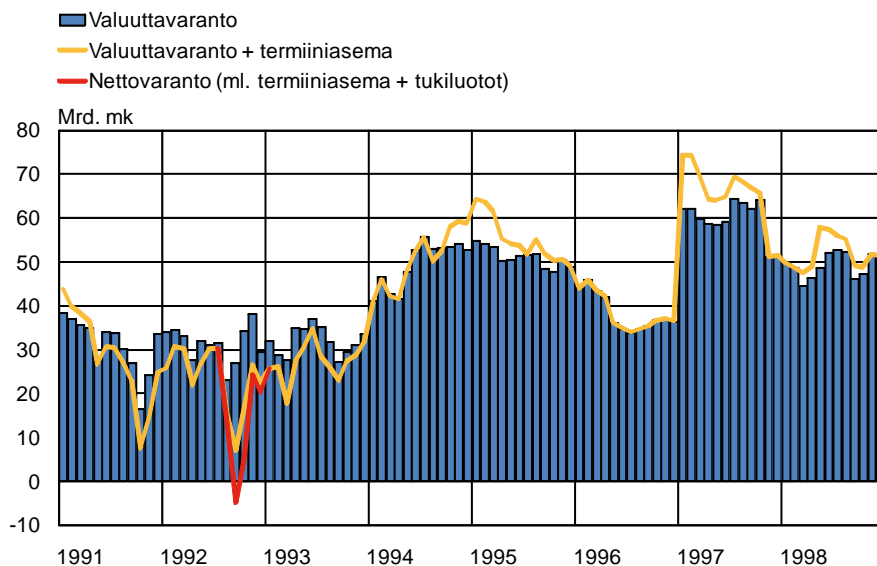
Suomen ulkomainen nettovelka, joka oli lähes kokonaan ulkomaan valuuttojen määräistä, oli noin 200 mrd. markkaa, ja valtion osuus siitä oli 80 mrd. markkaa. Yritysten positiota muutettiin kesästä noin 40 mrd. markan edestä eli noin kolmannes niiden nettoasemasta. Vasta kolmannes. Yli puolet Suomen ulkomaisesta velasta oli kotimarkkinayrityksillä, ja nekin alkoivat oppia suojauksen. Tilanne oli kestävä. Nyt oli kiinnostavaa, missä määrin tämä valuutta palaisi Suomeen (ja vahvistaisi markkaa), vai pyrkisikö suljettu sektori päinvastoin maksamaan valuuttavelkoja paniikissa pois. Ulkomaalaisilla oli vajaan 20 mrd. markan edestä markkaobligatioita. Aluksi pienet yritykset kellunnan aikana tietävästi purkivat suojaustaan ja ulkomaiset sijoittajat myivät markkaa, joten vähäinen kaupankäynti meni päittäin.

Suomen marka oli nyt epäilemättä Länsi-Euroopan huonoin valuutta ja kiinnosti sijoittajia vähiten ehkä Kreikan drakman jälkeen. Yleisesti epäiltiin, että dominoefekti leviäisi muihinkin maihin. Siitä puhuttiin paljon Lontoossa ja muissa Euroopan finanssikeskuksissa. Ruotsia pidettiin seuraavana. Ruotsi korotti yön yli -koron 75 prosenttiin ja nosti myös valtavan, 16 mrd. ecun valuuttavarantoluoton, ilmeisesti yksityisiltä markkinoilta.

Suomen Pankin (tila)viikkotaseen julkistaminen kellunnan alkamisen jälkeen hämmästytti. Valuuttaa myytiin kelluntaa edeltäneellä viikolla yli 20 mrd. markan edestä. Siitä kuitenkin otettiin termiinkaupeilla takaisin runsaat 12 mrd. markkaa, ja lisäksi tuli Ruotsin ja Nor-

jan kanssa tehtyjen swapien avulla 8,3 mrd. markkaa. Kun vielä varannon arvo kasvoi 15 % kurssimuutoksen vuoksi, julkaistussa taseessa oli valuuttavarannon kasvua pari miljardia markkaa eli 25 miljardiin. Se ällistyi markkinoita. Miten Suomen Pankki voi näin pettää! Suomen Pankin ulkomainen nettoasema oli selvästi eli 8 mrd. markkaa miinuksella, mutta valuuttavarantoa oli silti yhä 25 mrd. markkaa (kuvio 51). Valuuttavarannosta 22 mrd. markkaa oli termiiniosimuk-silla saatua ja yli 10 mrd. oli velkaa BIS:lle sekä Ruotsin ja Norjan keskuspankille. Kriisi jatkui Ruotsissa ja Norjassa.

Kuvio 51. Suomen Pankin valuuttavaranto



Lähde: Suomen Pankki.

Spekulanteista keskusteltiin paljon tiedotusvälineissä. Syyllisiä haettiin. Pankkivaltuusmiehet halusivat yksityiskohtaisia tietoja yritysten termiinkaupoista, mutta niitä ei heille annettu. Suomen Pankissa oli ollut keskustelua, saiko yrityskohtaisia termiinkauppoja koskevia tietoja ylipäättään levitellä pankissa edes sisäisesti, koska ne olivat termiinimarkkinoiden säännöstelyn loputtua periaatteessa vain tilastojen perusaineistoa. Yritysten listalla oli muutamia kymmeniä firmoja. Tietoja oli kerätty kymmenkunta vuotta säännöllisesti. Spekulatioiden jälkeen niistä oli usein tehty johtokunnalle raportti. Tietoihin ei vedotu kuin poikkeustapauksissa yrityksen itsensä kanssa keskusteltaessa.

Markkinoiden seurannassa ei haettu syyllisiä. Yrityksethän käyttäytyivät aivan laillisesti. Tiedot kertoivat kuitenkin, minkälainen

joukko oli pelissä mukana. Termiinikauppaa kävivät varsinkin kriisiyritykset ja viime vaiheessa myös suljettu sektori. Valuuttavelkaisen kotimarkkinasektorin – sinänsä aiheellinen – suojaus romahdutti markkan ja pani sen kellumaan. Hauska oli tiedotusvälineiden asenne valuutalla pelaajiin: ne jotka suojasivat, olivat rikollisia, ne jotka eivät, olivat tyhmiä.

Presidentti Koivisto antoi rauhallisen haastattelun televisiossa uutisten jälkeen 11.9.1992. Hän kieltäytyi puhumasta devalvaatiosta ja puhui markkaa ylös. Yllättävän vahvasti hän kannatti markkan kelluntaa, sanoi kannattaneensa jo marraskuussa 1991: antaa markkinavoimien määrittellä markkan arvo. Ecuindeksi vahvistuikin lähelle 105:tä hetkellisesti, mutta palasi lukemaan 111 (ecun arvoa kuvanneen epävirallisen indeksin taso ennen kelluntaa merkittiin luvulla 100; markkan heikkeneminen näkyi indeksin nousuna). Pelureiden elämä oli nyt kovaa. Siinä Koivistokin tietysti harhautti yleisöä, kun hän sanoi markkinoiden määräävän nyt markkan arvon. Näin oli lyhyellä aikavälillä joissakin rajoissa, mutta nythän nimenomaan itsenäinen raha- ja talouspolitiikka määräsi markkan arvon.

Ulkomaiset sijoittajat jatkoivat markkan myyntiä kellunnan alkuaikana noin miljardin markkan päivävauhtia. Puolessatoista kuukaudesta he myivät noin 20 mrd. markkaa. Suomen markka kansainvälisenä valuuttana vaipui talviuneen. Saattoi laskea, ettei markkoja pian ole Suomen ulkopuolella. Tosin ulkomaalaiset eivät myyneet kovin paljon obligaatioita, koska pitkät korot eivät nousseet.

## 2.16 Suomen Pankin valuuttainterventiökäytäntö

Suomen Pankin valuuttavaranto oli enimmilläänkin vain vähän kansainvälistä keskitasoa suurempi, noin 10 % BKT:stä, mikä vastasi 3–4 kuukauden tuontia. Usein toistuneiden paineiden vuoksi varanto pyrki olemaan selvästi Suomen Pankin tavoittelemaa pienempi. Suomen Pankki harjoitti aktiivista varannon sijoituspolitiikkaa. Varanto oli sijoitettuna useisiin keskeisiin valuuttoihin ja erilaisiin instrumentteihin, kuten lyhytaikaisiin pankkitalletuksiin ja valtioiden velkapapereihin. Dollarin osuus oli suurin, mutta pääosa pidettiin eurooppalaisissa valuutoissa. Valuuttajakauma pidettiin melko vakaana; keskuspankit eivät tässä suhteessa juuri spekuloi. Interventiot tehtiin suoraan kotimaisten pankkien kanssa.

Varsinkin kiinteän kurssin tukemiseksi mutta myös kellunnan alkuvaiheessa Suomen Pankki teki suhteellisesti erittäin suuria valuuttainterventioita (kuvio 52). Enimmäkseen interventiot olivat

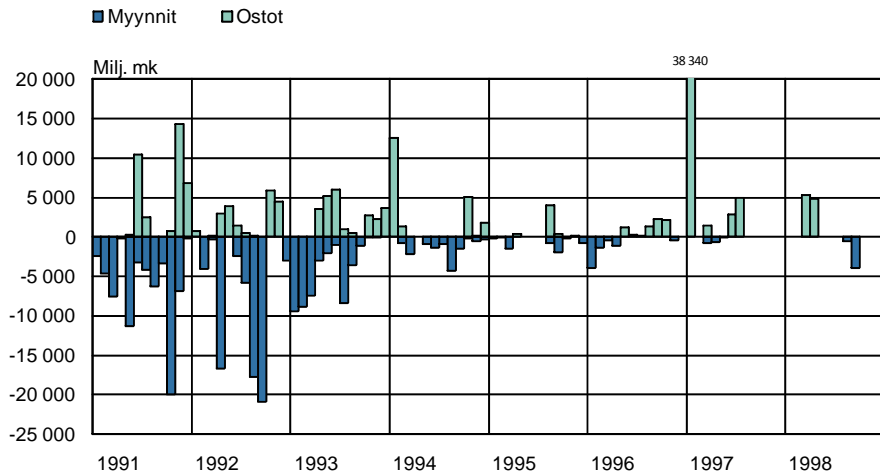
avistakauppoja eli periaatteessa normaaleja valuuttamarkkinoiden valuuttakauppoja, joissa Suomen Pankki osti liikepankeilta tai myi pankeille ulkomaisia lähinnä dollarin ja Saksan markan määräisiä talletuksia. Kaupan vastineena liikepankin keskuspankkiasema muuttui. Valuuttakurssivaikutus syntyi tällöin heti, mutta talletukset vaihdettiin normaalin valuuttamarkkinakäytännön mukaan kahden päivän kuluttua. Siten avistakaupat kirjattiin Suomen Pankin taseeseen kahden päivän viipeellä. Tase julkaistiin neljä kertaa kuukaudessa kahden päivän viipeellä, ja kun aliarvostukset olivat lähes merkityksettömiä, avistainterventiot tulivat julkisiksi viimeistään noin kahdessa viikossa.

Valuuttakurssipaineiden peittämiseksi turvaututtiin usein termiini-interventioihin (outright-termiinikaupat), jotka olivat samanlaisia kuin avistakaupat, mutta niissä talletukset vaihdettiin kaupan jälkeen vasta kolmantena päivänä tai myöhemmin (kuvio 53). Näin valuuttaa (valuuttapositiota) voitiin myydä (tai ostaa), mutta varanto pieneni (kasvoi) vasta, kun termiinisopimus erääntyi ehkä kuukausien päästä. Termiini-interventioilla voitiin siten viivästyä valuuttapaineiden likviditeettivaikutusta kotimaisiin rahamarkkinoihin. Ne täyttivät näin myös avomarkkinaoperaatioiden tehtävän.

Termiini-interventioita voitiin tehdä suoraan yksinkertaisina outright-termiinikauppoina tai niin, että valuuttaa ensin ostettiin tai myytiin avistakauppana ja sitten tehtiin swapkauppa, jossa vastaavasti avistavaluutta myytiin tai ostettiin termiinivaluuttaa vastaan. Termiini-interventioiden salailussakin tyydyttiin varsin lyhyeen määräaikaan. Interventiot julkistettiin saman aikaviipeen kuluttua kuin maan yleiset kuukausittaiset maksutasetiedot eli vain runsaan kuukauden kuluttua kyseisen kuukauden päätyttyä.

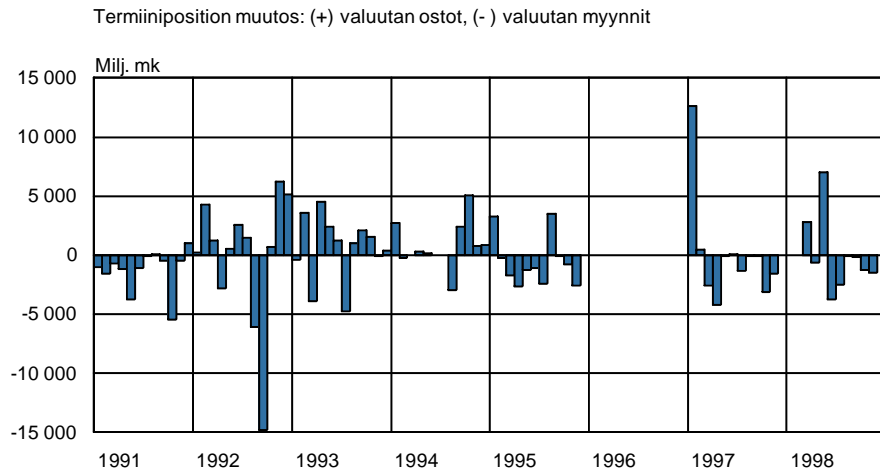
Sekä suomalaiset yritykset että ulkomaalaiset käyttivät termiinioperaatioita spekulatiotilanteissa herkästi ja paljon. Säännöstelyn jäänteisiin kuuluneen käytännön mukaan termiinioperaatioita tilastoihin liberalisoinnin jälkeenkin ja myös seurattiin Suomessa varmaan tarkemmin kuin missään muualla. Pankit raportoivat eräitä operaatioihin liittyviä tietoja päivittäin valuuttariskiseurantansa yhteydessä. Kelluvaan kurssiin siirtymisen jälkeen tämän analyysin tarve kuitenkin väheni selvästi. Lisäksi tilastot kävivät epävarmemmiksi, koska ne kattoivat vain suomalaisten pankkien kanssa tehdyt kaupat. Oman valuutan käytön loppuvaiheessa myös markkaan liittyvien valuuttapainotteiden käyttö lisääntyi, mutta niihin ei enää ulotettu täsmällistä seuranta.

Kuvio 52.

**Suomen Pankin avistavaluuttainterventiot**

Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 53.

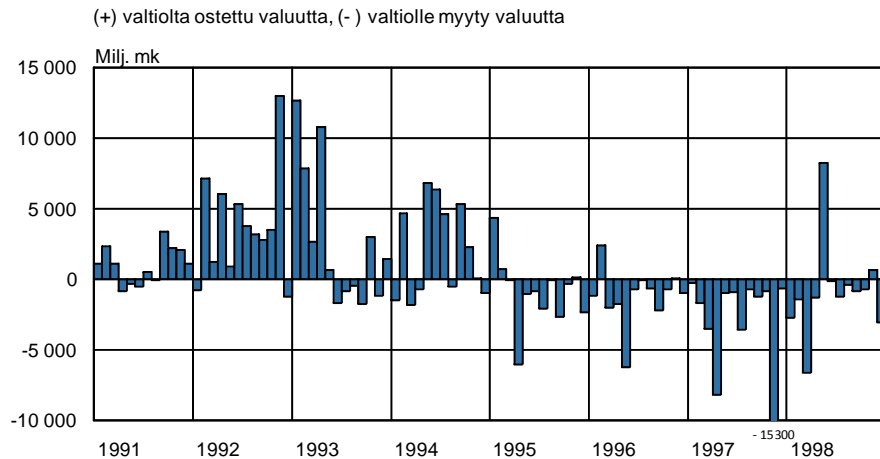
**Suomen Pankin termiinivaluuttainterventiot**

Lähde: Suomen Pankki.

Valuuttamarkkinoille ja likviditeetin hallinnalle aiheutti joskus ongelmia vanha käytäntö, jonka mukaan valtio hoiti keskeiset ulkomaiset valuuttatoimensa Suomen Pankin kautta (kuviokuva 54). Näitä valuuttavaihtoja ei luettu valuuttainterventioihin. Suomen Pankki osti valtiolta ja myi valtiolle valuuttaa tietyn periaatteen mukaan päivän kurs-

siin. Näin valtion usein hyvinkin suuret valuuttaoperaatiot – lähinnä ulkomaisen velan nostot ja kuoletukset – eivät vaikuttaneet valuuttakurssiin, mutta niillä oli voimakas vaikutus valuuttavarantoon ja pankkien likviditeettiin. Valtion valuuttavelka oli suurimmillaan 1990-luvun puolivälissä ja loppupuolella aivan epäterveellisen iso, arvoltaan noin kolmannes BKT:stä.

Kuvio 54. **Suomen Pankin valuuttakaupat valtion kanssa**



Lähde: Suomen Pankki.

Myös valuuttakurssivoittojen ja tappioiden jakauma valtion ja Suomen Pankin välillä herätti ajoittain keskustelua valuuttakurssin heilah- taessa rajusti. Valuuttavarat olivat Suomen Pankilla ja valuuttavelat valtiolla. Ongelmaa lisäsi se, että Suomen Pankin oma pääoma oli var- sin pieni ja pieneni edelleen valuuttaspekulaatioiden ja pankkikriisin aiheuttamien menetysten vuoksi. Yleisesti ottaen valtiovarainministe- riön ja Suomen Pankin yhteistyö toimi kuitenkin näiltä osin hyvin. Suomen Pankki pystyi ainakin hankalimmissa tilanteissa vaikuttamaan valtion ulkomaisen lainanoton määrään ja ajoitukseen.

Valuutan puolustus interventioilla tuli välillä Suomen Pankille kal- liiksi, myihän se usein valuutan spekulanteille paljon halvemmalla kuin joutui ostamaan sen takaisin markan devalvoitumisen jälkeen. Kuinka paljon markan puolustus aiheutti tappioita Suomen Pankille, ei pystytty tarkkaan sanomaan, koska ei tiedetty vaihtoehtoista kehitys- kulkua. Toisaalta Suomen Pankki hyötyi spekulatioihin liittyneistä korkeista koroista. Joka tapauksessa markan puolustus siirsi melkoi-

sesti tuottoja Suomen Pankilta spekulanteille. Myös pankkikriisin hoito maksoi alkuvaiheessa Suomen Pankille paljon ennen kuin valtio otti kulut maksaakseen.

Suomen Pankin oma pääoma supistui pieneksi, mutta laajamittaiseen valtion tukeen ei jouduttu turvautumaan. Valtio hyvitti osittain pankkikriisin kuluja vuonna 1996. Lähinnä hyvitys koski Skopin tukemisen yhteydessä menetettyjä korkoja. Suomen Pankki ei pystynyt tulouttamaan valtiolle voitoistaan mitään yli vuosikymmeneen.

Suomen Pankin heikkoon tulokseen vaikutti se, että liikkeessä oleva setelistö, jonka korottomuus tuo keskeisen osan keskuspankin tuloksesta, oli kansainvälisesti katsoen määrältään erittäin vähäinen, ehkä pienin kaikista vertailukelpoisista maista. Tämä johtui laajasta pankkiverkosta ja sen tehokkaasta maksujärjestelmästä sekä hiukan siitäkin, että markkoja oli vain vähän ulkomailla. Setelistön määrä oli jatkuvasti vain 2–3 % BKT:stä, kun se useimmissa länsimaissa oli kaksinkertainen.

## 2.17 Valuuttakurssimekanismin (ERM) ongelmat

Vain vajaa viikko Suomen markan kellunnan alkamisen jälkeen eli 14.9.1992 Italian liira devalvoitiin valuuttakurssimekanismissa 7 %, eli periaatteessa liiraa devalvoitiin 3,5 % ja muita valuuttoja revalvoitiin 3,5 %. Tosiasiassa ERM-kurssimuutosten, realignmentien, prosenttilasku oli hämmästyttävä matemaattinen prosessi. Ilmoitetut viralliset prosentit olivat oikeastaan käytännössä merkityksettömiä, sillä niitä käytettiin vain teknisissä laskelmissa, joista saatiin uudet ecupainot ja keskuskurssit. Italian tapauksessa ecu tosiasiassa vahvistui liiraan nähden noin 6,5 %, mutta heikkeni suhteessa muihin ERM-valuuttoihin 0,8 %. Kun vielä Bundesbank poliittisesti jyrättiin ja pakotettiin laskemaan korkoaan hiukan, dollari vahvistui Saksan markkaan nähden nelisen prosenttia.

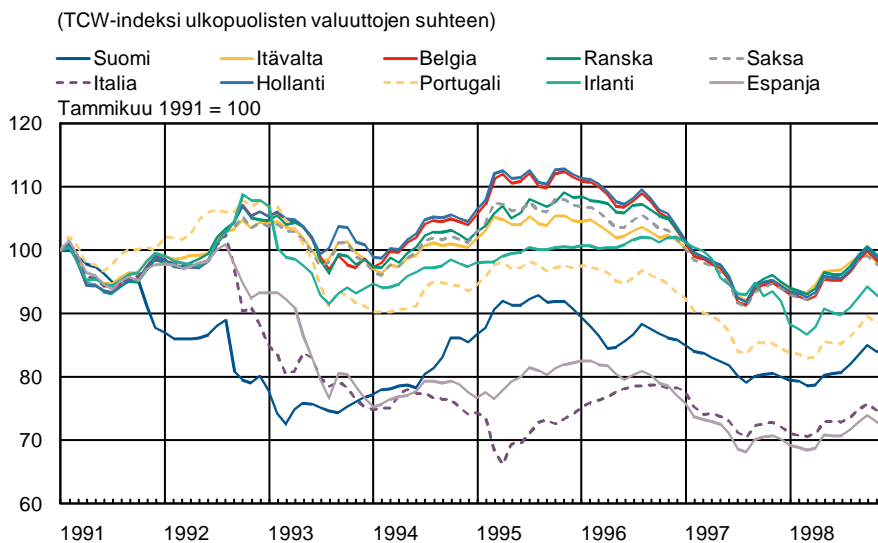
Suomen markka ei paljon reagoinut, vaan ecuindeksi pysyi noin tasolla 118. Liira ja Ruotsin kruunu heikentyivät 15.9.1992. Punnan arvo alitti ERM:n alarajan, ns. lattian. Markka oli yhä yllättävän vakaa. Pian mm. valtiovarainministeri Viinanen puhui jo markan kelluttamisesta takaisin entiseen arvoonsa. Sen sijaan joku toinen ministeri pohdiskeli, minkä suuruisen devalvaation myötä markka pitäisi taas kiinnittää eurooppalaiseen valuuttakurssimekanismiin.

Ruotsi nosti marginaalikoron 75 prosentista 500 prosenttiin 16.9.1992. Se oli viimeinen oljenkorsi. Punta ja liira olivat vaihtelu-

alueen alarajoillaan, ja liiran irtoamisesta valuuttakurssimekanismista oli jo huhuja. Markan indeksi heikkeni vähän.

Illalla 16.9.1992 punta päästettiin kellumaan ja yöllä rahapoliittisen komitean (Monetary Committee) kuuden tunnin kokouksen jälkeen myös liira (kuvio 55). Espanjan peseta devalvoitiin 5 %. Englantilaiset olivat esittäneet kokouksessa kaikkien valuuttojen kelluttamisesta. Koko Euroopan valuuttajärjestelmä (EMS) näytti todella natisevan ja olevan ainakin historiansa pahimmassa kriisissä. Ecu oli valuuttana kärsinyt pahoja kolhuja, ja nyt siitä neljännes kellui. EMUn uskottavuutta oli taas vaikea luoda.

Kuvio 55. **Euromaiden nimellinen painotettu valuuttakurssi**



Lähde: IMF.

Ruotsi piti kiinni kurssistaan 500 prosentin korolla eli prosentin verran päivässä. Kolmen kuukauden korkokin nousi hetkellisesti jopa 30 prosenttiin (kuvio 56). Markkinat eivät käytännössä toimineet, ja Ruotsin keskuspankki yritti selvittää viikonlopun yli. Ruotsissa myytiin valuuttaa paljon. Korkoloukun kustannukset olivat Ruotsissa joillekin valtavat – niin tosin myös uskottavuuden kertyminen tulevaisuutta ajatellen. Pitkäaikainen korko pysyi kuitenkin 1–2 prosenttiyksikköä alle Suomen koron. Ruotsin hallitus aikoi säästää 40 mrd. kruunua; sosiaalidemokraatit toimivat tässä yhdessä porvarihallituksen kanssa. Työntantajamaksujen 5 prosentin alennus vakautti sitten toistaiseksi Ruotsin

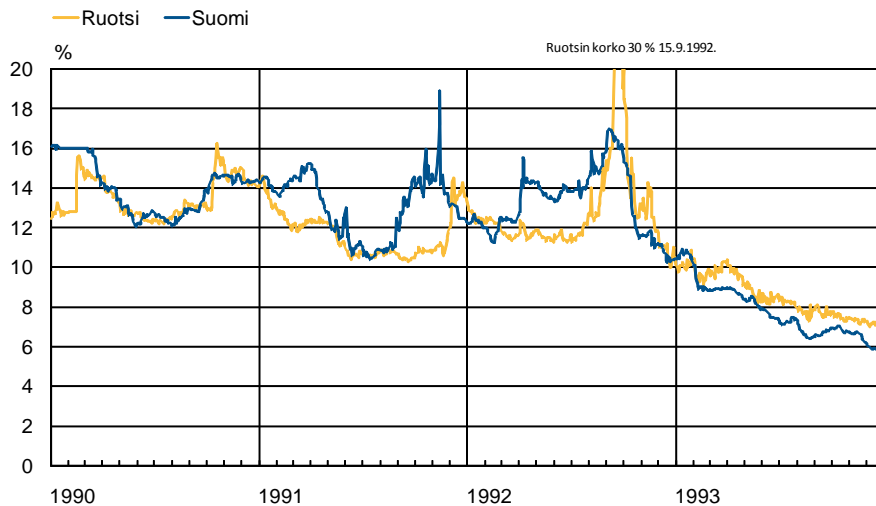


kruunun, mutta lyhytaikaiset korot olivat maassa vielä ylempänä kuin Suomessa.

Mikähän oli tässä rytinässä juuri aiemmin tehdyn Suomen keltutusratkaisun vaikutus? Suomessa oli ollut täysin rauhallista. Sitä Suomen Pankissa ihmeteltiin. Indeksi ei juuri muuttunut, eivätkä myöskään korot. Kuukauden korko oli noin 18–19 % ja 3 kuukauden korko 16,5 %. Monissa Euroopan maissa oli tässä vaiheessa korkeammat korot.

Ranskassa 20.9.1992 järjestetyn Maastricht-äänestyksen tulokseksi tuli 50,95 prosentin kannatus sopimukselle. Näytti siltä kuin tanskalaiset ja ranskalaiset olisivat heittäneet kruunaa ja klaavaa. Suuressa määrässä heittojahan tulos asettuu 50 prosenttiin. Eihän talous- ja rahaliiton tosiasiallisia etuja ja haittoja kukaan voinut tosissaan tietää. Markkinat olivat melko rauhalliset. Frangi vahvistui ensin, mutta heikentyi jo päivän kuluessa vähän. Ruotsissa pudotettiin marginaalikorokko 500 prosentista 50 prosenttiin, mutta markkinakorot säilyivät korkealla.

Kuvio 56. **Suomen ja Ruotsin 3 kuukauden eurokorot päivittäin**



Lähde: Reuters.

Suomessa rahalaki oli jäänyt hallitukseen. Keltutusta pidennettäisiin ”tilapäisestä” muotoon ”toistaiseksi”, mutta oli epäselvää, miten keltutus lopetetaan. Ongelma oli, että eräs pankkivaltuutettu oli hankkinut RKP:n eduskuntaryhmältä päätöksen, että keltunnan on oltava määrä-

aikainen. Epäselvä odotustilanne tulisi määräajan lähestyessä loppuun. Olisi saatava kompromissi, ettei hallitus voi valuuttakursilla jyrätä Suomen Pankkia eikä toisaalta Suomen Pankki kaataa hallitusta. Marraskuussa 1992 rahalakia muutettiin, ja Suomen Pankki sai oikeuden jatkaa kellutusta toistaiseksi eli siihen saakka, kunnes hallitus mahdollisesti peruuttaisi tämän oikeuden.

## 2.18 Kellunnan alkukuukaudet

Suomen Pankilla oli 28.9.1992 vuotuinen suunnittelupäivänsä. Johtokunnan painoalueita – se oli uusi sana – olivat raha- ja valuuttapolitiikan järjestelmä, pankkijärjestelmän kriisi ja Suomen Pankin vakaavuus. Saattoi päätellä, että kaikki painoalueet olivat nollapisteesä, samoin oli ”Eurooppa”.

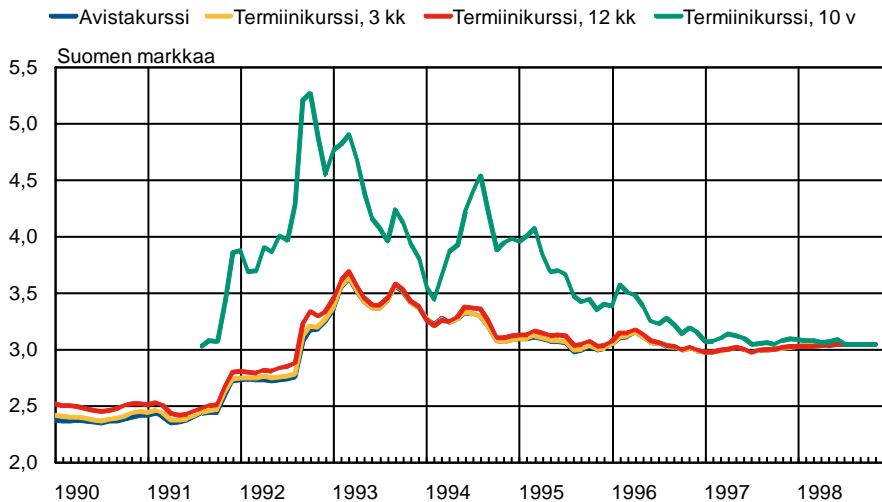
Tosiasiasa Suomen Pankin rahapolitiikan linjaukset olivat ennallaan. Lisäksi Suomen Pankin asema vahvistui kellunnan myötä huomattavasti. Pääjohtaja esitti rahapolitiikan linjan julkisuuteen: Kelluttamis päätöksen yhteydessä sekä hallitus että Suomen Pankki totesivat selvästi, ettei talouspolitiikalla tueta devalvoitumista. Tästä syystä Suomen Pankki pitää koron edelleen korkealla.

Koron sanottiin vielä pysyvän pitkään korkealla. Pankit vaativat ohjaukorkoa alas, koska muuten yritykset eivät kestäisi seuraavaa talvea. Paine Suomen Pankkia kohtaan oli kova. Yhteiskunnassa kuviteltiin, että Suomen Pankki saattoi päätöksellään noin vain painaa kaikki korot alas. Niinhän asia oli ollut säännöstelykauden ja peruskoron maailmassa. Tosiasiasa Suomen Pankki saattoi nyt lähinnä vain painaa alas yhden kuukauden korkoa rahamarkkinahuutokaupoissa. Eripituisen rahoituksen korkoja kuvaava tuottokäyrä aleni kaikilta osiltaan vain, jos vakaaseen talouspolitiikkaan uskottiin. Tämä usko saataisiin vain johdonmukaisella talouspolitiikalla, myös johdonmukaisella, eurooppalaisittain uskottavalla korkopolitiikalla. Yritys painaa ohjaukorko epärealistisen alas johti helposti päinvastaiseen tulokseen: politiikkaan kohdistuvaan epäluottamukseen, inflaatorisktiin, korkojen epävakauteen ja yleistä korkotasoa nostavien riskilisien kasvuun.

Epäluottamus markan pitkän aikavälin näkymiin ilmeni hyvin laskennallisessa termiinikurssissa. Maturiteetiltaan yli vuoden termiinisopimuksia ei paljontaan tehty, mutta pitkien korkojen eron perusteella voitiin laskea (korkopariteettiteorian mukaisesti) periaatteessa esimerkiksi markan termiinikurssi 10 vuoden aikavälille tulevaisuuteen. Vuoden 1992 lopulla noin 3,20:llä Suomen markalla sai yhden Saksan

markan, mutta heikoimmillaan termiinkurssin mukaan vuonna 2002 Suomen markkoja olisi tarvittu yhteen Saksan markkaan jo reilusti yli 5 (kuvio 57). Termiinkurssi alkoi korjautua kuitenkin suhteellisen nopeasti.

Kuvio 57. **Suomen markan termiinkurssit Saksan markan suhteen**



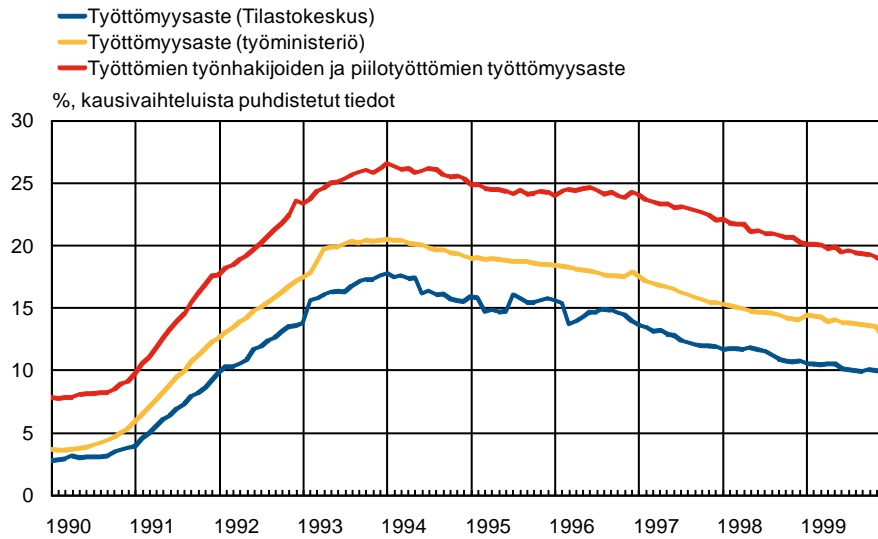
Lähde: Reuters.

Joka tapauksessa Suomen Pankin johto tuskaili aiheellisesti korko-ongelmaa. Korkoja vaadittiin alas hirveän konkurssiaallon vuoksi. Pankin johto oli pehmenemässä ohjauskoron suhteen. Kuitenkin voitiin todeta, että aina kun edellisinä vuosina tuottokäyrää oli yritetty muuttaa nousevaksi (eli laskea lyhyt korko alle pitkien korkojen tason), oli saatu nopeasti vastareaktio: valuuttapako. Nyt kellunnan aikana tästä seuraisi devalvoituminen ja valuuttakurssin epävakautta.

Taloudessa meni juuri niin huonosti kuin pessimistit ajattelivat. Konkurssit lisääntyivät koko ajan, ja työttömyys oli paljon pahempi kuin oli osattu kuvitella (kuvio 58). Kellutusta seurasi konkurssihakemusten määrän 50 prosentin kasvu (kuvio 59). Saattoi vain toivoa, että kun rahoitustoiminnan syöksykierre joskus vuoden päästä loppuisi, talouden käänne parempaan olisi selvä. Taloudessa vienti oli vedossa mutta kotimarkkinasektori taantui. Venäjän ongelmat pahenivat. Pietarin kaupunginjohtaja Sobtshak ja muutkin syyttivät Suomea kaupan taantumisesta, kun ei luototettu. Suomella oli Venäjältä entisiä

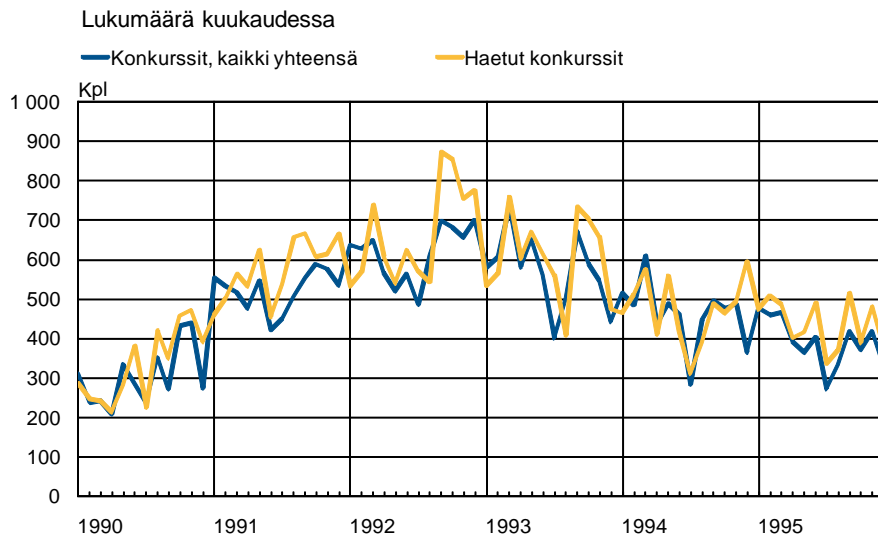
hoitamattomia saamisia 7 mrd. markkaa. Mitä niistä, venäläiset tuumasivat...

Kuvio 58. **Työttömyys Suomessa**



Lähteet: Tilastokeskus, työministeriö ja Suomen Pankin laskelmat.

Kuvio 59. **Konkurssihakemukset ja konkurssit Suomessa**



Lähde: Suomen Asiakastieto.

Lokakuussa 1992 Suomen Pankissa tuotettiin raportti talouspolitiikasta kellutuksen oloissa. Ulkomainen hintakilpailukyky oli suhteellisilla työvoimakustannuksilla mitattuna parempi kuin koskaan aikaisemmin sodan jälkeen. Pidemmällä aikavälillä tämä reaalin valuuttakurssi ei ollut kestävä eikä todennäköinen; sitä seuraisi joko markan revaloroitumista tai inflaatiota. Keventävää rahapolitiikkaa rajasi neljä reunaehto: 1) devalvoituminen vaikeuttaisi edelleen suljetun sektorin tilannetta, 2) se nostaisi pitkiä korkoja, 3) se otettaisiin huomioon työmarkkinoilla ja 4) ulkomailla se tulkittaisiin talouspolitiikan linjan muuttumiseksi. Vastuu oli taas finanssi- ja tulopolitiikalla.

Suomen Pankki järjesti hallitukselle 15.10.1992 joka tapauksessa korkotukea. Lyhyet korot laskivat yli prosenttiyksikön 13 prosenttiin, ja obligaatiokorotkin laskivat melkein puoli prosenttiyksikköä tuolle samalle tasolle. Markkinaoperaatioiden osasto järjesti likviditeettiä lisäävään huutokaupan. Viime aikoina oli tehty päinvastoin eli oli yritetty jarruttaa koron laskua. Pankeissa oltiin hämmästyneitä, mutta korko tuli alas.

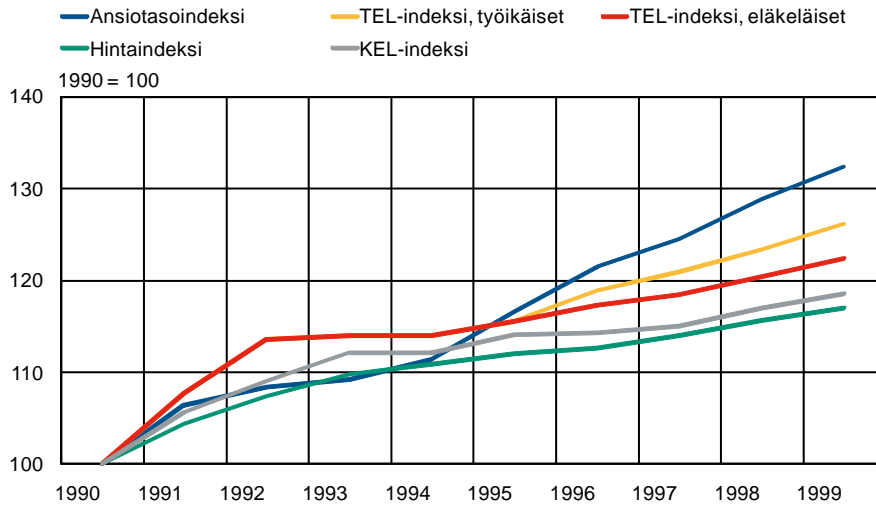
Koron laskun taustalla oli se, että hallitus oli edellisenä iltana saanut aikaan säästöpaketin, joka oli todella merkittävä. Suomen Pankissa oli koko ajan vaadittu hallitukselta riittävää toimenpiteiden kokonaisuutta. Nyt vuoden 1993 menoja karsittiin noin 5 mrd. markkaa ja tuloja hankittiin lisää 3 mrd. markkaa, ja vielä rajumpia ratkaisuja oli tiedossa. Eläke-etuja karsittiin roimasti. Kaikkien kansalaisten tulevat eläkkeet pienenevät, ja samoin kävi monille muille eduille (kuvio 60). Eläkkeiden maksun raskaus väheni huomattavasti. Hallitus lisäsi käyttöön verottoman kolmen vuoden tilin. Valtion velkaantuminen alettiin saada hallintaan. Nuo karsimiset olivat välttämättömiä. Ammattiyhdistysliike ei hyväksynyt päivänselviä tosiasioita, ja työmarkkinoilla oli rauhatonta.

Suomen Pankin tarkoitus oli antaa koron mennä niin alas kuin valuuttakurssi kestää heikkenemättä. Kuitenkaan tuottokäyrää ei muutettaisi nousevaksi. Korot laskivat, tuottokäyrä aleni kautta linjan runsaaseen 13 prosenttiin. Koron lasku meni hyvin. Markan ecuindeksi pysyi runsaassa 112:ssa. Valuuttaa ei kuitenkaan ostettu, ja Suomen Pankin ulkomainen nettoasema oli yhä hiukan miinuksella. Euroopassakin oli rauhallisempaa. Englanti laski korkoa. Irlanti ja Portugali olivat vaikeuksissa. Ruotsissa korot nousivat inflaation ja pankkiongelmien vuoksi.

Toisaalta juuri sama päivä, 15.10.1992, oli Suomen pankkisektorissa ”musta torstai”. Odotettuja isoja tappioita tuli julki lähes kaikilta pankeilta. STS-Pankilta (entinen Suomen työväen säästöpankki), KOP:lta ja säästöpankeilta odotettiin synkimpiä lukuja. Pankkikriisi paheni.

Kuvio 60.

## Ansio- ja hintatason sekä eläkeindeksien kehitys



Lähteet: Tilastokeskus ja Eläketurvakeskus.

Säästöpankkien yhteenliittymänä syntynyt Suomen Säästöpankki aloitti jo etukäteen päätellen melko surullisen taipaleensa. Pankin johdokin arveli, että pankki olisi pian valtion omistuksessa. Säästöpankkien tarina näytti olevan loppumassa onnettomaan kiinteistö- ja osakekiihkoon 1980-luvun lopussa. Säästöpankit maksoivat nyt korkeimpia korkoja, niiden nettomääräiset korkotuotot olivat olemattomat, ja luottotappioiden arvioitiin kasvavan vuonna 1992 yli 10 mrd. markan, mukaan lukien Skopin 3 mrd. markkaa. Skopia lypsi Yhdysvaltain oikeuslaitos. Paikalliset poliittiset tuomarit hyödynsivät suomalaisen veronmaksajan ”pohjatonta taskua” ja määräisivät sikäläisen tytäryhtiön maksamaan asuntoluottoasiakkaille käsittämättömän suuria miljoonakorvauksia rangaistuksena yhtiön – ilmeisesti melko olemattomista – virheistä.

Seuraavan puolen vuoden valuuttavarantonäkymiä arvioitiin. Vaihrotaseen vajeen arvioitiin olevan vielä 10 mrd. markkaa, valtio aikoi tuoda 30 mrd. markkaa, mutta yritykset ja pankit maksoivat velkoja pois 3 mrd. markan kuukausivauhtia eli yhteensä 18 mrd. markkaa. Uusia yksityisiä lainoja ei juuri nostettu. Ulkomaiset sijoittajat myivät papereitaan Suomeen, suorina sijoituksina ja kauppaluottoina meni rahaa. Termiinisopimuksien erääntyessä Suomeen piti tulla 25 mrd. markkaa. Nettotulos olisi, että varanto ja termiinipositio kasvavat vain noin 10 mrd. markkaa. Kellutukselle ei siis näkynyt loppua puo-

len vuoden jaksolla. Yksityisen sektorin vajaus olisi puolen vuoden aikana 20 mrd. markkaa, eli se aiheuttaisi paineita koron nousuun tai kurssin heikkenemiseen tuona aikana. Suomen Pankki näytti joutuvan vastoin puhtaita kellutusperiaatteita myymään paljon valtion tuomaa valuuttaa.

Markan kellutus ei pudottanut korkoja heti, vaan ne liukuivat vain hiljalleen alaspäin syyskuussa. Kuitenkin lokakuun 1992 alkupuolelta lähtien korot laskivat jo melkein liian nopeasti. Ne eivät olleet laskeneet edellisinä vuosina koskaan sellaista vauhtia. Lyhyet korot olivat vuoden lopulla jo alle Tanskan korkojen: 1 kuukauden korko 11 prosentin seuduilla ja allekin, 3 kuukauden korko 12 %. Valtion pitkä korko oli vajaan 13 %. Tuottokäyrä oli nyt nouseva. Markan kurssi oli pysynyt vahvana. Valuuttavarantoa oli vaihteeksi kartutettu puoli miljardia. Oli kuitenkin syytä epäillä, etteivät ulkomaalaiset ainakaan näillä koroilla sijoita markkaan.

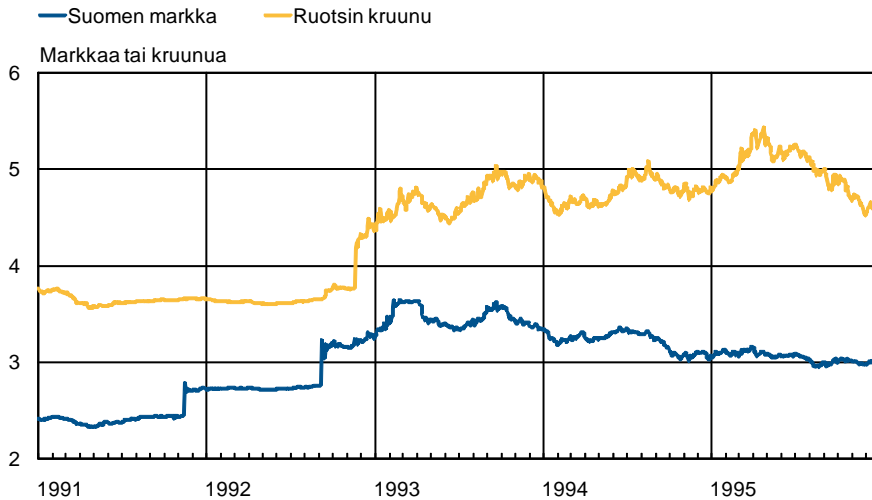
Korot olivat Suomessa laskeneet ja osakekurssit nousivat. Korot olivat alentuneet muuallakin, mutta Keski-Euroopassa tuottokäyrät olivat yhä laskevia, eli lyhyet korot pysyivät pitkien korkojen yläpuolella. Englannin keskuspankki oli alentanut ohjauskorkoaan niin, että tuottokäyrä nousi, mutta maa elvyttikin selvästi. Suomen Pankki puhui kireän politiikan jatkamisen puolesta, ja kuitenkin Suomessa alkoi olla sama tilanne pitkien ja lyhyiden korkojen eron suhteen kuin briteillä.

Suomessa lyhyet korot pyrkivät olemaan hiukan epävakaita ja liiankin matalia. Ongelma johtui osin interventioiden vaikeudesta. Näkyviä huutokauppoja oli pakko tehdä, ja kun päivätalletuskorko oli painunut alas – päivätalletuskorko oli 6,4 % ja maksuvalmiusluotto-korko 11,4 % – se pyrki laskemaan myös kuukauden korkoa.

Ruotsin kruunu alkoi kellua 19.11.1992 (kuvio 61). Vielä tuon päivän aamuna Ruotsin keskuspankki nosti koron 20 prosenttiin. Valuuttaa oli Ruotsissa myyty viikon aikana pitkästi yli 100 mrd. kruunua. Mikään velkaantuminen ei siis auttanut. Kruunu devalvoitui heti 8 %, ja Suomen markkanen arvo aleni pari prosenttia indeksipisteeseen 117. Suomen Pankki nosti hiukan korkoa likviditeettiä kiristävällä huutokaupalla. Valuuttakurssimekanismia (ERM) sopeutettiin. Suomeksi korot nousivat, kun yleislakko uhkasi. Kruunu jatkoi sitten heikkenemistään. Ruotsin ohjauskorkoa alennettiin, ja lyhytaikaiset korot laskivat nopeasti. Norjan kruunu pantiin kellumaan kolmen viikon kuluttua 10.12.1992.

Kuvio 61.

## Saksan markan arvo Ruotsin kruunuina ja Suomen markkoina



Lähde: Reuters.

Suomessa peruskorko alennettiin  $9\frac{1}{2}$  prosentista  $8\frac{1}{2}$  prosenttiin 10.12.1992. Peruskorko oli menettänyt asemansa, kun poliitikot eivät sitä viisaasti käyttäneet. Jos he olisivat siirrelleet korkoa kohtuullisesti markkinoiden mukaan ahtaassa putkessa, peruskorkoa olisi voitu käyttää vastakin. Nyt tämä säännöstely korko korvattiin markkinoilla muilla koroilla. Sille kävi kuten muillekin säännöstellyille tuotteille: kun hinta oli asetettu liian alas, tarjonta loppui.

Markkinakorot olivat Suomessa laskeneet lokakuusta joulukuuhun kautta linjan lähelle 10:tä prosenttia, mutta ecuindeksi oli alkanut heiketä yli 115:n. Ehkä korkojen muutoksessa mentiin liian nopeasti. Pääomaa vietiin, joten koron nousupaineita saattoi olla tulossa. Korot oli vedetty mahdollisimman alas, hyvien valuuttojen tasalle. Vai oliko johtokunnan tarkoitus yhä heikentää markkaa? Heikolle valuutalle kuului heikon valuutan korko. Pikku interventioilla uskottiin tuettavan markkaa hyvin hiljaisilla markkinoilla. Ennen vuodenvaihdetta valuuttavarantoa myytiin vähän vuodenvaihteen ongelmiin vedoten. Markan heikkeneminen piti pysäyttää.

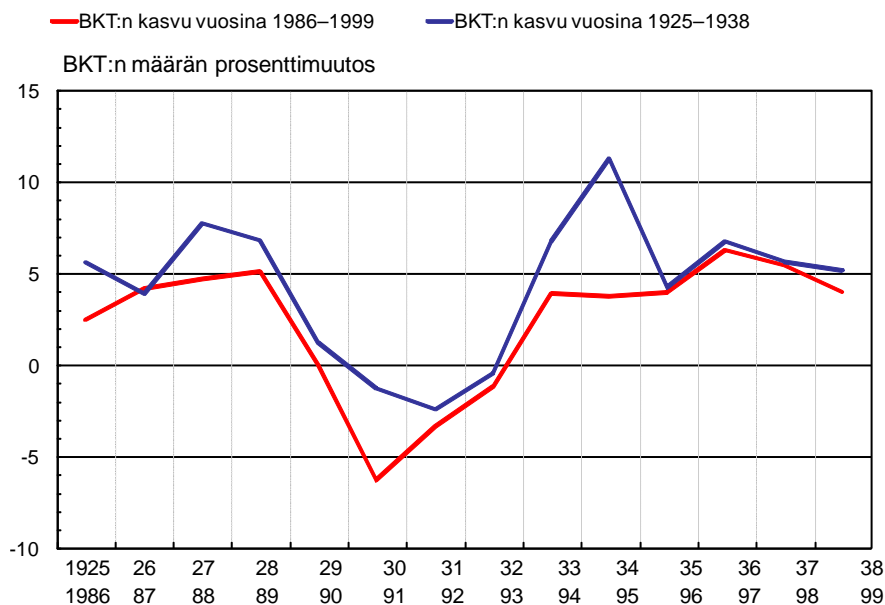


## 2.19 Rahoitusrakenteiden raju heilahdus

Vuoteen 1992 mennessä oli käynyt selväksi, että Suomessa oltiin kokemassa 1930-luvun laman veroista talouskriisiä, jopa jonkin verran syvempääkin kokonaistuotannolla mitattuna (kuvio 62). Edellisessä kriisissä käytiin kolmena vuonna vain lievästi miinuksella ja toipuminen oli hyvin voimakasta. Nyt pudotus oli ollut suurempi.

Rakennustoiminta väheni huipputasoltaan yli kolmanneksen ja muu yksityinen tuotontokin toistakymmentä prosenttia. Toimialojen erot olivat suuria (kuvio 63). Metsäteollisuudessa koettiin vain suurin piirtein normaali suhdanneheilahdus – itse asiassa yleisesti lievempi lama kuin 1970-luvulla. Metalliteollisuudessa supistuminen oli lyhyt ja jyrkkä, mutta raju oli nousukin. Muilla toimialoilla eli paljolti juuri kotimarkkinatuotannossa supistumisvaihe oli loiva ja pitkä. Lamasta noustiin hitaasti pitkin 1990-lukua, mutta nousu kiihtyi vuosikymmenen loppua kohti.

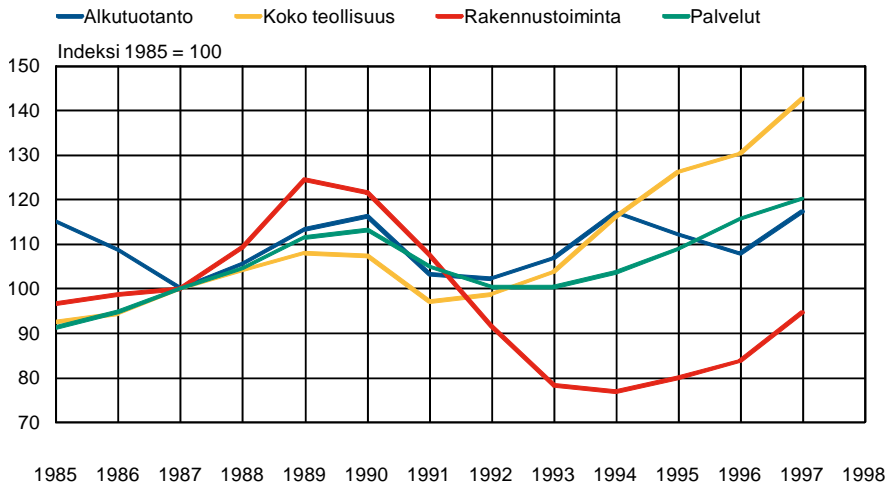
Kuvio 62. Suomen kaksi lamaa



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 63.

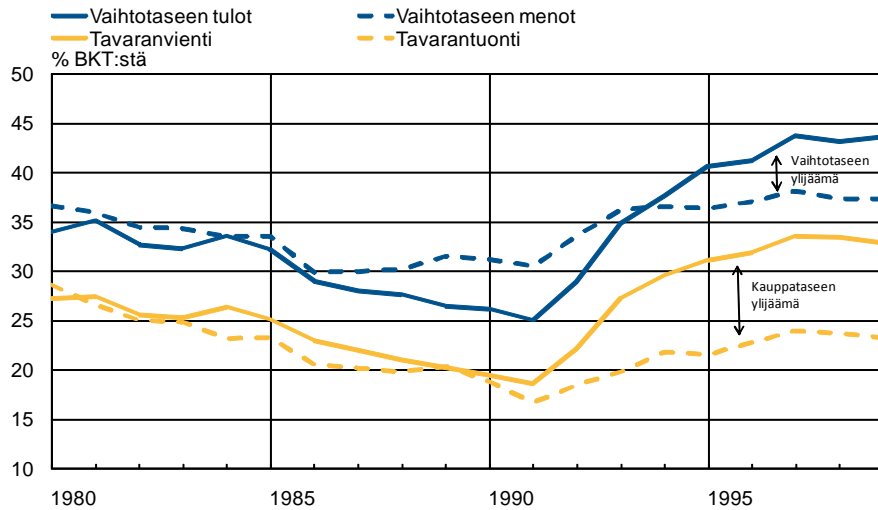
### Yrittäjätoiminnan tuotanto



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 64.

### Vaihto- ja kauppataseen tulot ja menot



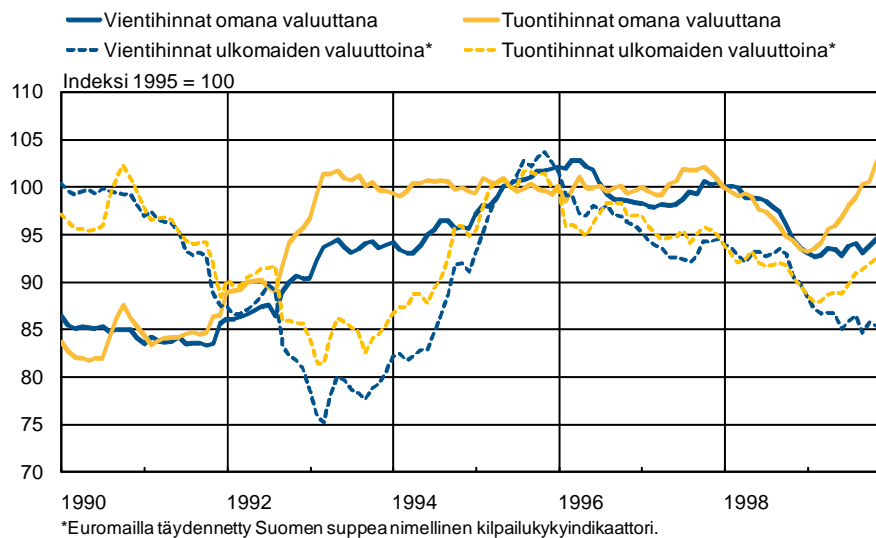
Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Suomen viennin arvon osuus BKT:stä oli pienentynyt 1980-luvun alun noin 30–35 prosentista (riippuen käytetystä vientikäsitteestä) 1990-luvun vaihteen noin 20–25 prosenttiin (kuvio 64). Sen jälkeen vienti lähti rakettimaiseen nousuun ja saavutti jo 1990-luvun puolivälissä

tason 35–40 % BKT:stä. Viennin arvon kasvussa näkyy suurimmalta osin vain markan devalvoitumisen tuoma ulkomaan valuuttojen arvon nousu markoissa (ja 1980-luvun osalta Suomen nopeampi inflaatio). Lisäksi nimittäjässä BKT:n arvo laski.

Viennin määräkin kasvoi aika nopeasti. Valuuttamääräisiä vientihintoja laskettiin tuntuvasti (kuvio 65). Vientiä tuki varmasti devalvoituminen, mutta myös tuottavuuden nopea koheneminen ja pakko etsiä vientimarkkinoita kotimaisen kysynnän romahdettua.

Kuvio 65. Suomen ulkomaankauppahinnat



Lähde: Suomen Pankki.

Vientiyritysten markkamääräisten reaalityulojen huima kasvu ei tullut aluksi pääosin ulkomailta vaan kotimaasta, tuontihyödykkeitä käyttäneiltä, muutenkin kannattavuusvaikeuksissa olleilta kotimarkkinayrityksiltä ja kotitalouksilta. Tästä tuli suuri deflaatio- ja konkurssi-vaikutus keskelle lamaa. Rahoitusrakenteeltaan heikot vientiyritykset säästivät ja korjasivat taseitaan, ja samalla tuontipanoksia käyttäneet taloudet karsivat menojaan tai kaatuivat. Kotimainen kysyntä sukelsi syvälle. Tuontihinnatkaan eivät tosin nousseet valuuttojen 30–40 prosentin kallistumista vastaavasti, sillä myös tuontihinnat laskivat selvästi ulkomaan valuutan määräisesti. Kotimarkkinayritysten kilpailuasema tuontiin nähden kuitenkin parani.

Vienti- ja tuontihinnat kohosivat ulkomaan valuuttojen määräisesti vain noin puolet valuuttojen kurssien noususta. Melkoisen osan erosta

selittää markan käyttö ulkomaankaupan laskutusvaluuttana. Markan osuus lienee ollut tuohon aikaan runsas viidennes laskutuksesta ja viennissä suurempi kuin tuonnissa. Ulkomaan valuutoissa katsottuina markkahinnat laskivat selvästi. Kuitenkin myös ulkomaan valuutoissa laskutettavia hintoja selvästi alennettiin. Vaikutus oli tilapäinen. Vuosina 1994–1995 ulkomaankaupan valuuttamääräiset hinnat nousivat jo devalvaatiokautta edeltäneelle tasolle. Siten ne, jotka veivät, hyötyivät markkamääräisesti, ja vastaavasti tuojat kärsivät valuuttakurssien nousun verran.

\*

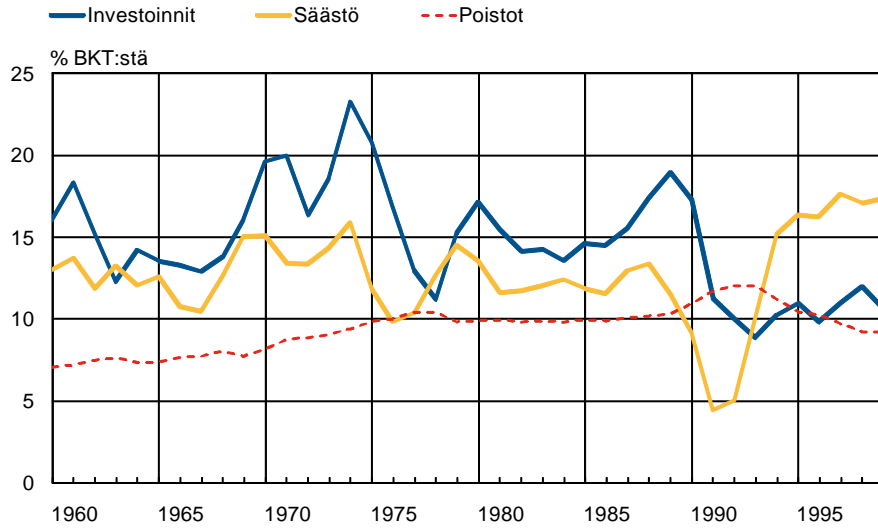
Yritysten (brutto)investointiaste oli ollut 1980-luvun alkupuolella vuoteen 1987 saakka vajaat 15 % suhteessa BKT:hen mutta nousi lähelle 20:tä prosenttia vuosina 1989–1990 (kuvio 66). Investointien taso oli lähes sama kuin 1970-luvun puolivälin suurten ydinvoimalainvestointien aikana. Vuoteen 1993 mennessä investointiaste putosi lähes puoleen, noin 10 prosenttiin, ja nousi siitä vain vähän seuraavina vuosina. Yritysten tulokehitys romahti lähes yhtä paljon vuosina 1990–1991. Tästä pankkien osuus oli huomattava. Kuitenkin jo vuosina 1994–1995 yritysten sisäinen rahoitus, yrityksiin jätetty jakamaton voitto, kasvoi voimakkaasti, yli 10 prosenttiyksikköä eli 16 prosenttiin BKT:stä. Tämä oli historiallinen ennätystaso, mutta tästä nähtiin vielä hieman kasvua vuosikymmenen loppua kohti.

Tämän kehityksen myötä yritysten rahoitusrakenne alkoi muuttua dramaattisesti. Sektorin rahoitusaliijäämä oli ollut lähes jatkuvasti noin 3–5 % BKT:stä, eli se oli velkaantunut voimakkaasti. Nyt yrityssektorista tuli vuosista 1993–1994 alkaen vähintään yhtä suuressa määrin rahoitusyliijäämäinen eli se maksoi nopeasti pois velkojaan ja lisäsi rahoitussaamiaan. Sektorin käyttäytyminen muuttui kokonaan. Inflaatioinvestoinnit olivat jääneet, ja nyt investoinnit piti harkita suhteessa selvästi positiiviseen reaalikorkoon.

Myös kotitalouksien investointiaste putosi puoleen 1990-luvun alkuvuosina (kuvio 67). Kotitalouksissa investoinnit ja säästäminen tekivät lähes symmetrisesti vastakkaisen liikkeen, sillä kotitalouksien (brutto)säästäminen lisääntyi vajaasta 5 prosentista hetkellisesti lähes 10 prosenttiin BKT:stä vuonna 1992. Kotitalouksien säästäminen syvensi selvästi lamaa mutta oli hyvin ymmärrettävä tuossa äärimmäisen epävarmassa tilanteessa.

Kuvio 66.

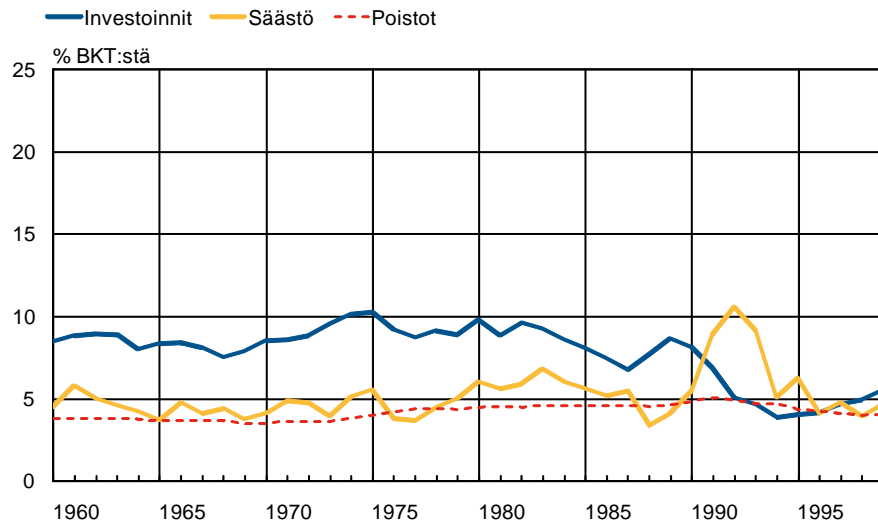
### Yritysten säästö ja investoinnit



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 67.

### Kotitalouksien säästö ja investoinnit

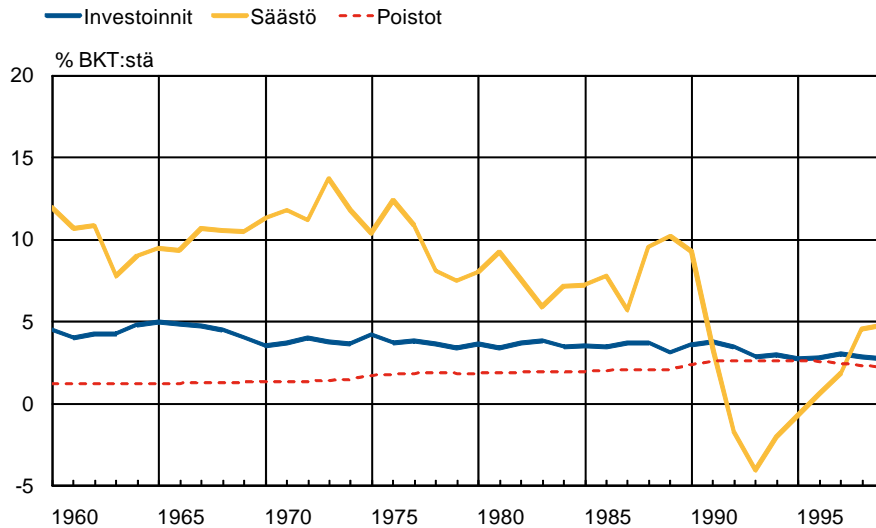


Lähde: Tilastokeskus.

Julkinen sektori joutui erittäin laajasti korvaamaan yksityisen kotimaisen kysynnän romahduksen. Niinpä vielä yritysten tuloksen pudotusta suurempi syösy nähtiin julkisen sektorin säästössä, joka väheni hui-

mat lähes 15 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen vuoteen 1993 mennessä (kuvio 68). Julkisen sektorin säästö, joka oli Suomessa ollut kansainvälisesti erikoisen suuri, meni melkein 5 % BKT:stä negatiiviseksi.

Kuvio 68. **Julkisen sektorin säästö ja investoinnit**



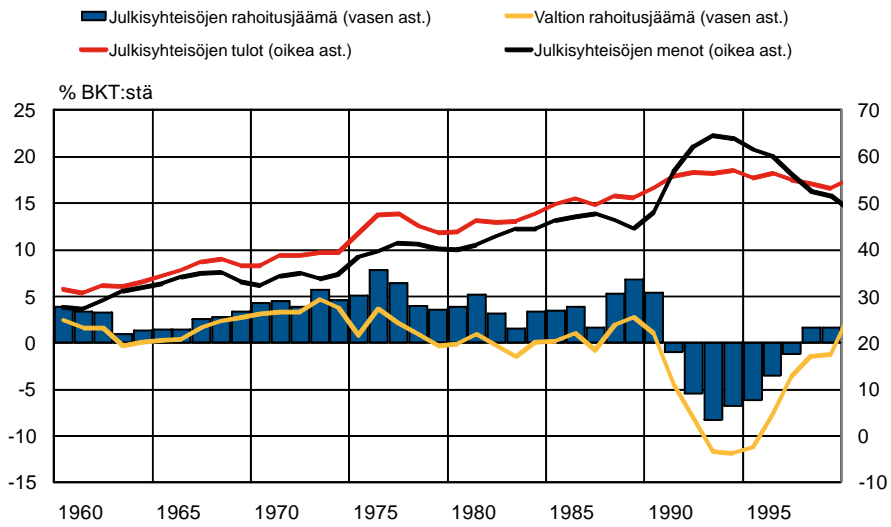
Lähde: Tilastokeskus.

Julkisten menojen BKT-osuus kasvoi muutamassa vuodessa parikymmentä prosenttiyksikköä, suunnilleen 45 prosentista 65 prosenttiin (kuvio 69). Myös tulo-osuutta jouduttiin laman aikana kasvattamaan. Pian kuitenkin julkisen sektorin asema alkoi julkisia menoja karsittaessa ja verotulojen lisääntyessä nopeasti ja tasaisesti korjautua. Julkiset investoinnit sen sijaan jatkuivat koko laman ajan melko vakaina. Julkisten investointien avulla ei helpotettu lamaa, mutta siihen ei ollut rahoituksellisia mahdollisuuksiakaan.

Kansantalouden bruttoinvestointiaste heikkeni yli 10 prosenttiyksikköä ja oli laman aikana alle 20 % BKT:stä ja muutamina vuosina vain 16–17 % (kuvio 70). Taso ei ollut vielä katastrofaalisen huono. Tosin lama nosti tuotantolaitosten kaatuessa poistojen määrän poikkeuksellisesti jopa bruttoinvestointeja suuremmaksi, eli muutamina vuosina Suomen tuotannollinen pääoma supistui. Poistot kuitenkin normalisoituivat pian laman jälkeen, ja bruttoinvestointiaste nousi noin 20 prosenttiin eli yli tason, jossa Yhdysvaltain ja Ison-Britannian investoinnit ovat tyypillisesti olleet (kuvio 71). Länsi-Euroopassa on kuitenkin yleisesti investoitu enemmän.

Kuvio 69.

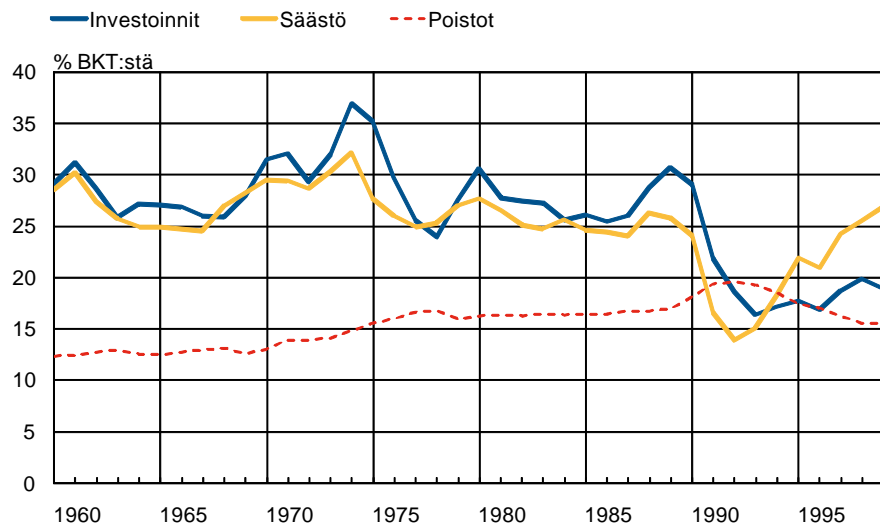
## Suomen julkisen talouden tasapaino



Lähde: Tilastokeskus.

Kuvio 70.

## Kansantalouden säästö ja investoinnit



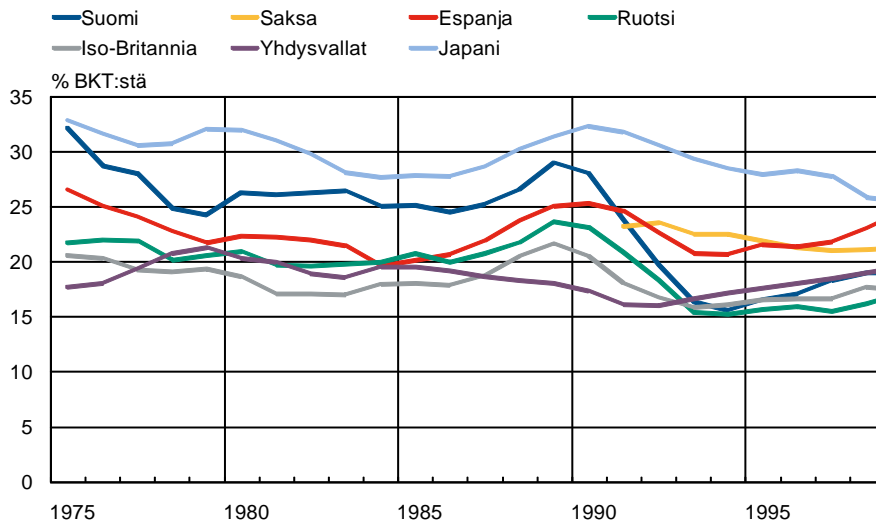
Lähde: Tilastokeskus.

Erikoista oli, että investointiasteen pudotus oli ollut 1970-luvun varsin lieväksi jääneessä lamassa jokseenkin yhtä suuri. Kuitenkin silloin supistuivat hyvin pääomavaltaiset investoinnit ja varastot, millä oli

tuotantoon ja varsinkin työllisyyteen paljon pienempi vaikutus kuin nyt, kun laajasti työvaltainen tuotanto kärsi.

Investoinnit vähenivät kaikissa keskeisissä investointityypeissä ja supistuivat ehkä liian vähäisiksi. Kuitenkin muutosta voi pitää kansainvälisessä vertailussa pikemminkin investointiasteen normalisoinnaisena. Säännöstelykauden keinotekoinen, inflaation subventoima korkea investointiaste haihtui ja vaihtui siihen tasoon, mikä reaalkoroilla muuallakin saatiin aikaan. Hiukan ihmetellen myöhemmin nähtiin, että talous kasvoi vähintään entistä vauhtia myös tämän investointiasteen turvin.

Kuvio 71. Investointiaste eräissä maissa



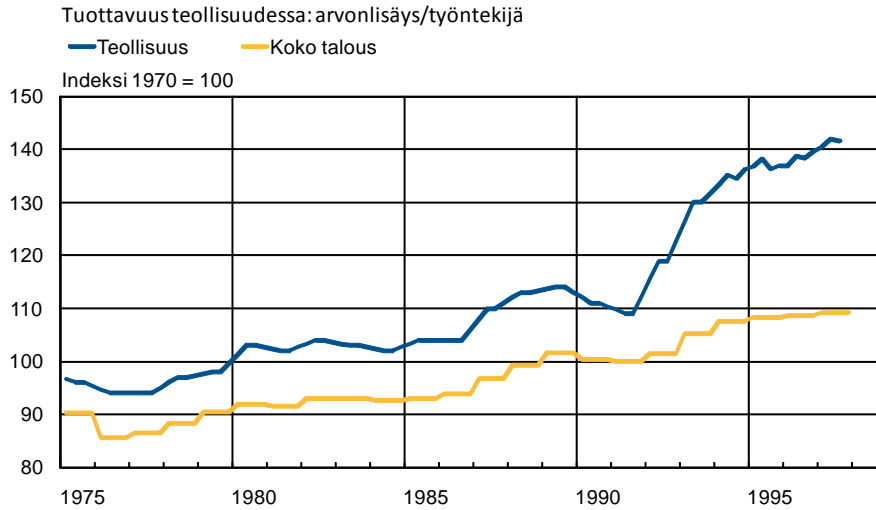
Lähde: Euroopan komissio.

Yritysten tuottavuuden koheneminen oli joka tapauksessa hämmästyttävä, vaikka se johtuikin paljolti työvoiman vähentämisestä. Teollisuuden kansainvälinen reaali kilpailukyky parani muutamien vuosien aikana kymmeniä prosentteja (kuvio 72). Varmaan erityisesti juuri tässä paljastui säännöstelykauden tehottomuus, sillä 1970-luvulla Suomen tuottavuus oli kehittynyt kansainvälisessä vertailussa keskimääräistä heikommin. Kuitenkin jo 1980-luvulla Suomen suhteellinen asema oli jonkin verran vahvistunut.



Kuvio 72.

## Suomen tuottavuus suhteessa kilpailijamaihin



Lähde: OECD.

Yritysten tulojen vuonna 1993 alkaneen voimakkaan kasvun myötä kansantalouden säästäminen alkoi lisääntyä voimakkaasti ja saavutti pian aikaisempien vuosikymmenten erittäin korkean tason, noin 25–28 % BKT:stä. Kriisin seurauksena Suomen rahoitusrakenteiden, nimenomaan yritysten rahoituskäyttäytymisen, pysyvä muutos johti osaltaan siihen, että Suomesta tuli pitkäksi aikaa kansainvälisestikin katsoen hyvin suurten rahoitusylijäämien maa.

Valtiokin palasi rahoitusylijäämäiseksi vuosituhannen vaihteessa. Suomessa kotitaloudet jätettiin rahoitusasemaltaan heikoimmaksi, jos sektoreiden rahoitusta verrataan yleisiin kansainvälisiin rahoitusrakenteisiin. Loppujen lopuksi kotitaloussektori ja sen palkkatulot kärsivät 1990-luvun lamassa selvän tulo-osuuden menetyksen kansantaloudessa. Sekin oli välttämätöntä mutta toteutui todennäköisesti jo liiallisena.

Suomi oli ollut vuosikymmeniä pääomiltaan köyhä, jatkuvien vaihtotasevajeiden maa. Nyt 1990-luvun puolivälin jälkeen siitä tuli nopeasti poikkeuksellisen suurten vaihtotaseylijäämien maa. Selvästi aliarvostetuksi painunut reaalin valuuttakurssi ei ollut siinä ainoa tekijä. Kriisi 1990-luvun alussa oli suuri rakennekriisi. Talous muuttui ja tehostui äärimmäisen nopeasti – aivan tarpeettoman nopeasti. Säännöstelykauden rakenteet ja käyttäytymiskaavat murtuivat. Talous sopeutui markkinoihin ja positiivisiin reaalikorkoihin. Ylivelkaiset, inflaatiota odotelleet yritykset kaatuivat, yksityiset velat sosialisoitiin.

Löysä investointi loppui. Rahoitusrakenteet alkoivat muistuttaa eurooppalaisia: vahva rahoitus yrityksillä ja paljon velkaa valtiolla.

Kun 1990-luvun kriisiä tulkitaan, on syytä huomata, että sen yhteydessä toteutui paljon väistämättömiä muutoksia. Ne olisivat joka tapauksessa toteutuneet ennemmin tai myöhemmin, jossiteltiinpa toteutetusta politiikasta mitä tahansa. Muutoksessa oli paljon aiheutonta, kohtuutonta ja kallista tuhoa, mutta myös aivan väistämätöntä sopeutumista säännöstelytalouden jäänteistä uuteen länsieurooppalaiseen markkinatalouden maailmaan. Kansantalouden eri sektoreista kriisi iski ilmeisesti pahiten niihin, joita oli säännöstelty eniten ja pisimpään. Ehkä selvimpänä tämä näkyi pankkitoiminnassa. Kun vielä vuonna 1990 vaadittiin, ettei pankeista saa irtisanoa ketään, viiden vuoden kuluttua reilusti yli kolmannes pankkitoimihenkilöistä oli lähtenyt, vieläpä pysyvästi.

## 2.20 Pankkikriisi

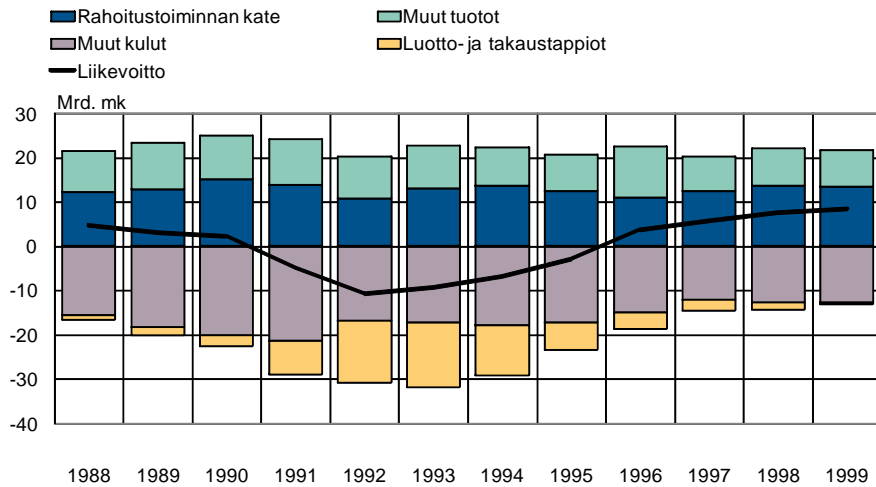
Liikepankkien ulkomainen rahoitus oli vuonna 1992 tukkeutumassa. Näytti siltä, että keskuspankin olisi pian ryhdyttävä lainaamaan pankeille ulkomailta, kuten Ruotsissa oli jo tehty. Pankit pyörivät muutama päivän rahoituksen varassa. Tosiasiassa Suomen Pankillakaan ei olisi ollut tähän paljon mahdollisuuksia. Käytännössä valtio piti Suomessa huolta 1990-luvun alun kriisin aikana niin pankkien kuin Suomen Pankinkin ulkomaan rahan määräisestä maksuvalmiudesta.

Pankkien luotto- ja takaustappiot olivat vuonna 1991 yli 7 mrd. markkaa, vuosina 1992 ja 1993 kumpanakin lähes 20 mrd. markkaa, minkä jälkeen ne asteittain vähenivät (kuvio 73). Yhteensä tappioita tuli kriisivuosina noin 70 mrd. markkaa. Luvut eivät ole täsmällisiä, sillä tappiota kirjattiin vähän eri tavoin, eri vuosien markat eivät ole samanarvoisia jne.

Tosiasiassa suomalaisten pankkien luottotappiot eivät kuitenkaan olleet suhteessa pankkien taseisiin sen suuremmat kuin pohjoisissa naapurimaissa (kuvio 74). Norjassa suunnilleen samansuuruiset luottotappiot toteutuivat vähän aikaisemmin, siellähän pankkien vaikeudet alkoivat pian vuoden 1986 öljyn hintaromahduksen jälkeen. Ruotsissa luottotappiot ajoittuivat, kuten Suomessakin, pääosin vuosiin 1992–1993 ja olivat suhteellisesti jopa vähän suuremmat kuin Suomessa.

Kuvio 73.

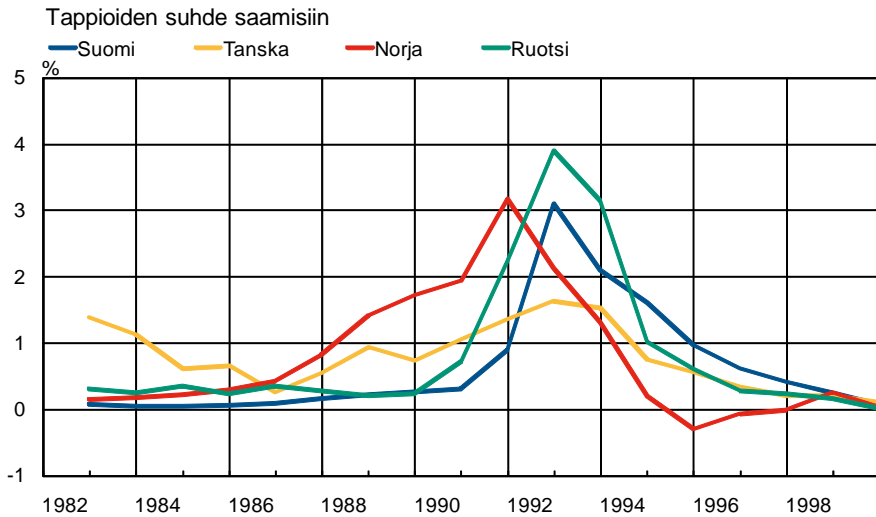
### Pankkikonsernien tulos



Lähde: Rahoitustarkastus.

Kuvio 74.

### Pohjoismaisten pankkien luottotappiot



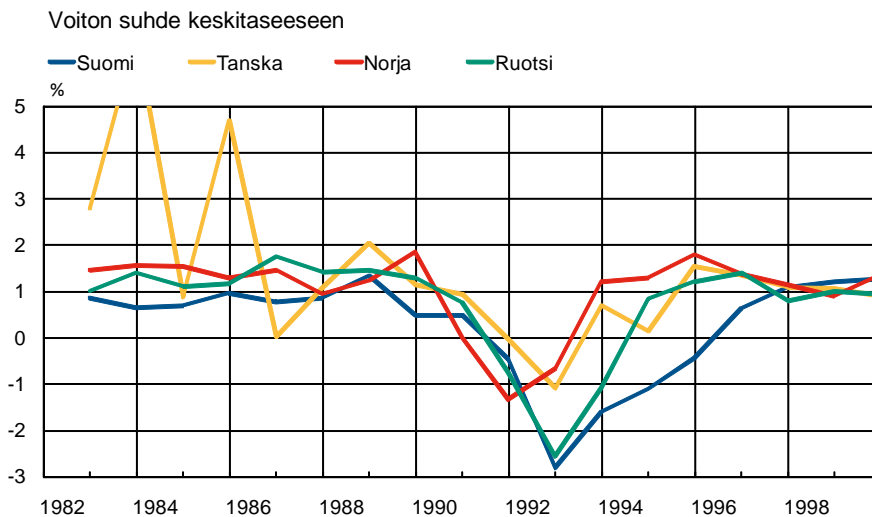
Lähde: Kansainväliset keskuspankit.

Tanskan pankkiongelmät jäivät lievemmiksi kuin muissa Pohjoismaissa. Selitys näkyy osin luottotappioiden aikasarjoista. Tanskan rahoitusjärjestelmä oli ollut jo pitkään muita vapaampi, oman pääoman vaatimukset olivat vahvat ja pankeilla oli ollut jo kauan kohtuullisia

luottotappioita. Muissa maissa, ja erityisesti Suomessa, luottotappiosarja pysytteli 1980-luvun loppupuolelle saakka kutakuinkin nollassa. Luottotappioihin ei tästä syystä varauduttu.

Pankkien tappiolliset tulokset olivat Suomessa kaiken kaikkiaan selvästi suurimmat, eli pankkien normaalien toimintojen kannattavuus oli pitkään erityisen heikko. Suomessa tappiolliset tulokset jatkuivat myös paljon pitempään kuin naapurimaissa. Tappiollista kautta jatkui viisi vuotta, 1991–1995, kun muissa Pohjoismaissa tappioiden kausi jäi 2–3 vuoteen (kuvio 75).

Kuvio 75. Pohjoismaisten pankkien liikevoitto



Lähde: Kansalliset keskuspankit.

Vuonna 1992 perustettiin Valtion vakuusrahasto, joka alkoi hoitaa ja rahoittaa kriisipankkeja. Aluksi rahasto sai eduskunnalta 20 mrd. markan tukivaltuudet, ja vuonna 1993 valtuudet korotettiin 50 mrd. markkaan eli lähes 10 prosenttiin tuon ajan BKT:stä. STS-Pankin yhdistymisestä Kansallispankkiin ilmoitettiin 24.11.1992. Työväen pankki hävisi Skopin jälkeen ensimmäisenä, ja 700 työpaikkaa meni. Eduskunnassa tuli ongelmia erityisten pankkien ongelmaomaisuutta hoitaneiden yhtiöiden, ns. roskapankkien, perustamisen yhteydessä, ja tämä osaltaan pahensi pankkien ulkomaisia rahoitusvaikeuksia.

Eduskunta hyväksyi lopulta melkein pä pakkotilanteessa 23.2.1993 yksimielisesti ns. pankkiponnen: ”Eduskunta edellyttää, että Suomen valtio takaa sen, että suomalaiset pankit pystyvät hoitamaan sitoumuksensa ajallaan kaikissa olosuhteissa. Tarpeen vaatiessa eduskunta tulee

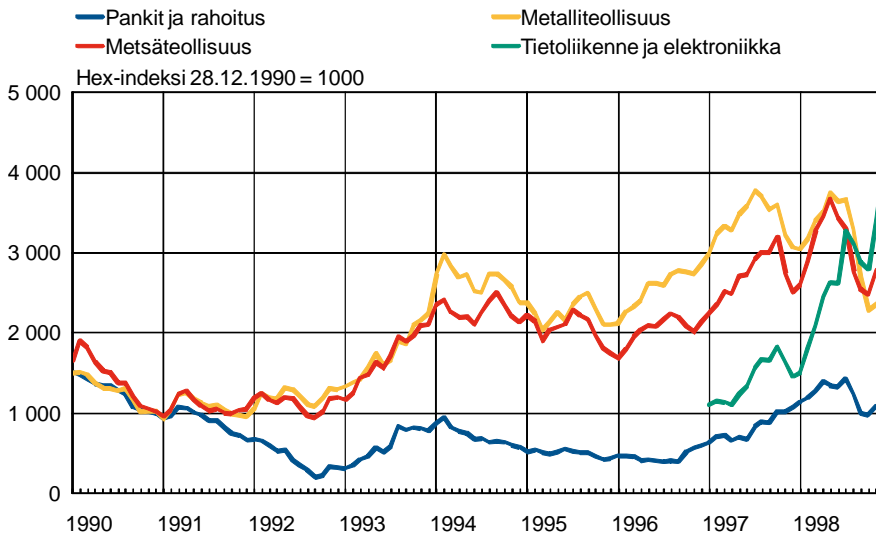
myöntämään riittävät määrärahat ja valtuudet hallituksen käyttöön sitoumusten täyttämiseksi.” Tämä ponsi ratkaisi pankkien ulkomaisen velan uusimisen ongelman, mutta pankkien ulkomaisen velan takaisinmaksu jatkui.

Kaikkiaan tappioiden suuruusluokka oli noin 15 % yhden vuoden BKT:stä. Tästä karkeasti neljänneksen kattoi säästöpankkiryhmän oman pääoman menetys, toinen neljännes meni muiden pankkien omistajilta ja noin puolet jäi veronmaksajien kuitattavaksi. Säästöpankeilla ei ollut omistajia, vaan varat olivat säätiöityjä, lähes kahden vuosisadan aikana säästäjiltä ja luotonottajilta kertyneitä varoja. Todennäköisesti säästöpankkien uhkapeliin oli vaikuttanut se, ettei pelimarkoilla ollut omistajaa. Toisaalta eivät osakkeenomistajien pankitkaan paljon paremmin selvinneet lukuun ottamatta lähinnä pientä Ålandsbankenian, joka selvisi kriisistä melkein vaurioitta. Liikepankkien markkina-arvo putosi kriisin aikana murto-osaan 1980-luvun lopun arvosta (kuvio 76).

Suurista pankkirivistä säästöpankit menettivät eniten ja seuraavaksi eniten menetti Kansallispankki, joka kaiketi pelastui vain erityisjärjestelyin. Seuraavina tulivat osuuspankit ja Postipankki. Parhaiten pärjäsi Yhdyspankki. Tämä järjestys ei kuitenkaan ollut aivan pankkien oman toiminnan tulos. Jos vakaan markan linja olisi kestänyt, tilanne olisi varmasti ollut aika erilainen. Markan raju devalvoituminen oli isoja vientiyrityksiä rahoittaneen Yhdyspankin suuri voitto – tästä syystähän SYP taustayhtiöineen kiivaasti devalvaatiota ajoi. Varmasti devalvaatio sopi keskimääräistä paremmin metsänomistajien osuuspankeillekin. Toisaalta juuri kotimarkkinayrityksiä voimakkaasti rahoittaneet säästöpankit ja KOP kärsivät suhteellisesti eniten (tai hyötyivät suhteellisesti vähiten) devalvaatioista. Mutta juuri ne olivat myös välittäneet erityisen paljon valuuttaluottoja asiakkailleen.

Viime vaiheessa säästöpankkiryhmän pääosan yhdistymisestä syntyneen Suomen Säästöpankin tarina päättyi 22.10.1993. Se oli kova päivä ainakin 6 000–7 000 ihmiselle. Suomen Pankissa arveltiin jo vuonna 1989, kun käsiteltiin lisäkassavarantoja, että säästöpankit ovat pian vaikeuksissa, mutta toteutunut tappioiden suuruus oli aivan odottamaton. Nyt keskuspankissa jouduttiin monen muun asian ohella selvittämään, miten vähimmäisvarantojärjestelmälle ja tilastoille käy Suomen Säästöpankin sulautuessa neljään muuhun pankkiin. Monet muutkin vuosikymmenien ajan keskeisinä toimineet instituutiot sortuivat. Muun muassa EKA-yhtymä oli vaikeuksissa, ja ihmiset jonottivat sieltä säästörahojaan. Tehtiin historiallisia ratkaisuja.

Kuvio 76.

**Osakekurssit toimialoittain**

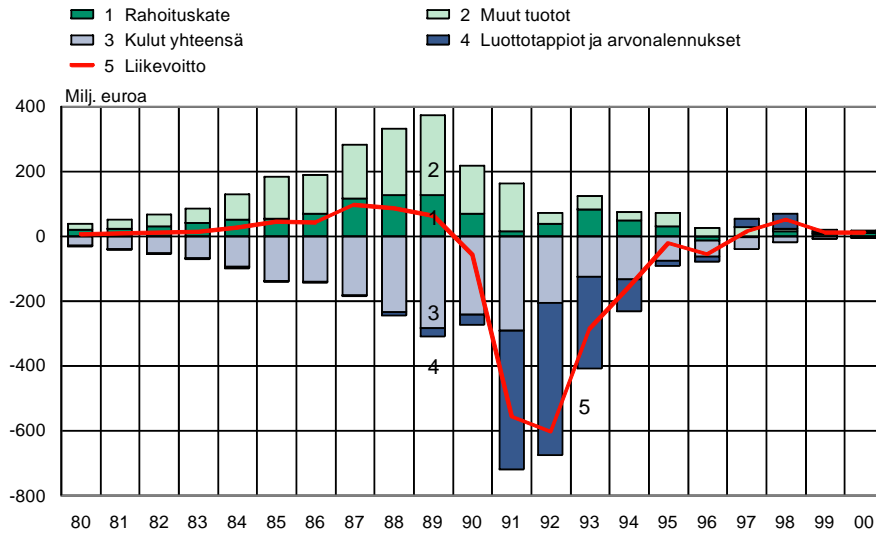
Lähde: OMX Nordic Exchange Helsinki.

Pankkien luotto- ja takaustappioiden määrä, suunnilleen 15 % BKT:stä, oli viidesosa pankkien luottokannasta. Säästöpankkien menetykset olivat keskimääräistä suuremmat, mutta suuria tappioita tuli muillekin. Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankin tappiot olivat omaa luokkaansa (kuvio 77). Suomen pankkikriisiä voi kutsua säästöpankkikriisiksi tai pankkikriisiksi. Kaikki pankit olivat kriisissä, mutta säästöpankkien tappiot olivat suurimmat, ja säästöpankit valtaosin kaatuivat kriisiin. Kaatumisen aiheuttivat Skopin ohella lähinnä noin tusina pääasiassa suurten kaupunkien säästöpankkia, jotka upottivat mukanaan koko joukon kohtuullisen hyvin hoidettuja paikallisia säästöpankkeja.

Veronmaksajat maksoivat pääosin säästöpankeille kirjattuja tappiota, mutta veronmaksajien laskun jakaminen pankkien kesken jäi epäselväksi. Muut pankit saivat suoraa valtion tukea varsin vähän, lähinnä pääomallainojen korottomuuden kautta, mutta ilmeisesti säästöpankkien terveet osat myytiin niille reippaaseen alihintaan. Valtio ei voinut vaatia kovin kallista hintaa konkurssin rajoilla hoippuneilta pankeilta ilman, että se olisi saanut vakuusrahastolle lisää hoidettavia.

Kuvio 77.

## Skopin tuloksen kehitys

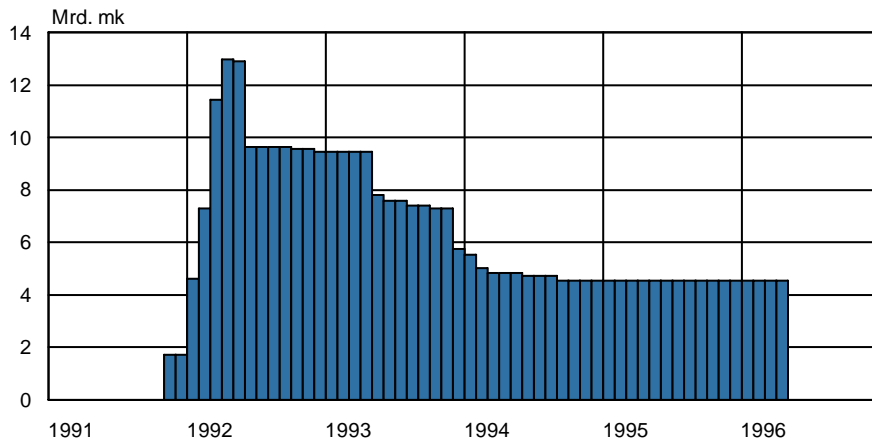


Lähde: Skopin vuosikertomukset.

Suomen Pankki menetti Skopin siivouksessa paljon rahaa. Vuoden 1994 alussa johtokunnan jäsen Harri Holkeri totesi tilanteen pääpiirteittäin: 15 mrd. markkaa pantiin, 5 mrd. on mennyt, 5 mrd. on saatu takaisin, ja eletään toivossa, että viimeinenkin viitonon saadaan. Skopin mukana Suomen Pankin hoitoon joutuneesta Tampellasta oli tuolloin enää vajaa kolmannes pankilla. Suomen Pankki perusti Skopin varallisuuden hoitoa varten kolme holdingyhtiötä (Scopulus, Solidium ja Sponda), joita keskuspankki rahoitti ns. rahamarkkinoiden vakauttamislainoilla (kuvio 78). Suurimmillaan luottosumma oli viides Suomen Pankin taseesta. Kiinteistöyhtiö Spondan myötä Suomen Pankin vastuulle tuli kirjava joukko liikekiinteistöjä kotimaassa ja ulkomailla, mm. Helsingin Itäkeskus. Näitä pyrittiin siirtämään valtion vastuulle tarjoamalla mm. säästöpankkien ”roskapankiksi” perustetulle omaisuudenhoitoyhtiö Arsenalille, mutta valtiolla ei ollut ostoihin varaa. Kesti viitisen vuotta ennen kuin Suomen Pankki pääsi Skop-ongelmistaan.

Kuvio 78.

### Suomen Pankin rahamarkkinoiden vakauttamislainat



Lähde: Suomen Pankki.

Pankkien luottokanta supistui laman aikana paljolti luottotappioiden vuoksi mutta myös luottojen nostojen vähäisyyden vuoksi, ja supistumista jatkui 1990-luvun lopulle saakka (kuvio 79). Suhteessa BKT:hen pankkien luottokanta painui vuosikymmenen alun lähes 80 prosentista vuosikymmenen lopulla takaisin 1980-luvun puolivälin lukemiin, vajaaseen 50 prosenttiin (kuvio 80). Syynä tähän oli varmaan pääasiassa luottojen heikko kysyntä, mutta epäilemättä siinä oli mukana myös pankkien luottopolitiikan tiukentuminen.

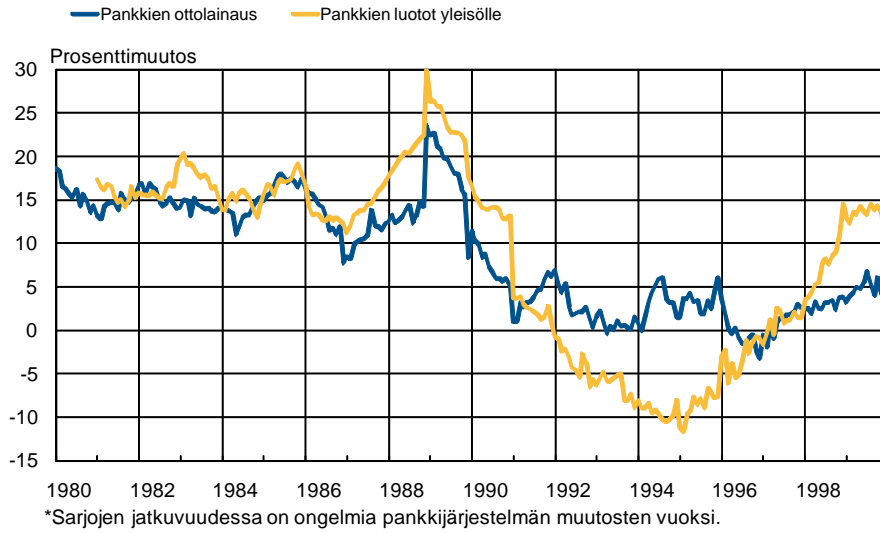
Varsinaista luottojen tarjontapuolelta syntynyttä, pankkien oman pääoman riittämättömyyden aiheuttamaa luottolamaa ei Suomessa ainakaan selvästi koettu. Tässä suhteessa pankkikriisin hoidossa onnistuttiin kohtuullisesti. Toisaalta hyvin varovaisiksi tulneiden pankkien tiukentuneet luottokriteerit tulkittiin yleisön piirissä usein säännöste-lyksi.

Pankkien tappiot ja ongelmat jatkuivat vuosikymmenen puolivälin yli. Tappiot syntyivät asiakkaiden tappioista. Pankit tekivät virheitä 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa, mutta suoriutuivat kuitenkin yllättävän hyvin laman syvyyteen nähden. Pääosa pankkisektorista selvisi; tappiot tulivat ylivoimaisista olosuhteista. Ei kukaan olisi osannut vaatia pankkeja varautumaan täysin sen suuruusluokan lamaan.



Kuvio 79.

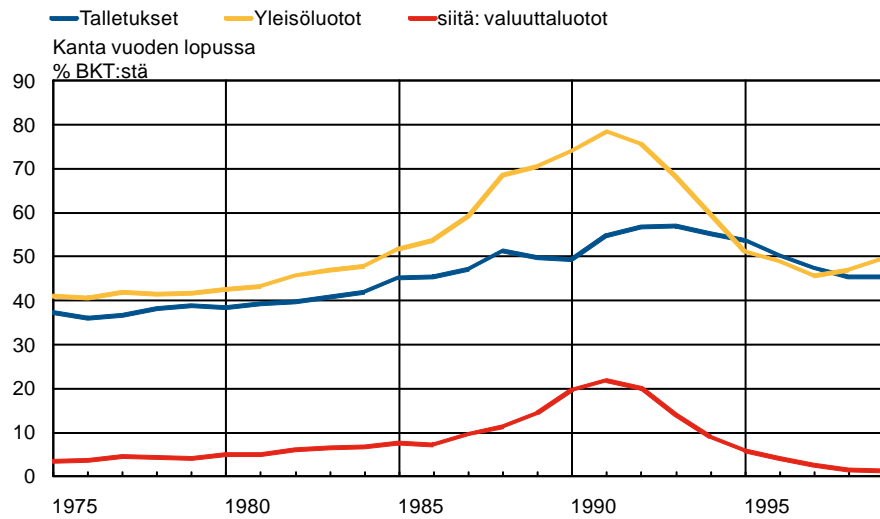
### Pankkien ottolainaus ja luotot



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 80.

### Pankkien luotot ja talletukset



Lähde: Suomen Pankki.

Sama koski tietenkin myös suurinta osaa luottoasiakkaista. Suomen talouskriisin syyt näkyisivät luultavasti selvimmin erittäin laajan ja pitkäaikaisen konkurssiaallon yksityiskohtaisista syistä. Konkurssit toteutuivat vaihtelevasti etenevänä vyörynä. Jo 1980-luvun lopulla meni nurin paljon rakennusyrityksiä, tuli idänkaupan yritysten kaatuminen, jonkin verran ehti joutua konkurssiin länsiviennin yrityksiä ennen devalvoitumista, sitten joutuivat vararikkoon valuuttavelkaiset kotimarkkinayritykset ja lopuksi vielä säästöpankkien saneerauksen uhrit. Mitkä mahtoivat olla valuuttakurssin ja koron vaikutukset, mitkä markkinoiden, mitkä omien riskien ja virheiden vaikutukset? Kotitalouksien pankeille aiheuttamat tappiot jäivät pieniksi, mutta takaajat kärsivät paljon. Kotitalouksien velka oli ollut varsin vähäinen, ja vasta laaja työttömyys toi suuret velkaongelmat.

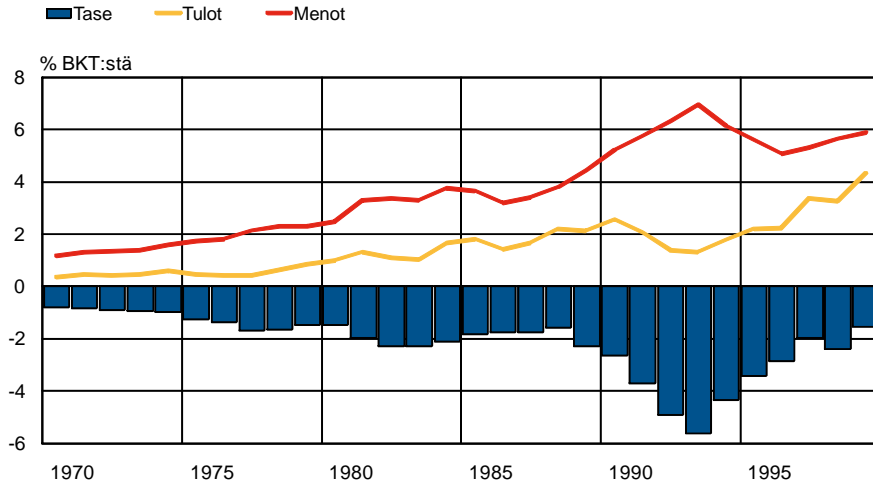
Kotimarkkinayritykset kokivat suuren tuhon. Perinteinen vientisektori selvisi kriisistä vähällä. Se järjesti devalvaatiot ja pärjäsi hyvin. Montakaan suurta vientiyritystä ei kaatunut. Vientisektorissa ei toteutettu sanottavasti edes näyttäviä saneerauksia. Tampellan hoitokin jäi Suomen Pankille, jonka perustehtäviin se ei kuulunut. Tosi-asiassa vientiyritykset saivat harvinaisen mukavan aliarvostetun valuuttakurssin, mitä korosti vielä se, että lopulta ammattiyhdistysliikekin, metsänomistajat ja kaikki muut olivat pahasti myöhässä siirtyneet suuren tulomaltin tielle.

## 2.21 Ulkomainen rahoitus

Suomen kauppataase, joka oli vuosikymmenen vaihteessa käynyt vain hiukan alijäämäisenä, oli alkanut parantua jo vuonna 1990 investointien ja tuonnin vaimenemisen vuoksi. Kauppataaseen ylijäämä lisääntyi sitten kiihtyvää vauhtia ja oli jo noin 7 % BKT:stä vuonna 1993. Vaihtotase alkoi korjautua myös, mutta paljon viivästyneenä, sillä palvelutulot supistuivat vielä aluksi, ja korkomenot, joita devalvaatiot vielä markkamääräisinä lisäsivät, paisuivat voimakkaasti. Pääomakorvaukset ulkomaille olivat vuonna 1993 jo yli 5 % BKT:stä (kuvio 81). Vielä vuonna 1993 vaihtotase oli vajauksellinen, mutta sen jälkeen se pysyi vahvasti ylijäämäisenä.

Kuvio 81.

## Suomen ulkomaiset tuotannontekijäkorvaukset

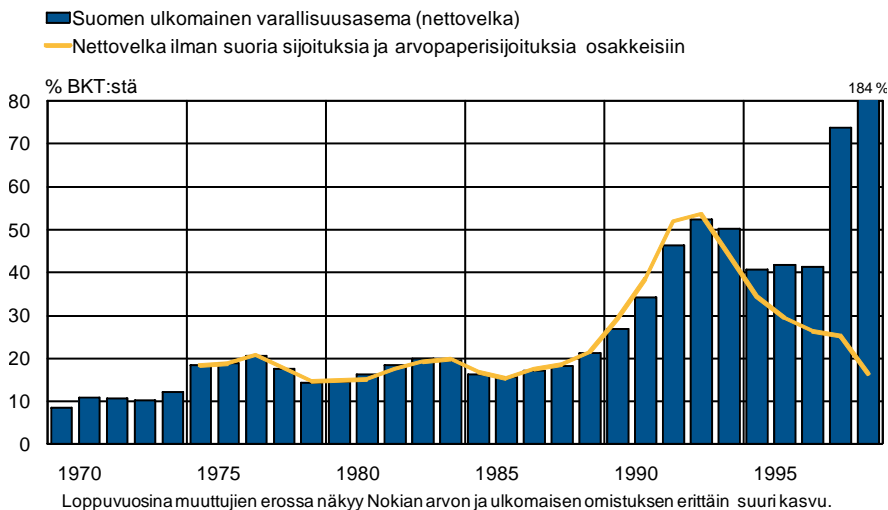


Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Suomen ulkomainen nettovelka kasvoi pitkälle lamavuosiin saakka vaihtotaseen alijäämän ja markan devalvoitumisen vuoksi. Kun lisäksi BKT:n arvo laski lähes 10 %, Suomen ulkomainen velkaantuneisuus kasvoi parissa vuodessa melkein kaksinkertaiseksi, yli 50 prosenttiin BKT:stä vuoden 1993 alussa (kuvio 82). Noin puolet noususta johtui ulkomaan valuuttojen arvon lähes 40 prosentin noususta. Velka ilman oman pääoman ehtoisia eriä oli vielä hiukan suurempi. Valuuttavelka vaihtelee aina valuuttakurssien mukana, ja asiallisinta olisi tarkastella velkaa pitkäaikaisen keskimääräisen kurssin pohjalta. Joka tapauksessa Suomi oli muuttunut yhdeksi velkaisimmista länsimaista. Vuosikymmenen loppuvuosina varsinainen velka-aste aleni nopeasti, mutta lähinnä Nokian markkina-arvon tavattoman suuren kasvun ja laajan ulkomaisen omistuksen vuoksi Suomen koko ulkomainen nettoasema muodostui erittäin negatiiviseksi. Tämä ei ollut kuitenkaan Suomelle ongelma, sillä Nokian markkina-arvo johtui sen ulkomaisista tuotonäkymistä.

Kuvio 82.

## Suomen ulkomainen nettovelka



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Markan devalvoitumisen sekä talous- ja pankkikriisin myötä pankit aloittivat erittäin suurimittaisen ulkomaisten velkojen takaisinmaksun, joka vei Suomen ulkomaisen maksuvalmiuskriisin rajalle. Osin velan maksussa oli kysymys pankkien omien varojen käytöstä, sillä pankkien, erityisesti säästöpankkien valuuttaluotot jouduttiin laajasti kirjaamaan luottotappioiksi, muutamissa pankeissa jopa valtaosin. Kahdessa vuodessa, 1992–1993, pankit kuolettivat suurimman osan ulkomaisesta velastaan eli määrän, joka vastasi 15:tä prosenttia (yhden vuoden) BKT:stä. Pankkien oli tosiasiallisesti pakkokin kuolettaa, koska niiden ulkomaisen luotonoton mahdollisuudet olivat lähes hävinneet.

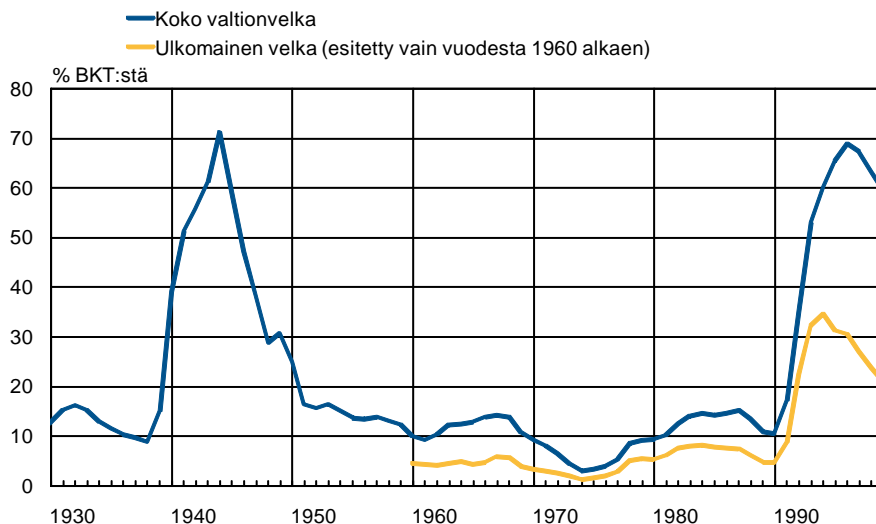
Valuuttavelkaa ottaneet kotimarkkinayritykset olivat tietenkin itse ottaneet riskinsä. Ne olivat osin useita vuosia hyötynneet edullisesta korkoerosta ja markan revalvoitumisesta 1980-luvun lopulla. Parhaimmillaan ne olivat myös onnistuneet suojaamaan kurssiriskinsä markan devalvoitumisen yhteydessä. Jotkin näistä yrityksistä pärjäsivät erittäin hyvin valuuttavelkojensa kanssa, mutta tämä ei ollut yleiskuva. Valtaosa yrityksistä kärsi suuria valuuttakurssitappioita, ja nämä tappiot myös realisoituivat laajasti, koska valuuttaveloista suuri osa maksettiin pois juuri, kun markan kurssi oli erityisen heikko.

Vaihtotaseen vaje ja pankkien pääomanvienti aiheuttivat rahoitusmarkkinoille valtavan rahoitusvajauksen vuosina 1992–1993. Suomen Pankilla ei ollut spekulatioiden jälkeen ulkomaista nettosaamista, ja lainattu valuuttavarantokin oli melkein vain taskurahoja kansantalou-

den rahoitusvajauksen rinnalla. Suomen Pankista ei ollut alkuunkaan maan maksuvalmiuden hoitajaksi.

Vaihtotaseen ja yksityisen pääomanviennin aiheuttama rahoitusvajaus oli mahdollista kattaa vain valtion erittäin suurella pääomantuonnilla. Jo vuonna 1991 valtio toi nettomääräisesti summan, joka vastasi viittä prosenttia BKT:stä, sitten kumpanakin vuonna 1992 ja 1993 tuotiin valuuttaa 10 prosentin verran suhteessa BKT:hen ja vielä 1994 noin 6 % BKT:stä. Kun valtio lainasi kotimaastakin, niin valtion velka, joka vuonna 1990 oli ollut vain noin 10 %, suureni vuonna 1994 jo lähes 60 prosenttiin BKT:stä. Valtion velkaantuminen näytti hallitsemattomalta ja kestävämmältä. Määrältään ja nopeudeltaan valtion velkaantuminen 1990-alkuvuosien kriisissä vastasi melkein täsmälleen velkaantumista toisen maailmansodan alkuvaiheessa (kuvio 83).

Kuvio 83. Suomen valtionvelka 1930–1999



Lähde: Valtionkonttori.

Tässä tilanteessa olivat aivan epärealistisia myös ne laman aikana usein esitetyt vaatimukset, että Suomen Pankki olisi alkanut luotottaa valtiota. Kysymys ei ollut tässä kriisissä – päinvastoin kuin sota-ajan säännöstellyssä taloudessa – perinteisen ns. setelirahoituksen torjumisesta, vaan valuuttavarannosta. Jos valtiolle olisi annettu suuria määriä keskuspankkiluottoa, rahoitus ei olisi palautunut Suomen Pankkiin pankkien talletuksina, vaan pankit olisivat heti ostaneet näillä rahoilla Suomen Pankin valuuttavarantoa. Sitä ei olisi ollut.

Kansantalouden kokonaisrahoituksen yleiskuva oli se, että valtion ulkomailta ottama ja sen alijäämän kautta talouteen purkautuva rahoitus valui pankkien ulkomaisten velkojen maksun ja aluksi vaihtotaseen alijäämänkin kautta takaisin ulkomaille. Suomen Pankilla ei ollut käytännössä juuri mahdollisuuksia osallistua tähän tavattoman laajaan rahoitustoimintaan, vaikka maksut menivätkin Suomen Pankin kautta. Vielä vuosina 1991–1992 Suomen Pankki pystyi rahoittamaan osan ulkomaille menneestä valuutasta, mutta sen jälkeen kaikki oli valtion varassa. Valtio turvasi täysin Suomen Pankin ulkomaisen maksuvalmiuden erityisesti vuonna 1993. Suomen Pankkikin olisi tietysti voinut lainata jonkin verran mutta ei läheskään vaadittavia valuuttamääriä.

\*

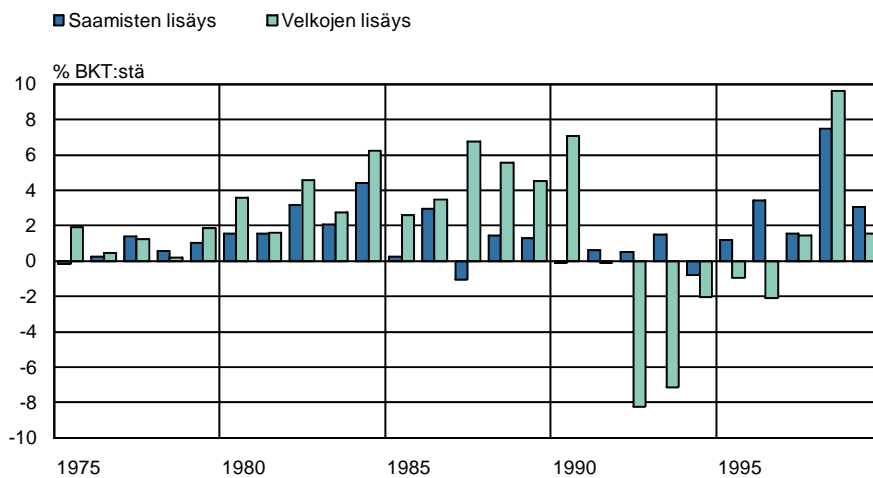
Suomen maksutaseen pääomanliikkeiden kehitystä leimasivat vuosina 1987–1994 pankkien ja valtion hyvin suuret erät. Aluksi neljä vuotta jatkui pankkien rajua pääomantuontia (kuvio 84). Vuosina 1987 ja 1990 tästä tuonnista jäi jonkin verran Suomen Pankin valuuttavarantoon. Sitten vuodet 1991–1994 olivat valtion suuren lainanoton aikaa (kuvio 85). Viimeisenä näistä vuosista valtion tuomat valuutat jäivät Suomen Pankin varantoon. Siinä vaiheessa vaihtotase oli jo ylijäämäinen.

Yritysten suoraan ulkomaiden kanssa tekemät sijoitukset ja velat olivat nettomääräisesti varsin pienet näinä vuosina. Sama pätee muihin rahoituslaitoksiin. Ne lainasivat hiukan vuosina 1991 ja 1992. Valuuttatilannetta helpotti jonkin verran vuoden 1993 alusta vapautettu osakkeiden myynti ulkomaille. Ulkomaalaiset ostivat seuraavina vuosina osakkeita vuosittain määrän, joka vastasi paria prosenttia kunkin vuoden BKT:stä.

Säännöstelykauden päättyminen näkyy hyvin siinä, miten 1980-luvun alkuvuosien säännöstellyt pienet sektorikohtaiset nettovirrat vaihtuivat vuodesta 1987 alkaen laajaksi räjähtäneeseen pankkien ulkomaiseen lainanottoon (kuvio 86). Suomessa toteutettu pääomanliikkeiden vapauttamisen vaikutus pelkistyi oikeastaan yksinomaan tähän pankkien yllättävään luottovyöryyn, ja nimenomaan vasta, kun pääomantuonti kotimarkkinayrityksille syksyllä 1987 sallittiin. Tosin markan vastaiset spekulatiot vuonna 1986 saattoivat aiheuttaa sen, ettei luottojen välitystä teollisuusyrityksille ja varustamoille vielä tuolloin aloitettu. Valuuttakurssiodotusten suuntahan vaihtui äkkiä juuri vuoden 1987 alkaessa.

Kuvio 84.

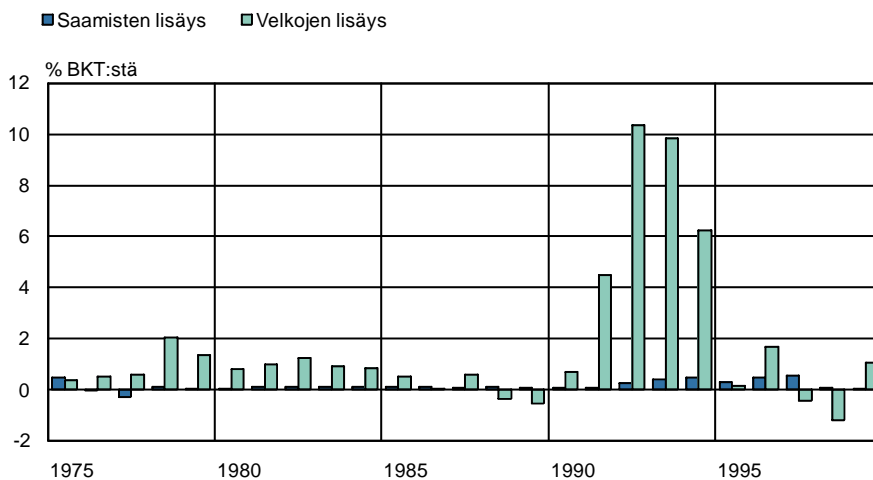
### Rahalaitosten ulkomaiset saamiset ja velat: virrat



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 85.

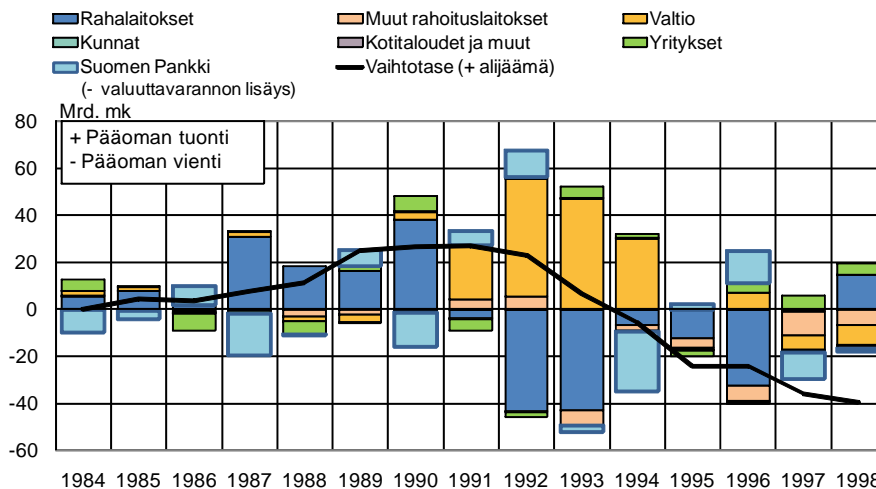
### Valtion ulkomaiset saamiset ja velat: virrat



Lähteet: Suomen Pankki ja Tilastokeskus.

Kuvio 86.

## Vaihtotaseen rahoitus



Lähde: Suomen Pankki.

Suomen pääomanliikkeiden vapauttamisen analyysi olisi syytä keskittää pankkien ja niiden valuuttaluottoasiakkaiden käyttäytymisen selvittämiseen. Läheskään vastaavaa valuuttaluottojen vyöryä ei nähty Ruotsissa, vaikka jonkin verran sielläkin valuuttaluottoja käytettiin. Sittemminhän tätä maan ulkomaisen rahoituksen vaarallisinta muotoa – lyhytaikaista ulkomaan rahan määräistä pankkirahoitusta – on käytetty paljon mm. EU:n uusissa jäsenmaissa.

## 2.22 Kriisin pohja lähestyi

Vuoden 1992 päättyessä kansantalouden näkymät olivat yhä synkät. Ulkoinen ympäristö oli arvioitua heikompi, vientihinnat eivät nousseet odotetusti ja kotimainen kehitys oli odotettua huonompaa yhä edelleen. BKT:n supistuminen vuonna 1992 näytti olleen arvioitua suurempi,  $-1,5$  prosentin asemasta  $-2,0$  %. Samoin se olisi seuraavanakin vuonna. Työttömyys, valtion alijäämä ja pankkikriisi tulisivat olemaan aivan uskomattomia. Työttömyysprosentti oli jo 17.

Suomessa oli Englannin jälkeen Länsi-Euroopan löysin rahapolitiikka, tai vähiten kireä, tuottokäyrällä mitattuna. Suomen rahamäärät olivat kasvaneet kohtuullisesti, ja lyhyet korot olivat alhaalla. Suomen Pankin johtokunta käsitteli säästöpankkien toivottomia ongelmia.



Vuosi 1993 näytti synkältä, mutta saattoi toivoa, että käännepisteen ennakkoinnissa tehtäisiin taas virhe, kuten aina ennenkin.

Vuoden 1993 alussa uudistettiin pääomatulojen verotusta, ja verokanta asetettiin 25 prosenttiin. Yritysten verokanta aleni selvästi, mutta veroinvestointeihin houkutelleita vähennyksiä karsittiin. Uudistuksessa lähdeveron alaisten korkotulojen verokanta, jota oli asteittain nostettu 10 prosentista vuonna 1991, asetettiin 20 prosenttiin vuonna 1993. Tästä se nousi 25 prosenttiin vuonna 1994.

Tammikuussa 1993 Bundesbank ei laskenut korkoja ja Irlannin punta oli sortumaisillaan – ja sortuikin; maassa toteutettiin 10 prosentin devalvaatio. Tanskan kruunu oli valuuttakurssimekanismeissa heikoimpana. ERM melkein hajosi, välillä siitä ei näyttänyt jäävän jäljelle mitään. Englanti laski koron 7 prosentista 6 prosenttiin, ja punta heikkeni pari prosenttia.

Suomen markan kurssi saatiin vakautettua vain suurilla valuutan myynneillä. Markka oli silti heikentynyt, ecuindeksi oli yli 117. Ecu arvo oli siis noussut kellunnan lähtötilanteesta 17 %, eli markka oli devalvoitunut ecuun nähden noin 15 %. Valuuttakurssin analysoinnissa katseltiin yhä yleensä ecuindeksiä, mutta näkökulma oli siirtymässä yhä enemmän Saksan markan markkakurssin seurantaan.

Ruotsi oli ensin puolustanut kruunua pitkään erittäin kireällä politiikalla, mutta kellunnan alettua korkojen annettiin painua ja kruunun kurssin heiketä. Kruunu heikkeni markkaan nähden markan kelluntaa edeltäneelle tasolle, ja vuoden 1993 aikana sen heikkeneminen jatkui. Kruunu veti markkaakin mukanaan. Se teki tilanteen epävarmaksi.

Suomen Pankin politiikka oli vuoden 1993 alkaessa vähän neuvotonta. Kellunnan jatkuminen oli epävarmaa, ja korkopolitiikassa vallitsi laaja mielipiteiden hajonta. Markkinaoperaatioiden puoli oli valmiimpi painamaan korkoja alas kuin politiikkaa valmisteleva puoli. Henkilökohtaiset näkemyserot voimistuivat. Interventiojärjestelmästäkin väiteltiin, ja markkinaoperaatioita tekevät eivät pitäneet sitä hyvänä. He kokivat, että interventiojärjestelmässä oli vaikea ohjata korkokehitystä halutulla tavalla. Kesällä 1992 luotu maksuvalmiusjärjestelmä oli tarkoitettu reagoimaan erityisesti devalvaatiospekulaatioihin. Kellunnan aikana samanlaisia spekulaatioita ei enää ollut.

Taustalla oli myös välitavoitetta koskeva hämmennys. Välitavoitetta ei ollut Suomen Pankissa kellunnan aikana määritelty, osin kellunnan jatkumisen epävarmuuden vuoksi. Tuottokäyrää, rahamäärää ja muitakin vaihtoehtoisia välitavoitteita oli tarjolla. Valuuttakurssia ei mielletty välitavoitteeksi, koska kelluttiin, mutta käytännössä se varsin suuressa määrin oli. Kellunta oli ollut koko ajan sopeutumista paineisiin, erityisesti ulkopuoliseen paineeseen alentaa korkoa mihin hintaan

hyvänsä. Niinhän se oli rahapolitiikassa usein: piti olla oma linja, mutta sille ei ollut paljon käytännössä tilaa.

Julkisuudessa syntyi keskustelua, oliko kellunta puhdasta vai ei. Suomen Pankistakin sitä sanottiin puhtaaksi, mutta toisaalla sanottiin, ettei se ole missään puhdasta. Keskustelu oli teoreettista ja turhaa, koska Suomessa oli kysymys aivan eri käytännöstä kuin teoria edellytti. Periaatteessahan kellunta on aitoa, jos keskuspankki ei osallistu valuuttakauppoihin. Nyt kuitenkin Suomen Pankin kautta meni valtavan suuri valuuttavirta. Markka liikkui epämääräisen ja epäilemättä ”likaisen” kellunnan mukaan.

Suomen valtio toi kymmenien miljardien markkojen edestä ulkomaista rahoitusta, jotka se vaihtoi markoiksi Suomen Pankissa. Näitä vaihtoja ei sanottu interventioiksi. Toisaalta Suomen Pankki teki interventioita, kun se myi näitä valuuttoja pankeille ja yrityksille, jotka maksoivat kiihkeästi pois ulkomaisia velkojaan. Valtio toi tammikuussa 1993 taas 13 mrd. markkaa. Tuettiin markkaa vai ei? Tuettiin sikäli, että myytiin pois valtion tuomia valuuttoja. Mutta ainoa varsinainen markan tuki oli tuo mittasuhteiltaan tavaton, kansainvälisestikin poikkeuksellinen valtion ulkomainen lainanotto, noin 10 % BKT:stä sekä vuonna 1992 että 1993. Ilman sitä Suomen markkaa ja taloutta olisi kohdannut paljon toteutunutta suurempi tuho.

Ankea keskustelu talouden tilasta jatkui tammi-helmikuun 1993 vaihteessa. BKT-luvut kertoivat edellisen vuoden kasvun olleen -3,5 %; pankkitoiminnan yli 20 prosentin supistuminen ei ollut ennakkotiedoissa mukana. Takellellä ja uusia julkaisuperiaatteita rikoen tuli julkisuuteen uusi työministeriön työttömyysluku. Joulukuussa oli työnhakijoita 461 000 eli 18,6 % työvoimasta. Se oli Euroopan suurin lukema. Espanjan ja Irlannin luvut olivat 15–16 %. Talous taantui, velkaongelmat kasaantuivat. Suljettu sektori oli kärsinyt raskaasti. Kukaan ei tiennyt, mitä tehdä. Saksan uutiset eivät viitanneet koron laskuun.

Julkaistu vaihtotaseen 22,8 mrd. markan vaje vuodelta 1992 oli selvästi suurempi kuin odotettu, koska siihen oli sisällytetty suomalaisten yritysten ulkomaisia tappioita 3,5 mrd. markkaa. Ne koostuivat yritysten kansainvälistymiskustannuksista. Lisäksi tulisivat, jos ne kuuluisi vaihtotaseeseen kirjata, suomalaisten pankkien 2,5 mrd. markan ulkomaiset luottotappiot – Skopin seikkailuja Amerikassa pitkälti.

Keskusteltiin, vastaisivatko edut, jotka saataisiin korkojen painamisesta alas, valuuttakurssin heikkenemisestä aiheutuvia kustannuksia. Kysymys oli kotimarkkinayrityksistä, sillä vientisektori ei enää devalvoitumista tarvinnut. Kotimarkkinayritysten tulot olivat markkamääräisiä mutta tuontipanokset ja suuri osa veloistakin 30–40 % kallistuneiden valuuttojen määräisiä. Näkemys oli, että korkoja ei ole

kuitenkaan mahdollista alentaa kuin pari prosenttiyksikköä, mutta indeksi heikkenee varmasti prosenteissa paljon enemmän. Markkina-koron alentaminen yhdellä prosenttiyksiköllä toi suljetulle sektorille edun, jonka vei ilmeisesti suunnilleen 3 prosentin devalvoituminen. Tämä vastasi pääpiirteissään sitä, miten korko ja kurssi ekonometrisen mallin mukaankin menivät. Karkeasti arvioiden suljettu sektori varmaan kärsi ainakin lyhyellä aikavälillä koron laskusta enemmän kuin hyötyi. Siis suo siellä, vetelä täällä.

Tammikuun 1993 lopulla markan ecuindeksi heikentyi pari prosenttia eli jo yli 120:n. Yritykset alkoivat hermostua tilanteeseen, samoin hallituksen ja opposition pankkipaketti- ja elvytysriitaan. Valuuttaa meni Suomesta ulos. Oli kaavailuja myydä valuuttaa niin, että ecuindeksi vahvistuu. Toinen mahdollisuus oli antaa ecuindeksin heiketä. Saattoi epäillä, että se voi mennä 125:een, eli se ”yliampuu”, niin kuin teorit sanovat. Ruotsin kruunun ecukurssi oli jäänyt 118:een (taso ennen kruunun kelluntaa oli 100). Poliitikkojen piirissä vahvistui halu alentaa korkoja, kuten akateemiselta suunnalta esitettiin. Mutta markka heikkenisi, ja revalvoitumisodotusten luonti oli toivotonta. Tulisi kovat tulonjako- ja inflaatiopaineet. Valuuttavelkaisia kotimarkkinayrityksiä kaatuisi paljon. Suomen Pankin johtokunta ei halunnut korkojen nousevan yli 11 prosentin.

Koivisto puhui taas kovasti velkaelvytystä vastaan. Hän tunsu hyvin tilanteen ja esiintyi tiukasti toteutetun politiikan puolesta. Tällä kertaa puheella ei ollut juuri vaikutusta: indeksi oli heikko ja korot laskivat. Suomen Pankki oli ilmeisesti antamassa periksi politiikan paineille. Mutta korkojen piti laskea todella paljon, että se vaikuttaisi. Perusongelma oli yksityinen velka. Se oli siirrettävä laajasti valtiolle, sosialisoitava. Poliittisista ja käytännön syistä sitä ei voitu siirtää suoraan. Niinpä se siirtyi tavallaan konkurssien kautta hitaasti ja pitkitti kriisin vuosien mittaiseksi. Ehkä pikku yritysten valuuttavelat tai ainakin kurssiriskit olisi pitänyt siirtää suoraan valtion vastuulle?

Liikepankkien johtajat yrittivät korostaa, että kriisi oli ollut säästöpankkikriisi, vaikka kaikki tekivät suuria tappioita. Pankkitarkastusvirasto valitteli ongelmiaan, epävarmuutta, epäselvyyksiä vastuissa ja suunnitelmissa. Riskienseuranta Suomen Pankissa oli jokseenkin mahdotonta. Suurten hoitamattomien luottomäärien vuoksi kukaan ei enää tiennyt pankkien korkoriskejä, likviditeettiriskejä, valuuttakurssiriskejä – ei paljon mitään. Pankit valittivat taas uusia tilastoja. Rahoitusmarkkinaosasto oli pannut liikkeelle hoitamattomia luottoja koskevan kyselyn.

Devalvoitumiseen suhtauduttiin yhteiskunnassa välinpitämättömästi, odotettiin revalvoitumista. Mutta kuka sijoittaisi markkaan, ja vaihtotaseen ei ennustettu menevän merkittävästi ylijäämäiseksi. Sen

vähäisen pääoman, joka nettomääräisesti tuli, Suomen Pankki joutui ostamaan varantoonsa. Sinne tarvittiin lisää ainakin 50 mrd. markkaa.

## 2.23 Inflaatiotavoite

Suomen Pankki asetti helmikuussa 1993 rahapolitiikan ohjenuoraksi kahden prosentin inflaatiotavoitteen. Pyrkimyksenä oli vakiinnuttaa inflaatio pysyvästi kahden prosentin tasolle vuoteen 1995 mennessä. Inflaation mitaksi otettiin pohjainflaatioindikaattori, joka laskettiin vähentämällä kuluttajahintaindeksistä välillisten verojen, tukipalkkioiden, asuntojen hintojen ja asuntolainojen korkojen vaikutus.

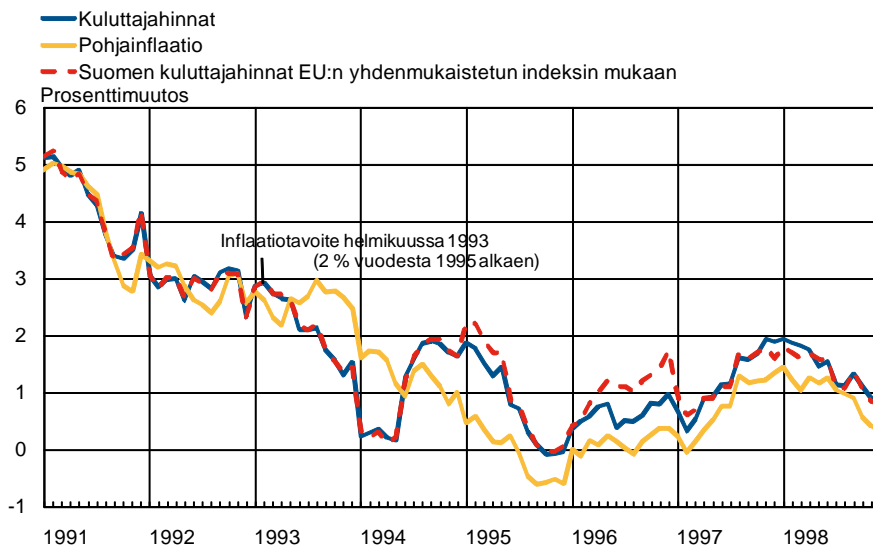
Inflaation rajaaminen oli tietysti ollut vanhastaan keskuspankkien, Suomen Pankin, tavoite. Inflaatiotavoiteajattelu oli pelkistetty, äärimmillään akateeminen teoreettinen rakennelma. Sen mukainen rahapolitiikka oli omaksuttu edellisinä vuosina useissa maissa. Siitä oli olemassa eri versioita, melko puhdasoppisen teoreettisista hyvin käytännönläheisiin. Suomen Pankin omaksuma versio oli maltillinen, maltillisempi kuin Ruotsin keskuspankin.

Tavoitteeksi asetettiin siis vakiinnuttaa inflaatio pysyvästi kahden prosentin tasolle vuoteen 1995 mennessä. Korostettiin inflaation vakauttamista täsmentämättä kuitenkaan yleisesti tavoitteen aikajännettä (esimerkiksi 1–2 vuotta) tai politiikkasääntöä, kuten Ruotsi teki. Poliittikasääntö olisi sitonut korkoratkaisut melko suoraan inflaatioennusteisiin. Tavoitetta asetettaessa (pohja)inflaatio oli jo alle 3 prosentin (kuvio 87).

Tärkeää 2 prosentin inflaatiotavoitteessa oli kuitenkin, että se ei ollut vain Suomen Pankin, vaan myös Saksan ja Länsi-Euroopan tavoite. Siihen oli Suomessa pyrittävä, jos EY-hakemus myös rahaliiton, EMUn osalta otettiin tosissaan. Saksan inflaatio oli tosin siinä vaiheessa nopeampi kuin Suomen (kuvio 88). Pohjimmiltaanhan Suomen Pankin tavoite ei muuttunut – se sai vain uuden muodon – olihan aikaisemminkin pyritty sitoutumaan länsieurooppalaiseen rahapolitiikkaan, mutta silloin kiinteän valuuttakurssin välityksellä. Tunnelma oli jopa Suomen Pankissa osin epäuskoinen. Pankkiin kohdistuvien hyökkäysten odotettiin kireäksi koetun tavoitteen myötä edelleen lisääntyvän. Niin yksimielinen oli suomalainen julkisuus vakaan rahan arvon turmiollisuudesta.

Kuvio 87.

## Suomen kuluttajahinnat



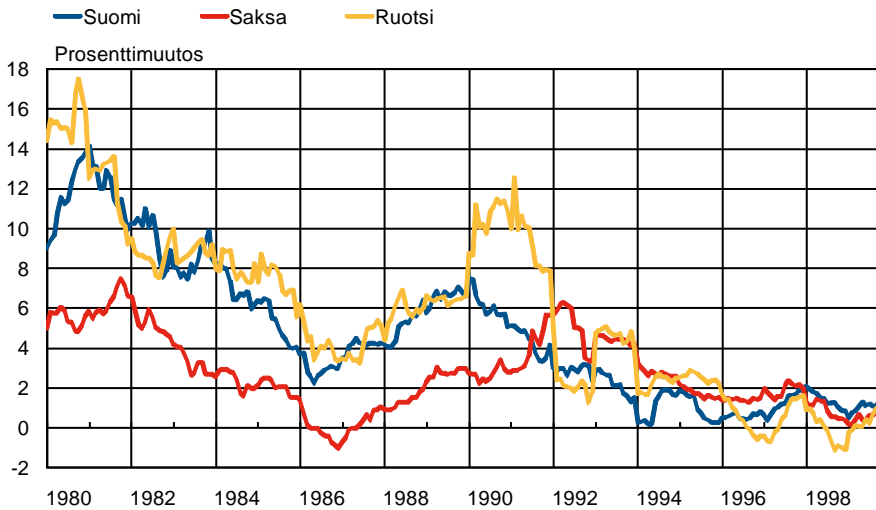
Lähde: Tilastokeskus.

Kahden prosentin inflaatiotavoite ei mennyt yhteiskunnassa heti läpi. Pääministeri totesi, ettei hallituksella ole inflaatiotavoitetta, ja oli suorastaan epäileväinen sen suhteen. Kaupan johtajat kaipaillivat yhä reipasta yli 5 prosentin inflaatiota kiinteistöjen arvoa korjaamaan. Kuitenkin hintakehitys oli jo kaartumassa oleellisesti maltillisemmaksi kuin säännöstelykaudella. Suomen Pankissa pelättiin yhä markan heikkenemisen tuomia inflaatiopaineita.

Suomen Pankki ei alkanut julkaista inflaatiotavoitteeseen liittyvää erityistä inflaatioreporttia, kuten mm. Ruotsi teki. Kesällä 1993 oli kuitenkin tarkoitus aloittaa suomenkielinen Suomen Pankin neljännesvuosijulkaisu, josta piti tulla rahapolitiikan puhetorvi. Uudenlaisen selittelytarpeen kelluvan kurssin tuoma rahapolitiikan itsenäisyys toikin. Koko ajan oltiin kuitenkin epävarmoja valuuttakurssin jatkon suhteen. Kirjoiteltiin papereita sekä uudesta kurssin sidonnasta ja että keltuntaindikaattoreista. Hallituksella oli isojen päätösten aika: ydinvoimala, pankkituki ja monta muuta. KOP päätti yrittää pelastaa itsensä ja järjesti osakeannin, kansallistalkoot.

Kuvio 88.

## Suomen, Saksan ja Ruotsin kuluttajahinnat



Lähteet: Tilastokeskus ja OECD.

Kansainvälisestä valuuttarahastosta IMF:stä kävi kanadalaisia Suomen Pankissa valistamassa kelluvien kurssien järjestelmästä. Kanadalaisilla oli pitkä kokemus tästä, sillä Kanadan dollari oli kellunut jo ennen Bretton Woods järjestelmän kaatumista. Näiden vierailijoiden mielestä Suomen Pankki tarvitsisi nyt välitavoitteen, lähinnä jonkin rahanindikaattorin heijastelemaan tavoitteen toteutumista. Raha-aggregaattoreita yritettiin parantaa ja kehittää niiden analyysiä, mutta niille ei tullut keskeistä asemaa. Myös OECD:n tutkijat yrittivät kirjoittaa raporttiinsa rahan tarjonta-asetelmasta Suomessa. Pankkien taseen ”muut erät” hallitsivat rahamäärän vaihteluja, koron maksut, valuuttakurssimuutokset ym. Rahan määrä oli kuitenkin kehittynyt luottoihin nähden vakaasti edellisinä vuosina. Ulkomaisten velkojen maksu rahan tarjonta-asetelmassa kyllä näkyi, mutta eihän se (taseteknisesti) vaikuttanut rahan määrään.

Hallitus esitti ydinvoimalan rakentamista. Suurteollisuuden johtajien ainoa pelastusrenkas tuntui olevan ydinvoimala. Rakentamispäätöstä oli yritetty ajaa läpi väkisin. Hallituksen päättämättömyyden selkein esimerkki oli teollisuusjohtajien mielestä ollut tuon päätöksen viivyttely. Yrityskenttä takoi täysillä. Vientiteollisuus sai laman myötä kaiken haluamansa ja ylikin: devalvaation, EY:n, ydinvoimalan ja paljon muuta.

## 2.24 Talouspolitiikan kriisikuukaudet vuoden 1993 alussa

Kotimainen kysyntä oli vuoden 1992 lopulla ollut vielä heikompi kuin luultiin. Ei näkynyt juuri myönteistä kehitystä. Ilmoitus peruskoron laskusta 4.2.1993 tuli vähän yllättäen. Se sattui samaksi päiväksi kuin Saksan koron pieni lasku, jota pidettiin kuitenkin yleisesti alkuna selvälle korkojen laskulle Euroopassa. Bundesbank oli tuhonnut integraationäkymät, ja pahaa tuhoa se teki Euroopan talouksillekin. Koron laskun myötä Suomessakin alkoi näyttää hiukan valoisammalta, mutta oli täysi syy pelätä, että kansa pettyisi ja poliitikot: alhaisistakaan koroista ei ollut odotettavissa nopeaa helpotusta.

Helmikuussa 1993 korot todellakin alkoivat laskea niin Suomessa kuin yleensä Euroopassa. Heliborit alenivat 9 prosentin pintaan, pitkät korotkin kymmeneen, lähelle Ruotsin tasoa. Markan kurssi oli ecu-indeksillä mitattuna 125 ja uhkasi heiketä edelleen. Ecu:n kurssi oli noussut marraskuun 1991 devalvaatiota edeltäneeltä tasolta 15 kuukaudessa markkaan nähden melkein 40 %. Dollarinoteeraus tuli 6,0000 markkaan. Heikoimmillaan ecuindeksi kävi 130:ssä ja dollari 6,10:ssä, mutta sitten Suomen Pankki myi valuuttaa ja indeksi putosi takaisin 125:een. Valuutan myynti auttoi, mutta sama oli tehtävä aina uudestaan.

Suomen Pankki laski ohjauskorkoa helmikuussa 1993; sisäisesti oli suositeltu parin prosentin alentamista. Markan kurssi oli jätetty suosituksessa määrittelemättä, ja sitä tuettaisiin sikäli kuin on varoja. Valtio ei aikonut tuoda valuuttoja paljon lähiaikoina, joten varantoa menisi. Korot olivat laskeneet muuallakin, joten ei korkokokeilu ollut kokonaan kotitekoista.

Markan indeksi heilui rajusti 11.2.1993 ensin hiukan ylös (heikommaksiksi), sitten 5 % (!) alas ja taas ylös. Suomen Pankki katkaisi heilunnan 100 milj. Saksan markan interventiolla. Ohuet markkinat tekivät uskomattomia liikkeitä. Eipä ollut hauska käydä markalla kauppaa. Pankeilla oli melkein prosenttiyksikön spreadit valuuttojen myynti- ja ostohinnan välillä, joten ei kauppa käynytkään, mutta suunta oli selkeästi markkaa vastaan.

Koronlaskuepisodi sai pian kritiikkiä markkinaoperaatioita toteuttavien puoleltakin, vaikka juuri he olivat halunneet painaa korkoja alas. Ohjauskorkoa saatiin lasketuksi runsas prosenttiyksikkö, mutta markan maine meni taas pahasti. Valuuttakurssi heilui minne hyvänsä, jos sitä ei lähes joka päivä tuettu. Varanto uhkasi loppua lähiviikkoina, ellei valtio lainannut ulkomailta, ja se ei halunnut lainata, kun kotimaasta alkoi saada rahoitusta halvemmalla.

Kesken kriisin 23.2.1993 hyväksytty pankkiponsi ei heti vakauttanut tilannetta. Helmikuun 1993 lopussa markka taas heikkeni ja valuuttaa myytiin. Ainoa mahdollisuus tuntui olevan, että valtio toisi taas runsaasti ulkomaista pääomaa. Harkittiin, pitäisikö kurssi päästää heikkenemään nyt heti, mutta ei sekään tuntunut hyvältä vaihtoehdolta. Jatkuva heikkeneminen vain herätti odotuksia lisäheikkenemisestä. ABB:n tunnettu johtaja ehdotti Ruotsissa korkojen puolittamista ja oli esittänyt Suomen varottavana esimerkkinä korkean koron politiikasta. Mutta Ruotsin keskuspankki oli vain yrittänyt operoida korkoja ylöspäin. Suomi-kuva oli huono niin Brysselissä kuin muuallakin.

Maaliskuussa 1993 oltiin kriisitunnelmissa. Pankkivaltuustokin oli herännyt huomaamaan yritysten velkojen maksun, valuuttakurssin heikkenemisen sekä viennin ja tuonnin nopean muutoksen ongelmat. Suomen Pankissa tehtiin selvityksiä maan maksuvalmiuskriisin varalle. Valmisteltiin yleistä talouspolitiikan ohjelmaa. Tehtiin kriisisuunnitelmia: mitä tehdään, jos Suomesta loppuu raha. Selvitettiin myös – aika lailla epäuskoisesti – mitä tehdään, jos säännöstellään. Pankkikriisin hoitoon piti saada selvyys ja yksityisen sektorin valuuttaluotoille piti saada jatkoa.

Kriisitunnelmiin kuului tieto, että Standard & Poor's oli pudotta-  
massa Suomen valtion luottoluokitusta, mahdollisesti jopa kaksi luokkaa AA+:-sta AA-:een. Sitä pidettiin kovana iskuna, koska maan rahoitus oli valtion ulkomaisen lainanoton varassa. Luokituksen muutokseen varauduttiin. Kahden pykälän pudotus voisi romahduttaa Suomen markan, eikä varantoa sen tukemiseen juuri ollut. Romahdus lamauttaisi edelleen kotimaista sektoria ja kaataisi valtionalouden. Velkakriisin mahdollisuus oli aivan ilmeinen, joskaan ei vielä todennäköinen. Valtiovarainministeriön virkamiehet olivat menossa Japaniin ja aikoivat tuoda sieltä luottoa ehkä jopa 10 mrd. markkaa.

Maaliskuun 1993 puolivälissä valuuttaa yhä meni pois Suomesta. Pankkien ulkomainen velka oli supistunut kahdessa vuodessa 65 mrd. markkaa luottojen kuoletuksina ja 12 mrd. termiinikatteenä. Jotta päädyttäisiin 1980-luvun puolivälin tasolle, velka supistuisi vielä 50 mrd. markkaa. Valuuttavaranto oli alle 20 mrd. markkaa. Melkoinen valuuttakriisin mahdollisuus oli edelleen lähiviikkoina.

Epäselvyys vallitsi talouden hoidosta: Pitikö politiikan olla voimakkaasti kiristävää vai voimakkaasti keventävää? Miten vältetään perusteellinen romahdus? Oli jo lähellä ohjelma, joka panisi suomalaisen yhteiskunnan monilta osin uusiksi. Lainaa piti saada, mutta velkaantunutta taloutta ei lisävelalla ajan mittaan auteta. Mahdollisuus, että Suomi joutuisi velkasaneeraukseen tai jonkinlaiseen rahoituksen säännöstelyyn ei ollut enää teoriaa, vaikka siihen ei vielä uskottu. Jotkut esittivät, että kriisistä ei selvitä ilman säännöstelyä, mutta useim-



mat, että säännöstely olisi joka tapauksessa käytännössä mahdoton. Kunnolliseen säännöstelyyn ei ollut edes valmiuksia.

Maksuvalmiustukena olisi ollut ensisijaisesti IMF:n rahoitus, joka ei olisi ollut erityinen katastrofi, mutta olisi edellyttänyt IMF:n asettamaa tiukkaa talousohjelmaa. Suomen Pankissa vallitsi kuitenkin näkemys, että Kansainvälinen valuuttarahasto nimenomaan edellyttäisi säännöstelystä pidättymistä luottojärjestelyjen ehtona. Mutta miten hoidettaisiin akuutti kriisi? Miten kehittyisivät korko ja kurssi? Arvioitiin lopulta kuitenkin, etteivät säännöstelytyypiset ratkaisut olleet nyt niinkään lähellä kuin edellisenä syksynä 1992.

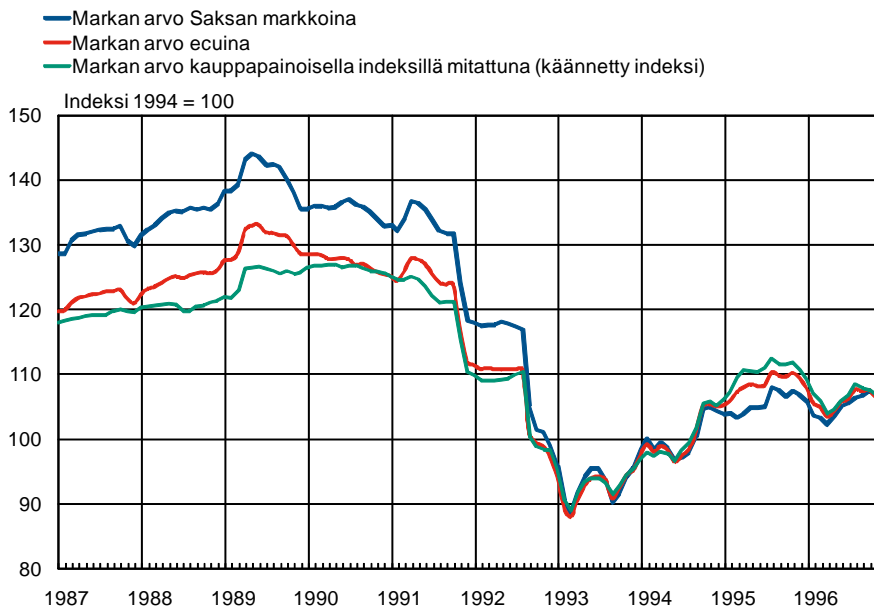
Markkinat ottivat lopulta yllättävän rauhallisesti vastaan Standard & Poor'sin tekemän valtion luokituksen alennuksen kahdella pykälällä. Suomen Pankkikin rauhoitteli julkisuudessa. Ruotsin valuuttakurssin vahvistumisesta alkoi olla arvailuja. Ruotsin keskuspankki oli kuitenkin tukenut sitä kovasti. Korot oli pidetty Ruotsissa korkeammalla kuin Suomessa. Alkoi myös tuntua, että Saksan koron aleneminen alkaa rauhoittaa Suomenkin tilannetta. Kriisivaihtoehtoja kuitenkin edelleen selvitettiin.

## 2.25 Eurooppa kellui vuonna 1993 – ja Suomikin

Huhtikuun 1993 alkupuolella markka vahvistui monta prosenttia. Tietojen mukaan Postipankki alkoi varautua Masa-Yardsin uuden suuren laivatilauksen maksujen terminointiin ja alkoi myydä valuuttaa ja ostaa markkoja. Siitä lähti lumipalloeefekti. Suomen Pankkikin osti markkoja jo miljardien edestä. Arvioitiin, että pari kuukautta kestänyt kurssin vakautus taisi onnistua melko hyvin, vaikka varanto menikin vähiin. Puheet revalvoitumisesta säilyttivät joitakin. Maahan voi tulla kymmenen miljardia markkaa, sitten taas mennä. Valtion rahaa oli tulossa 7–8 mrd. markkaa. Kriisitunnelmat olivat toistaiseksi ohi.

Suomen Pankissa lähdettiin siitä, että kurssi saisi vahvistua mutta hitaasti, että revalvoitumisodotukset säilyvät (kuvio 89). Huutokauppakoron annettiin laskea 9,04 prosentista 8,90 prosenttiin, että luotiin mielikuvaa uskosta markan vakauteen, mutta valuuttaakin ostettiin. Jotkut pelkäsivät, että varantoa tulisi paljon ja markka vahvistuisi ”liikaa”, niin että tulisi vaatimuksia markan kiinnittämiseksi.

Kuvio 89.

**Markan ulkoinen arvo**

Lähde: Reuters.

Peruskorkoa laskettiin puoli prosenttiyksikköä 7.5.1993. Sillä ei ollut juuri vaikutusta markkinoihin. Korot kuitenkin laskivat pitkän kevättä. Ulkomaankauppa jatkui vilkkaana, mutta vaihtotase pysyi odotettua heikompana, samoin pysyivät kotimainen kysyntä ja työllisyys. Yhä jatkui sama vahvasti kaksijakoinen talouden kehitys: vienti veti, kotimainen kysyntä ei. Vaihtotaseessa oli toukokuussa kuitenkin ylijäämä ensi kerran marraskuun 1988 jälkeen. Toukokuun alussa oli suuren lakon uhka, mutta kun se laukesi, valuuttaa tuli Suomeen neljän miljardin markan edestä.

Korot painuivat jo osin alle 8 prosentin. Ecuindeksi oli hiukan alle 120. Kesäkuussa ulkomaalaisetkin ostivat markkoja ja Suomen Pankki osti valuuttoja. Ulkomaalaiset laskivat pääoma- ja valuuttakurssivoittojen varaan. Pitkät valtion korot olivat jo alle 9 prosenttia, heliborit noin 7,5 %. Yllättävän vahvasti tilanne oli muuttunut, tilapäisesti ainakin.

Kesäkuussa valuuttamarkkinoilla oli epävarmuutta. Ruotsin kruunu heikentyi pisteen tai pari, ja markka seurasi. Pyrkimyksenä oli pitää edelleen markan kurssin vahvistuva suunta, että pääoman tuonti jatkuisi. Johtokunta oli tavoitellut suunnilleen trendiä prosentti kuukaudessa. Operaatiopuolella ihmeteltiin, kuinka pitkälle markka saisi tila-

päisesti heiketä. Kun oli myyty valuuttaa, markan kurssi oli vahvistunut vajaasta 120:stä 118,4:ään. Kaivattiin väljempää rajoja, että marka voisi heiketä esimerkiksi prosentin päivässä.

Heinäkuun 1993 alussa markkinakorot laskivat taas. Vuoden korko meni alle 7 prosentin, kolmen kuukauden korko oli 7,20 %. Saksa laskei korkoja ja vastasi näin koko maailman toiveisiin. Saksan tuotantoon odotettiin vuonna 1993 parin prosentin supistumista. Ruotsi oli epävakaa, ja kruunun heikkous heilutti välillä markkaakin. Rupla oli vahvistunut 1 100:sta dollarilta 1 050:een. Ranskassa oli spekulatioita. Muutamia viikkoja aikaisemmin oli puhuttu, että frangi ottaa Saksan markan paikan EY:n ankkurivaluuttana, mutta Banque de France joutui nyt myymään valuuttaa paljon. Tanskan kruunu oli kovassa paineessa. Reutersin mukaan jokseenkin kaikki EY-keskuspankit ostivat kruunuja.

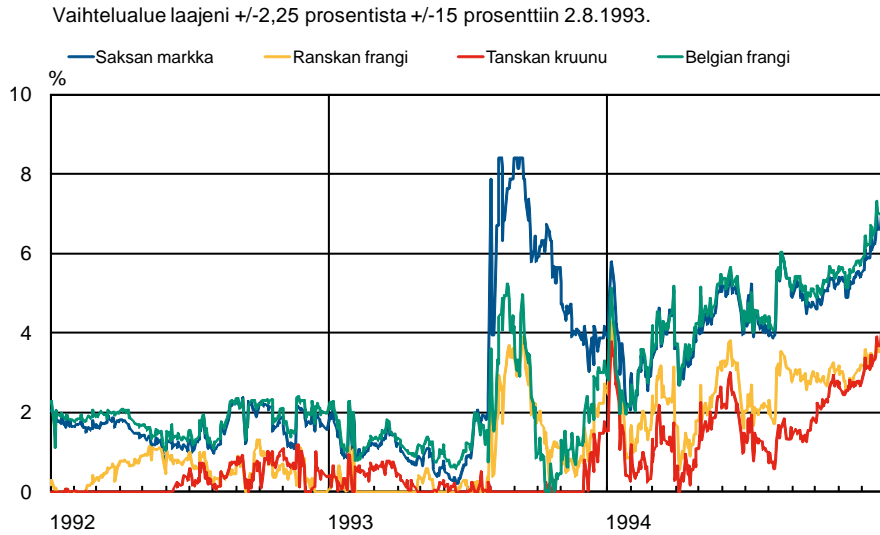
Ranskan poliittinen tilanne saattoi romuttaa talous- ja rahaliiton, ja Saksan perustuslakituomioistuin mietti tiukasti Maastrichtin sopimusta. Euroopan keskuspankkia valmistelleen Euroopan rahapoliittisen instituutin (European Monetary Institute, EMI) tehtävät olisivat alussa vaatimattomia. Sen paikkaa ei ollut vielä päätetty, mutta saksalaiset puhuivat Frankfurtista. Paljon EY-komiteatyötä näytti tulevan Suomen Pankille. EY:ssä rahaliittoa puurettiin hiljalleen eteenpäin.

\*

Viikonloppuna 2.8.1993 ERM-vaihtelualueet laajennettiin (useimpien valuuttojen välisestä) 2,25 prosentista noin 15 prosentiksi kumpaankin suuntaan lukuun ottamatta Hollannin guldenin ja Saksan markan välille jätettyä  $\pm 2,25$  prosentin vaihtelualuetta. Tosiasiassa kaikki valuutat melkein kelluivat. Ranskan frangi heikentyi Saksan markkaan nähden heti pari kolme prosenttia ja Tanskan kruunu tuplasti sen. Kruunu jäi aluksi valuuttakurssimekanismin (ERM) pohjalle (kuvio 90).

Kukapa olisi pari vuotta aikaisemmin uskonut, että elokuussa 1993 valuuttakurssimekanismia ei enää käytännössä ole? Financial Times esitti EY:n valtiovarainministerien ja keskuspankkijohtajien kokouksen kulun. Ensin sekä ranskalaiset että saksalaiset lähtivät siitä, että Saksan marka jättää valuuttakurssimekanismin. Hollanti ei tähän suostunut, vaan ilmoitti, että guldeni lähtee Saksan markan mukana. Sitten myös Belgia ja Luxemburg sekä Tanska ilmoittivat lähtevänsä. Mekanismiin olisivat siis jääneet vain Ranska, Espanja ja Portugali. Niinpä päädyttiin rajojen väljentämiseen, ja kaiketi Ranska halusi ne niin väljiksi, ettei se heti joudu niitä kokeilemaan. Suomessa ei tapahtunut juuri mitään muuta kuin korot hiukan laskivat.

Kuvio 90.

**ERM: poikkeama heikoimmasta valuutasta**

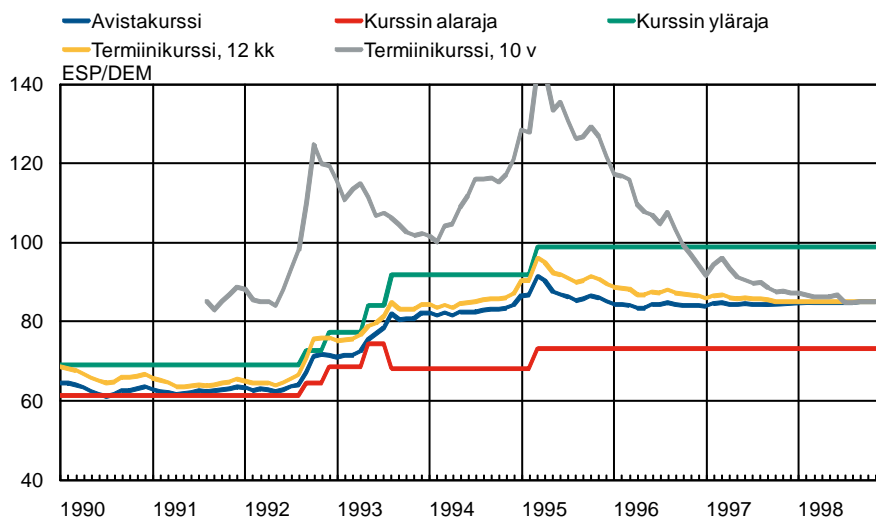
Lähde: Reuters.

Erityisesti Etelä-Euroopan mailla oli vaikeuksia sopeutua valuuttakurssimekanismiin. Se oli ymmärrettävää epävakaa menneisyyden valossa. Etelä-Euroopan maiden valuutat olivat devalvoituneet jo kauan Suomen markkaa enemmän ja devalvoituivat vielä lähivuosinakin. Espanjallakin oli ollut jatkuvasti vaikeuksia pysyä kapeissa rajoissa; tätä osoitti mm. termiinikurssin liikkuminen rajojen ulkopuolella. Espanjassa kesti vielä vuosia, ennen kuin ”10 vuoden termiinikurssi” asettui edes uusiin väljiin rajoihin (kuvio 91).

Valuuttakurssimekanismissa devalvoitumista hoidettiin pienin askelin, lähes liu’uttamalla. Tässä onnistuttiin jotenkuten pääomanliikkeiden vapauduttuakin päinvastoin kuin Suomen markan tapaisen irrallisen valuutan tapauksessa. Valuuttakurssimekanismissa päätös tehtiin yhteisesti ja ainakin periaatteessa laajojen yhteisten tukijärjestelmien suojassa. Järjestelmä oli melkein kuin liukuviin rajoihin kiinnitetty kurssi, ns. crawling peg. Vaihtelurajoja muutettiin pienin askelin, ja kurssi liikkui heikommaksi yleisesti ilman suuria hyppäyksiä. Kokonaisuutena tulevat euromaat devalvoituvat voimakkaasti suhteessa ulkopuoliseen maailmaan eli noin 10 % vuonna 1993.

Kuvio 91.

## Espanjan pesetan kurssi suhteessa Saksan markkaan



Lähde: Reuters.

IMF:n johtokunnassa oli keväällä 1993 keskustelua Suomen taloudesta. Valuuttarahastossa hämmästeltiin Suomen taantuman syvyyttä ja ihmeteltiin sen syitä – kuten me kaikki – mutta sen ihmeellisempiä neuvoja IMF:llä ei ollut antaa. Parin edellisen vuoden BKT-lukuja muutettiin tarkistusten myötä pienemmiksi. Lama vain syveni, mutta vienti veti ja vaihtotase tasapainottui. Peruskorkoa laskettiin  $6\frac{1}{2}$  prosentista 6 prosenttiin. Sekin oli yritys saada liikettä talouteen, mutta mikään ei tuntunut auttavan. Koronlasku oli uhkapeliä. Suomi oli painanut lyhyet korot Euroopan keskimääräiselle tasolle (alle 7 %), mutta pitkissä koroissa, erityisesti reaalisissa, oltiin yhä huipulla. Heinäkuun työttömyysasteeksi tuli 20,4 %. Vientisektorin optimismin vuoksi pörssikurssit olivat nousseet melkein kolminkertaisiksi vuodessa.

Lehtimiehet ihmettelivät, kun lama ei lopu. Ensin oli uskottu, että devalvaatiot hoitavat sen. Nyt ei puhuttu enää siitä. Seuraavaksi ajateltiin, että korkojen lasku hoitaa asian. Nyt vallitsi syvä epäilyskorkeuskoelvytyksestäkin; korot olivat tulleet alas, mutta mikään ei käynnistynyt. Sen sijaan nyt kaipailtiin isompia budjettialijäämiä. Valtiovarainministeri Viinanen oli kuitenkin tiukkana. Tämä lama ei ollut hoidettavissa rahaa painamalla eikä loputtomasti edes valtionvelalla. Belgian valtio oli vaikeassa velkatilanteessa, sen velka oli kaksinkertainen Suomen velkaan verrattuna. Mutta Suomessakin tuli vuosittain yli 10 prosenttiyksikköä lisää.

Varantoa oli mennyt hiljalleen taas loppukesällä 1993. Sitä myytiin heinäkuun toiseksi viimeisellä viikolla melkein 10 mrd. markan edestä. Kulun partaalla kuljettiin. Ruotsissa vaadittiin koron voimakasta laskua valuuttakurssin kustannuksella. Sillä olisi tietysti luottotappioita alentava vaikutus, mutta se luo epävarmuutta. Vallitsi täysi epävarmuus lähivuosien kehityksestä. Oli muutakin epävarmuutta markkinoilla: koko maailmantalous, EY:n kehitys. Norjan vaaleissa EY:n vastustajat menestyivät. Valtion pitkien markkapapereiden markkinat olivat hermostuneet ja suorastaan kriisin partaalla. Ulkomailta tuli pieniä eriä, ja silti markkinatakaajien salkut alkoivat olla täynnä. Korot nousivat kolmasosaprosentin, mikä oli paljon. Ecuindeksi heikentyi 124:n tuntumaan. Jos yksikin 500–1 000 miljoonan markan sijoittaja olisi tyhjentänyt salkkunsaa, valuutta- ja obligaatiomarkkinat olisivat olleet sekaisin. Oli keskustelua, että valtio ostaisi omia papereitaan. Suomen Pankin johto ei ollut siitä innostunut, ei myöskään valtion ulkomaisesta lainanotosta, vaikka se pelasti kaiken edellisenä talvena. Uutisvälineet eivät olleet vielä oikein heränneet tilanteeseen.

Lannoiteverosotku vielä hämmensi tilannetta. Vuonna 1992 maataloudelle oli asetettu viennin rahoitusvero, jonka Tilastokeskus oli pannut veroindeksiin, eli se ei näkynyt kuluttajahinnoissa mutta painoi pohjainflaation olemattomiin. Vuoden 1993 heinäkuussa 12 kuukauden vaikutus poistui ja indikaattori palasi 4 prosentin tasolle – ilmeisen ikävänä yllätyksenä sijoittajille. (Tämä tekijä poistettiin pohjainflaation sarjasta myöhemmin.) Asiasta tiedotettiin liian heikosti. Tämä oli yksi syy markan heikkouteen, Ruotsi toinen ja Suomen nopea korkojen lasku kolmas.

Venäjällä oli syyskuun 1993 lopulla taas kalskeita. Presidentti Jeltsin erotti vanhan kommunistisen parlamentin. Sekasorto oli valtava. Tietysti dollari vahvistui, kullin hinta nousi, samoin öljyn hinta, ja Suomenkin markka heikkeni. Lyhyet korot nousivat jo taas 7 prosenttiin. Ecuindeksi heikkeni ja oli 125,5, ja Ruotsissa se oli yli 130. Mutta ihme kyllä, pari päivää myöhemmin Suomen markka ja Ruotsin kruunu vahvistuivat dollariin nähden, ja Saksan markka heikkeni. Lokakuussa Venäjän parlamentti vallattiin asevoimin.

Kotimaantalous kehittyi syksyllä 1993 yhä huonosti, mutta kuukausittainen vaihtotase oli toisen kerran perättäin ylijäämäinen. Korot oli ajettu alas, lyhyet alle Saksan korkojen ja pitkät samalle tasolle kuin Ruotsissa. Rahamäärissä ei tapahtunut mitään erikoista, valuuttavaranto hupeni huolestuttavasti. Rahapolitiikan suunnittelijat suosittelivat valtion lainanottoa. Johtokunnassa oli haluttomuutta turvautua valtioon – mutta oliko kurssin romahduksen riski parempi? Sellainenkin teoria esitettiin, että korkoa ei voi nostaa, koska ulkomaalaisten

hallussa olevat obligaatiot menettäisivät markkina-arvoaan ja niitä myydään sitten helposti Suomeen. Suomen Pankki ei kuitenkaan voinut vaikuttaa pitkäaikaiseen korkoon.

Syksyllä 1993 tuli pankkilakon tai pikemminkin työsulun uhka. Työnantajapuoli näytti yrittävän viedä kaikki pankkitoimihenkilöiden edellisinä vuosikymmeninä hankkimat erityisedut. Lakon varalta kirjoiteltiin taas varautumispapereita. Talven 1990 lakon mukaan kaimentäisiin, mutta nyt markkinat olivat kehittyneet: oli valtion viitelainojen markkinat ym. Työsulku kuitenkin peruuntui. Vientisektorit yrittivät vaatia noin 5 prosentin palkankorotuksia. Valuuttatilanne on tullut epävarmemmaksi, vaikka ecuindeksi olikin vahvistunut noin tasolle 117–118. Vuoden korko laski alle 6 prosentin.

Vuoden 1993 lopussa mikään ei ollut oleellisesti muuttunut. Tosin Länsi-Euroopan näkymiä pidettiin parantuneina. Suomestakin kuului vähän myönteistä. Teollisuustuotanto kasvoi vahvasti syyskuussa, ja vaihtotaseen ylijäämä oli lokakuussa 1,9 mrd. markkaa, mistä osa tosin tuli loistoristeilijän toimituksesta. Tuontihinnat vaimensivat inflaatiota, asuntojen hinnat olivat joiltakin osin nousseet. Palkkasopimukseen oli pääosin päästy ilman lakkoja. Devalvaatioista oli 1–2 vuotta, mutta työttömiä ei ollut vielä palkattu edes vientisektoriin.

BKT oli neljännesvuosilukujen mukaan jo 15 % alle huipputason ja kotimainen kysyntä enemmän kuin 20 %. Rakennustoiminta oli pudonnut kolmanneksen vuodentakaisesta. Teollisuustuotannon kasvu oli kuitenkin nyt saavuttanut Euroopan keskimääräisen vauhdin. Se oli Suomen rauhan ajan pahin syöksy. Autojen SF-kilpikin oli muutettu FINiksi – Finis Finlandiae.

Pääministeri Ahon tilaama raportti Suomen henkisestä tilasta julkaistiin vuoden 1993 lopulla. Suomessahan oli pelkkä yritysten ylivelkaantumis- ja kannattavuuskriisi, joka tietysti oli vaikea. Sen saattoi arvella selviävän aikanaan. Todennäköisyys, että maa joutuisi köyhtymisen kierteeseen niin, ettei velasta selvitä, oli pieni. Tosin likviditeettikriisin mahdollisuus oli vieläkin. Syvä pessimismi kuitenkin yhteiskunnassa vallitsi. Uutisten mukaan Ahvenanmaalla kerättiin apua Helsingin köyhille. Suuri uutinen oli sekin, että Suomessa oli ollut nälänhätä: 100 000 suomalaista oli nähnyt nälkää. Tiedot kiirivät maailmalle.

## 2.26 Toivo heräsi vuonna 1994

Tammikuussa 1994 Suomen taloudessa näkyi ensi kerran vuosikausiin vähän toivoa. Tuotanto oli kasvanut, eikä työttömyys ollut lisääntynyt.

Mutta Ranska ja Belgia olivat alkaneet syrjiä Suomen metsäteollisuuden vientiä. Markan ecuindeksi vahvistui jo alle 116:n. Edellisten vuosien valuuttakriisi näytti olevan melko varmasti ohi. Koska kotimainen kustannuskehitys oli jäänyt selvästi ulkomaista vaimeammaksi ja tuottavuus oli parantunut poikkeuksellisen paljon, nimellinen valuuttakurssi saattoi hyvinkin nousta parissa vuodessa jopa vuoden 1991 devalvaatiota edeltävälle tasolle, ainakin lähelle.

Lyhyet korot olivat jo tasolla 5–5,5 %. Korkojen toivottiin laskevan edelleen. Se auttaisi ylivelkaantuneita, konkursseja olisi vähemmän, mutta se ei saisi luottopohjaista kysyntää aikaan. Sijoitukset menivät pörssiin, jossa kurssit alkoivat olla korkealla ja jatkoivat nousuaan. Koron lasku ei nyt paljon lisäisi uusia asuntoluottoja.

Ruotsin keskuspankin uusi pääjohtaja Bäckström olikin sanonut ensi töikseen, että koron lasku on jo myöhässä – ja Ruotsin lyhyet korot olivat yli 7 %. Kruunu vahvistui selvästi. Valtavasta 300 mrd. kruunun arvoisesta valuuttapaosta ei ollut vuoden 1993 lopulla vielä palautunut juuri mitään. Kruunu oli devalvoitunut syksystä 1991 jokseenkin yhtä paljon kuin markka, mutta markan ”sisäinen devalvaatio” maltillisten kustannusten kautta oli ollut suurempi. Ruotsin lama jäi hyvin paljon lievemmäksi kuin Suomen. Tuotanto supistui vain vähän parina vuonna, yhteensä noin 6 %. Yksityisen sektorin asema oli Ruotsissa parempi kuin Suomessa.

Tammikuussa 1994 alkoi valuuttamarkkinoilla todellinen ryntäys. Parissa päivässä Suomen Pankkiin tuli valuuttaa melkein 4 mrd. markan edestä. Maturiteeteissa puolesta vuodesta vuoteen korot painuivat jo alle 5 prosentin. Peruskorko alennettiin 5,5 prosentista 5,25 prosenttiin helmikuun alusta. Suomen lyhyet korot olivat melkein prosenttiyksikön alle Saksan korkojen. Lyhyet korot olivat Sveitsin jälkeen Euroopan alimmat. Reaalikorot olivat silti melko kovat. Metsäteollisuuden osakkeet nousivat huomattavasti, ja sellun hintakin nousi.

Suomen laman uskottiin hellittävän, mutta vauhti oli epäselvä. Julkisuudessa povailtiin jo 10 prosentin kasvua. Siinä erehdyttiin. Taloudessa ei nyt investoitu eikä velkaannuttu entiseen tapaan. Ei pelkkä kulutus luonut kasvua. Vielä vuonna 1993 kotimaisen kysynnän vaikutus kasvuun oli 5 prosenttiyksikköä negatiivinen, mutta nettoviennin vaikutuksesta BKT:n supistuminen jäi yhteen prosenttiin. Vasta vuonna 1994 ja sen jälkeen kaikki huoltotaseen kysyntäerät alkoivat tukea kasvua.

Osakekurssit lähentelivät jo reaalisesti historiallisia huippuja. Suomessa oli runsaan vuoden aikana nähty Euroopan nopein koron lasku ja nopein osakekurssien nousu, melkein nelinkertaisiksi. Kansa oli nyt vasta rynnännyt sijoittamaan sijoitusrahastoihin. Ulkomaalaiset olivat jo tehneet noin 15 mrd. markan voitot Suomen osakekurseilla;



tosin voittoja ei vielä ollut realisoitu. Osakesijoitukset oli vapautettu vuoden 1993 alusta. Ulkomaalaiset ostivat Nokian osakkeiden enemmistön ja paljon muutakin halvalla, mutta samalla osakkeiden myynti helpotti valuuttatilannetta.

Joulukuussa 1993 maksutaseessa oli 6 mrd. markan erä suoria sijoituksia ulkomaille – mutta se osoitti paljolti vain ulkomaisen toiminnan tappioiden kattamista. Voitot menivät ulkomaalaisille ja tappiot suomalaisille – valtavia summia kaiken lisäksi. Suomalaiset pelasivat velalla, ulkomaalaiset viisaasti omilla rahoillaan.

Yritysten rahoitusjohtajat olivat muuttaneet termiinasemaansa myyden valuuttoja ja hankkien vahvistuvaa markkaa ja vahvistaen sitä näin edelleen. Sitten he tuskailivat julkisuudessa, kuinka viennistä tulee tappioita, kun markka vahvistuu. Nyt he eivät pelanneetkaan enää Suomen Pankkia vastaan vaan kelluttivat markkaa itseään vastaan. Lyhyet korot laskivat, mutta pitkät eivät. Ecuindeksi oli vahvistunut jo noin tasolle 112. Vienti oli vetänyt niin kauan, että sen täytyi lopulta vaikuttaa myös markan arvoon.

Tammikuun 1994 kuluttajahintaindeksi herätti hämmästyksi: 0,2 % 12 kuukaudelta. Se oli uutta Suomen edellisten vuosikymmenien inflaatiohistoriassa. Hinnat laskivat tammikuussa, ja kun ne vuosi aikaisemmin nousivat yli prosentin, kuluttajahintojen muutos oli melkein nolla. Tämä lienee ollut Euroopan pohjalukema, jos ei maailmankin. Teollisuustuotanto kasvoi 10 %, autoja myytiin tammikuussa kolmannes vuodentakaisista enemmän. Kulutuksen toivottiin lähtevän kasvuun.

Maaliskuun luvut olivat taas heikompia. Kansainvälinen kehitys vastasi odotettua. Suomessa oli ollut vuodenvaihteen tienoilla aktiivisuutta suljetussakin sektorissa, mutta nyt ei taas. Tammikuun työttömyysluku oli yli 20 %. Inflaatiopaineita ei ollut kantohintojen nousua lukuun ottamatta. Velkoja maksettiin pois, luottojen määrä ei kasvanut. Rahamäärät kasvoivat. Rahapolitiikka oli tuottokäyrällä mitaten elvyttävää, lyhyet korot olivat 5 %, pitkät 7 %. Sitä oli tavoiteltukin.

## 2.27 Suomen Pankin vieraita: arvioita

Suomen Pankki tilasi keväällä 1993 kolmelta ulkomaalaiselta professorilta arvion Suomen talouspolitiikasta kriisin aikana. Television kommentaattori tiesi analyysissään tuloksen saman tien etukäteen: on varmaa, ettei selvityksessä Suomen Pankin päätä silitetä, ja jos silitetään, niin pääkallon luu näkyy.

Kolmen professorin raportit Suomen talouspolitiikasta julkaistiin 29.6.1993. Ranskalainen Christian Bordes ja englantilainen David

Currie olivat aika lailla virallisen politiikan linjoilla, mutta ruotsalainen Hans Tson Söderström puhui vahvemmassa valtion elvytystarpeesta. Vuoden 1989 revalvaation nuo kolme professoria tuomitsivat. Professorit olivat olleet yllättyneitä tietojen saannin avoimuudesta ja siitä, ettei heihin ollut yritetty vaikuttaa. Sellaista ei heidän mukaansa tapahtuisi juuri missään maailmassa. Koivisto oli kummastellut raporttien tilaamista. Suomen Pankin johto oli kuitenkin tyytyväinen raportteihin. Kritiikkiä odottaneelle lehdistölle professorien raporttien saato odottaa olevan pettymys.

Erikoinen oli lehdistön ja tiedotusvälineiden reaktio raportteihin. Radio ja televisio paasasivat taas ankarasta kritiikistä taitamattomasti hoidettua rahoitusmarkkinoiden vapauttamista kohtaan. Helsingin Sanomien ja Kauppalehden arviot olivat asiallisempia. Kauppalehden pääkirjoitus totesi aiheellisesti: Kritiikkiä kaikille. Myöhemmin syksyllä Helsingin Sanomissa oli laaja kriittinen kirjoitus Suomen Pankin inflaatiotavoitteesta. Tuntui kuin tiedotusvälineet olisivat omaksuneet näkemyksen, että rahapolitiikka ylipäättään on pahasta.

Uutisointi tiedotusvälineissä oli samaa, tutkipa asiaa kuka tahansa ja esittipä millaisia tuloksia tahansa. Suomen Pankin tiedotuspäällikkö totesikin tiedotusvälineiden ja toimittajien antaneen tuomionsa ja ettei siihen enää voi mikään vaikuttaa. Taas nähtiin tiedotusvälineissä asiantuntemattomia tarinoita ja viisaita neuvoja. Toimittajat elivät suljetussa säännöstelyn Suomessa. Yhteiskunnassa vallitsi kummallinen luulo, että muutamia kuukausia aikaisemmin aloitettu devalvoiminen olisi korjannut kaiken. Olisi aina pitänyt devalvoida ja laskea korkoja. Laman kannalta oli luultavasti melko samantekevää – hyvässä ja pahassa – aloitettiin devalvoimiset huhtikuussa, kesäkuussa vai vasta marraskuussa 1991. Tuskin mikään länsimainen keskuspankki olisi tehnyt suurta devalvaatiota heti inflatorisen ylikuumenemisen jälkeen, kuten Suomessa vuonna 1990 tai vuoden 1991 alussa. Aikainen devalvaatio olisi tukenut vientiä mutta pahentanut kustannus- ja inflaatiokierrettä sekä aikaistanut kotimarkkinayritysten ongelmia.

Televisiossa kaikki yksittäiset pankkirötökset ja -petokset, joita eri veijarit olivat varallisuuskeinottelujen aikana tehneet, pantin pankkitarkastusviraston tiliin. Viranomaiset eivät ole vahtineet. Johtaja Aranko oli liian kiltti puolustautuja. Jokunen miljardi kaikenlaista epämääräistä löytyi kyllä 300 mrd:n suuruudesta luottokannasta.

Pankkitarkastusvirasto päätettiin liittää Rahoitustarkastuksena Suomen Pankkiin. Kahden viranomaisen suhteesta tuli vähän epäselvä, mutta resurssit olivat kuitenkin yhteiset. Suomen Pankin johtokunta ei vastannut Rahoitustarkastuksen asioista. Suomen Pankin Kuopion sivukonttori sai uudet tilat, ja sen toiminta jatkui, mutta muuten Suomen Pankin sivukonttoreita vähennettiin. Pankille jäi vain neljä

sivukonttoria, kun niitä ennen oli toistakymmentä. Tampellan ja Spondan osakkeita myytiin hyvään hintaan, mutta kiinteistöt jäivät vielä vuosiksi käsiin.

Lama jatkui. Työttömyys vain lisääntyi ja kaikenlainen syytely myös. EKAN säästökassojen valvonnassa oli ollut ongelmia. Laman syvyys toi paljon yllätyksiä. Kun kenelläkään ei ollut ihmelääkettä, viranomaisia syytettiin kaikesta menneestä. Velkainen, pahan kriisin kokenut talous ei lähtenyt hevin kasvuun. Säännöstelyn maailma alkoi jo kuitenkin olla kaukaista historiaa, ja lamakin hiljalleen hellitti. Rahapolitiikan välineet oli muutettu markkinapohjaisiksi. Rahapolitiikan ohjausjärjestelmää kehitettiin. Tunnettuja kansainvälisiä asiantuntijoita kävi Suomen Pankin vieraina ja valistajina.

Vieraista professori Charles Goodhart epäili epäajanmukaisesti, voisiko hintatason vakaus olla rahapolitiikan ainoa tavoite. Ongelmana oli Goodhartin mukaan myös, kuinka hintatasotavoite mitoitetaan. Miten otetaan huomioon välilliset verot, korkojen suora vaikutus, vaihtosuhte, asuntojen hinnat? Goodhart pohti kiinteistöjen ja osakekurssien huomioonottoa ja totesi, ettei ole voitu osoittaa, miten niiden hinnat painotetaan suhteessa hyödykevirtojen hintoihin. Monia muitakin ongelmia oli. Poliitiikan toteuttaminen on vaikeaa: Ennusteet eivät osu kohdalleen. Mikä on aikahorisontti? Mikä on vaikutusviive? Miten reagoidaan erityyppisiin häiriöihin? Miten koordinoidaan muuhun politiikkaan? Onko inflaatiolle asetettava täsmällinen tavoite vai käytetäänkö epämääräistä saksalaista mallia? Inflaation ennustajasta oli tullut rahapolitiikan tärkein vaikuttaja. Keskuspankkien riippumattomuus on Goodhartin mukaan muoti-ilmiö. Pankkien valvonta ei kuulu keskuspankille, se on vaikeaa ja keskuspankki saa huonoa julkisuutta. Likviditeettiongelma ei eroa vakavaraisuusongelmasta.

Bundesbankin pääjohtaja Tietmeyer puhui vierailullaan jämäkkää asiaa, ei mitään ekonomistien toisaalta, toisaalta -tarinaa. Bundesbankilla oli yksi tehtävä: säilyttää rahan vakaus. Välitavoitteena oli keskuspankkiraha vuoteen 1983, sitten rahamäärä M3. Tämän kasvutavoite määriteltiin kasvupotentiaalista, välttämättömästä inflaatiosta (noin 2 %) ja rahan kiertonopeuden muutoksesta. Viime aikoina olivat Länsi- ja Itä-Saksan yhdistyminen, Saksan markan laaja käyttö Itä-Euroopassa ja Saksan verotuksen muutokset heilutelleet valuuttaa. Lyhyitä korkoja pyrittäisiin nyt painamaan alas ja saamaan tuottoikäyrä pääomanmuodostusta tukevaksi. Rahamäärätavoitteesta Saksassa ei luovuta eikä kassavarannoista. EU on kovaa valtopolitiikkaa.

Valmetin Matti Sundberg kävi Suomen Pankissa puhumassa laadusta ja Jorma Ollila Nokian johtamisesta. Nokiahan oli jo tunnetuin suomalainen yritys ja Lontoon ja New Yorkin pörssissä. Kysymykseen, mikä oli devalvaation vaikutus, Sundberg antoi vastauksen ”vä-

häinen” ja Ollila vastauksen ”kolmannes”. Ollila esitteli Nokian kausi- periaatteita: avoin ja rehellinen tiedotus, oikeudenmukaisuus, keskinäinen luottamus ja yhteistoiminta, erilaisuuden hyväksyminen. Parempia ne olivat kuin Suomen Pankin periaatteet: keskity oleelliseen ja suuntaudu tulevaisuuteen – ja mitä niitä olikaan... Kun vain olisi tiedetty, mikä on oleellista ja mikä tulevaisuutta.

## 2.28 Vakaan markan politiikka ja devalvaatiolinja

Suomen Pankki ei onnistunut toteuttamaan vakaan markan politiikkaa, joten jäi näkemättä, millainen kehitys siitä olisi seurannut. Kriisin alkuvaiheessa vuosina 1990–1991 Suomen Pankki sai pidetyksi linjansa, mutta vuoden 1991 lopulta ajaututtiin markan suuren devalvoitumisen tielle. Kun varsinainen kriisivaihe loppui vuosina 1993–1994, oli jo 1–3 vuotta toimittu devalvoidussa taloudessa. On vaikea sanoa, missä määrin lamassa oli vakaan markan kriisiä ja missä määrin devalvaation kriisiä. Yliarvostettu markka lamautti taloutta mutta niin lamautti aluksi markan devalvoituminenkin. Devalvaation hyödyt viennin määrän kautta tulivat vain vähitellen.

Nimellisesti markan valuuttakurssi devalvoitui noin 15–20 % siitä riippuen, mitä indeksiä ja aikaväliä vertailussa käytetään. Reaalinen valuuttakurssi heikkeni (kilpailukyky parani) ehkä puolitoistakertaisesti tämän määrän, osin koska Suomen kustannuskehitys jäi kilpailijoiden kustannuskehitystä maltillisemmaksi. Tuottavuus parani poikkeuksellisesti, teollisuudessa lamavuosina jopa 20–30 %. Tämä perustui lähinnä heikoimman tuotannon karsimiseen ja näkyi tavattomasti lisääntyneenä työttömyytenä. Pelkkä tuottavuuden paraneminen olisi riittänyt korjaamaan vuosikymmenen alun yliarvostetun valuutan aiheuttaman kilpailukykyongelman teollisuudelle.

Suomessa sovellettiin vakaan markan linjan ja devalvaatiolinjan välimuotoa ja saatiin osin molempien huonot puolet varsinkin, kun valuuttakurssi heikkeni vähäksi aikaa pahasti liikaa. Suomen Pankki joutui alistumaan markan heikkenemiseen – tosin ei läheskään niin paljon kuin devalvaatiolinja äärimmillään vaati.

Ne, jotka vaativat hyvin suurta devalvaatiota ja selvästi aliarvostettua kiinteää valuuttakurssia, eivät ymmärtäneet siihen liittyvää rahoitusdynamikkaa tai eivät välittäneet siitä. Jos vahvasti aliarvostettu kurssi ei olisi johtanut inflaatioon vaan myönteisiin reaali vaikutuksiin, seurauksena olisi ollut nopeasti taas kiihtyvä ja vaikeasti hallittava pääomantuonnin ja revalvaatio-odotusten kierre ylikuumenemisvaiku-

tuksineen. Kiinteä valuuttakurssi olisi voitu säilyttää vain – jos ylipäättään mitenkään – lähellä jonkinlaista tasapainovaluuttakurssia, jolloin kurssispekulaatioita ei luontevasti olisi syntynyt kumpaankaan suuntaan. Ilman talous- ja rahaliitonäkymien antamaa kiinnekohtaa markka olisikin vahvistunut selvästi 1990-luvun lopulla.

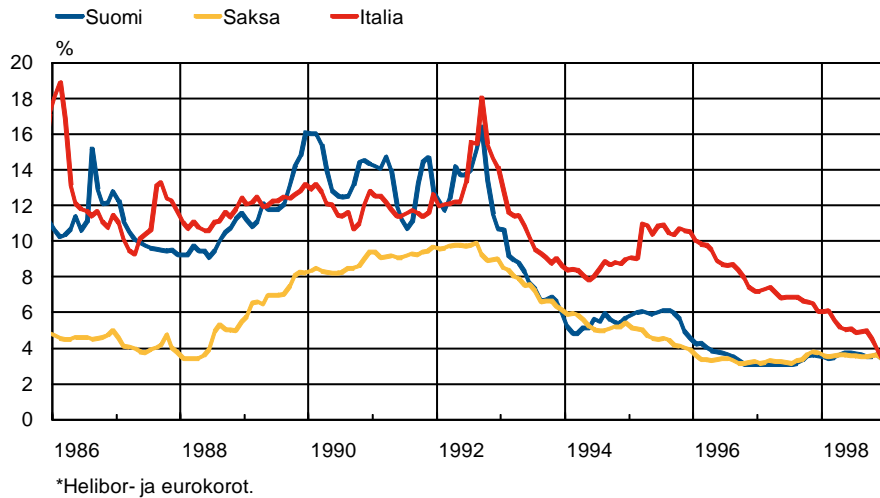
Suomen Pankki ei missään vaiheessa lähtenyt devalvaatiolinjan vaatiman voimakkaan koron alentamisen tielle. Jäi näkemättä, mitä ohjauksen rajusta alentamisesta olisi seurannut. Tosiasiassa siihen ei olisi ollut edellytyksiä; jo tehdyt pienet yritykset löivät takaisin. Olisi huomattu, että suuri ohjauksen pudotus aiheuttaa epävakautta ja suurentaa korkojen riskilisiä.

Suomen Pankin ei ollut mahdollista alentaa keskipitkän ja pitkän aikavälin korkoja suoraan. Pitkäaikaisista interventioista puhuttiin, mutta niitä ei merkittävässä määrin yritetty. Korot oli mahdollista saada alas vain horisontilta pitkäaikaisella, vakaalla politiikalla. Suomen Pankin linja oli toimia maltillisesti, kuitenkin jonkin verran yleistä eurooppalaista vertailutasoa matalammin koroin. Todennäköisesti tämä maltillinen linja myötävaikutti siihen, että jo vuosina 1993–1994 sekä lyhyissä että pitkissäkin koroissa päästiin lähelle Saksan tasoa. Tästä tosin poikettiin kansainvälisissä korkohäiriöissä vuosina 1994–1996 taas tuntuvasti, jopa eurooppalaisittain keskimääräistä enemmän. Uskottavuus ei ollut lähelläkään vakaimpien maiden tasoa.

Päinvastoin kuin Suomi, Etelä-Euroopan maat pysyivät korkeissa koroissa talous- ja rahaliiton alkuun asti. Inflaatiokin jatkui näissä maissa selvästi voimakkaampana. Suomi oli ollut nimelliskoroiltaan osalta pitkään lähellä Etelä-Euroopan maiden ryhmää, mutta oikeastaan jo vuodesta 1993 ja viimeistään vuodesta 1995 Suomi liittyi vuosikymmenen loppupuolen ajaksi Keski-Euroopan maiden ryhmään (kuvio 92). Tämä muutos helpotti olennaisesti Suomen sopeutumista talous- ja rahaliittoon.

Tosiasiassa 1990-luvun alkuvuosien kriisin syvyys ei viime kädessä johtunut sen enempää vakaasta markasta kuin devalvaatiostakaan. Ne vain laukaisivat kriisin. Kriisi johtui säännöstelykauden rakenteiden sortumisesta, inflaatiokauden asenteista, rahoitusrakenteista, yliinvestoinneista, ylivelkaantumisesta, huolettomuudesta. Yritysten kannalta piti tapahtua ainakin kolme isoa muutosta: investointien piti pienentyä ja tehostua, sisäisen rahoituksen ja tulo-osuuden piti kasvaa ja velkaantuneisuuden piti vähentyä. Kaikki tämä tapahtui nopeasti. Luultavasti tästä rakenteiden muutoksesta ei olisi selvitty minkäänlaisella politiikalla ilman suuria vaikeuksia, mutta parhaimmillaan sopeutuminen olisi varmasti voinut olla paljon rauhallisempi ja pitkäaikaisempi.

Kuvio 92.

**Kolmen kuukauden korkoja\***

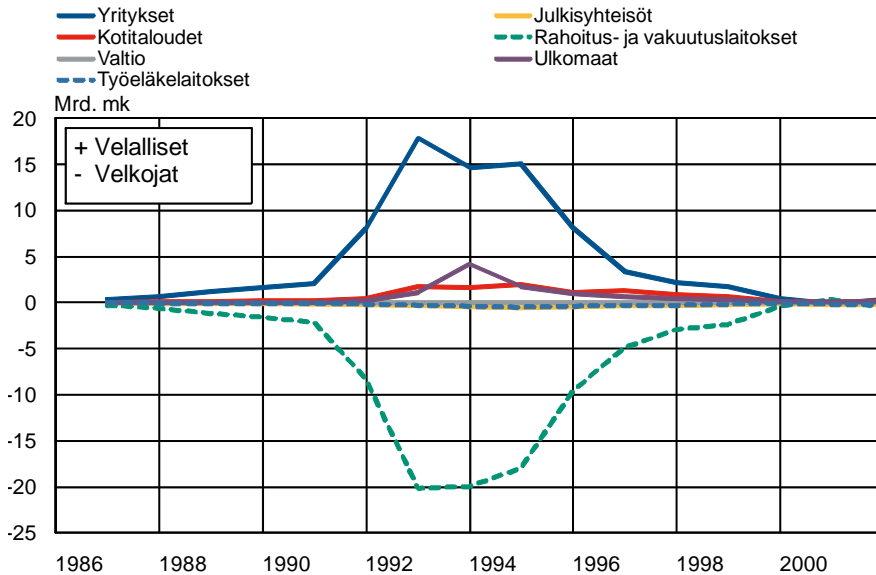
Lähde: Reuters.

Kriisi oli pankkien sopeutumisen ja kotimarkkinayritysten kriisi. Suuri määrä terveitä pieniä ja keskisuuria yrityksiä, vanhoja perheyrityksiäkin, tuhoutui pelkästään onnettomien rahoitusratkaisujensa vuoksi. Yritykset olivat melko kattavasti kannattavuuskriisissä vuosikymmenen alussa, eikä tämä koskenut pelkästään vientisektoria. Kaikkien kustannuksia olisi pitänyt karsia. Sorsan sopimus olisi ollut tämän ongelman kannalta tasapuolinen ja hyvä alku laajamittaiselle korjausliikkeelle. Palkkojen alentamisesta olisi varmasti seurannut jonkin verran yleistä hintojen laskua. Tuskin oli kuitenkaan merkittävän velkadeflaation vaaraa; sen sijaan devalvoituminen aiheutti kotimarkkinayrityksille todella pahan ”velkadeflaation”.

Suomessa lähdettiin varsin suuren devalvoinnin tielle, joka aiheutti alkuvaiheessa mittavan tulonsiirron kotimarkkinayrityksiltä ja kotitalouksilta vientiyrityksille. Luottotappioiden vyöry tuli pankeissa pahimpana vasta, kun taluskriisi alkoi jo helpottaa (kuvio 93). Suurimmat tappiot kirjattiin vuonna 1993, ja luottojen poistot jatkuivat melkein yhtä suurina vuoteen 1995, jonka jälkeen ne nopeasti vähenivät. Luottotappiot tulivat nimenomaan yrityksistä. Erityisesti vuonna 1994 kuitattiin miljardimenetyksiä myös ulkomailta. Kotitalouksien luottojen menetykset jäivät varsin pieniksi, mutta jatkuivat 1990-luvun lopulle saakka. Takaajat maksoivat paljon.

Kuvio 93.

## Luottotappiot sektoreittain



Lähde: Tilastokeskus.

Vakaan markan linjan taustalla olleet Suomen Pankin oletukset osoittautuivat osin vääriksi. Oli arvioitu, että Euroopan valuuttojen kytkennät Saksan markkaan pitävät erityisesti valuuttakurssimekanismeissa (ERM) ja että devalvoitua Suomen markka ja koko talouskin menettävät kohtalokkaasti uskottavuuttaan pitkäksi aikaa. Synkimmät arviot Suomen luisumisesta yksinään devalvaatioiden ja inflaation kierteeseen vakaan Euroopan sivussa eivät toteutuneet. Tosiasiassa valuuttakurssimekanismikin murtui ja Eurooppa koki 1990-luvun alkupuolella hyvin laajan valuuttakurssien sopeutuksen. Suomen markan sortuminen aloitti tämän murroksen, mutta markka ei loppujen lopuksi erottunut joukosta erityisesti epäedukseen. Pikemminkin se selvisi odottamattoman hyvin.

Vielä suurempi yllätys oli se, ettei markan arvon suurta laskua seurannut perinteisten kaavojen mukainen voimakas inflaatio. Sitä Suomen Pankissa odotettiin, mutta sitä ei tullut. Tämä johtui varmaan paljolti siitä, että devalvoituminen ajoittui pääosin vasta keskelle lamaa, ja kriisitietoisuus oli jo lamauttanut taisteluhenkeä. Syvä lama mursi sen sitkeän tulonjakomekanismin, joka aikaisemmin oli nopeasti kustannusvyöryn kautta palauttanut devalvaation voitot vientisektorista devalvaatiosta kärsineille talousyksiköille. Lisäksi ulkomaankaupan

markkahinnat muuttuivat paljon valuuttakursseja vähemmän, eli ulkomaan rahan määräisiä vienti- ja tuontihintoja alennettiin paljon.

Kuitenkin inflaation yllättävä vaimeneminen 1990-luvun alkupuolella oli myös tärkeä kansainvälinen ilmiö. Sen syistä keskusteltiin paljon. Pääselityksiä esitettiin erilaisin painoituksin lähinnä kolme: kaupan ja pääomanliikkeiden vapauttamisen lisäämä kansainvälinen kilpailu, tuottavuuden koheneminen mm. Aasian ja Itä-Euroopan talouksien merkityksen lisääntyessä sekä johdonmukainen inflaation vastainen rahapolitiikka. Suomen suhteellinen inflaatiokehitys parani selvästi 1990-luvulla; sehän oli menneinä vuosikymmeninä jäänyt jonkin verran keskimääräistä heikommaksi Euroopassa.

Voimakas viennin kasvu erityisesti vuosina 1992–1993 lievitti lamaa. Valuutan devalvoituminen ei ollut ainoa viennin tuki. Vahva tuottavuuden koheneminen paransi reaalista kilpailukykyä. Kotimaisen kysynnän romahdus jätti paljon resursseja vientiä varten. Investointiasteen putoaminen kolmanneksella supisti tuontia (nettoviennin vaikutus kasvuun oli positiivinen jo ennen devalvoitumista vuosina 1990–1991). Tavaraviennin osuus BKT:stä kasvoi vuoteen 1995 jo 10 prosenttiyksikköä eli 30 prosenttiin, osin BKT:n supistumisen vuoksi. Kuitenkin jo tämän jälkeen perinteisen vientituotannon määrän kasvu vaimeni oleellisesti ja viennin voimakas lisäys jäi paljolti Nokian viennin rajun kasvun varaan. Itse asiassa perinteisen teollisuuden, kuten metsäteollisuuden, reaalin kilpailukyky vaikutti heikohkolta, ja vientiteollisuuden hyvä tulos syntyi erittäin edulliseksi kehittyneestä reaalista valuuttakurssista. Markan reaalin valuuttakurssi oli 1990-luvun lopulla vaihteeksi historialliseen keskiarvoonsa nähden 10–20 % aliarvostettu, kun se vuosikymmenen alkaessa oli saman verran yliarvostettu.



## 3 Suomen tie talous- ja rahaliittoon

### 3.1 Euroopan unionin suunnitelmat talous- ja rahaliitoksi

Euroopan yhteisöillä (EY), vuodesta 1993 Euroopan unionilla (EU), oli ollut talous- ja rahaliittoa koskevia suunnitelmia jo vuosikymmeniä. Ensimmäinen konkreettinen ehdotus oli ns. Werner-raportti vuodelta 1970. Talous- ja rahaliiton suunnittelun varsinainen tausta oli Delorsin komitean raportti huhtikuulta 1989. Siinä hahmoteltiin se tie talous- ja rahaliittoon (Economic and Monetary Union, EMU), joka sitten paljolti toteutuikin.

Talous- ja rahaliittoa varten oli ensin saatettava voimaan perustekijöitä, kuten valuuttojen vapaa vaihdettavuus, vapaat pääomanliikkeet ja keskinäiset kiinteät valuuttakurssit. Eteneminen talous- ja rahaliittoon sisältäisi kolme vaihetta. Ensimmäisessä vaiheessa kehitettäisiin vallitsevia instituutioita, luotaisiin sisämarkkinat (single market), sopeutettaisiin säädöksiä, lisättäisiin talous- ja rahapoliittista yhteistyötä, osallistuttaisiin Euroopan valuuttajärjestelmään (EMS). Toisessa vaiheessa aloitettaisiin rahaliiton instituutioiden valmistelu ja kolmannessa vaiheessa siirryttäisiin käyttämään yhteistä rahaa ja toteuttamaan yhteistä rahapolitiikkaa. Aikataulua ei Delorsin raportissa täsmennetty.

Talous- ja rahaliittoon siirtymistä koskeva suunnitelma hyväksyttiin Maastrichtin kokouksessa 10.12.1991, ja sopimus tuli lopullisesti voimaan 1.11.1993, jolloin samalla Euroopan yhteisöistä tuli Euroopan unioni. Maastrichtissa vahvistettiin myös aikataulu. Sopimuksen mukaan talous- ja rahaliiton konkreettisen valmistelun piti alkaa toisessa vaiheessa vuoden 1994 alusta, jolloin tuli perustaa Euroopan rahapoliittinen instituutti (European Monetary Institute, EMI) valmistelemaan Euroopan keskuspankin perustamista. Kolmanteen vaiheeseen – yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan – tuli siirtyä viimeistään 1.1.1999.

Rahaliittosuunnitelmat johtivat mm. pääomanliikkeiden viimeisten rajoitusten poistamiseen EY:ssä 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa. Neljä vapautta – tavaroiden, palvelujen, pääoman sekä työvoiman liikkumisen vapaus – turvaavat sisämarkkinat (single market) toteutuivat vuoden 1992 lopussa.

Suomi alkoi lähestyä EY:tä vuoden 1989 aikana, kun aloitettiin valmistelut EY:n ja Eftan yhteistyön tiivistämiseksi. Keväällä 1990 aloitettiin Euroopan talousaluetta (ETA) koskevat neuvottelut. ETAn

perustamisesta sovittiin alustavasti vuonna 1991. EY:n ja Eftan jäsenmaat allekirjoittivat 2.5.1992 sopimuksen Euroopan talousalueen perustamisesta, mutta sen voimaantulo viivästyi, koska Sveitsi hylkäsi kansanäänestyksessä sopimuksen. Suomessa ETA-sopimus hyväksyttiin vuoden 1992 lopulla. ETA-sopimus velvoitti Suomen saattamaan voimaan EY:ssä hyväksytyin ja tulevaisuudessa hyväksyttävän lainsäädännön. Sopimus tuli voimaan 1.1.1994, josta alkaen Suomi osallistui Euroopan sisämarkkinoihin.

Jo ETA-neuvottelujen aikana Suomi lähentyi EY:tä ja rahaliittosuunnitelmiakin markan ecu-kytkennän kautta 7.6.1991. Ecu-kytkentä on yksipuolinen ilman sitoumuksia EY:n puolelta. Suomen kannalta kytkentä merkitsi selkeää periaatteellista sitoutumista EY-maiden rahataloudelliseen kehitykseen, ennen kaikkea Saksan Bundesbankin rahapolitiikkaan. Tosiasiassa on vaikea sanoa, missä määrin ecu-kytkentä muutti Suomen Pankin politiikkaa käytännössä vielä 1990-luvun alkupuolen kriisin aikana. Todennäköisesti rahapolitiikka olisi ollut samaa myös vanhan kauppapainoisen valuuttakytkennän oloissa. Suomen Pankki joutui lähinnä vain reagoimaan päälle kaatuviin ongelmiin. Markan kellutus merkitsi irtaantumista ecusta, mutta ei Länsi-Eurooppaan suuntautuneesta rahapolitiikasta, mitä yhteinen inflaatiotavoite osoitti. Tämä kytkentä alkoi painaa tuntuvasti enemmän sitä mukaa kuin lähestyttiin vuosikymmenen loppua ja rahaliittoa.

Aluksi oli tarkoitus, että Suomi neuvottelee ETA-sopimuksen ensin. Kuitenkin mm. Ruotsin hakemus vauhditti EY-jäsenyyden kiirehtimistä Suomessa. Eduskunta hyväksyi Suomen EY-hakemuksen 18.3.1992, ja jo samana päivänä Suomi jätti yhden virkkeen pituisen jäsenyyshakemuksen Euroopan yhteisöille. Neuvottelut jäsenyydestä aloitettiin helmikuussa 1993, ja ne saatettiin päätökseen maaliskuussa 1994. Liittymissopimus allekirjoitettiin EU:n Korfun huippukokouksessa kesäkuussa 1994. Sen jälkeen sopimus piti vielä alistaa kansanäänestykseen.

## 3.2 Talous- ja rahaliiton valmistelu

Strategiapäivässä syyskuussa 1993 Suomen Pankin johto yritti taas nähdä tulevaisuuteen. Lähtökohtana oli, että Suomen EY-jäsenyys ja EMU toteutuvat. Taantumun arvioitiin hidastavan Euroopan integroitumista. Todennäköisen EY-jäsenyyden myötä Suomella olisi oltava 1.1.1995 valmiudet yhteistyöhön Euroopan valuuttajärjestelmässä (EMS) ja sen valuuttakurssimekanismissa (ERM). Rakenteet muuttuivat, rahoitusvalvonta korostuu, rahoitusekspansion hillintä tehostui-

si. Lyhyellä aikavälillä tärkeimpiä tehtäviä olivat pankkikriisin hoito ja luottolaman välttäminen. Rahapolitiikassa oli eletty helppoa väli-vaihetta, ja inflaatiopaineet olivat olleet odotettua heikompia. Miten toimitaan, jos inflaatio alkaisi kiihtyä? Oli myös varauduttava pitkään kelluntaan: mahdollisesti markka kelluisi yli EY-jäsenyyden voimaantulon. Jo EMS olisi pitkälle velvoittava, ja päätöksentekojärjestelmät jouduttaisiin tarkistamaan.

Rahapolitiikan toiminnansuunnittelussa inflaation seuranta ja luottolamaan liittyvät kysymykset olivat kuitenkin yhä keskeisiä. Alettiin rakentaa kokonaistaloudellisen mallin uutta versiota, BOF5:tä. Luottolaman ongelma oli projektina pyörinyt kauan pankin byrokratiassa. Sille kävi kuten vastaaville projekteille usein ennenkin: jotakin saatiin valmiiksi, kun ongelma oli ohi.

Suomen Pankissa seurattiin tiiviisti EY:n sisäistä kehitystä ja integraation vaikutuksia sekä yleisesti että Suomen talouden kannalta. EY-maiden keskuspankkien pääjohtajien komitea aloitti talous- ja rahaliiton valmistelun. Komitean puheenjohtaja informoi jäsenyyttä hakeneiden keskuspankkien pääjohtajia EMU-valmisteluista. Suomen Pankin edustajat osallistuivat pääomanliikkeitä, rahoituspalveluja, ulkomaista omistusta, talous- ja rahapoliittista yhteistyötä sekä tilastoja koskevien asioiden käsittelyyn. Vuonna 1993 ryhdyttiin varautumaan tiiviimpään integraatioon.

Vuonna 1993 mm. asetettiin komitea valmistelemaan Suomen Pankista annetun lain uudistamista niin, että laki ottaisi huomioon mm. ETA-sopimuksen sekä mahdollisen EU-jäsenyyden asettamat vaatimukset. Käytännössä tämä tarkoitti Suomen Pankin riippumattomuuden korostamista sekä rahapolitiikasta päättämisen ja rahapolitiikan toteuttamisen siirtämistä pankkivaltuuston tehtävien osaltakin yksinomaan Suomen Pankin johtokunnan tehtäväksi. Keskuspankin vanha ohjesääntö korvattiin Suomen Pankista annetulla lailla.

Vuosien 1993–1994 aikana varautuminen EU-integraatioon lisääntyi rahapolitiikan suunnittelussa ja talous- ja pankkikriisin korostukset vähenivät. EU-neuvotteluja käytiin pitkään. Maaliskuussa 1994 Suomi ja Ruotsi tekivät alustavan EU-sopimuksen. Kovin suuri ei ollut sopimuksen kansainvälinen uutisarvo. Financial Times uutisoi kolmella palstalla ”Ruotsi ja Suomi sopivat liittymisestä EU:hun”. Lehdessä oli samankokoisin kirjaimin otsikko: ”Nokia palaa voitolliseksi”. Pääministeri Aho oli todennut lehden mukaan: ”Sopimus ei ollut tietenkään sellainen kuin toivoimme, mutta jos yksityiskohdat ovat sellaisia kuin otaksomme, meistä ei ole mahdotonta elää sopimuksen kanssa”. Haki-jamaissa järjestettiin kansanäänestys. Itävalta äänesti jo muutaman viikon kuluttua, sitten Suomi, seuraavaksi Ruotsi ja viimeisenä Norja.

Ruotsalaiset äänestivät puolesta, norjalaiset vastaan, ja Norjan korot laskivat, mutta Suomen ja Ruotsin nousivat.

Markka oli heikentynyt jonkin verran. Suomi oli yhä heikossa kunnossa. Paperiliitto esitti noin 10 prosentin palkankorotusvaatimukset. Suomen Pankin tavoittelema 2 prosentin inflaatio tuntui olevan tuskien takana. EU:hun oltiin liittymässä, mutta entinen meno tuntui jatkuvan. Loppujen lopuksi teollisuudessa tehtiin noin 5 prosentin sopimuksia.

### 3.3 Rahapolitiikan ohjausjärjestelmä

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmä oli vapautunut asteittain säännöstellyn piirteistä ja oli jo varsin markkinahenkinen. Koska Suomen Pankki oli nyt mukana Euroopan keskuspankin järjestelmiä suunnittelemassa, seuraavien vuosien muutokset tehtiin pitäen tähtäimessä EKP:n todennäköisiä tulevia järjestelmiä.

Rahapolitiikan ohjausjärjestelmän keskeiset osat olivat 1) pankkien talletuspuoleen sovellettu pysyvä vähimmäisvarantojärjestelmä, joka tehosti keskuspankin otetta pankeista ja niiden likviditeetistä, 2) avomarkkinaoperaatiot, joilla likviditeetin sääntely pääpiirteissään hoidettiin, ja 3) maksuvalmiusjärjestelmä, joka turvasi yksittäisille pankeille mahdollisuuden saada automaattisesti tilapäistä likviditeettiä tai sijoittaa sitä, tosin hiukan epäedullisilla koroilla.

Pankkien keskuspankkiasemaan liittyi joitakin vähemmän tärkeitä järjestelyjä. Kesällä 1993 lopetettiin liikepankkien pienet korottomat käteisvaraluotot. Niillä ei ollut sanottavaa rahapoliittista merkitystä, vaan järjestely lähinnä vain helpotti setelistön käsittelyä käytännössä.

Vanhan aikakauden yksi jäännös katosi, kun sopimusohjainen kassavarantojärjestelmä muuttui lakisääteiseksi vähimmäisvarantojärjestelmäksi heinäkuun 1993 alussa. Muutos johtui siitä, että vuonna 1990 uusitun järjestelmän korko, joka oli heliborsidonnainen, mutta määriteltä vähintään 8 prosentiksi, tuli markkinakorkojen laskiessa edulliseksi pankeille, mistä syystä Suomen Pankki palautti kassavarannot pankeille. Vähimmäisvarannoilla oli rahapolitiikassa toissijainen merkitys, mutta niillä tavoiteltiin useita eri asioita. Niillä säädeltiin keskuspankin taseen rakennetta lähinnä pankkien velan osalta, niillä verotettiin vähän pankkeja Suomen Pankin hyväksi, ne toimivat keskuspankkiluoton vakuutena ja periaatteessa ne hiukan jarruttivat kansantalouden luottojen kasvuakin sitoessaan rahoituksen kasvua keskuspankkiin.

Suomen Pankin johtokunta oli onnistunut pehmentämään eduskuntaryhmien puheenjohtajat, ja niin järjestelmä meni eduskunnassa lakisäateisenä läpi ja yllätti pankit. Aikaisemmin pankit olivat neuvotelleet eduskunnan ”pankkipuolueen” avulla itselleen aina edullisen pankkilainsäädännön, mistä syystä ne osin olivatkin vaikeuksissa. Pankkien arveltiin järjestäneen vastineeksi julkisuuteen Suomen Pankin henkilöstön määrää ja palkkatasoa koskeneen kampanjan.

Uusi järjestelmä oli koroton, mutta toisaalta varantopohjan erien talletusprosentit alennettiin pieniksi. Varantovaatimus porrastettiin Suomen Pankin käyttämien raha-aggregaattien mukaisesti. Talletustilien likvidiyden mukaan velvoite vaihteli yhdestä kahteen prosenttiin.

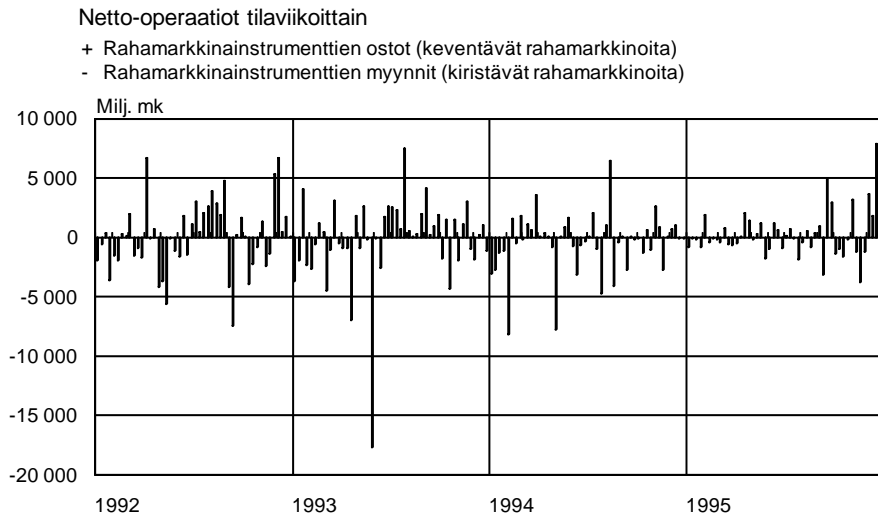
Myöhemmin, lokakuussa 1995, siirryttiin uuteen käytäntöön, jonka mukaan varantovelvoite oli täytettävä kuukausikeskiarvona eikä enää koko kuukauden pysyvänä vakiomääränä. Tämä muutti järjestelmän luonteen, sillä vanhassa muodossaan järjestelmä oli palvellut yleisenä likviditeetin sitomisvälineenä. Keskiarvoistaminen teki varantovelvoitteesta oleellisen osan pankkien päivittäistä likviditeetin hallintaa. Se helpotti pankkien maksuliikettä ja vähensi markkinahäiriöiden vaikutusta pankkien väliseen yön yli korkoon. Vähimmäisvarantoja ei käytettykään enää perinteiseen tapaan likviditeetin sitomiseen, sillä velvoiteprosentteja ei muuteltu.

Likviditeettiä säädeltiin avomarkkinaoperaatioilla, joissa keskuspankki osti pankeilta tai myi pankeille rahamarkkinapapereita (kuvio 94). Alkuvuosina 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa kaupat oli toteutettu suorina kauppoina paljolti pankkien sijoitustodistuksilla. Vuodesta 1991 sovellettiin repokauppoja, jolloin pankki ei saanut enää keskuspankkirahoitusta omilla papereillaan vaan joutui toimittamaan vastineeksi jonkin muun hyväksytyin arvopaperin. Operaatioissa ei noudatettu säännöllistä aikataulua, vaan operaatioita tehtiin tilanteen mukaan, jolloin myöskään erillisiä ns. hienosäätöoperaatioita ei tarvittu. Hienosäätöoperaatioille ei ollut sikälikään tarvetta, että huutokauppoja pidettiin alkuvuosina melkein päivittäin. Vähimmäisvarantovelvoitteen keskiarvoistamisen jälkeen huutokauppojen määrä harveni yhteen tai kahteen viikossa.

Koska pankkien maksuvalmius oli jo enimmäkseen hyvä, Suomen Pankki saattoi sitoa likviditeettiä myös laskemalla liikkeeseen omia sijoitustodistuksiaan. Niitä käytettiinkin paljon oman rahapolitiikan päättämiseen asti. Pankkien maksuvalmiutta kevensi Suomessa setelistön pieni määrä. Keskuspankin taserakenne oli valuuttakriisien jälkeen sellainen, että pankeilla oli runsaasti nettosijoituksia Suomen Pankissa, eli siis Suomen Pankki oli reilusti velassa pankeille (kuvio

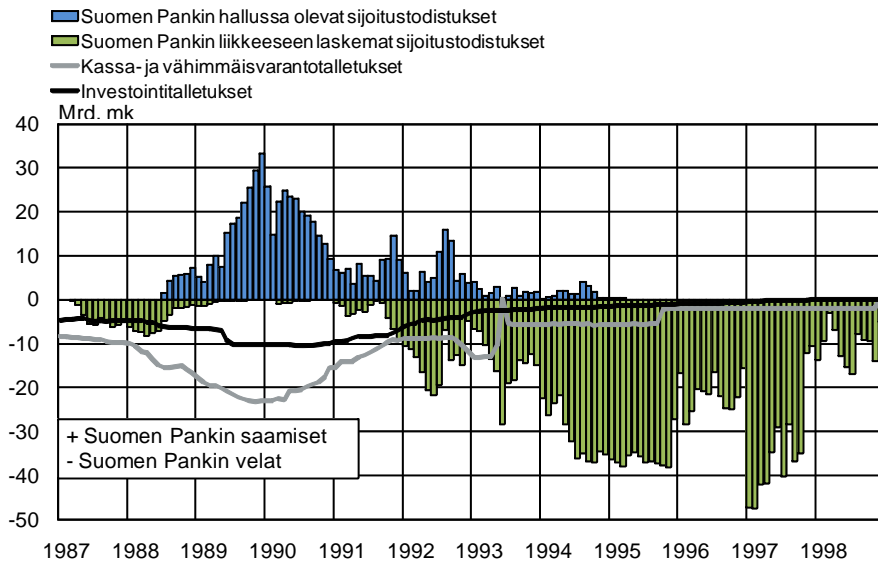
95). Tämän nurinkurisen tilanteen ei todettu mitenkään häiritsevän korkopoliitiikan toteuttamista.

Kuvio 94. Suomen Pankin rahamarkkinainterventiot



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 95. Suomen Pankin keskeisiä tase-eriä



Lähde: Suomen Pankki.

Heinäkuussa 1992 siirryttiin huutokauppamenettelyyn, joskin sen rinnalla toteutettiin jonkin aikaa myös suoria kauppvoja. Aluksi huutokaupat olivat parin vuoden ajan vaihtuvakorkoisia, eli korko määräytyi markkinoilla, tosin pitkälti Suomen Pankin tavoittelemana. Huutokaupoissa pankeilta pyydettiin joko osto- tai myyntitarjouksia maturiteetiltaan yhden kuukauden rahamarkkinasijoituksista. Huutokauppakorko oli hyväksytyjen tarjousten painotettu keskikorko vuotuisena korkona ilmaistuna. Operaatioiden maturiteetti oli normaalisti yksi kuukausi, mutta joskus toteutettiin myös kolmen kuukauden tai jopa vuoden mittaisia operaatioita. Koska pankkien nettoasema pysyi yleensä kuukaudesta toiseen melko vakaana ja operaatioiden pituus oli yksi kuukausi, kuukausittaiset nettointerventiot vastasivat suunnilleen taseessa olleita sijoitustodistusten varantoja.

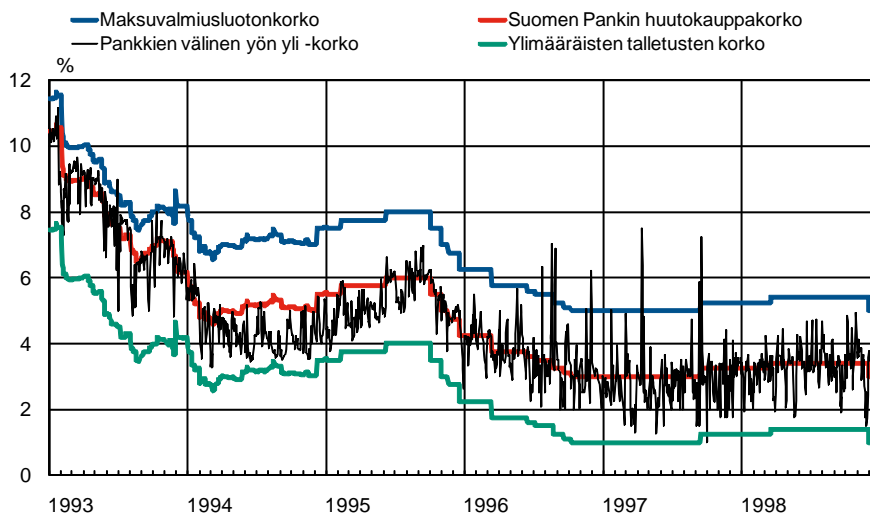
Joulukuussa 1994 tarjouskilpailut alettiin toteuttaa Suomen Pankin asettamaan korkoon kiinteäkorkoisina ns. määrähuutokauppoina, mikä merkitsi huutokauppakoron aseman korostumista rahapolitiikassa. Operaatioissa ei edelleenkään noudatettu määrättyä aikataulua, joten korkopäätökset ajoituksineen tulivat yllätyksenä markkinoille. Suomen Pankki halusi säilyttää tällaisen laajan harkintavallan epävarmoilla markkinoilla.

Kiinteäkorkoisia huutokauppvoja sovellettaessa pankkien tarjoukset kasvoivat pian moninkertaisiksi likviditeettitarpeeseen nähden, kun pankit pyrkivät joka tapauksessa turvaamaan haluamansa rahoituksen saannin. Maaliskuusta 1996 alkaen Suomen Pankki hyväksyi pankkien tarjoukset kokonaisuudessaan. Tällöin pankit joutuivat mitoittamaan tarjouksensa realistisesti, jottei niille syntyisi runsaasti koroltaan epäedullisia ylimääräisiä talletuksia. Kun operaatioiden maturiteetti oli yksi kuukausi, Suomen Pankki käytännössä asetti yhden kuukauden heliborkoron (kuvio 96). Yön yli koron annettiin heilahdella vapaasti, kun sillä ei katsottu olevan vaikutusta talouteen.

Vähimmäisvarantojärjestelmän ja avomarkkinakäytännön lisäksi rahapolitiikan järjestelmiin kuului maksuvalmiusjärjestelmä, joka korvasi 3.7.1992 alkaen entisen päiväluotto- ja päivätalletusjärjestelmän. Järjestelmän mukaisesti pankit saattoivat sijoittaa (tosiasiassa pankkijärjestelmä välillä joutui taseteknisistä syistä automaattisesti sijoittamaan) ylimääräiset varansa päivätalletuksiksi Suomen Pankkiin tai ne saattoivat lainata (tai joutuivat lainaamaan) maksuvalmiusluottoja.

Kuvio 96.

## Maksuvalmiusjärjestelmän korkoja



Lähde: Suomen Pankki.

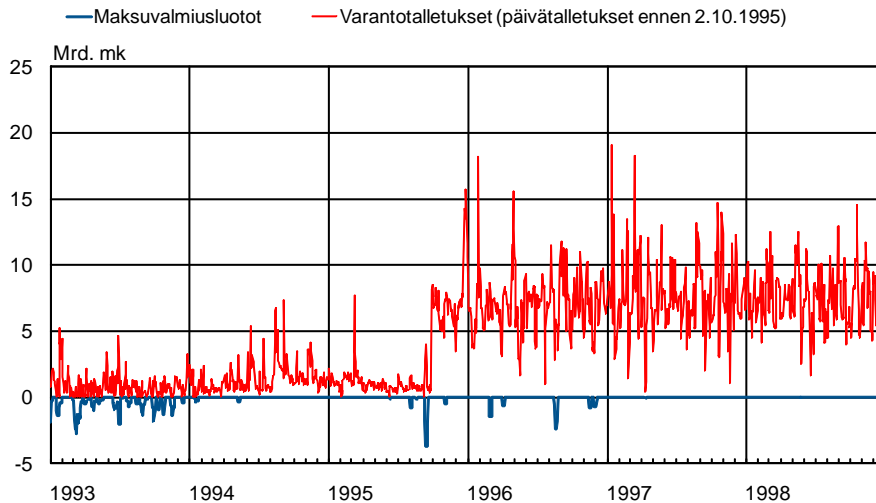
Uuden järjestelmän maksuvalmiusluottokorko sekä päivätalletuskorko määriteltiin tietyn marginaalin mukaan suhteessa huutokauppakorkoon. Maksuvalmiusluoton korkomarginaali oli aluksi yksi prosenttiyksikkö, samoin oli aluksi päivätalletusten korkomarginaali, jota kuitenkin pian lisättiin alentamalla talletuskorkoa. Loppuvuodesta 1992 päivätalletusten marginaaliksi tuli 3 prosenttiyksikköä. Seuraavan vuoden lopulla molemmiksi marginaaleiksi asetettiin 2 prosenttiyksikköä, ja nämä marginaalit säilyivät kansallisen järjestelmän päättämiseen asti.

Vähimmäisvarantojärjestelmän uudistamisen yhteydessä kesällä 1993 luovuttiin käsitteestä päivätalletus ja tilalle otettiin termi ylimääräinen talletus. Pankin talletus Suomen Pankissa koostui siis varantovelvoitteen mukaisesta talletuksesta ja ylimääräisestä talletuksesta (kuvio 97). Määrä, jolla kunkin pankin keskimääräinen sekkitalisaldo ylitti varantovelvoitteen, luettiin ylimääräiseksi talletukseksi, ja sille maksettiin ylimääräisten talletusten korkoa.



Kuvio 97.

## Pankkien maksuvalmiusasema Suomen Pankissa



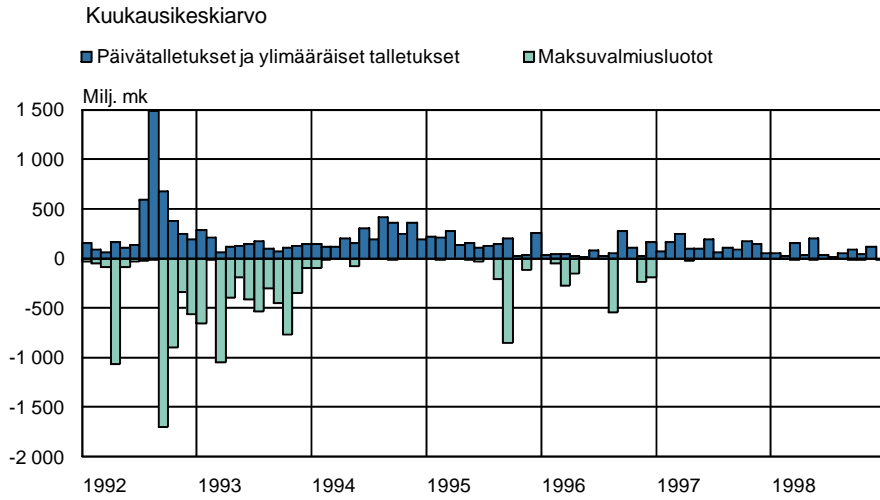
Lähde: Suomen Pankki.

Maksuvalmiusluoton maturiteetti oli pääosin yksi viikko (2 viikkoa vähän aikaa syksyllä 1992) vuoden 1997 lopulle saakka, kun taas päiväluotto oli ollut nimensä mukaisesti yön yli rahoitusta. Muutoksella Suomen Pankki kasvatti pankeille luotoista aiheutunutta korkorasitusta, joskin spekulatiotilanteissa korkokehitys periaatteessa myös osin vakaantui. Nyt korkoputken yläraja määritteli katon pankkien välisille viikon luotoille. Syksyllä 1994 Suomen Pankki alkoi edellyttää maksuvalmiusluotoilta täysimääräisiä vakuuksia.

Kun lokakuussa 1995 vähimmäisvarantovelvoitteessa siirryttiin keskiarvoistamiseen, pankkien varantotalletukset siirrettiin sulkutileiltä pankkien sekkitileille. Pankin täytyi ottaa maksuvalmiusluottoa, jos sen sekkitilille olisi jäänyt negatiivinen saldo, samoin kuin siinä tapauksessa, jos varantoperiodin keskimääräinen saldo olisi jäänyt velvoitetta pienemmäksi. Varantotalletusten muututtua osaksi rahamarkkinoiden likviditeettiä markkinoiden keskimääräinen likviditeetti kasvoi huomattavasti. Maksuvalmiusluottojen käyttö oli tässä vaiheessa jo vähäistä ja satunnaista (kuvio 98).

Kuvio 98.

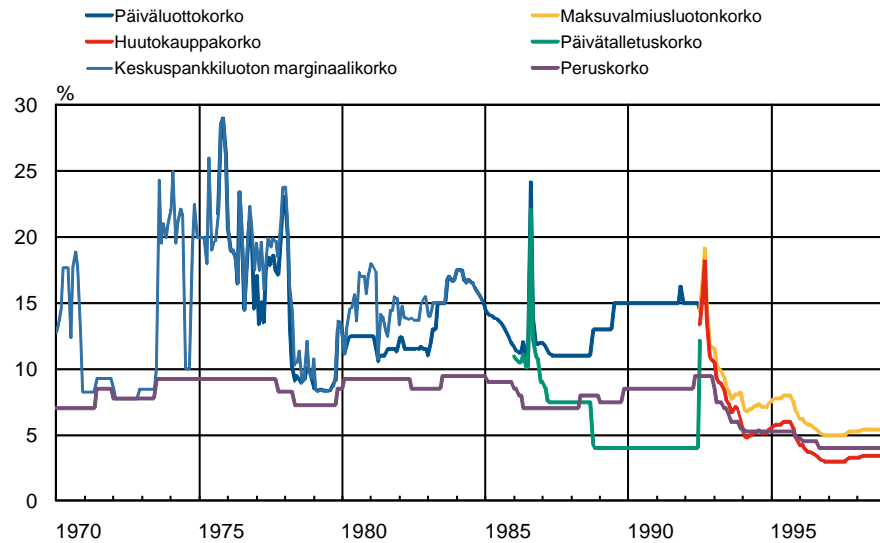
### Ylimääräiset talletukset ja maksuvalmiusluotot



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 99.

### Suomen Pankin ohjauskorkoja



Lähde: Suomen Pankki.

Suomen Pankin rahamarkkinoiden ohjausjärjestelmän melko värikäs historia alkoi olla lähellä pääteipistettään. Sekä likviditeetin ohjausjärjestelmää että siihen liittyneiden korkojen järjestelmää ja nimityksiä oli muutettu edellisinä vuosikymmeninä useaan otteeseen (kuvio 99). Rahapolitiikan ohjauskoron yksikäsiteistä historiaa ei tuolta pohjalta ole. Sääntöstylykautta koskevat tulkinnat ovat epävarmoja, ja mm. pankkikohtaiset erot saattoivat olla suuria. Pelkistettynä keskeisen ohjauskoron historiasta on käytetty lähinnä seuraavaa yhdistelmää: diskonttokorko vuodesta 1862 toukokuuhun 1950, (tulkinnanvarainen) arvioitu marginaalikorko kesäkuusta 1950 elokuuhun 1975, päiväkorke syyskuusta 1975 joulukuuhun 1985, päiväluottokorko tammikuusta 1986 kesäkuuhun 1992 ja huutokauppakorko heinäkuusta 1992 joulukuuhun 1998.

Kaiken kaikkiaan rahapolitiikan järjestelmät toimivat 1990-luvun puolivälissä suhteellisen vakaasti ja hyvin. Niitä muutettiin enää varsin vähän Suomen Pankin oman rahapolitiikan viime vuosina. Vaikka järjestelmät olivat pääpiirteissään selkeät, niihin liittyi paljon pieniä teknisluateisia, muun muassa kalenterivaihteluun liittyneitä ongelmia.

### 3.4 Kansainvälinen korkotaso nousi ja markka vahvistui vuonna 1994

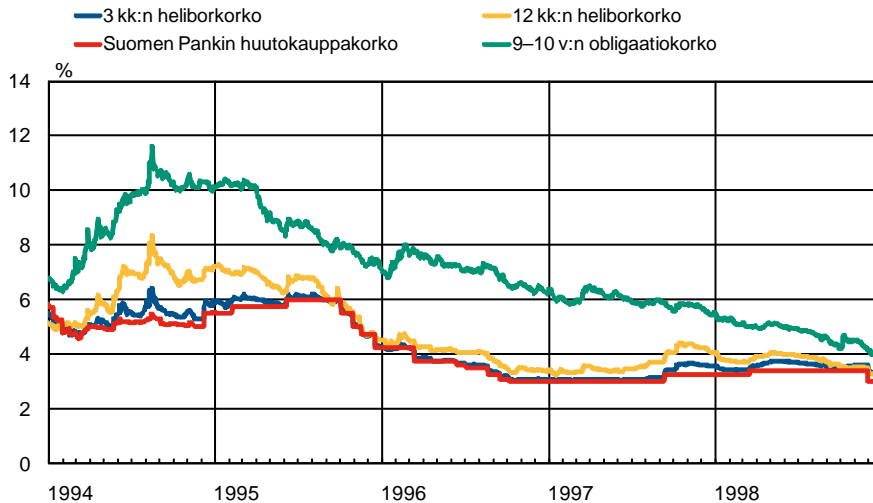
Suomen pitkäaikaiset korot nousivat vuoden 1994 alkukuukausina voimakkaasti: helmikuun 6,3 prosentista huhtikuun alun 8–8,5 prosenttiin. Korkojen nousu oli kansainvälinen. Yhdysvalloissa oli inflaatiopelkoja, ja alkusysäys tuli maan keskuspankin yllättävästä koronnostosta. Myös Saksan M3:n odotettua suurempi kasvuluku nosti korkoja. Koronnousuaalto oli tuntuva kaikkialla, mutta Suomessa pärskeet olivat keskimääräistä voimakkaammat. Markkinakorot nousivat ja heiluivat epävakaaaksi koetussa Suomessa paljon. Pörssi suorastaan romahti vähän.

Talouden kasvu oli yhä epävarmaa ja epätasaista. Tuotanto ei lisääntynyt alkuvuonna 1994 juurikaan. Valtion alijäämä sen sijaan kasvoi yhä. Ruotsissa tunnettu ekonomisti ennusti Ruotsin valtion konkurssia ennen vuotta 2000. Raha-aggregaatti M1, eli lähinnä yritysten likviditeetti, kasvoi Suomessa kuitenkin jo 10 prosentin vauhtia. Se alkoi olla jopa liikaa. Jos luotot alkaisivat kasvaa, oltaisiin pian yli 10 prosentin vauhdissa. Ainakin ulkomaiset sijoittajat hermostuisivat. Tältä osin nousun merkit olivat jo vahvat.

Markkinakorot hypähtivät taas kesäkuun 1994 alussa. Nousua toteutui Saksassa ja Englannissa, mutta varsinkin Ruotsissa, ja Suomi

meni mukana. Suomessa 10 vuoden korko oli jo yli 9 % (kuvio 100). Suomessa ja Ruotsissa pitkät korot nousivat alkuvuonna kolme prosenttiyksikköä.

Kuvio 100. **Rahamarkkinakorkoja**



Lähde: Suomen Pankki.

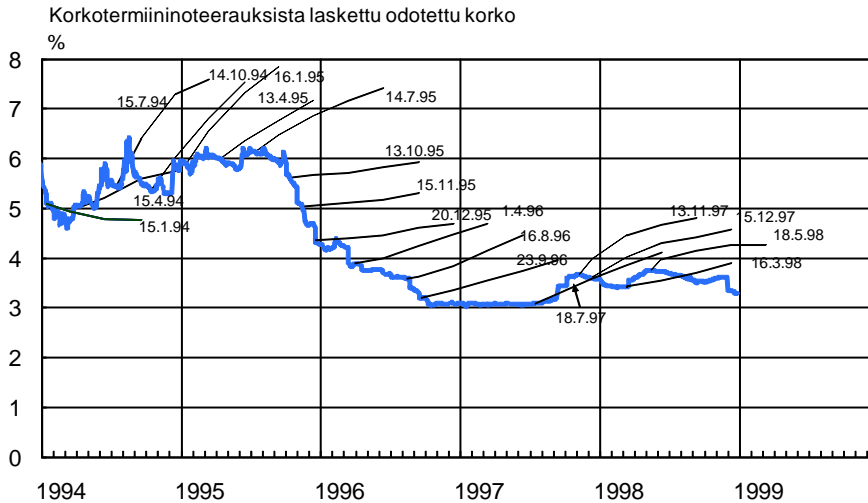
Kotimaisia koron nousun perussyitä olivat valtion velkaantuminen ja inflaatio-odotukset. Lyhyet korot ja pankkiluottojen korot eivät vielä paljon nousseet, joten kaiken kaikkiaan korkojen nousu ei ehkä jarruttanut nousua kohtuuttomasti. Kuitenkin koronnosto-odotukset olivat vuoden 1994 puolivälistä seuraavan vuoden puoliväliin vahvat (kuvio 101). Psykologia oli korkoasioissa voimakas. Valtion uskottiin velkaantuvan ja maksavan yhä korkeampia korkoja.

Julkisuudessa esitettiin taas väljän budjettipolitiikan etuja. Kuitenkin sanottiin Kansainvälisen valuuttarahaston ilmaiseen hallitukselle syvän huolensa Suomen valtiontaloudesta.

Suomen Pankin johdon pieni näkemysero rahapolitiikasta tuli julkisuuteen kesäkuussa 1994. Pääjohtajan linjahan oli ollut hajauttaa tiedottamista, yllyttää pankin väkeä esiintymään. Joskus aikaisemmin oli ollut päinvastainen linja: Suomen Pankin kannan esittää pääjohtaja. Kysymys oli nyt pienestä vivahteesta, mutta asia sai lehdistössä aika lailla intohimoja aikaan. Demarin pääkirjoituksessa Suomen Pankkia lyötiin inflaatiotavoitteesta ja Suomen Pankista annettu lakikin otettiin esille; sehän oli ollut työryhmässä jo kauan valmisteltavana. Keskus-

pankin itsenäisyyttä ja johtajien erottamattomuutta ihmeteltiin. Kuitenkin oltiin EU:hun ja rahaliittoon menossa.

Kuvio 101. **Toteutunut ja odotettu kolmen kuukauden heliborkorko**



Lähde: Suomen Pankki.

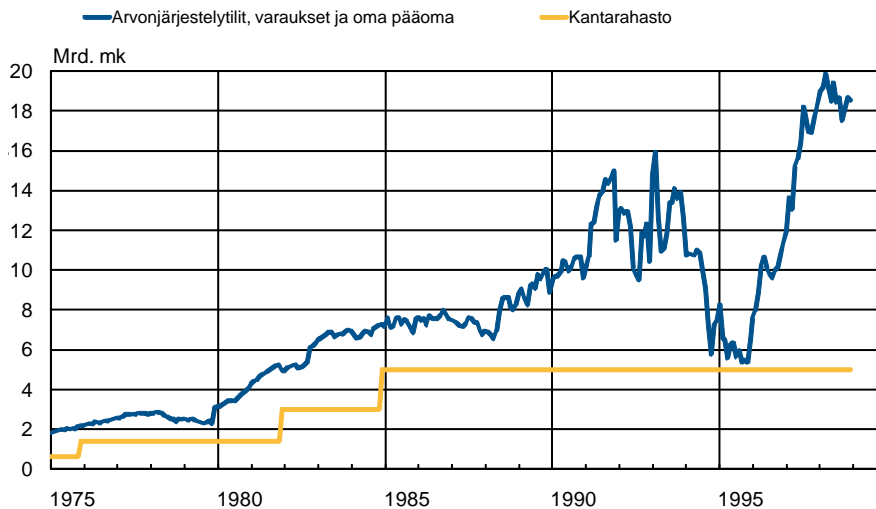
Suomen Pankin johdon sisäinen tulkintaero liittyi korkokehitykseen. Markkinat olivat nostaneet pitkät korot noin 9,5 prosenttiin, ja lyhyt korkokin on noussut hiljalleen 5 prosentista kohti 6:ta prosenttia. Suomen Pankki oli jarrutellut tätä nousua, mutta antanut koron kuitenkin nousta. Kiista koski sitä, sanotaanko tätä kiristämiseksi vai ei. Pääjohtajan mukaan kyse ei ollut kiristämisestä. Taustalla lienee ollut se, että hallitus oli tiukasti rahapolitiikan kiristämistä vastaan. Rahamäärien nopeaa kasvuakaan ei olisi pitänyt kommentoida, vaikka tiedot oli alettu keväällä ilmoittaa Reuterin ja Teleraten ruuduilla. Rahaaggregaatti M1:n yli 10 prosentin kasvu alkoi olla huolestuttava. Yritysten talletukset kasvoivat huimasti, ja kotitaloudetkin jo käyttivät rahaa.

Kymmenen vuoden korko oli loppukesällä yli 10 prosentissa. Markkinat, ulkomaiset sijoittajat, olivat nostaneet korot todella korkeiksi. Tämä päästi Suomen Pankin koron korottamisen tuskasta. Huutokauppakorko kohosi vain vähän. Luultavasti koron nousu oli vain hyväksi, sillä kasvu oli kääntynyt vahvaksi.

Markkinatilanne kiristyi, mutta kuitenkin toisin kuin Suomen Pankki toivoi, eli pankki olisi halunnut valuuttakurssin vahvistuvan.

Kurssi jäi aluksi kuitenkin ennalleen. Suomen Pankki toivoi markan valuuttakurssin vahvistumista rahapoliittisista syistä, mutta vahvistuminen merkitsi Suomen Pankille erittäin suurta valuuttakurssiriskiä. Kun valuuttavarantoa oli yli 50 mrd. markkaa ja kun markka todellakin vahvistui pian 10–20 %, tappiota tuli reippaasti. Suomen Pankin oma pääoma alkoi olla vähissä (kuvio 102). Siitäkin saattoi tulla hälinää.

Kuvio 102. Suomen Pankin oma pääoma



Lähde: Suomen Pankki.

EU-kansanäänestyksen tulokseen liittyvä epävarmuus nosti kesällä 1994 Suomen korkoja ja heikensi markan kurssia lievästi. Hillitäkseen korkojen nousua Suomen Pankki salli tavanomaista suuremman likviditeetin rahamarkkinoilla ja tuki markkaa pienehköillä interventioilla. Poliitikassa oli aluksi kesällä 1994 hiljaiseloa. EMI, Euroopan rahapoliittinen instituutti Frankfurtissa, alkoi työllistää. Suomenpankkilaiset kävivät siellä tarkkailijoina ensimmäisiä kertoja.

Sitten Ruotsista alkoi 11.7.1994 mylläkkä, kun keskuspankki nosti antolainauskorkonsa 7,5 prosentista 8 prosenttiin ja repokoron 6,9 prosentista 7,2 prosenttiin. Se nosti markkinakorkoja Ruotsissa melkein puoli prosenttiyksikköä ja heikensi kruunua. Vähän vaimentuneena vaikutus näkyi Suomessakin ja melkein koko maailmassa. Ruotsi aloitti Euroopan korkojen noston. Suomessa oli varottu nostamasta peruskorkoa, ettei Suomi olisi ensimmäinen, ja nyt ei nostettu,

ettei jouduttu leimatuksi Ruotsin kylkeen. Pääjohtaja Bäckström perusteli nostoa yllättävän vahvasti inflaatio-odotuksilla.

Rahapoliittinen tilanne oli Suomessa yhä epäselvä. Jotkin korot olivat yli 10 %, mutta lyhyet vain runsaat 5 %. Peruskorko jätettiin Ruotsin ongelmien jälkeen nostamatta. Ecuindeksi oli asteittain vahvistunut alle 110:n eli 15 % heikoimmalta tasoltaan. Vajaat 10 % oli enää jäljellä heikkenemistä kellutuksen alusta. Suomen Pankki ei ollut tehnyt rahapolitiikassa juuri mitään puoleen vuoteen.

Vuoden 1995 kasvuvauhdiksi Suomen taloudessa arvioitiin jo 4–6 %. Inflaatio oli jäämässä liiankin hitaaksi, pohjainflaatioindikaattorilla mitattuna nollan tuntumaan. Inflaatio kiihtyisi vasta vuonna 1996 yli 2 prosentin tavoitteen. Varallisuuden hinnat olivat nousseet, mutta pitkien korkojen korkeus oli painanut niitä alas. Pankkien ongelmat olivat uudelleen pahentuneet. Presidentti Ahtisaaren asettama Pekkasen työryhmä teki työttömyyden torjumisen kokonaisuohjelmaa, mutta se näytti jauhautuneen politiikan myllyyn. Seuraavana keväänä EU:n lähentymisohjelma koskisi Suomeakin.

Ecuindeksi oli pian tasolla 107, eli se oli vahvistunut parissa kuukaudessa noin 7 %. Suomen Pankki oli jo hiukan jarrutellut nousua valuutanostolla. Suomen Pankin johtokunta oli antanut ohjeen, ettei EU-äänestyksen yhteydessä juuri intervenoida. Ruotsin talousvaikeudet olivat yksi riski. Kruunu ei ollut vahvistunut läheskään niin paljon kuin markka, Ruotsin korot olivat korkealla ja valtion alijäämä viemässä talouden kriisin partaalle. Ruotsin keskuspankin inflaatiotavoite oli ylittymässä markkinoiden melkein yksimielisen arvion mukaan.

Kaikki oli yhä epävarmaa: inflaatio, valuuttakurssi, EU-ratkaisu. Keskuspankkipoliittinen toimikunta kirjoitti kahden sivun muistion siitä, mitä tapahtuu, jos 16.10.1994 EU-äänestyksessä tulee ei-tulos: korot nousevat, valuuttakurssi putoaa, valtion velkakriisi, kaikesta tulisi tuhoa. Kansa oli rauhallisempaa. Ruotsissa oli enemmän erilaisia mielipiteitä. Monet ekonomistitkin olivat siellä kriittisiä ainakin EMU-ratkaisun suhteen. Suomen EU-kansanäänestyksessä kyllä-äännet voittivat suhteessa 57–43. Tulos oli odotettu, eivätkä markkinat reagoineet juuri mitenkään. Ecuindeksi oli 106, kolmen kuukauden heli-bor vähän yli 5 % ja valtion 10 vuoden obligaatiokorko 10 %.

EU-kansanäänestyksen tuloksen myötä tilanne rauhoittui, ja markka vahvistui loppuvuonna lähes 10 % sekä ecukurssilla että ulkomaankauppapainoisella indeksillä mitattuna. Suomen Pankki saattoi ostaa kesällä myymänsä valuutan takaisin. Kaikkiaan valuuttavaranto kasvoi vuonna 1994 edelleen merkittävästi, yli 50 mrd. markkaan. Valuuttavarannon määrä alettiin kokea jopa tarpeettoman suureksi kullannan oloihin ja suhteessa Suomen Pankin omaan pääomaan. Varanto kasvoi yhdessä termiiniposition kanssa yli 10 prosenttiin BKT:stä eli

poikkeuksellisen suureksi Suomen Pankin historiassa. Huutokauppakorko vaihteli pääosan vuotta runsaassa 5 prosentissa.

Markka vahvistui hiljalleen noin tasolle 104–105. Vahvistumista jarrutettiin, mutta paine jatkui. Vientiteollisuus alkoi hermostua, vaikka markan kurssitaso oli reaalisena ainakin 15–20 % edullisempi kuin ennen vuoden 1991 devalvaatiota. Yleinen vaatimus oli, että Suomen Pankki ei saisi ohjata painetta markan vahvistumiseen vaan koron laskuun. Tällainen valintamahdollisuus oli olemassa enemmän teoriassa, vähemmän käytännössä. Interventiot taas johtivat rahamäärän kasvuun. Jos kasvupaineet olisivat kovat, ei tilanne olisi luultavasti taaskaan hallittavissa, kuten ei ollut ollut ennenkään.

Johtokunta innostui 8.12.1994 nostamaan huutokauppakoron 5,0 prosentista 5,50 prosenttiin. Muutos oli tärkeä, koska se merkitsi avointa kiristämisvaiheen alkua. Päätös kytkettiin tiiviisti 2 prosentin inflaatiotavoitteeseen. Lyhyet korot nousivat tietysti heti, ja vähän nostivat pankit pitkiäkin korkoja, jonkin sadanneksen, mutta jo samana päivänä pitkät korot palautuivat ennalleen. Valuuttakurssi ei juuri muuttunut. Ulkomailla muutosta varmaan osattiin odottaa. Englantikin nosti peruskorkoa vähän aikaisemmin. Pitkät korot olivat korkealla. Varsinkin Espanja, Italia ja Ruotsi olivat kielteisesti esillä: iso budjetitivaje ja epävakaa politiikka.

### 3.5 Maastrichtin kriteerit

Ennen Suomen liittymistä EU:hun 1.1.1995 Suomen Pankki allekirjoitti EU-keskuspankkien väliset Euroopan valuuttajärjestelmää (EMS) ja lyhyen aikavälin rahoitustuen järjestelyä koskevat sopimukset. Kuitenkaan valuuttajärjestelmään kuuluneeseen valuuttakurssimekanismiin (ERM) ei liitytty välittömästi Itävallan tapaan. Markan ERM-kytkentää ei voitu pitää realistisena sen enempiä Suomen kuin ERM-maidenkaan kannalta runsaasti kansainvälistä huomiota herättäneen markan epävakaa kauden jälkeen. Ruotsikaan ei liittynyt valuuttakurssimekanismiin.

EU:hun liittymisen yhteydessä vuoden 1995 alusta Suomen Pankin taseen ulkomaisissa erissä vaihdettiin 20 % kulta- ja dollarivarannosta ecuihin Euroopan rahapoliittisen instituutin kanssa. Taseeseen tästä tuli erä: Ecu-saaminen Euroopan rahapoliittiselta instituutilta. Se oli melko pieni erä, 2,5–4 mrd. markkaa, eli noin 5 % varannosta.

Suomi ei täyttänyt tuohon aikaan kovinkaan hyvin niitä Maastrichtin sopimuksen sisältämiä yksityiskohtaisia lähestymisperusteita, jotka maan oli täytettävä soveltuakseen talous- ja rahaliiton jäseneksi. Kui-



tenkin Suomen talous oli erityisesti juuri 1990-luvun alun kriisin vuoksi paljon paremmassa integraatiokunnossa kuin viisi vuotta aikaisemmin.

Keskeisiä rahataloudellisia ns. EMU-kriteerejä oli neljä: 1) Inflaatiokriteeri: Tarkasteluajankohtaa edeltävän vuoden aikana keskimääräinen kuluttajahintainflaatio saa ylittää enintään 1,5 prosenttiyksiköllä kolmen hintatason vakaudessa parhaiten suoriutuneen jäsenvaltion vastaavan inflaation. 2) Julkistalouden alijäämä ja julkisen velan osuus: Julkistalouden ennakoitu tai toteutunut alijäämä saa olla korkeintaan 3 % ja julkinen velka 60 % markkinahintaisesta bruttokansantuotteesta. 3) Valuuttakurssin vakaus: Jäsenvaltio on noudattanut Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssimekanismissa määrättyjä tavanomaisia vaihteluvälejä ainakin kahden tarkasteluajankohtaa edeltävän vuoden ajan ilman vakavia jännitteitä ja valuuttakurssin devalvoitua. 4) Korkoehto: Jäsenvaltion pitkän aikavälin obligaatioiden korkojen keskimääräinen nimellistaso on tarkasteluajankohtaa edeltävänä vuotena enintään kaksi prosenttiyksikköä korkeampi verrattuna enintään kolmen hintatason vakaudessa parhaiten suoriutuneen jäsenvaltion vastaavaan tasoon.

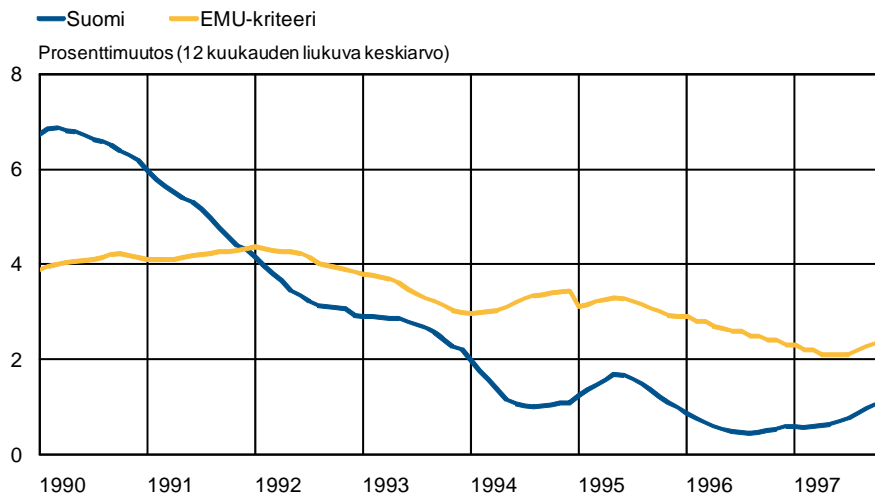
Näistä neljästä kriteeristä vain inflaatiokriteeri ja ehkä korkokriteeri näyttivät tuolloin suhteellisen helposti täytettäviltä (kuvio 103). Kuluttajahintojen osalta Suomi kuului parhaisiin EU-maihin. Hintojen nousu oli vuoden 1994 lopulla yhden prosentin tuntumassa, joskin huolta aiheutti se, että vuosien 1994–1995 vaihteessa solmittujen palkkasopimusten mukaiset korotukset olivat suhteellisen suuret.

Suomen julkisyhteisöjen rahoitusaliäämä oli vuonna 1994 yhä yli 5 % BKT:stä mutta nopeasti pienemässä. Julkinen velka pysyi alle 60 prosentin. Pitkäaikainen valtion korko puolestaan nousi kansainvälisten korkojen mukana vuonna 1994 takaisin noin 10 prosentin tasolle mutta muidenkin EU-maiden pitkäaikaiset korot kohosivat, joten Suomi täytti jo vuodesta 1993 lähtien korkokriteerin.

Kuvio 103.

## Inflaatio

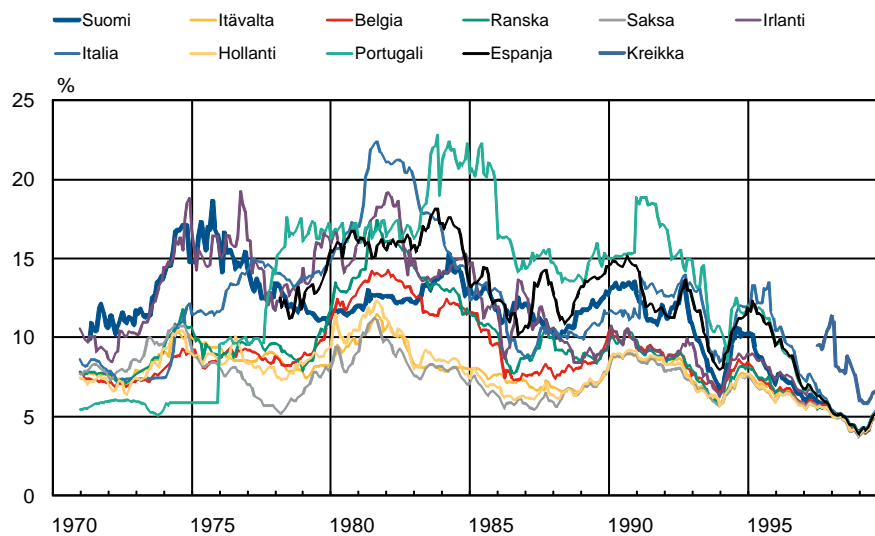
EMU-kriteeri: EU:n kolmen hitaimman inflaation maan keskiarvo + 1,5 prosenttiyksikköä.



Lähde: EU.

Kuvio 104.

## Euromaiden pitkien korkojen lähentyminen



Lähde: Reuters.

EU-maiden korkokehitys näytti tuohon aikaan hyvin epävakaa, mutta alkoi pian vakaantua (kuvio 104). Korot alenivat näihin aikoihin yleisesti kaikissa maissa. Toisaalta korkokriteerin saattoi odottaa markkinoilla jokseenkin varmasti täyttyvän rahaliittoon liittyvän maan osalta, jos muut ehdot täyttyvät, koska pitkäaikaisten korkojen taso yhdenmukaistuisi jo hyvissä ajoin siirryttäessä yhteiseen rahaan käyttöön pieniä likviditeetistä ja riskistä tulevia eroja lukuun ottamatta. Näin kävisi, koska pitkäaikainen korko olisi jo valtaosin yhteisen rahan korko.

Valuuttakurssikriteeri näytti vaikealta täyttää. Markkan kurssi oli ollut äärimmäisen epävakaa verrattuna ERM-valuuttoihin lähinnä Italian liiraa lukuun ottamatta. Markkan arvo oli kuitenkin kääntynyt selvään nousuun ja saavutti vuoden 1994 lopulla jo lähes kelluntaa edeltäneen tason. Kellunta nähtiinkin hyödylliseksi tavoiteltaessa realistista ja vakaata kurssitasoa.

Maastrichtin ehtoihin kuului lisäksi mm. keskuspankin rahapolitiisen itsenäisyyden takaaminen. Vaikka Suomen Pankki oli ollut kansainvälisesti katsoen suhteellisen riippumaton hallituksesta, se oli ollut rahapolitiikassaan vahvasti eduskunnan ohjauksessa. Valuuttakurssista päättäminen kuului viime kädessä hallitukselle, joskin aloitteen piti tulla Suomen Pankista. Se, ettei pankki kuitenkaan ollut Maastrichtin sopimuksen mukaisesti hallituksesta riippumaton, ilmeni hyvin siitä, että Suomen Pankin pääjohtaja joutui keväällä 1992 eroamaan, kun hänen ja pääministerin välille syntyi luottamuspuola.

### 3.6 Vaihteleva rahataloudellinen kehitys vuonna 1995

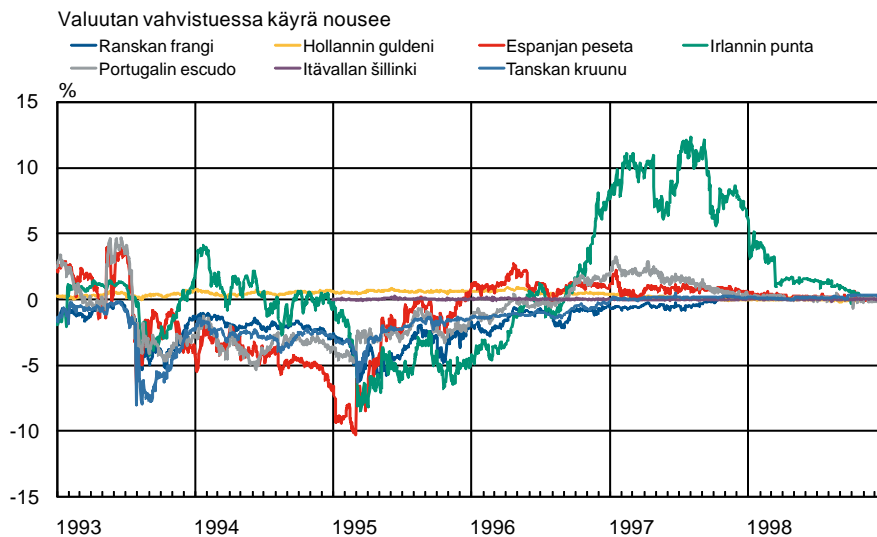
EU-jäsenyys vuoden 1995 alusta ei heti oleellisesti muuttanut rahapolitiikkaa. Integraatio ja sitä koskeneet näkymät vaikuttivat kuitenkin siten, että rahapolitiikan järjestelmää ja yleensäkin rahoitusjärjestelmiä ja -instituutioita kehitettäessä EU-maiden käytäntö, joka ei tosin ollut kovinkaan yhdenmukainen, otettiin huomattavasti aikaisempaa enemmän huomioon.

Suomen Pankin johdossa ihmeteltiin heti EU-jäsenyyden alettua Suomessa esiintyneitä ristiriitaisia EMU-kannanottoja. Ilmeni halua minimoida osallistuminen nyt, kun oltiin jo jäseniä. Asiasta alkoi nyt pankissakin aikaisempaa laajempi keskustelu, kun siihen jouduttiin ottamaan käytännössä monella tavalla kantaa. EMU-innustus vaihteli aika paljon henkilöstä ja vähän ajan kulumisestakin riippuen, mutta useimmat ottivat realiteetit realiteetteina.

Valuuttakurssimekanismissa kurssit olivat hajonneet edellisinä kuukausina niin, että noin 11 prosenttiyksikköä vaihteluvälistä oli käytössä. Espanja oli tällä kertaa kriisimaa (kuvio 105). Yhä ajateltiin varsin paljon kaikkialla, Suomen Pankissakin, siihen tapaan, että ydinmaat kytkevät valuuttansa täysin vuonna 1999, mutta tuskinpa saksalaiset hyväksyvät ecua. Kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla vuosi 1995 oli rauhaton paljolti Meksikon ongelmien vuoksi. ERM-valuutoista Espanjan ja Portugalin valuutat jouduttiin devalvoimaan. Suomen valuuttamarkkinat pysyivät pääosan vuotta rauhallisina, ja marka jatkoi hitaasti vahvistumistaan vuoden lopulle saakka.

Inflaatio jäi Suomessa vuonna 1994 odotettua vaimeammaksi ja vaihtotase vähän ennakoitua heikommaksi. Investoinnit olivat kuitenkin vahvassa kasvussa, ainakin metsäteollisuudessa. Tiedotusvälineissä oli sekavia tarinoita EU:n aiheuttamista hintojen nousuista. Huutokauppakoron merkitys rahapolitiikan ohjauskorkona vahvistui. Suomen Pankki korotti kansainvälisten korkojen noustua huutokauppakorkoan joulukuussa 1994 määrähuutokaupalla. Helmikuussa 1995 korko nostettiin 5,75 prosenttiin.

Kuvio 105. **ERM-valuuttojen poikkeama Saksan markan keskuskurssistaan**



Lähde: Reuters.

Pankkien vaikeudet jatkuivat, luotot eivät käyneet kaupaksi ja korkomarginaali kapeni. KOP:ssa oli taas ongelmia, ja niinpä Kansallis-

Osake-Pankin yhdistymisestä Suomen Yhdyspankkiin ilmoitettiin 9.2.1995. Pankin nimeksi tuli Merita, ei Uni-KOP, kuten joku Suomen Pankissa oli arvellut. SYP oli muutellut yritysjärjestelyään niin, ettei sen kehitystä seurattaessa aina oikein tiedetty, milloin se oli SYP ja milloin Unitas. Puolet näiden pankkien konttoreista lakkautettiin, ja 5 000 työntekijää sai lähteä. Suomen pankkisektorille näytti syntyvän hämmästyttävä valtakeskitymä.

Maaliskuun 1995 eduskuntavaaleissa sosiaalidemokraatit voittivat, kuten oli odotettukin, eikä markkinoilla tapahtunut mitään erityistä. Itse asiassa markkinat olivat oudon rauhalliset, sillä voittajat lupasivat kymmenien miljardien säästöt. Lipposen hallitus sai heti alkuun menojen leikkauksillaan 10 vuoden koron alenemaan jo 9,2 prosenttiin. Suomen taloudessa meni yllättävän hyvin ainakin verrattuna Ruotsiin, jossa korot nousivat ja valuuttakurssi heikkeni. Ruotsin kruunu oli todella heikko, ja sen arvo heilui ecupisteluvuissa 133–135, kun Suomen markka oli nyt vakaasti jopa alle tason 103.

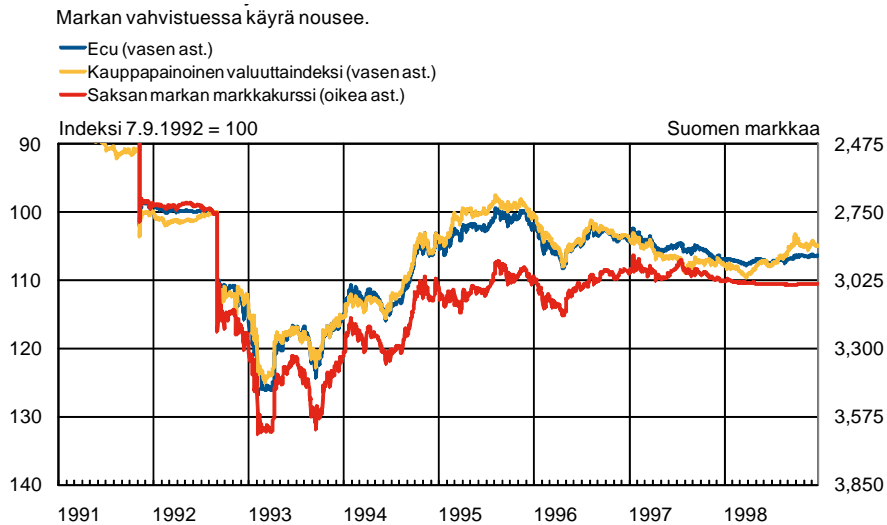
Kasvu oli Suomessa vuoden 1995 ensimmäisellä neljänneksellä hyvä, eli oltiin 6 prosentin vauhdissa. Tulopoliittinen selvitystoimikunta esitti omia hintaselvityksiään ja arvosteli Suomen Pankin 2 prosentin inflaatiotavoitetta; jokin muukin tavoite olisi toimikunnan mukaan voinut olla. Finanssipolitiikka oli kiristynyt niin, että rahapolitiikan suunnittelussa ja johtokunnassa oli ruvettu jo keskustelemaan mahdollisesta koron alentamisesta äskeisen korottamiskeskustelun asemasta. Kuitenkin jo kesäkuussa katsottiin aiheelliseksi nostaa huutokauppakorko 6 prosenttiin. Johtokunta itse teki kesäkuun päätöksen; esitys oli ollut varauksellisempi. Markkinat yllättyivät.

Suomen Pankissa oltiin epätietoisia, mikä olisi tärkein seurattava valuuttakurssi. Kun lähtökohtana oli marraskuun 1991 devalvaation jälkeinen tilanne (ennen kellutusta), kauppapainoisella indeksillä mitaten markka oli jo pari prosenttia vahvempi, ecuindeksillä mitattuna muutamia prosentteja heikompi (kuvio 106). Suhteessa Saksan markkaan Suomen markka oli toisaalta heikentynyt noin 10 %.

Miten markan siis oli käynyt? Ottaen maan EMU-innostus huomioon tuntui tarpeettomalta, että Suomen Pankki puhuisi muusta kuin Saksan markan kurssista. Kuitenkin talouden ja inflaatiotavoitteen kannalta merkittävämpi oli kauppapainoinen indeksi. Johtokunnalla tuntui olevan taipumusta asettaa inflaatiotavoitteen ohella myös valuuttakurssi- ja korkotavoitteita. Tuollainen logiikka ei oikein pätenyt. Tiukasti katsoen saattoi olla vain yksi tavoite.

Kuvio 106.

## Markan indeksejä



Lähde: Reuters.

ERM-kytkentään liittyi monia näkökohtia, ja keskustelu kytkennästä vilkastui vuoden 1995 loppua kohti. Kytkennän suhteen oltiin odottavalla kannalla, eikä liityntää Suomen Pankissa toistaiseksi haluttu kiinteästä kurssista saatujen huonojen kokemusten vuoksi. Sisäisessä keskustelussa korostettiin edelleen paljon suhdannekehitystä ja kellutusta, mikä oli vastoin kiinteää kurssia korostavaa EMU-henkeä. Varman päälle pelaten jo vuonna 1995 olisi kuitenkin liityttävä, jotta kahden vuoden jakso olisi selvä vuonna 1998, kun lopullisia päätöksiä tehdään.

ERM-kytkennän sitovuudesta oli epäselvyyttä. Esitettiin sellainenkin käsitys, että kytkentä oli täysin joustava kurssin suhteen, jolloin sekä interventiot että korkoase voitaisiin jättää käyttämättä ja kurssi voisi sopeutua vapaasti vaihtelun alueen sisällä. Useimmat epäilivät tätä. ERM oli joka tapauksessa pikemminkin politiikkaa kuin talouksia ohjaava systemi. EMU-kriteerit olivat outoja, kun ei tiedetty, kuinka tarkasti niitä oli tulkittava. Ääri-laidat ovat Saksan perustuslakituomioistuimen kirjaimellinen tulkinta ja jokseenkin vapaa poliittinen, valtion- ja hallitusten päämiesten, Eurooppa-neuvoston kanta.

Suomen Pankissakin yleinen näkemys oli, että mahdollinen kytkentä oli tehtävä melko pehmeällä kurssilla, eikä ainakaan viimeaikaista vahvemmalla kurssilla. Toisaalta voitiin väittää, että kurssin olisi oltava melko vahva, jotta EMUn realiteetit tunnetaan ja tunnustetaan heti alusta. Keskustelu EMUn vaikutuksesta rahoitusmarkkinoi-

den rakenteeseen oli alkutekijöissään. Komission ns. vihreä kirja oli asian suhteen varovainen.

Oli myös mahdollista, että ERM säilyy, mutta EMUa ei tule. Yhteistä rahaa koskeneiden gallupkyselyjen numerot olivat melko kovia: saksalaisista  $\frac{3}{4}$  oli rahaliittoa vastaan, eikä enemmistökannatusta ilmaantunut juuri missään maassa. Silti EU-koneisto vei suunnitelmaa vakaasti eteenpäin.

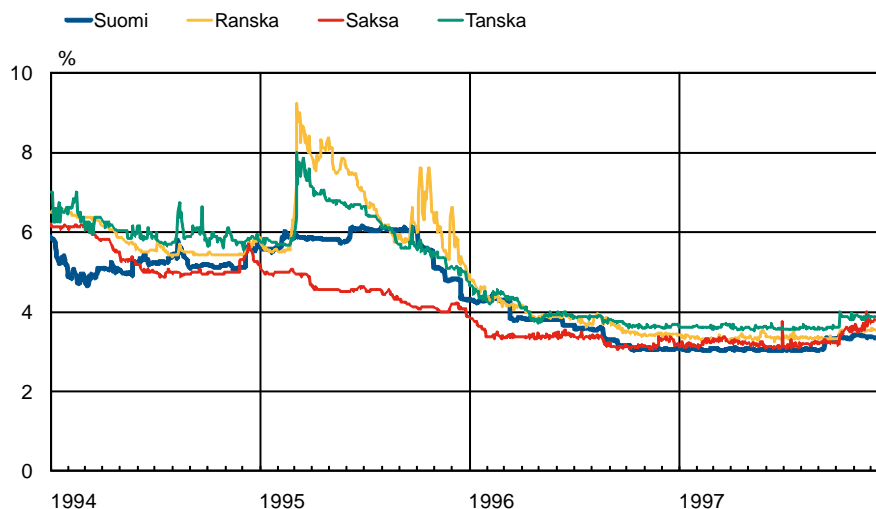
Elokuussa 1995 markka taas vahvistui. Yritykset reagoivat sopulmaisesti ja toivat pieniä summia valuuttaa, ja kerrottiin niiden sopineen, etteivät ne tuo suuria määriä, ettei markka vahvistu liikaa. Suomen Pankkikin osti vähän valuuttoja. Ecuindeksi oli alle 101:n, eli oltiin jokseenkin kellutusta edeltäneellä tasolla. Kauppapainoinen indeksi oli jopa useita prosentteja alle tuon tason (markka siis vahvempi), eli lähestyttiin vuoden 1991 devalvaatiota edeltänyttä nimellisarvoltaan vakaata markkaa. Dollarin markkakurssi pyöri jo samoilla tasoilla, alle 4,50:n, kuin vuosina 1989–1992. Pääjohtaja halusi pitää markan kurssin rahaliittoa varten vakaana. Saksan markan kurssi oli vahvistunut yli 3 Suomen markan. Pitkä korko oli 8,10 % ja oli käynyt melkein 7,90 prosentissa.

Pohjainflaatio oli elokuussa 1995 jo miinuksella,  $-0,5\%$ , ja kuluttajahintojen 12 kuukauden muutos syyskuussa  $0,5\%$ . Oli valittava, mitoitetaanko korkopolitiikka vähäisen inflaation mukaan vai painotetaanko Keski-Euroopan korkokehitystä. Johtokunta korosti inflaatiota ja antoi aiemmasta poiketen jopa julkisuuteen arvionsa rahapolitiikan mitoituksen pohjana olevista inflaationäkymistä ja niihin vaikuttavista tekijöistä. Johtokunta laski edelleen 5.10., vastoin politiikkaehdotusta, huutokauppakoron 6,0 prosentista 5,5 prosenttiin. Peruskorko laskettiin 5,25 prosentista 5,0 prosenttiin. Pitkissä koroissa oltiin Tanskan ja Englannin tasolla, ja merkittävästi näiden maiden korkojen alle ei päästy. Kuukauden korot olivat Suomessa samoin Tanskan tasolla, ja jos korkoja olisi leikattu enemmän, olisi menty jo oman viiteryhmän alapuolelle (kuvio 107).

Ehkä Suomen Pankin johtokunta lokakuuisella koron alennuksellaan sai aikaan koronlaskuhuuman Euroopassa – ainakin se hyvin sitä ennako. Euroopan korot tulivat melkein puoli prosenttiyksikköä alas. Parin kolmen kuukauden kuluessa havaittaisiin korkojen alenemisen vaikutukset ja nähtäisiin, mihin tasoon todella päästään. Marraskuun 1995 alussa Suomessa tuli vielä vastoin valmistelijoiden suositusta huutokauppakoron alennus 5,5 prosentista 5,00 prosenttiin. Tämäkin koronlasku oli markkinoille yllätys. Se aiheutti keskustelua, jonka mukaan Suomen Pankki halusi heikentää kurssia ERM-kytkentää varten. Ruotsin kruununkin kun oli vahvistunut. Korkojen epävakauteen

liittyvät riskit olivat lisääntyneet. Korkoa laskettiin vielä kaksi kertaa vuoden 1995 lopulla.

Kuvio 107. Yhden kuukauden korkoja ERM-maissa



Lähde: Reuters.

Euroopan kasvusta tuli koko ajan huonoja uutisia, ja saattoi ennakoida, että korkojen lasku jatkuu. Saksassa ja Ranskassa kasvu oli jäämässä selvästi ennustettua heikommaksi, ja maiden inflaatio hidastui. Sama tilanne oli Suomessakin. Inflaatio oli jo jäämässä 1,5 prosentin tuntumaan vuonna 1996. Tuonti oli kasvanut. Elintarvikkeiden hinnat laskivat odotettua enemmän.

Vuoden mittaan ero Saksan korkoihin supistui selvästi. Johtokunta laski joulukuun 19.12.1995 – keskellä pankkien ruokatuntia – huutokauppakoron 4,75 prosentista 4,25 prosenttiin. Rahapolitiikka oli aktiivista koko syksyn ajan. Pitkät korot olivat vaihdelleet 7,25 prosentin ja 7,50 prosentin välillä. Niitä huutokauppakoron lasku ei pudottanut yhtään; sama pieni lasku oli toteutunut muualla Euroopassa. Merkitystään menettänyt peruskorko oli alennettu samaan aikaan 4,75 prosenttiin eli tasan puoleen vuoden 1992 huipputasolta, 9,50 prosentista.

Koron laskun mahdollisti inflaation ja inflaationäkymienkin vaiheneminen alle 2 prosentin, itse asiassa lähes nollan tuntumaan. Näin vuonna 1993 vuodeksi 1995 asetettu inflaatiotavoite saavutettiin, osin kylläkin EU:hun liittymisestä seuranneen elintarvikkeiden hintojen kertaluonteisen alenemisen vuoksi. Hintoja laskettiin ja tukia lisättiin.



### 3.7 Markka heikkeni vuonna 1996 kohti ERM-kytkentää

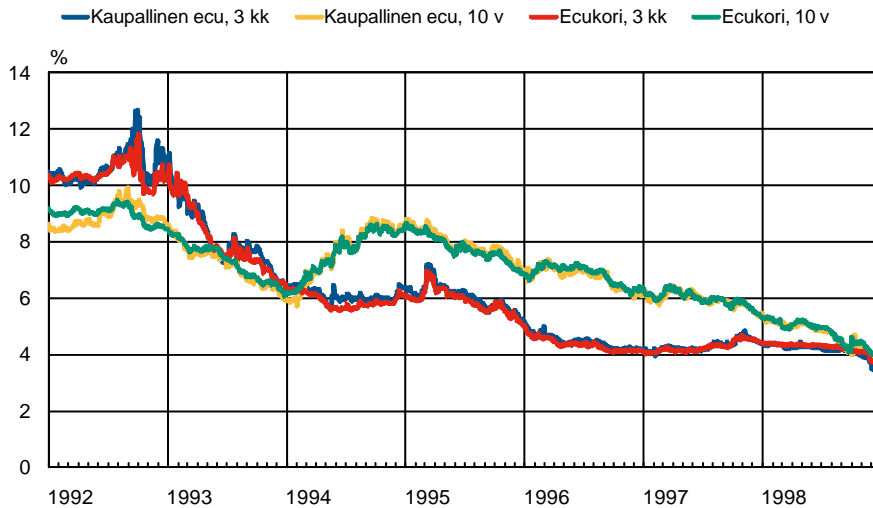
Euro valittiin 15.12.1995 ecun asemasta uuden valuutan nimeksi Madridissa pidetyssä Eurooppa-neuvoston kokouksessa. Madridissa olivat Suomesta presidentti Ahtisaari ja pääministeri Lipponen. EMUn todennäköisyys oli tanskalaislaskelman mukaan enää 35 %. Todennäköisyyttä laskettiin eri paikoissa tietyistä markkinoiden muuttujista.

Valuuttakurssimekanismin (ERM) vaihtelualueen laajennus vuonna 1993 ei lopettanut järjestelmän ongelmia. Vuonna 1994 alkanut kansainvälisten korkojen jyrkkä nousu lisäsi paineita, ja vielä vuonna 1995 Espanja pesetaa ja Portugalin escudoa oli devalvoitu. Tammi-kuussa 1996 eurooppalaiset korot laskivat, kun Euroopan talous kehittyi entistä huonommin. EMU-epävarmuus lisääntyi taas. Rahaliiton toteutumista epäiltiin erityisesti Etelä-Euroopan maiden osalta.

Kaupallisen ecun korot nousivat korikorkojen yläpuolelle (kuvio 108). Varsinkin kaupallisen ecun pitkäaikaiset korot reagoivat jo vahvasti rahaliiton toteutumisen todennäköisyyteen, olihan rahaliiton alkuun vain muutamia vuosia ja 10 vuoden koron loppuaika voisi olla jo euron korkoa. Jos rahaliitto näytti epävarmalta, kaupallisen ecun korko nousi yli korikoron. Näin kävi, koska ajateltiin, että oli riski, että ecu jää epävarmaksi korivaluutaksi, ehkä jopa Etelä-Euroopan inflaatiovaluuttojen ja niiden korkeiden korkojen uhriksi. Jos taas rahaliitto näytti varmistuvan, kaupallisen ecun pitkä korko meni alle korikoron, koska nyt ajateltiin rahaliiton saksalaisen kurin painavan ecukoron lähelle Saksan korkoa.

Suomen Pankissa esitettiin markan kurssin suhteen erilaisia mielipiteitä: oli niitä, jotka ajoivat edelleen koronlaskulinjaa ja olisivat antaneet markan kellua ja siis heikentyä vapaasti. Toisaalta enemmistö kannatti heikkenemisen jarruttelua. Heikkenemistä jarruttavista interventioista – valuuttavarannon myynnistä – nousikin kova keskustelu. Pääjohtaja oli halunnut viime aikoina intervenoida, useat muut olivat vastustelleet, ja operaatioista vastaavat lienevät olleet siltä väliltä. Osittain tilannetta oli sotkenut se, että politiikan suunnittelupuoli halusi vähentää valuuttakurssiriskin pienentämiseksi varantoa reilusti, runsaasta 50 mrd. markasta 30–40 mrd. markkaan. Varannon myynnillä olisi ollut markan kurssia tukeva vaikutus.

Kuvio 108.

**Ecun korot**

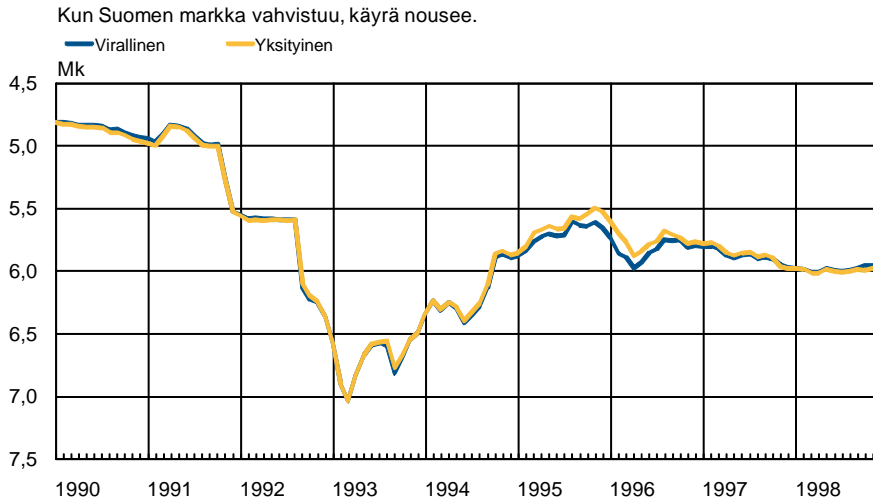
Lähde: Reuters.

Loppuvuoden 1995 raju korkojen alentaminen oli luultavasti yksi keskeinen syy markan heikkenemiseen ja epävarmaan tilanteeseen. Enemmän kuin mikään muu se herätti keskustelua siitä, että viranomaiset haluavat markan heikentyvän ennen ERM-kytkentää. Suomen Kuvalehti kirjoitti jutun ”hallitusta devalvaatiosta”, ja se myllersi markkinoita.

Vuoden 1995 lopulla markan kurssi oli siten kääntynyt heikkenevään suuntaan, ja heikkeneminen jatkui vuoden 1996 alkukuukausina (kuvio 109). Markkaa heikensivät Suomen talouden tilapäiseksi jääneen hiipumisen ja koron laskun ohella Suomen ERM-kytkentää koskeneet spekulatiot.

ERM-kytkentähän oli Maastrichtin ehtoja tiukasti tulkiten tehtävä alkuvuonna 1996, jotta vaadittu kahden vuoden määräaika täytyisi, kun viimeistään keväällä 1998 päätettäisiin, mitkä maat osallistuvat talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen vuoden 1999 alusta. Tiedotusvälineissä ja lähinnä kotimaanmarkkinoilla esitettiin näkemyksiä, joiden mukaan vallitseva markan kurssi, joka oli indeksien mukaan lähellä kelluntaa edeltänyttä tasoa, oli liian vahva ERM-kytkentään.

Kuvio 109.

**Ecun markkakurssi**

Lähde: Reuters.

Helmikuussa 1996 Suomen markkinoilla oli rauhatonta. Markka heikentyi, ja korot nousivat. Saksan markan kurssi suhteessa Suomen markkaan nousi tasolle 3,14, ja Suomen 8 vuoden korko (10 vuoden lainaa ei ollut) kävi 7,80 prosentin seuduilla. Suomen markan heikkeneminen johtui osittain hallituksen puheista mutta myös suhdannenäkymien huononemisesta. Maaliskuussa 1996 todettiin, että markka oli heikentynyt edellisinä kuukausina 4–5 %. Tämä ei näkynyt kulluttajahinnoissa, koska kotimainen kustannuskehitys oli odottamattoman vaisua. Kasvu oli sekä meillä että Länsi-Euroopassa pysähdyksissä pari neljänestä, mutta pian EU:n piti ruveta kasvamaan 2 prosentin vuosivauhtia ja Suomen peräti kaksi kertaa nopeammin.

Suomen Pankki ei ollut laskenut korkoa sitten joulukuun 1995, vaikka siitä oli aina välillä puhetta. Ruotsi oli nyt ryhtynyt laskemaan korkoa vähitellen, mutta lyhyet korot olivat siellä vielä kaksinkertaiset Suomen korkoihin verrattuna. Lyhyiden ja pitkien korkojen ero oli Suomessa jo pitkään ollut kansainvälistä huippua, eli tällä muuttujalla mitattuna Suomen rahapolitiikka oli jo pari vuotta ollut hyvin kevyttä. Laskettuna vuoden 1991 alusta Suomi, Tanska ja Ranska olivat pysyneet melko tarkasti 2 prosentin inflaatiouralla, kun sen sijaan Saksa, Englanti ja Ruotsi olivat inflatoituneet selvästi sen yli. Saksa ei ollut pidemmälläkään jaksolla pitänyt 2 prosentin tavoitettaan, joka ilmoitettiin vuonna 1988. Suomenkin 2 % saattoi olla vähän liian tiukka.

Johtokunnassa arvioitiin nyt, että ERM-kytkentä saattoi tulla samana keväänä – tosin todennäköisyys oli yhä alle 50 %. EMUn sanottiin olevan hallitukselle niin poliittinen ja turvallisuuspoliittinen kysymys, ettei talouden merkitys päätöksessä paljon painanut. Tämä esitettiin pankissa salaisuutena, mutta samat asiat olivat luettavissa Demari-lehdestäkin. Oli alettu pelätä aivan viime aikoina, että talous kääntyykin selvästi huonompaan suuntaan, jolloin kiinteä kurssi olisi ongelma. Ranskan ja Saksan kasvu oli jäämässä noin prosenttiin, ja Suomelle olivat ruotsalaispankit esittäneet jo melkein samoja lukuja.

Saksan markan kurssi, joka oli ollut 2,97 Suomen markkaa joulukuussa 1995, nousi korkeimmillaan toukokuussa 1996 tasolle 3,16 eli noin 6 %. Ulkomaankauppapainoinen indeksi nousi noin 7 %, joten muihin valuuttoihin kuin Saksan markkaan nähden Suomen markka heikkeni keskimäärin vielä enemmän. Suomen Pankki myi valuuttavarannosta runsaan kymmenesosan – kaikki avistamarkkinoilla – mutta interventioilla voitiin vain lievästi hillitä markkinapaineita.

Suomen Pankissa oltiin vielä keväällä 1996 vahvasti ERM-kytkennän lykkäämisen kannalla. Pääjohtaja kannatti linjaa, että markan kurssi vakautetaan jo ennen ERM-kytkentää. Se oli epävarma ratkaisu, sillä mahdollisesti sitä ei olisi saatu tehdyksi interventioilla eikä koilla.

Suomen Pankissa esitettiin myös jatkuvasti näkemyksiä elvytyksen jatkamisen puolesta kurssista piittaamatta, mikä oli jo siinä vaiheessa epärealistista. Oli myös epäilyksiä sen suhteen, että Suomi menisi EMUun sen ytimen mukana Euroopan ainoana ns. laitamaana. Ja jos lama oli taas tulossa, siitä tulisikin paha. Valtion panokset olivat loppussa, eivätkä korotkaan tulisi alas. Valuuttaa myytiin. Rahapolitiikan suunnittelupuoli oli ajanut varovaisen politiikan linjaa: korkoa alas suunnilleen niin kuin Saksassa.

Ylijäämäisen maksutaseen vuoksi markka saattoi vahvistuakin. Se heikentyi kauppapainoisella indeksillä mitattuna keväällä 1996 jo 7–8 % edellisen marraskuun huipusta. Kummastusta herätti, ettei se alkanut näkyä hiljalleen inflaatioissa. Ruotsin kruunu oli vahvistunut ja samoin dollari. Kruunu oli jo 70 penniä, kun se heikoimmillaan kävi 57 pennissä.

Saksa alensi 18.4.1996 toissijaisia lombard- ja diskonttokorkoa 0,50 prosenttiyksikköä, mutta ilmoitti samalla pitävänsä repokoron ennallaan 3,30 prosentissa kaksi viikkoa. Se oli kaiken kaikkiaan yllätys, jota johtokuntakin ihmetteli. Suomen markka parka oli taas vaihteeksi heikkona. ERM-kytkentää odotettiin, vaikka rahalain vahvistamiseen menisi vielä viikkoja. Markka oli heikentynyt dollariin nähden syksystä melkein 15 %, Ruotsin kruunuun yli 10 % ja Saksan markkaan 6–7 %.

Toukokuussa 1996 markkinoiden paine kääntyi markkaa tukevaksi. Markka vahvistui noin 3 %. Markkaa vahvisti nimenomaan ulkomainen sijoitusvirta, mihin ilmeisesti vaikutti eduskunnan hyväksymä rahalain muutos, joka mahdollisti joustavan päätöksentekomenettelyn kytkettäessä markka ERMiin. Ulkomaiset sijoittajat alkoivat uskoa markkaan ja sen ERM-kuntoon. He katsoivat, että markkan olisi vahvistuttava ennen ERM-kytkentää. Lontoossa oli puhuttu Suomen markkan DEM-kurssista 3,05, ja niinpä markka tuli suunnilleen tasolta 3,17 alle 3,10:n.

Pari viikkoa aikaisemmin laskettiin liikkeeseen suuri valtion 10 vuoden laina, jonka korko nousi noin 4 kymmenystä yli (vertailukohteenä olleen) 8 vuoden lainan koron, joka on ollut noin 7,5 %. Raha-politiikan suositus oli varovainen, periaatteessa korkoa voi laskea 0,25 prosenttiyksikköä odotusten rauhoittamiseksi. Päivän yleislakkouhkaakin oli, mutta sitä markkinat pitivät vain kevätkarnevaalina. Valuuttavaranto supistui tämän jälkeen valtion valuuttavelkojen maksun vuoksi.

Kesäkuun 1996 alussa korkoa laskettiin hiukan, 0,15 prosenttiyksikköä 3,60 prosenttiin. ERM-kytkennästä puhuttiin, mutta kytkentä siirtyi. Suomen Pankin pääjohtaja alkoi puhua jo kytkennästä vuoden loppupuolella. Suomen inflaatio pysyi 1–1,5 prosentissa. Markka oli vahvistunut taas aika lailla, tasolle 3,05 ja allekin Saksan markkaan nähden, ja pitkä korko oli alle prosenttiyksikön yli Saksan vastaavan koron. Talous uinui, mitään ei oikein tapahtunut. Inflaatio oli vaimentunut niin hitaaksi, että puhuttiin jo deflaatiosta. Saksan talouskin oli jämähtänyt ihmeellisesti paikoilleen. Helsingin Sanomat ällisteli pääkirjoituksessaan, kun integraatiosta huolimatta Eurooppa vain jää muista jälkeen.

Talouden laaja-alainen tasapainottuminen kuitenkin jatkui. Valtiontalous parani, ja pankkien useita vuosia kestänyt tappiollinen kausi päättyi. Palvelusektorin ja rakentamisen elpymisen ansiosta myös työllisyystilanne korjautui vähän. Kotimaisen kysynnän kasvua jarrutti se, että yritykset ja kotitaloudet halusivat edelleen parantaa rahoitusasemaansa.

Markka vahvistui uudelleen Saksan markkaan nähden noin 3 markkaan ja syksyllä 1996 tuon tason allekin. Suomen korkotasoa voitiin taas alentaa. Heinäkuussa huutokauppakorko oli jo 3,5 prosentissa, ja lokakuussa tultiin 3 prosenttiin eli samaan kuin Bundesbankin repokorko. Valtion 10 vuoden koron ero Saksan vastaavaan korkoon kapeni melkein puoleen prosenttiyksikköön. Koroissa Suomi oli näin päässyt jo ERM-maiden keskitasolle suunnilleen Tanskan ja Irlannin ryhmään. Valuuttakurssimekanismissa lähinnä Ranskalla oli pieneh-

köjä ongelmia, mutta yleisesti ottaen valuuttatilanne jatkui rauhallisena.

Keskuspankkien tulonjaosta keskusteltiin. Siihen oltiin luomassa erikoista järjestelmää, joka perustui keskuspankkirahan vastaerien tuottojen tasaamiseen keskuspankkien kesken. Suomen Pankin tuotot melkein kaksinkertaistuisivat. Saksasta siirtyisi Englannille melkein 10 % EU:n seignioraetulosta.

ERM-kiinnityskurssi ei ollut selvillä. Siitä saattoi odotella syksyn lähestyessä julkista äänestystä. Pääministeri Lipponen aloitti sen elokuun lopulla toteamalla, että markka oli jo vahvistunut tarpeeksi. Saksan markkaan nähden oltiin tasolla 3,01–3,02. Lipposen lausunto heikensi markkaa noin tasolle 3,04. Johtokunta oli ollut varautunut laskemaan huutokauppakorkoa samana päivänä, mutta Lipposen lausahdus teki päätöksen siinä tilanteessa mahdottomaksi. Saman päivän iltapäivällä Bundesbank alensi repokoron 3,30 prosentista 3,00 prosenttiin. Pudotus oli Euroopalle täysi yllätys ja varsinkin sen suuruus. Puolisen vuotta korkoa oli Saksassa pidetty kaikista laskuennusteista huolimatta paikallaan. Perusteluina olivat nyt varmaan sekä Saksan talouden heikko tila että Ranskan EMU-vaikkeudet.

Vähän myöhemmin Suomen Pankin johtokunta laski huutokauppakoron 3,50 prosentista 3,25 prosenttiin. Koronlaskua perusteltiin vain inflaationäkymillä. Valuuttakurssi ei paljon muuttunut. Nyt oli rahapolitiikassa tultu aivan EU:n ytimen linjoille, liiankin, koska näin tiivis korkoratkaisu kytki Suomen koronmuutosodotukset tiiviisti Saksaan. Siitä saattoi tulla vielä ongelma. Tietysti ratkaisu viesti myös ERM-kytkennän todennäköisyyden kasvusta. Metsäteollisuudesta karpailtiin alkukesän lukemia 3,06–3,07. Markka oli kuitenkin pikemminkin vahvistunut. Kaikkien talous- ja rahaliittoon todennäköisesti tulevien maiden pitkäaikaiset korot alkoivat olla lähellä Saksan korkoja.

Syksyn 1996 ennusteessa oli hiukan myönteisemmät tunnelmat. EU:n lähivuosien kasvu oli arvioitu 2 prosentiksi, Suomessa lähes kaksinkertaiseksi (4 % vuonna 1997 ja 3,4 % vuonna 1998). Vaihtotaseen ylijäämä pysyisi 3,5–4 prosentissa suhteessa BKT:hen. Julkisen sektorin EMU-velka säilyisi 60:tä prosenttia pienempänä. Inflaatio jäisi hiukan keväällä arvioitua vaimeammaksi. Pohjainflaatio pysyisi 2 prosentin vauhtia hitaampana vuonna 1997, mutta kiihtyisi yli 2 prosentin vauhtiin vuonna 1998. Työttömyysaste aleni vuosina 1997–1998 jo 15 prosentin tuntumaan.

Markka oli vahva: sen kurssi suhteessa Saksan markkaan oli taas melkein 3, ja Suomen Pankki vähän jo jarrutteli vahvistumista. Kymmenen vuoden korko oli 6,85 %, eli eroa Saksan vastaavaan korkoon oli vain noin 0,60 prosenttiyksikköä. Tanskan 10 vuoden korko oli

0,30 prosenttiyksikköä korkeampi kuin Suomen. Markan vahvuuden suhteen oli jo hiukan hurmoksen makua. Suomen Pankki laski huuto-kauppakoron 3,25 prosentista 3,10 prosenttiin. Koronlaskun taustana olivat maltillisina säilyneet inflaationäkymät, kotimaisten ja ulkomais-ten markkinakorkojen eron kaventuminen ja markkaan kohdistunut luottamus. Ensi kerran Suomen Pankki myönsi, että korkoa liikutettiin valuuttakurssipaineen takia. ERM:n ongelmat alkoivat siis jo ennen ERM-kytkentää. Johtokunta alensi 9.10.1996 huutokauppakoron 3,10 prosentista 3,0 prosenttiin eli Bundesbankin repokoron tasolle.

Hiljalleen oli todella kirkastunut, kuinka sitova ja merkittävä ERM-kytkentä olisi Suomelle. Kytkenän myötä markka siirtyisi todennäköisesti heti EMU-maailmaan. Jos keskuskurssi kiinnitetään lähelle markkinakurssia, keskuskurssi naukaa markan jo nyt kiinteään suhteeseen Saksan markan kanssa. Kaikki riippui ensinnäkin siitä, uskottiinko EMUn alkavan 1.1.1999, ja toiseksi siitä, liittyisikö Suomi tuolloin mukaan, ja kolmanneksi, pitäisikö keskuskurssi myös kytken-täkurssina. Jos näin oli, kurssi kiinnittyisi jo heti lähes täysin Saksan markkaan.

Usko Suomen liittymiseen talous- ja rahaliitto EMUun oli markki-noilla selvästi hyvin vahva. Tästä kertoi se, että Suomen 10 vuoden korko aleni vain noin 0,50 prosenttiyksikön päähän Saksan korosta. Suomen korko on nyt alle 6,5 %, Saksan alle 6,0 %. Tanskan korkokin on selvästi yli Suomen koron. Oltiin siis jo syksyllä 1996 oikeastaan EMUssa, ainakin markkinoiden tunnelmissa.

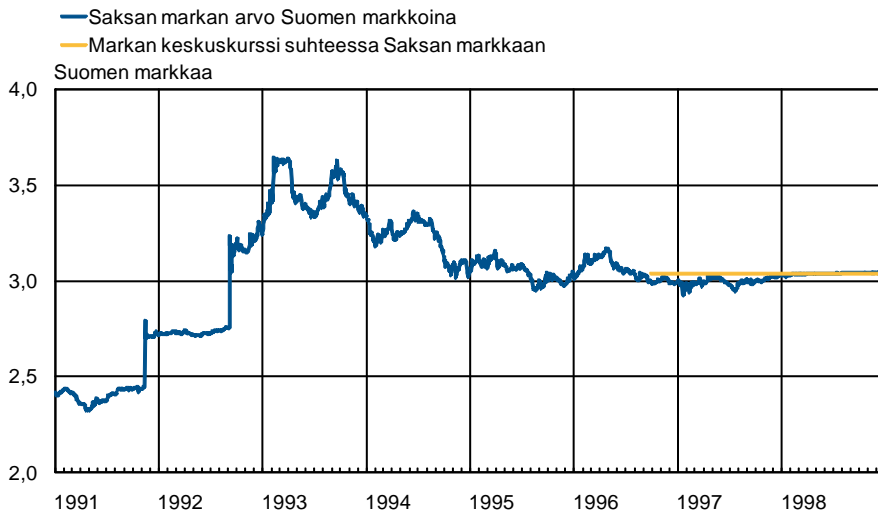
## 3.8 ERM-kytkentä lokakuussa 1996 ja kehitys sen jälkeen

Suomen Pankki oli EU-aikana arvioinut yhdessä hallituksen kanssa mahdollisuuksia kytkeä markka valuuttakurssimekanismiin (ERM). Parin vuoden aikana valuuttakurssi ja rahoitusmarkkinat olivat tavoit-teiden mukaisesti vakaantuneet, eikä ERM-maidenkaan piirissä enää esiintynyt epäilyksiä Suomen ERM-kelpoisuudesta. Hallituksen sel-keästi lausuttuna tavoitteena oli viedä Suomi ensimmäisten maiden joukossa talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen, yhteiseen raha-politiikkaan ja rahaan, jonka tuleva nimi oli muutettu joulukuussa 1995 ecusta euroksi. Liittymisen siirtyminen vuoden 1996 syksyyn oli herättänyt epäilyksen ERM-kytkennän kahden vuoden määräaikakri-terin täyttymisestä. Italian liiran kytkentä siirtyi vielä myöhemmäksi kuin Suomen ratkaisu, marraskuun lopulle 1996.

Keskeinen päätettävä asia – ei pelkästään Suomen vaan samalla muiden EU-maiden – oli markan kiinnityskurssi. Lähtökohtana oli pidettävä, että kiinnityskurssi vastaisi myös lopullista muutokurssia yhteisen rahan käyttöön siirryttäessä. Vaikka muodollisesti oli kysymys ecu-kurssista, ratkaisu tehtiin tosiasiaassa Saksan markan kurssin pohjalta.

Saksan ja Suomen markan välinen kurssi oli vaihdellut 1990-luvulla tavattomasti. Ennen vuoden 1991 devalvaatiota yksi Saksan marka oli ollut noin 2,30–2,40 Suomen markkaa (kuvio 110). Heikoimmillaan vuonna 1993 kurssi oli käynyt yli tason 3,60. Suomen markan kellunta oli osaltaan helpottanut valintatilannetta. Vuosina 1995–1996 Suomen marka oli liikkunut välillä 3,16–2,95 suhteessa Saksan markkaan. Kurssi oli hiljalleen vakaantunut noin 3 markan tasolle.

Kuvio 110. **Markan keskuskurssin täsmentyminen**



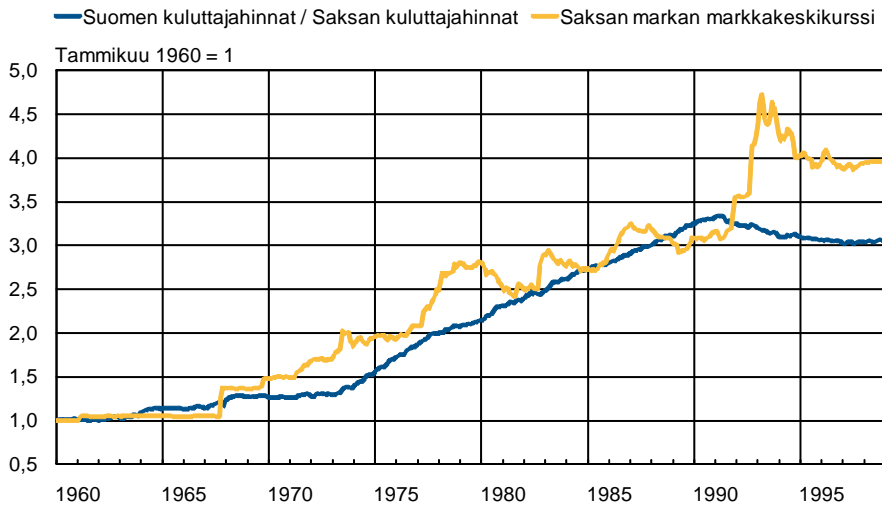
Lähde: Reuters.

Suomen Pankissakin laadittiin selvityksiä tasapainokurssista. Tulosten hajonta oli suuri. Vahvasti voitiin perustella alle 3 markan kurssia, koska vallitseva kurssitaso oli historiaan nähden matala. Suomen kilpailukyky Saksaan nähden oli parantunut selvästi vuosikymmenen alusta, sillä Saksan markan kurssi oli noussut tasolta 2,40 noin 25 % (eli Suomen marka heikentynyt 20 %) ja lisäksi Suomen kustannuskehitys oli laman aikana ollut vähän maltillisempi kuin Saksassa (kuvio 111). Liian heikon kurssin pelättiin aiheuttavan inflaatiopaineita



hyvässä kasvuvauhdissa olevassa taloudessa, varsinkin, kun korkotaso oli nauhiutumassa alas.

Kuvio 111. **Suomen ja Saksan inflaatio ja valuuttakurssi**



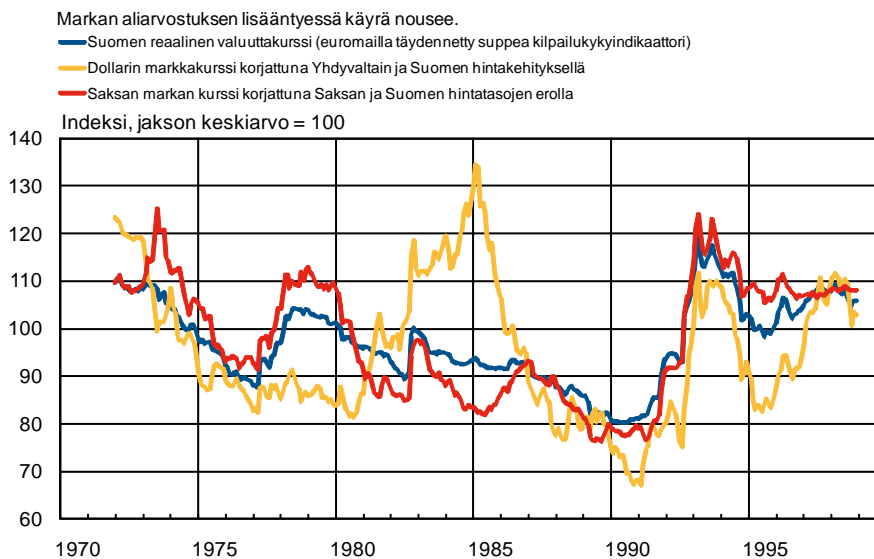
Lähde: Suomen Pankki.

Toisaalta suhteellisen heikkoa kytkentäkurssia voitiin perustella erityisesti sillä, että Suomen talous oli edelleen raskaasti velkaantunut ulkomaille: nettovelka oli noin 50 % BKT:stä. Velan maksu vaati merkittävän vaihtotaseen ylläpitämistä. Lisäksi Saksan marka samoin kuin ecu ja Suomen markkakin olivat juuri tuohon aikaan eli vuosina 1995–1996 dollariin ja puntaan nähden varsin vahvoja (kuvio 112).

Lokakuun 12 päivänä 1996 valtioneuvosto päätti lopulta Suomen markan liittämistä valuuttakurssimekanismiin (ERM). Suomen talouden kehityksen ja johdonmukaisen talouspolitiikan katsottiin luoneen edellytykset markan ulkoisen arvon vakaudelle. Markan keskuskurssista sovittiin Ecofin-neuvoston alaisessa rahakomiteassa ilman suuria näkemyseroja.

Kuvio 112.

## Suomen reaalin valuuttakurssi



Lähde: Suomen Pankki.

\*

Markan keskuskurssiksi suhteessa ecuun tuli 5,80661 markkaa, ja tätä vastaava keskuskurssi suhteessa Saksan markkaan oli 3,0400 markkaa. Sovittu kurssitaso oli siten lähellä markan ja keskeisten ERM-valuuttojen parin edellisen vuoden keskimääräistä kurssitasoa. Suomen Pankki katsoi kurssin olevan sopusoinnussa sekä ennusteiden kanssa että lähivuosien talouskehitykselle ja kilpailukyvyille asetettujen vaatimusten kanssa. Edellytykseksi Suomen Pankki kuitenkin toteasi, että sekä valtion talouden tasapainottaminen että maltillinen kustannuskehitys jatkuvat.

Suomen markalle määriteltiin ERM-kytkennän yhteydessä keskuskurssi ja vaihtelualan rajat kaikkien ERM-valuuttojen suhteen. Saksan markan suhteen keskuskurssi oli siis 3,04. Kun ERM:n vaihtelurajat olivat (noin)  $\pm 15\%$ , Suomen markan interventiorajoiksi Saksan markan suhteen saatiin 3,53 markkaa ja 2,62 markkaa (yläraja oli noin  $+16\%$  ja alaraja noin  $-14\%$ , koska vaihtelun mahdollisuuden piti olla symmetrinen). Käytännössä yksittäisen valuutan arvo ei voinut vaihdella  $\pm 15\%$ :tä prosenttia, vaan vähemmän, koska rajat pätivät kaikkien valuuttojen suhteen; vaihtelun mahdollisuus pieneni, kun muiden valuuttojen hajonta suureni. Ecu:n suhteen järjestelmässä oli kullakin valutalla keskuskurssi, mutta ei määriteltyjä vaihtelualan rajoja.

Ecukorin painot muuttuivat hiljalleen niin, että vahvistuvien valuuttojen paino nousi. Saksan markkaa oli jo 32,5 % ecusta, Ranskan frangia 20,5 %, puntaa 11,1 %, guldenia 10,2 %, liiraa 7,9 % jne. Ecun painoissa olivat edelleen ERMin ulkopuolella olevien Englannin, Italian ja Kreikan valuutat, mutta siitä puuttuivat ERMissä mukana olevien Itävallan ja Suomen valuutat samoin kuin edelleen ERMin ulkopuolelle jäänyt Ruotsin kruunu. Järjestelmän monimutkaisuus näkyi siinäkin, että aina muutoksissa, esimerkiksi kun Italia runsas kuu-kausi myöhemmin (25.11.) liittyi järjestelmään, kaikki ecukurssit muuttuivat. Markan keskuskurssiksi tuli tuolloin 5,85424.

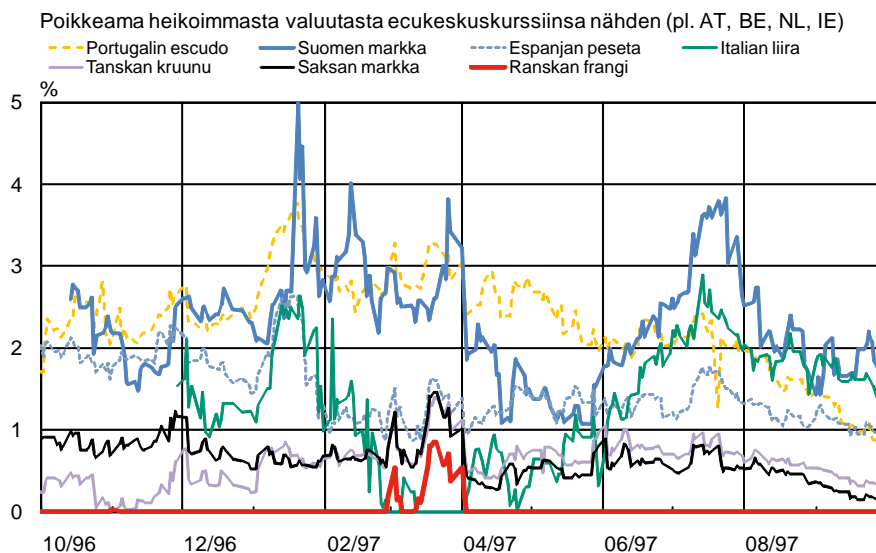
Suomen ERM-kytkentä tuli voimaan 14.10.1996. Se toteutui joustavasti. Kaikki oli niin pitkälti odotettua, ettei ihmeellisiä sopeutuksia voinut tapahtua. Tarkka päätösajankohta oli yllätys, mutta sinänsä ratkaisua oli pidetty selviönä. Valittu kurssitasokaan ei ollut kaukana odotetusta, mutta kuitenkin pari prosenttia markkinakurssia heikompi. Välittömät muutokset korossa ja kurseissa jäivät markkinoilla vähäisiksi. Saksan markan kurssi pysyi kytkennän yhteydessä noin tasolla 2,99. Suomen pitkä korko laski muutaman pisteen runsaaseen 6,4 prosenttiin. Myöhemmin syksyllä markan kurssi heikkeni lähelle keskuskurssia 3,04, mutta vahvistui vuoden lopulla vähän uudelleen.

Suomen markka oli ERM-kytkennän jälkeen suhteessa ecukeskuskurssiinsa ERMin vahvimpia valuuttoja rahaliiton alkamiseen saakka (kuvio 113). Irlannin punta oli selvästi vahvin; se vahvistui vuoden 1996 loppukuukausina lähelle 10:tä prosenttia suhteessa heikoimpaan valuuttaan, mutta muuten Suomen markka ja Portugalin escudo olivat lähes jatkuvasti ERMin vahvimmat. Myös muut äskettäin selvästi devalvoidut valuutat, Espanjan peseta ja Italian liira (kytkentänsä jälkeen marraskuussa), olivat ajoittain tässä tunnetusti ”vahvojen valuuttojen” joukossa. Ranskan frangi puolestaan oli lähes jatkuvasti järjestelmän heikoin, kuitenkin vain vajaan prosentin Saksan markkaa heikompana.

Suomen Pankki ilmoitti ERM-kytkennän yhteydessä, että rahapolitiikan peruslinja tulee edelleen perustumaan jo helmikuussa 1993 tavoitteeksi asetettuun noin kahden prosentin inflaatioon. Samalla pankki kuitenkin korosti valuuttakurssin vakauden merkitystä. Näin koti- maista rahapolitiikkaa pyrittiin periaatteellisesta ”regiimin” muutoksesta huolimatta edelleen jatkamaan. Seuraavien vuosien pieniä koron muutoksia perusteltiinkin yleensä hintanäkymillä.

Kuvio 113.

## Valuuttojen asema ERMissä



Lähde: Reuters.

Suomen oma rahapolitiikka oli käytännössä lähimain loppunut, mutta yhä sitä suunniteltiin. ERM-kytkennän jälkeen politiikkasuositukset jäivät kuitenkin vaisuiksi: odotetaan, vakautetaan, seurataan Saksaa. Johtokunta oli Saksan kytkennän osalta varovainen. Se oli haluton myöntämään, että rahapolitiikan itsenäisyys oli mennyt. Tosiasiassa omalla rahapolitiikalla ei voitu enää juuri asioista vastata, kun kurssi on nauliutunut Saksan markkaan kiinni, samoin kuin vuosikymmen aikaisemmin. Hollannin keskuspankista käynyt vieras korosti voimakkaasti Hollannin luopumista omasta rahapolitiikasta. Jopa maan ammattiyhdistykset ottivat sopimuksilleen mallit Saksasta. Vieras korosti Hollannin kansainvälisyyttä ja kovan valuutan kaipuuta.

Politiikan valmistelussa oli esillä myös ehdotus, että valtio siirtäisi valuutanvaihtonsa pois Suomen Pankista. Tosin suositus jäi vain korvoja koskeväksi. Valtion valuutanvaihto keskuspankissa oli säännöstelykauden jäännös, joka turhaan heilutteli pankkien likviditeettiä keskuspankissa.

Suomen Pankin johdon tavoitteena oli ERM-kytkennän jälkeen pitää marka suhteellisen vakaana järjestelmässä. Vain pienet, enintään prosentin parin vaihtelut voitiin sallia. Vakauden ylläpito ei aluksi ollutkaan vaikeaa. Suomen Pankki teki vain vähäisiä interventioita kumpaankin suuntaan loppuvuonna 1996. Termini-interventioihin ei turvaututtu ollenkaan koko vuonna. Valuuttavaranto oli vuoden lopul-

la vain runsaat puolet vuoden 1994 lopun varannosta (ml. termiinasema) valtion ulkomaisten lainojen suurten kuoletusten vuoksi.

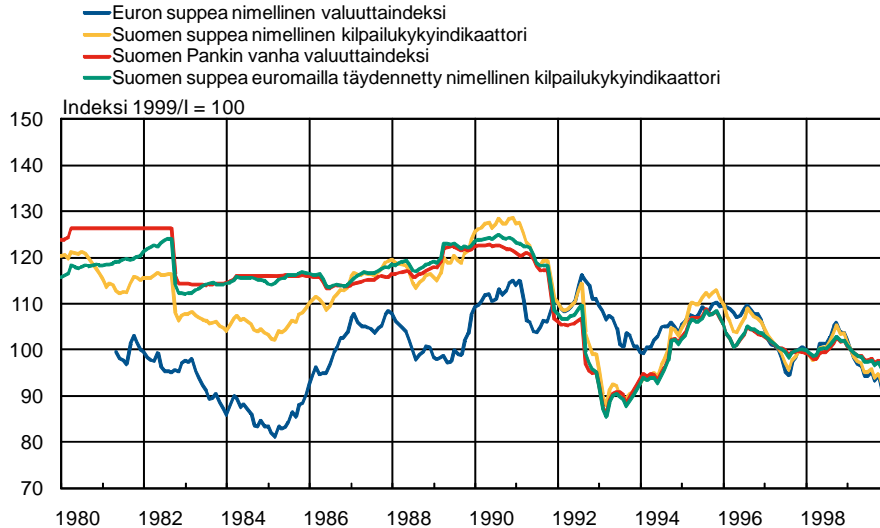
Valittu kurssitaso jäi pysyväksi ja vastasi Saksan markkaan nähden lopullista euroon siirtymiskurssia. KytKentäkurssi osoittautui myöhemmän kehityksenkin valossa varsin alhaiseksi. Kun ecu seuraavina vuosina – ja sen mukana markka – sekä alkuvuosinaan myös euro heikkenivät selvästi mm. dollariin nähden ja kun kotimainen kustannuskehitys saatiin pysymään yllättävän hyvin hallinnassa, markka pysyi selvästi aliarvostettuna ja Suomen kansainvälinen hintakilpailukyky muodostui pitkäksi aikaa erittäin hyväksi. Se näkyi mm. vaihtotaseen hyvin suurina, jopa lähes 10 prosentin ylijääminä suhteessa BKT:hen vuosituhannen vaihteen tienoilla.

Euron ulkoista arvoa kuvaavat indeksit lasketaan käänteisinä Suomen vanhan kauppapainoisen indeksin laskutapaan nähden. Euron heiketessä indeksi laskee ja euron vahvistuessa indeksikäyrä nousee. Euromailla täydennetty Suomen kilpailukykyindikaattori (jota EKP:n mukaan ei pidä kutsua ”Suomen euron” efektiiviseksi valuuttakurssiksi) kehittyi menneinä vuosikymmeninä melkein samoin kuin (käännetty) vanha kauppapainoinen indeksi. Koko euroalueen indeksissä samoin kuin Suomen indeksissä ilman euroaluetta näkyy 1980-luvun puolivälissä (tulevan) euron heikkous suhteessa hyvin vahvaan dollariin (kuvio 114). Nimellisesti markka oli tuolla vuosikymmenellä noin 10–15 % myöhempään eurosuhteeseen nähden vahvempi.

Markan ERM-kytKentäkurssia pidettiin maailmalla, mm. kansainvälisissä pankeissa, selvästi aliarvostettuna ja vahvistumista kaipaavana. Tämä ilmeni rajuna markkaan kohdistuneena ostoryntäyksenä muutamien kuukausien kuluttua eli tammikuussa 1997. Kuten usein ennenkin kansainvälisten sijoittajien vyörytys alkoi muista Pohjoismaista. Tällä kertaa Norjan kruunu oli ollut vahvistumispaineiden kohteena. Ulkomaiset sijoittajat alkoivat ostaa markkaa tavattoman suuria määriä. Puhuttiin, että nyt nimenomaan amerikkalaiset sijoittajat ostivat markkaa. Nämä sijoittajat eivät näyttäneet uskovan Suomen EMU-jäsenyyteen tai ainakaan kiinnityskurssiin, sillä periaatteessahan he ostivat tässä vaiheessa jo euroja.

Kuvio 114.

## Euron ulkoinen arvo ja Suomen kilpailukykyindikaattori



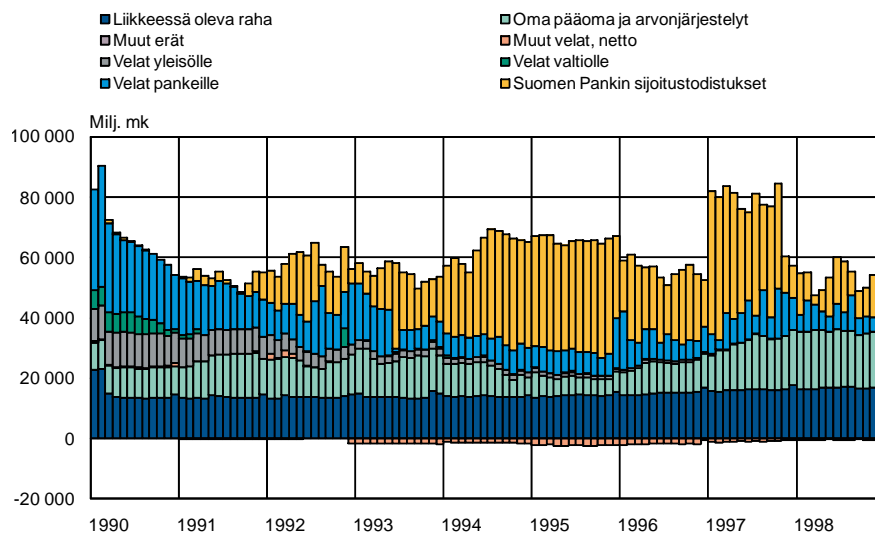
Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

Suomen Pankki myi 13.1.1997 Suomen markkoja ja osti Saksan markkoja 15 mrd. Suomen markan arvosta. Valuuttavaranto ja termiinasema suurenivat 55 mrd. markkaan. Taas tuli lähimain valuuttau-kauppojen maailmanennätys, ja sama jatkui vielä. Jo 17.1.1997 valuuttavarantoa oli 75 mrd. markkaa. Viikossa ostettiin valuuttoja 40 mrd. markan edestä ja myytiin vastaavasti Suomen Pankin sijoitus-todistuksia (kuviot 115 ja 116). Varanto oli kaksinkertaistunut. Mar-kan kurssin ei annettu aluksi reagoida ostopaineeseen. Interventiot olivat kansainvälisesti erittäin suuria; ne vastasivat yli 5:tä prosenttia BKT:stä. Kolmannes varannon kasvusta ja likviditeetti-vaikutuksesta neutraloitiin termiini-interventioin. Olipa saatu valuuttoja valtionvelan hoitoon.

Puhuttiin taas, montako miljardia interventiot maksavat, mutta tärkeämpää oli, että varannon kasvattaminen oli lisäelvyttävää, revalvoitu-minen olisi ollut kasvua hillitsevää. Suomen Pankin johto oli pelän-nyt markan hallitsematonta heikkenemistä, joka heittäisi Suomen ulos talous- ja rahaliitosta. Nyt kurssin jännitteet olivat vahvistumisen suuntaan, mutta sekin oli EMU-ehdoissa rajattu. Spekulaatiohyök-käyksiä oli pelätty ennen ERM-kytkentää. Missään muualla ei tehty näin rajuja liikkeitä. Norjakin myi paljon vähemmän ennen kuin luo-

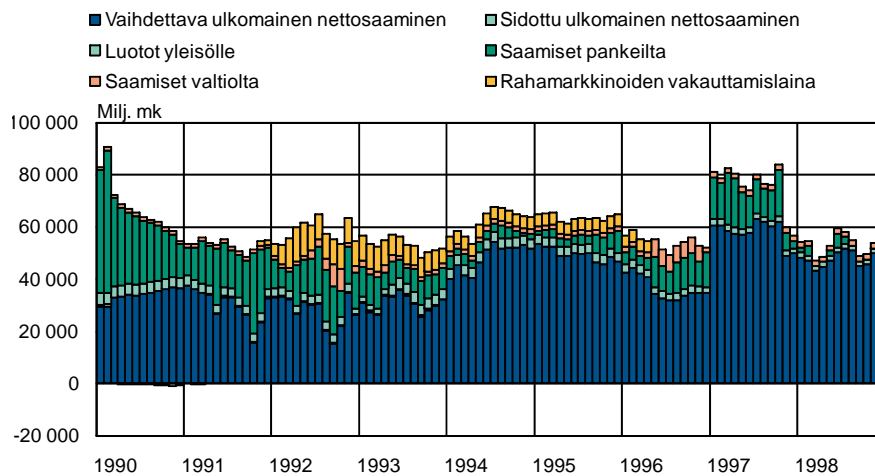
pui kurssin puolustamisesta 10.1. Norjan kruunu vahvistui noin 4 %. Kelluva Ruotsin kruunu vältti koko mylläkän.

Kuvio 115. Suomen Pankin velat



Lähde: Suomen Pankki (ns. nettotase).

Kuvio 116. Suomen Pankin saamiset



Lähde: Suomen Pankki (ns. nettotase).

Markka laskettiin lopulta 20.1.1997 kellumaan ERM-vaihtelualueella. Ensin oli kai tarkoitus, että Suomen Pankki intervenoi vasta tasolla 2,82. Suomen markka vahvistui, eli Saksan markan kurssi heikkeni tasolta 2,97 tasolle 2,90. Suomen Pankin piti näin sallia markan kelluminen vajaat 5 % Saksan markan keskuskurssiaan vahvemmaksi. Lisäksi valmisteltiin valtion valuuttaoperaatioiden hoitoa Suomen Pankista pankeille, mikä oli ollut Suomen Pankin suunnittelunkin ajama tavoite, mutta nyt se oli tulossa yllätyksenä. Rahapoliittiset korot pidettiin kuitenkin ennallaan.

Tilanne rauhoittui sitten äkkiä, ja valuuttamarkkinat vakaantuivat niin, että valuuttakurssi palasi muutamassa päivässä lähes lähtötasolle. Markan kurssi heilui prosenttien pari tason 2,98 vahvemmalla puolella. Suomen Pankki ei vielä myynyt valuuttoja. Tuloriskit olivat suuret. Suomen Pankin johto sopi hätäpäissään valtion kanssa, että valtio ostaa markkinoilta markan heikentämiseksi korkojen ja kuolelustusten vaatiman valuutan eli reilusti sen, mitä varovaisena ratkaisuna on syksyllä esitetty. Vaihtotaseen arvioitiin jäävän useita miljardeja ennustettua heikommaksi, ehkä vain 18 mrd. markkaan. Se saattoi vähän rauhoittaa markkinoita.

### 3.9 Rahapolitiikan linja ERM-kautena

ERM-kytkennän rajoittaessakin rahapolitiikassa oli oikeastaan normaaliin tapaan kolme vaihtoehtoista linjaa, joskin ne olivat käytännössä vain niukasti sovellettavissa. Oli mahdollista kiinnittää joko inflaatio, korko tai valuuttakurssi.

Ensimmäisenä vaihtoehtona oli inflaatiotavoitteen hengessä melko itsenäinen korkopolitiikka ja kellunta laajalla ERM-vaihtelualueella. Tätä linjaa Suomen Pankki korosti ERM-kytkennän yhteydessä. Toiseksi oli ”jo EMUssa” -linja Saksan naapurimaiden tapaan; tämän linjan mukaan toimittaessa korkopolitiikka olisi seurannut tiukasti Saksaa. Tässä tapauksessa valuuttakurssi olisi periaatteessa kellunut, mutta käytännössä se olisi varmasti nauliutunut lähelle Saksan markan keskuskurssia. Kolmantena oli perinteinen kiinteän kurssin järjestelmä, jossa pysyteltäisiin tiiviisti Saksan markan keskuskurssin tuntumassa ja jossa valuuttakurssia olisi vakautettu lähinnä valuuttainterventioilla ja ehkä osin korollakin.

Suomen Pankin pääjohtajan linja, jota Suomen Pankki tietenkin lähinnä noudatti, seurasi tosiasiaassa aika paljon viimeksi mainittua. Osa Suomen Pankin johdosta ja rahapolitiikan suunnittelijoista kannatti oman hintavakauseräpolitiikan jatkamista mahdollisuuksien mu-



kaan, ja valuuttakurssi saisi mennä minne menee ja ehkä vaikka ulos valuuttakurssimekanismista. Osa katsoi parhaaksi, että Suomi aloittaisi yhteisen koron muodossa Saksan kanssa jo rahaliiton, kun se kuitenkin näytti olevan tulossa.

Pääjohtaja korosti ERM-keskuskurssin vakautta sen vuoksi, että sillä oli suuri merkitys EMU-kriteerinä. EMU-kriteerien mukaanhan valuuttakurssissa ei saanut esiintyä suuria jännitteitä vaaditun kahden vuoden ERM-jäsenyyden aikana. Euroopan rahapoliittisen instituutin neuvostossakin oli ilmeisesti yleisesti katsottu Suomen liittyneen liian heikolla kurssilla valuuttakurssimekanismiin. Tosiasiassa Suomen Pankilla ei olisi ollut juuri mahdollisuuksia pitää kurssista kiinni, vaan kurssi olisi vahvistunut, jos talous olisi kasvanut vahvasti ja inflaatiota kiihdyttämättä.

Kysymys oli ylipäänsä siitä, yrittikö Suomen Pankki yhä toteuttaa omaa rahapolitiikkaa vai ei. Julkisuudessa olisi voinut jo korostaa vastuun siirtymistä pois Suomen Pankilta muille, mutta johtokunta ei selvästikään halunnut sitä tehdä. Onneksi rahapolitiikkaan ei kohdistunut enää pahoja paineita. Suomen kasvuluvut olivat kohenemassa. Vuoden 1996 kasvuksi tuli 3,2 %. Vuoden 1997 kasvuennusteet olivat 4–5 prosentin tasolla tai ylikin.

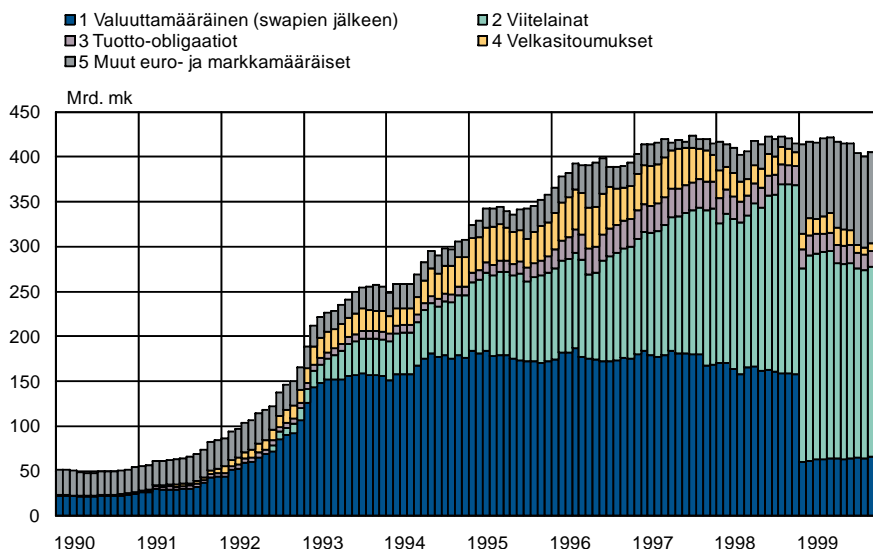
Tilanne oli odottava. Talous- ja rahaliiton toteutuminen oli epävarma. Epäilyksiä oli maailmalla vielä paljon, ennen kaikkea, koska keskeiset Saksa ja Ranska eivät ehkä täyttäisi kriteereitä. Talous kasvoi näissä maissa heikosti. Italia roikkui aivan kriteerien täyttymisen rajalla. Irlannin punta oli kellunut ERMissä vahvaan laitaan, yli 10 prosentin päähän heikoimmasta valuutasta ja käytännössä kaikista muista valuutoista. Se oli kuuleman mukaan epävirallisesti saanut jo aika lailla kriittisiä terveisiä. Oli syytä pelätä joutumista samaan kastiin.

Valtion valuuttakauppoihin liittyviä ratkaisuja pallolettiin. Kaiketi päädyttiin siihen, että tilanteen mukaan valtio osti valuutat joko Suomen Pankista tai markkinoilta. Valtiovarainministeriön velanhoitajat olivat halunneet, että Suomen Pankki päättäisi tämän valtion tilintarkastajien vuoksi. Tilintarkastajat olivatkin syyttäneet valtionvelasta vastaavia virkamiehiä kummallisista asioista. Valtionvelan hoito oli osa yleistä talouspolitiikkaa, ja sen tarkoituksenmukaisuus oli hyvin tulkinnanvaraista eikä pelkästään kirjanpitomiesten asia.

Valtion pitäisi tietysti periaatteessa pysyä lainaotossaan omassa valuutassa. Näin asia on vahvoissa talouksissa. Jos valtio ei luota omaan valuuttaansa, niin kuka sitten? Jos rahatalous on tasapainoinen ja hyvin hoidettu, valtio saa velkarahansa kotimaasta. Suomen valtionvelan rahoitus olikin ollut kriisiaikana – tilanteeseen nähden väistämättä – aivan tolkuton rahapolitiikan näkökulmasta. Vain 1/3 valtion-

velasta oli rahoitettu pitkäaikaisilla markkaobligatioilla, minkä pitäisi olla normaali ja täysin hallitseva rahoitusmuoto (kuvio 117). Sen sijaan 2/3 oli rahoitettu ulkomaisilla valuuttalainoilla, mikä aiheutti sekä raha- että valuuttapoliittisia ongelmia ja oikeastaan sekoitti täysin rahapolitiikan. Seuraavina vuosina tilanne kuitenkin nopeasti parani.

Kuvio 117. **Valtionvelan rakenne**



Lähde: Valtionkonttori.

Vuosi 1997 jatkui pääosin varsin rauhallisena sekä Suomen valuuttamarkkinoilla että valuuttakurssimekanismeissa. Vain Irlannin puntaan kohdistui jatkuvasti vahva revalvoimisodotus, ja se pysyi selvästi keskuskurssiaan vahvempana. Saksan markka heikkeni kuitenkin dollariin ja puntaan nähden ja ilmeisesti osin myös siksi, että talous- ja rahaliitto näytti toteutuvan laajana, jolloin mukana olisi paljon heikkoja valuuttoja. Saksan markan heikkous varmaan lisäsi sijoittajien halua ostaa Suomen markkaa uudelleen kesällä. Suomen markka alkoi vahvistua ja kävi hetkellisesti jopa noin 3 % Saksan markan keskuskurssiaan vahvempana. Suomen Pankki osti taas valuuttaa, joskin tammi-kuuhun verrattuna vähän, noin 5 mrd. markkaa. Loppuvuosi oli rauhallinen.

Dollarin kurssivaihtelu aiheutti ajoittain lieviä paineita myös muiden, lähinnä Etelä-Euroopan maiden korkoihin ja valuuttakursseihin, pääasiassa heikkenevään suuntaan. Näiden maiden suhteen esiintyi epävarmuutta. Joko epäröitiin, olivatko maat tulossa heti alussa mu-

kaan talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen tai mikä oli niiden valuutan keskuskurssin asema lopullisena kiinnityskurssina. Myös vuoden 1998 alkupuolella esiintyi eri valuuttoihin liittyneitä paineita. Suomen markan paineet olivat vahvistumisen suuntaan.

Markan tilanne näytti siis rauhalliselta. Suomen talouskasvuksi ennustettiin 4,6 % vuonna 1997 ja 3,3 % vuonna 1998. Inflaatio nopeutuisi vähän yli 2 prosenttiin, mutta se ei merkitsisi mitään edellisten vuosien vähäisen inflaation jälkeen. Inflaation kiihtyminen koettiin kuitenkin riskiksi, mm. asuntojen hinnat olivat kovassa nousussa ja talouden kasvukin saattoi olla ennustettua nopeampaa. Pääjohtaja pelkäsi, että Suomen Pankki manaa inflaation esiin, jos se alkaa puhua siitä. Useimpien muiden kanta oli, että on tärkeää puhua koko ajan inflaationäkymistä, jotta politiikalle tulee selkeä peruste. Koron nostolla ei näyttänyt olevan kiirettä. Joku epäili, että siihen joudutaan jo kesällä.

Keskusteltiin myös Suomen Pankin valuuttavarannon suuruudesta talous- ja rahaliiton kolmannessa vaiheessa. Varantoa ei kovin paljon tarvittaisi, jos EMU todella varmistuu, mutta erilaisia kriisiperusteita runsaalle varannolle saattoi keksiä. EMUsta eroamisen varaan ei kannattanut laskea. Eroaminen oli käytännössä vaikeaa, eikä se ollut suhdannepolitiikkaa. Yksi ehdotus oli, että dollarille ym. valuutoille asetettaisiin kiinteä tavoite varannossa ja Saksan markan määräisen varannon annettaisiin vaihdella loppuajan ennen euron käyttöönottoa. Euroksi muuttuvat valuutathan häviäisivät varannosta. Operaatioista vastaavat vastustelivat. Heillä oli vanha kiinteisiin valuuttaosuuksiin perustuva järjestelmä, jossa vaihteluja minimoitiin.

Pääministeri Lipponen ja valtiovarainministeri Niinistö olivat päättäneet jo keväällä 1997, että kellutus ei ollut enää Suomelle vaihtoehto. Vaihtoehtona olivat vain osallistuminen rahaliittoon tai markan kiinnittäminen sen alettua valuuttakurssijärjestelmään ERM2. Näin liittyminen talous- ja rahaliittoon saatiin eduskunnassa helpommin läpi. Jukka Pekkarinen esitteli Suomen Pankissa rahaliiton etuja selvittäneen työryhmänsä raporttia ja totesi poliitikkojen suhtautumisen EMUun täysin poliittiseksi. Pekkarinen korosti kansallisia työmarkkinoita. Ajan niukkuuteen nähden Pekkarisen työryhmän työtä pidettiin melko hyvänä. Rahaliiton ongelmiakin oli käsitelty raportissa aika paljon. EMU esitettiin raportissa kuitenkin Euroopan komission ihanteena: maailman paras raha ja maailman paras rahapolitiikka. Jos siihen verrattiin, oli tietenkin helppo päätyä EMUn kannalle. Ruotsi ei aikonut liittyä talous- ja rahaliittoon.

Kesäkuun 1997 puolivälissä julkistettiin myös Suomen Pankin uusi linjaus inflaatio- ja korkonäkymien suhteen. Johtokunta oli ollut huolissaan inflaatiosta ja valmis koron nostoon. Sitten tulikin ensi ker-

ran pitkiin aikoihin yllättävän suuri inflaatioluku, tosin asuntojen hintojen nousun vuoksi. Johtokunta oli innokas kantamaan inflaatiovastuun loppuun saakka. Jo keväällä suunniteltu tiedotuspolitiikan muutos toteutui. Pääjohtaja korosti nyt huomiota herättävästi inflaatoris-kiä. Markkinareaktio oli aika hyvä. Korot nousivat aavistuksen verran, ja markka vahvistui hieman eli tasolle 2,99–2,98 aiemmasta vähän yli 3 markasta. Suomen markka olisi varmaan vahvistunut voimakkaasti ilman kiinnekohtaa, joka oli 3,04 suhteessa Saksan markkaan.

Talous- ja rahaliitto lähestyi, vaikka Saksan budjettialijäämä ei näyttänyt mahtuvan 3 prosentin rajaan. Kansantaloudet eivät marssi-neet samaan tahtiin 10–20 maata rinnakkain, vaan toiset tekivät sisäis-tä devalvaatiota, toiset inflatoituvat. Talous- ja rahaliiton alkamiseen liittyi jännitteitä.

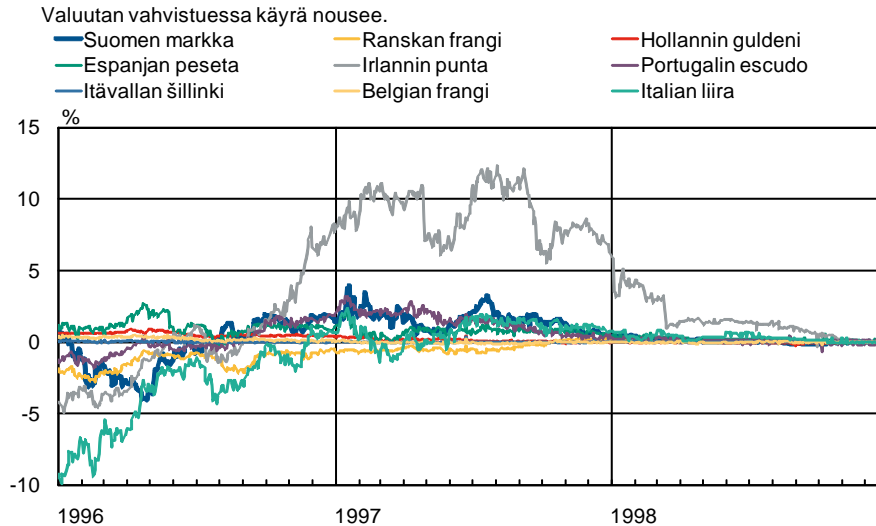
Sitä mukaa kuin usko keskuskurssien käyttöön kiinnityskursseina vahvistui, euromaiden korkotasot ja valuuttakurssit liittyivät yhä tiu-kemmin toisiinsa (kuvio 118). Oikeastaan tiedettiin rahojen, kuten markan, termiinkurssi 1.1.1999, jolloin valuuttakurssien ja korkojen välillä alkoi vallita ns. katettu korkopariteetti. Sikäli kuin rahan korko oli vastaavaa Saksan korkoa ylempi, valuuttakurssin piti myös olla vahvempi, jotta loppuaikana valuuttakurssin heikkeneminen vastaisi korkoeroa. Käytännössä tämä korkopariteetti ei Suomen markkaan osalta aivan täsmälleen pätenyt. Ilmeisesti markkinoilla nähtiin pieni markan revalvoimisen riski loppuun saakka, tai ehkä ristiriita johtui joistakin toissijaista markkinateknisistä seikoista.

Valtiovarainministeri Niinistö puhui elokuussa 1997 markan hei-kommaksi, lähelle keskuskurssia korostamalla sitä. Suomen Pankissa oltiin osin pessimistisiä suhdannetilanteen hallinnan suhteen. Kanna-tettiin jopa markan revalvointia ennen työehtosopimuksia. EMUun oltiin kuitenkin menossa keskuskurssilla, jota ehkä vahvistettaisiin vain, jos Irlanti muuttaisi valuuttansa kurssia, mutta tällöinkin markan keskuskurssi vahvistuisi luultavasti hyvin vähän poliittisista syistä. Markka oli selvästi aliarvostettu, ja revalvaatio olisi sopinut suhdanne-tilanteeseen, mutta kun oltiin jo melkein EMUssa, oli kyseenalaista, kannattiko kurseja enää sotkea pienillä muutoksilla. Muutokset olisi-ivat luoneet epävarmuutta. Täytyi ruveta totuttelemaan siihen, että yli-hyvä hintakilpailukyky oli hoidettava toisin tavoin. Korko voitiin tie-tysti vielä nostaa seuraavaksi talveksi.

EU:ssa korostettiin Maastrichtin sopimuksen kohtia, joissa todet-tiin, että ecun kurssi ei saa yhtään muuttua, kun ecu vaihtuu euroksi. Niinpä lähtökohdaksi tulisivat eri valuuttojen viimeisen päivän mark-kinakurssit. Äärimmilleen vietynä tämä merkitsisi oikeastaan etu-käteisilmoituksen merkityksen heikkenemistä, ainakin Euroopan lai-tamaiden osalta.

Kuvio 118.

## Euromaiden valuuttojen poikkeama Saksan markan keskuskurssistaan



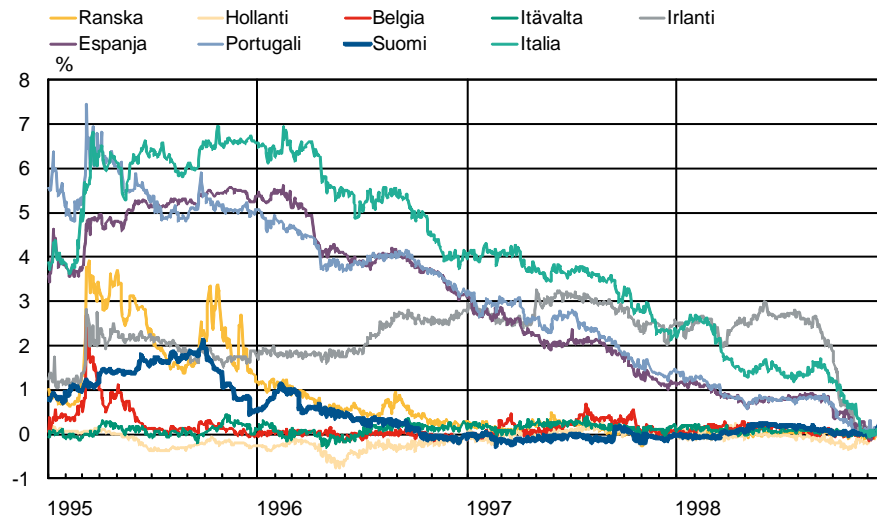
Lähde: Reuters.

Markka oli kesällä 1997 devalvoitunut kauppapainoisella indeksillä mitaten dollarin ja punnan nousun vuoksi. Suomen lyhyt korko lienee ollut EU:n alhaisin ja kasvu Irlannin jälkeen nopein (kuvio 119). Sekä kasvun että inflaation prosenttia oltiin hiukan nostamassa. Toisaalta inflaatio oli pysynyt hämmästyttävän hitaana. Valuuttakurssi voisi vahvistua tilapäisesti. Valtion kanssa oli sovittu epämääräisesti terminointimahdollisuudesta sen vuoksi, että valtiolla oli marraskuussa hyvin suuret, 15 mrd. markan ulkomaisten lainojen hoitomenot.

Johtokunta jätti elokuussa 1997 koron ennalleen. Kaikki viittasi vahvempaan talouden kasvuun ja vakavampiin inflaatiopaineisiin. Ainoa vastakkainen tekijä oli, että dollari oli alkanut heiketä ja sen myötä markan kurssi hiukan vahvistui. Hintojen lievät nousupaineet mm. kauppapainoisien valuuttaindeksin heikkenemisen vuoksi saivat kuitenkin Suomen Pankin nostamaan huutokauppakorkoa prosenttiyksikön neljänneksen 3,25 prosenttiin syyskuussa 1997. Myös Saksassa ja monissa muissa ERM-maissa nostettiin korkoja hiukan. Monet Saksan naapurimaat toteuttivat koronnoston vanhaan tapaan heti samana päivänä Saksan jälkeen (kuvio 120). Suomen Pankissa ei seurattu Saksaa näin tiukasti, vaikka itsenäisen korkopolitiikan rajat koettiin jo ahtaiksi. Periaatteessa itsenäinen korkopolitiikka oli loppuun asti mahdollista, joskaan ei käytännössä tarkoituksenmukaista mm. siksi, että koron nosto tiedettiin tilapäiseksi. Suomen talouden kehitys jatkui

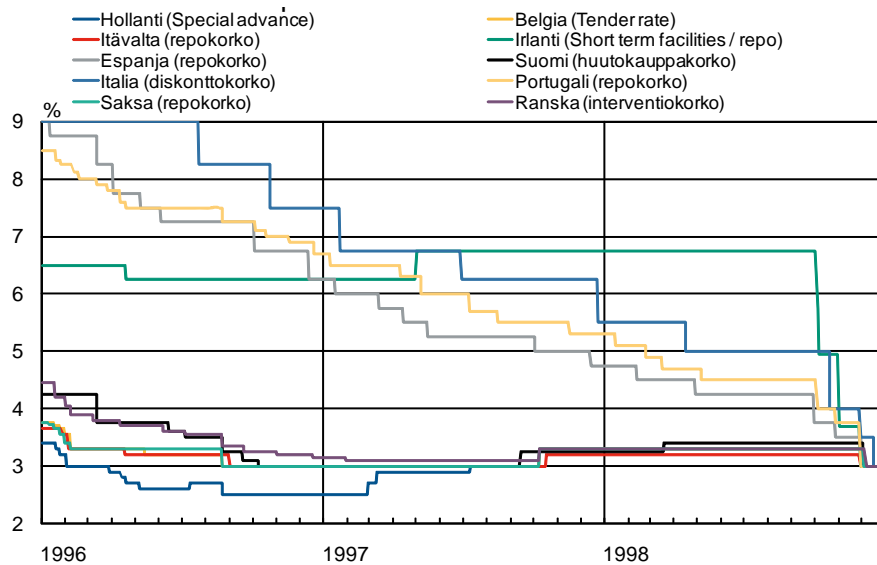
vakaana, eikä inflaatio näyttänyt kiihtyvän 2 prosentin vauhtia nopeammaksi.

Kuvio 119. **Kolmen kuukauden korkojen ero Saksan korkoon**



Lähde: Reuters.

Kuvio 120. **Euromaiden keskuspankkikorot**



Lähde: Reuters.

Johtokunnan jäsenen Matti Vanhalan puhe marraskuussa 1997 sai paljon julkisuutta lähinnä sen vuoksi, että Vanhalan katsottiin ennustaneen euron aloituskorot 4–5 prosentiksi. Se oli taas virheellinen tulkinta; Vanhalan puheen pohjana olivat vain markkinoilta lasketut odotukset. Vanhala korosti vielä hyvin vahvasti itsenäistä rahapolitiikkaa EMUun valmistauduttaessa. Ehkä se oli psykologian kannalta hyvä. Toisaalta Suomessa ei vielä yleisesti tajuttu, että koron korotus saattoi olla enää vain tilapäinen. Markan valuuttakurssi sekä keskipitkät ja pitkät korot olivat vuoden 1997 lopulla jo euron ominaisuuksia. Kaikkien rahaliittomaiden pitkät korot olivat jo lähes samat.

Johtokunta piti joskus seminaareja vakavien kriisienkin varalta. Rahaliitto muuttaisi kriisien hoitoa paljon. Euro hävittää Suomelta ”setelipainon” ja tuo uudenlaiset likviditeettiongelmat. Yhä vielä pankit odottivat mahdollisessa kriisissä Suomen Pankilta säännöstelyä. Suomen Pankissa tuumittiin odotusten muuttuvan ehkä vasta sitten, kun säännöstelyajan sukupolvi lopullisesti poistuu. Juristit valittivat säädösten puutteita. Pääjohtaja totesi, että olivatpa säädökset mitä tahansa, niin jos jotakin sattuu, se kuitenkin pannaan Suomen Pankin syyksi.

### 3.10 Julkisen sektorin EMU-ehdot täyttyivät

Suomen talous kehittyi myönteisesti talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen lähestyessä. Kasvu jatkui nopeana, ja työttömyys väheni, joskin säilyi yhä yhtenä EU-maiden pahimmista. Vuonna 1997 hintojen nousu kiihtyi hieman, mutta pysyi yhä 2 prosenttiin asetetussa tavoitteessa. Yritysten kannattavuus jatkui hyvänä, ja osakekurssit nousivat mm. ulkomaalaisten tekemien sijoitusten vuoksi. Ulkomaalaisten omistusosuus pörssiosakkeiden arvosta nousi lähelle 50:tä prosenttia. Osakkeiden markkina-arvo alkoi lähestyä vuotuisen BKT:n arvoa. Pankkikriisi oli ohitettu, mutta vasta vuonna 1997 pankkien luottokanta alkoi kasvaa monta vuotta kestäneen supistumisvaiheen jälkeen.

Valtion verotulot lisääntyivät vuonna 1997 edelleen ripeästi mm. yhteisöverojen tuntuvan kasvun vuoksi. Valtion aikaisemmin hyvin suuri alijäämä pieneni nopeasti. Hallitus päätti pitää talousarvioiden menojen loppusumman vuosina 1998–2001 suunnilleen ennallaan.

Toukokuussa 1997 EU:n Ecofin-neuvosto päätti, ettei Suomi enää kuulu niihin maihin, joissa julkisen talouden alijäämä on liiallinen. Alijäämän katsottiin supistuneen nopeasti, ja julkinen talous muuttuisi vuonna 1996 esitetyn lähentymisohjelman tarkennuksen mukaan ylijäämäiseksi vuonna 1999. Julkinen velka pysyisi alle 60 prosentin.

Vuonna 1996 julkisen sektorin alijäämä oli vielä yli 3 % BKT:stä, mutta vuonna 1997 päästiin jo selvästi sen alle, jopa yhden prosentin tuntumaan. Suomi täytti näin Maastrichtin sopimuksen julkista taloutta koskeneen alijäämäkriteerin.

Julkisen talouden EMU-ehtojen toteuttamiseen liittyi merkittäviä sektorin rajausongelmia. Varsinkin Suomen osittain rahastoivan työeläkejärjestelmän käsittelyä jouduttiin harkitsemaan uudelleen. Työeläkejärjestelmä oli luotu 1960-luvulla erikoisena suomalaisena ratkaisuna siten, että vaikka valtio määräsi kaikilta keskeisiltä osin sen sisällön ja ehdot, järjestelmää hoitivat käytännössä yksityiset vakuutuslaitokset. Ne myös sijoittivat kertyneet varat, tosin viranomaisten määräämin rajoittein. Kansantalouden tilinpidossa järjestelmä oli luettu yksityiseen sektoriin, mutta nyt se siirrettiin EU:n hyväksymänä julkiseen sektoriin. Koska järjestelmässä syntyi ylijäämää, tämä helpotti julkisen alijäämän kriteerin täyttämistä. Vielä vuonna 1997 tämä erä vaikutti alijäämäkriteerin täyttymiseen, mutta ei enää seuraavina vuosina.

Tulopolitiikan kannalta liittyminen yhteiseen, hitaan inflaation vauhtia-alueeseen merkitsi selvää ja voimakasta rajoitetta. Entisen devalvaatiomahdollisuuden menetys tunnustettiin työmarkkinajärjestöissä kummallakin puolella. Työntekijäpuoli ilmaisi hyväksyvänsä mallillisten palkkasopimusten tärkeyden, ja toisaalta työnantajapuoli ilmoitti mm. periaatteessa pidättyvänsä palkkojen alentamisvaatimuksesta.

Marraskuussa 1997 työmarkkinoiden keskusjärjestöt tekivät sopimuksen kahdesta eri puskurijärjestelmästä, joilla pyrittiin tasaamaan työvoimakustannusten vaihteluja. Työttömyysvakuutusjärjestelmässä päätettiin kerätä vajaata puolta prosenttia BKT:stä vastaava määrä työttömyysvakuutusrahastoon. Toinen, vähän suuremmaksi suunniteltu puskurirahasto koostui työeläkemaksuista ja oli osa työeläkejärjestelmää. Senkin maksuista huolehtivat sekä työntekijät että työnantajat. Yhteensä rahastot olisivat kuitenkin vain 2–3 % palkkasummasta. Tämänsuuruiset rahastot eivät tietenkään vastanneet lähimainkaan vauhtitakuun jouston menetystä.



### 3.11 Järjestelmien ja lainsäädännön muutokset markkan viime vuosina

Pankkikriisi, yleinen kansainvälistyminen ja varautuminen EU-integraatioon johtivat sekä markkinavetoiseen että politiikkaperäiseen rahoitusjärjestelmän sopeutumiseen. Suomen pankkijärjestelmä muuttui 1990-luvulla lähes kokonaan. Pankkisektori keskittyi entistä suppeammaksi. Vuoden 1995 alussa kaksi suurinta liikepankkia, KOP ja SYP, yhdistyivät Meritaksi, jolloin pankki sai monilla keskeisillä alueilla noin 40 prosentin markkinaosuuden. Osuuspankkiryhmä jäi toiseksi suureksi pankkiryhmäksi, joskin pieni osa osuuspankeista erosi siitä. Muut pankit jäivät paljon pienemmiksi. Postipankki irtaantui kokonaan postitoiminnasta. Se menetti myös lakiin perustuneen erityisoikeutensa toimia valtion maksuliikettä hoitavana pankkina, ja valtio alkoi kilpailuttaa pankkeja. Vuosikymmenen lopulla Merita meni mukaan pohjoismaiseen pankkifuusioiden sarjaan osaksi Nordeaa. Myös muut ruotsalaiset pankit lisäsivät toimintaansa Suomessa.

Pankkikriisin aiheuttamat ongelmat sijoitustodistus- ja obligaatiomarkkinoilla sekä suurten pankkien lukumäärän supistuminen aiheuttivat ongelmia heliborkorkojen ja pitkien viitekorkojen laskemisessa. Perusteltuja noteerauksia ei kaikilta osin saatu. EMU-ratkaisun myötä jouduttiin pohtimaan myös, miten kotimaiset korkojärjestelmät olisi sopeutettava yhteisen rahan ja laajan raha- ja arvopaperimarkkina-alueen syntymiseen. Vuonna 1992 oli kumottu vanhat Suomen Pankin ohjeet viitekorkoluettelointiin, ja sen jälkeen viitekorkojen määrittelyn tilanne oli ollut epäselvä.

Huhtikuussa 1995 Suomen Pankki tarkisti heliborkorkojen laskutapa laajentamalla laskennan pohjana käytettävien pankkien joukkoa niin, että mukaan tulivat kaikki rahamarkkinoiden osapuolet. Merkittävämpi ratkaisu tehtiin pitkien 3 ja 5 vuoden viitekorkojen laskennassa, koska niiden laskentapohja oli pahasti pettänyt. Suomen Pankki suositteli, ettei näitä korkoja käytettäisi enää uusissa sopimuksissa viitekorkoina, vaikka korkojen laskenta ja julkaisu kuitenkin jatkettaisiin toistaiseksi.

Viitekorkoasiaa selviteltiin kauan ja melko turhaan juristien hämentämänä. Pikku muutokset alkoivat olla perustuslakikysymyksiä. Muualla eivät keskuspankit juurikaan hoidelleet viitekorkoja, vaan ne olivat markkinoiden sopimusasioita. Suomen Pankin määrittelemät viitekorot olivat viimeisiä säännöstelykauden jäänteitä. Talous- ja rahaliittoon tulevaisuudessa maissa keskusteltiin pitkään, olisiko aiheellista säilyttää helibortyyppiset kansalliset viitekorot, mutta yksi kerrallaan

kaikki maat luopuivat niistä. Rahaliiton alkaessa alettiin Brysselissä laskea yhteisiä euriborkorkoja.

Markkinoiden viitekorkojen osalta Suomen Pankki päätyi siihen, että se ilmoitti joulukuussa 1997 lopettavansa seuraavana vuonna viitekorkojensa noteeraamisen. Pitkien, 3 ja 5 vuoden viitekorkojen käyttö lopetettiin asteittain. Pitkien viitekorkojen julkaisemista jatkettiin kuitenkin vuoden 1998 loppuun. Pankeille annettiin muodollisestikin vapaat kädet luoda omia viitekorkojaan. Suomen Pankkiyhdistys alkoi keväällä 1998 laskea Suomen Pankin aikaisemmin laskemia heliborkorkoja entisten periaatteiden mukaan, ja pankit siirtyivät näiden korkojen käyttöön. Kuitenkin Suomen Pankki joutui muodollisesti palauttamaan heliborien laskentaa itselleen vuoden 1998 loppuun, sillä ainakin kansainvälisissä johdannaisopimuksissa puhuttiin nimenomaan Suomen Pankin laskemista heliborkoroista.

Suomen markkinoillakin siirryttiin heti talous- ja rahaliiton kolmannen vaiheen alkaessa 1.1.1999 euroalueen yhteisten euriborkorkojen käyttöön viitekorkoina. Eurborit korvasivat heliborkorot myös vanhoissa sopimuksissa, minkä valtiovarainministeriö päätti vartan laaditun erityislain perusteella. Mikään ongelma viitekorkojen muutos ei sopimusosapuolten kannalta ollut, sillä helibor- ja euriborkorkojen taso oli prosenttiyksikön muutamien sadasosien tarkkuudella sama. Erityistä riskilisiä suomalaisilla pankeilla ei enää ollut niiden toivutua nyt jo täysin kriisistään. Vuoden 1998 lopulla kumottiin pankkiponssi, jolla eduskunta oli taannut vuonna 1993 suomalaiset pankit.

Peruskorko, jolla oli pitkä historia aikaisempaan rahapolitiisena korkona, mutta joka oli jo lähes täysin menettänyt asemansa rahoitusmarkkinoilla, siirrettiin valtiovarainministeriön laskettavaksi. Se jäi edelleen viitekorkoksi monissa finanssipolitiikan alueelle kuuluvissa rahoitusjärjestelyissä. Korko alettiin kiinnittää puolivuositain suoraan 12 kuukauden markkinakoron perusteella.

Yhteiseen rahapolitiikkaan valmistauduttaessa tehtiin viimeiset suuret muutokset rahapolitiikan ohjausjärjestelmään marraskuussa 1997. Tuolloin huutokaupoissa sovellettava maturiteetti lyhennettiin kuukaudesta kahteen viikkoon, operaatioiden toteutus- ja arvopäivän ero supistettiin kahdesta yhteen pankkipäivään ja maksuvalmiusluoton maturiteetti lyhennettiin viikosta yhteen päivään. Maksuvalmiusluotoilta poistettiin samalla määrärajoitukset, mutta vakuusvaatimus säilytettiin. Näin maksuvalmiusjärjestelmä muodosti symmetrisen korkoputken pankkien väliselle yön yli korolle. Kesäkuussa 1998 Suomen Pankki siirtyi eurojärjestelmässä käyttöön otettavaan ”todelliset päivät/360” -koronlaskukäytäntöön entisestä 365 päivään perustuneesta käytännöstä.

Varsin perusteellisesti jouduttiin oman rahajärjestelmän viime vuosina selvittämään kotimaan rahoitusmarkkinoiden sopeuttaminen EMU-maailmaan. Suomen Pankin sekkitilijärjestelmä sopeutettiin osaksi EU:n keskuspankkien TARGET-järjestelmää yhdessä pankkien kanssa. Yhteisen rahan käyttöön siirtyminen voimisti jo muutenkin kilpailun kiristymisen ja teknisen kehityksen aiheuttamia muutoksia arvopaperimarkkinoilla. Arvopaperien rekisteröinti ja selvitys tehostuivat, kun Suomen Arvopaperikeskus aloitti vuoden 1997 alusta toimintansa. Siinä yhdistettiin entisiä hajanaisia raha- ja arvopaperimarkkinoiden instituutioita ja järjestelmiä.

EMU-ehtoihin kuului kansallisen lainsäädännön, erityisesti keskuspankkilainsäädännön saattaminen sopusointuun rahaliittoa koskevien sopimusten kanssa. Suomessakin tarvittiin varsin laaja lakien muutostyö. Vuoden 1997 aikana valmisteltiin ja seuraavan vuoden alusta saatettiin voimaan uusi laki Suomen Pankista. Siinä mm. uudistettiin eduskunnan asettaman pankkivaltuuston ja johtokunnan välinen työnjako. Pankkivaltuutettujen tehtävistä poistettiin rahapolitiikkaa koskevat ja pankin muuhun operatiiviseen toimintaan liittyvät tehtävät. Heille jäi lähinnä valvonta- ja hallintotehtäviä.

Osa lainsäädännön tarkistuksista jäi toteutettavaksi vielä vuonna 1998. Tuolloin toteutettiin muutokset, jotka olivat tarpeen Suomen Pankin liittämiseksi osaksi Euroopan keskuspankkijärjestelmää. Suomen Pankin tehtävät saatettiin sopusointuun Euroopan keskuspankille asetettujen tehtävien kanssa. Pääosa Suomen Pankkia koskevista muutoksista tuli voimaan 1.1.1999, kun Suomi tuli osaksi euroaluetta. Jo toukokuun 1998 alusta tulivat voimaan säädökset, jotka koskivat Suomen Pankin riippumattomuutta sekä pääjohtajan riippumattomuutta ja toimivaltaa hänen toimiessaan Euroopan keskuspankin neuvostossa. Myös pankkien toimintaan vaikuttavaa lainsäädäntöä uusittiin.

Euroopan keskuspankkijärjestelmän eri tehtäväalueiden valmistelu oli laaja-alainen työ, johon pankin eri osastot EMI:n ja EKP:n komiteoissa ja työryhmissä osallistuivat. Kehitettäviin kohteisiin kuuluivat muiden muassa rahapolitiikan järjestelmät, maksujärjestelmät, EKP:n valuuttavaranto, kirjanpidon yhdenmukaistaminen ja rahoitustulon jako, eurosetelien ja metallirahojen tuotanto, tilastoinnin ja tietojärjestelmien yhdenmukaistaminen. Monilta osin entiset Suomen kansalliset järjestelmät olivat olleet pelkistettyjä ja yksinkertaisia. Talous- ja rahaliitossa jouduttiin sopeutumaan paljon täsmällisempään ja monilta osin byrokraattisempaan ja työläämpään toimintatapaan.

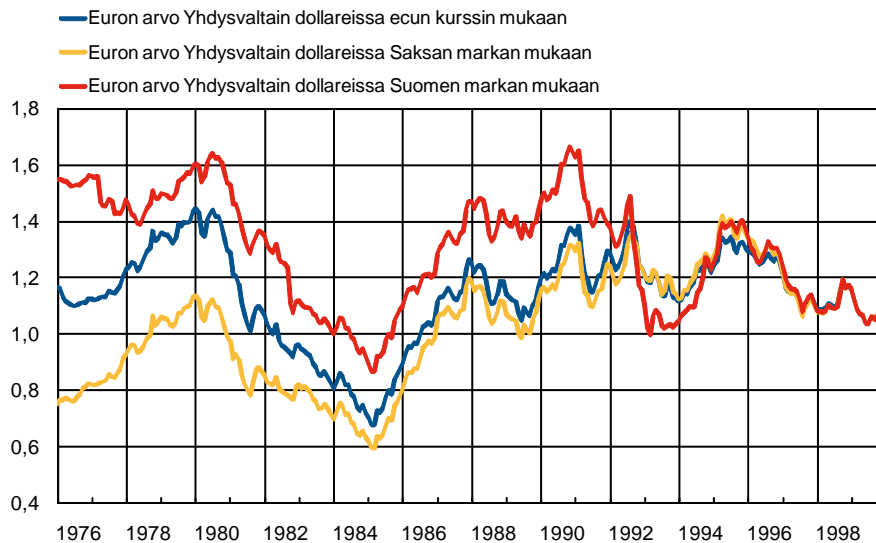
Institutionaalisista muutoksista ja EKP:n ratkaisuksista seurasi laaja tilastojärjestelmien uudistustarve. Monet tilastot tai yksittäiset sarjat katkesivat. Pankkitilastoinnissa pääasiallinen kansallinen vastuu jouduttiin siirtämään Tilastokeskukselta Suomen Pankille, joskin jo aikai-

semminkin Suomen Pankki oli tuottanut runsaasti rahoitustilastoja. Rahaliiton alkuvuosina perinteisiä kotimaisia tilastoja tuotettiin EKP:n tilastojärjestelmän rinnalla.

Kotimaisten valuuttamarkkinoiden seuranta jäi yhteisen rahan käyttöön siirryttäessä pois, ja valuuttamarkkinatilastot pääosin lopetettiin vuonna 1999. Valuuttakurssien noteeraus yhdenmukaistettiin euroalueella. Suomen Pankille jäivät käytännössä eräiden lähimaiden valuuttojen noteeraukset.

Tilastojen kannalta euron historia oli ongelmallinen, kun sitä ei yksikäsitteisenä ollut. Eri tarkoituksiin käytettiin lähinnä Suomen markan, Saksan markan tai ecukorin historiaa (kuvio 121). Suomen kauppapainoisen valuuttaindeksin rinnalle tulivat EKP:n piirissä lasketut indeksit. Indeksejä lasketaan sekä ilman euroalueen maita että ne mukaan lukien. EKP:n piirissä sovittiin, että näitä kansallisia indeksejä ei vastaisuudessa kutsuta valuuttakurssi-indekseiksi tai efektiiviseksi valuuttakurssiksi vaan valuuttakursseihin perustuviksi kilpailukykyindikaattoreiksi. Euron efektiivinen kurssi lasketaan vain koko euroalueen kauppapainoilla.

Kuvio 121. **Euron erilainen historia**



Lähde: Reuters.

Euro on kelluva suuri valuutta, joten oli odotettavissa, että valuuttainterventiot jäävät vähäisiksi. Euromaille, myös Suomelle, jäi uuteen tilanteeseen nähden huomattava valuuttavaranto. Pieni osa siitä oli

ollut jo siirrettynä Euroopan rahapoliittiselle instituutille, ja se siirtyi EKP:lle. Suomen Pankki samoin kuin melkein kaikki muutkin keskuspankit pitivät valuuttavarantonsa määrän siirtymävaiheessa kuitenkin suunnilleen entisen suuruisena, paitsi että euron käyttöön siirtyvien maiden valuuttoja vastaava osa siitä muuttui euroiksi.

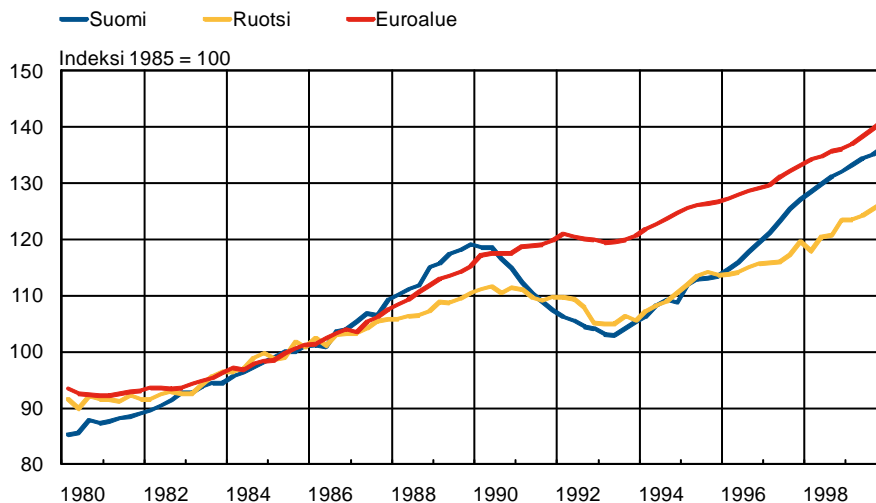
Käteisen euron käyttöönotto jäi vuoteen 2002. Suomen kansainvälisesti katsoen vähäisen setelistön vaihtaminen on helpompaa kuin monissa muissa euromaissa. Eurojärjestelmän rahoitustulon jako on siirtymävaiheen jälkeen sellainen, että se suosii tehokkaan maksujärjestelmän (pienen setelistön) maita, jollainen Suomi oli. Suomen Pankki hyötyi siten taloudellisesti uudesta järjestelmästä saamalla kasvanutta seignioragetuloa. Näin jatkuu, elleivät muiden maiden maksujärjestelmät kehity vielä tehokkaammiksi.

### 3.12 Suomi siirtyi talous- ja rahaliittoon vahvana

Suomen edellytykset selviytyä rahaliitossa alkuvuosina olivat hyvät. Talouden rahoitusrakenteet olivat vahvat, inflaatio hidas ja valuuttakurssi erittäin kilpailukykyinen. Epäilyksiä herätti juuri tämä ”liian” hyvä kilpailutilanne. Yhä koettiin uhkaksi liukuminen vanhaan kustannuskierteeseen. Säännöstelykauden käyttäytymiskaavat olivat kuitenkin muuttuneet, kun kausi instituutioineen ja tapoineen oli kovien kokemusten saattamana jäänyt jo vuosikymmenen päähän. Suomen talous oli kasvanut vahvasti sekä kriisin jälkeen että myös pitkällä aikavälillä (kuvio 122).

Kesäkuun 1991 ecukytkenästä markka heikkeni ecuun nähden rahaliittoon siirtymiseen mennessä nimellisesti 18 % (eli ecun kurssi vahvistui 22 %). Kauppapainoisen indeksin muutos oli lähes sama (19 ja 24 %), samoin dollarin muutos. Reaalisesti devalvoituminen oli ainakin 5–10 prosenttiyksikköä suurempi Suomen maltillisen kustannuskehityksen vuoksi. Markka oli vähintään saman verran aliarvostettu, kuin se oli ollut vuosikymmenen alussa yliarvostettu. Sorsan sopimuksella ja jo toteutuneella kustannusmaltilla olisi päästy ainakin keskitason kilpailukykyyn. Aliarvostetulla kurssilla oli etunsa mutta myös haittansa, kuten tarpeettoman suuret kauppa- ja vaihtotaseen ylijäämät ja vahva riippuvuus viennistä. Se vääristi myös investointien kannustimia. Metsäteollisuuden devalvaatiovoittoja investoitiin ulkomaille, mm. Pohjois-Amerikan taantuvaan metsäteollisuuteen.

Kuvio 122.

**Suomen, Ruotsin ja euroalueen BKT**

Lähteet: Tilastokeskus, Statistiska centralbyrån ja Eurostat.

Yritysten rahoitusrakenne, velkaantuneisuus ja likviditeetti olivat hyvää kansainvälistä tasoa. Investointiaste oli palautunut jo normaalille länsieurooppalaiselle tasolle, vaikka se koettiin Suomessa yhä alhaiseksi. Yritysten tulo-osuus kansantulosta oli oleellisesti suurempi kuin aikaisemmin, vaikka säännöstelykauden inflaatioetukin otettaisiin huomioon. Tosin osa, jopa pari prosenttiyksikköä tuloista kuului ulkomaisille suomalaisten yritysten, lähinnä Nokian, omistajille. Vastakkaiseen suuntaan painottuva omistus oli paljon pienempi. Vahvat rahoitusrakenteet näyttivät myös olevan pysyviä vastoin menneitä kokemuksia. Toisin näytti käyvän Etelä-Euroopan maissa, jotka aloittivat liukumisen hiljalleen takaisin kilpailukykyongelmiinsa.

Julkisen sektorin ylijäämissä oli päästy melkein säännöstelykauden tasoille. Nyt kuitenkin julkinen sektori ei tehnyt sanottavasti rahoitussijoituksia vaan maksoi pois laman aikana kertyneitä velkojaan. Kotitaloudet olivat tulo-osuuden suhteen selviä menettäjiä, nimenomaan palkansaajakotitaloudet, koska yritysten jakamaton voitto kuului pääomatulojen saajille.

Suomen kansantalouden (brutto)säästämisaste oli länsimaisittain edelleen korkea kuten säännöstelykaudellakin, noin neljännes kansantulosta. Velkaantumisaste oli laman jälkeisen sopeutuksen jäljiltä alhainen sekä yrityksillä että kotitalouksilla. Suomen ulkomainen velka oli supistunut puoleen huipputason yli 50 prosentista suhteessa BKT:hen. Maan ulkomaisessa nettoasemassa alkoi jo näkyä Nokian

osakekurssin huiman nousun erikoinen vaikutus. Koska Nokiasta valtaosa, noin 90 %, oli ulkomaisessa omistuksessa, Nokian osakepääomasta vastaava osuus näkyi Suomen tavattoman suurena ”velkana”. Ongelmahan tämä ei Suomelle ollut, kun Nokia hankki lähes kaikki tulonsa ulkomailta.

Rahoituslaitokset ja muut rahoitusmarkkinoiden instituutiot olivat integraatioon ja yleensäkin globalisaatioon valmiit. Liikepankit olivat paljolti liukuneet tai liukumassa ulkomaiseen omistukseen. Pörssikin oli samalla uralla, mutta päinvastoin kuin säännöstelykaudella, osakeiden markkina-arvo ja pörssivaihto Helsingissä kuuluivat hetkellisesti suhteessa talouteen aivan maailman kärkeen, joskin taas vain Nokian vaikutuksesta. Raha- ja arvopaperimarkkinat toimivat suunnilleen niin hyvin kuin ne pienessä maassa voivat toimia. Korot olivat markkinakorkoja. Säännöstelykauden mahtava peruskorko veteli viimeisiään.

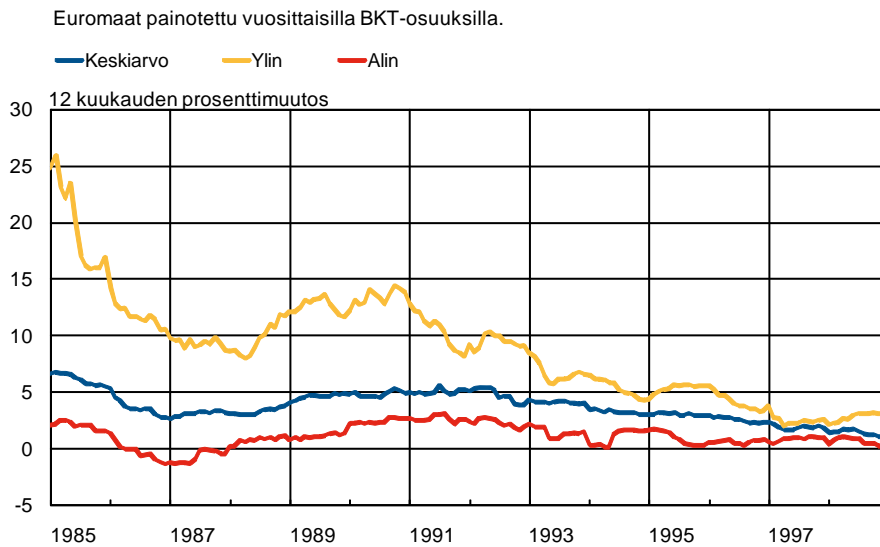
Suomessa ei ollut tarpeen, kuten useissa muissa euromaissa, harastaa EMU-kriteerien suhteen erilaisia enemmän tai vähemmän aitoja talouden laihdutuskuureja. Kaikissa maissa saatiin menneiden vuosien ja vuosikymmenten 5–10 prosentin inflaatiövauhti 2–3 prosenttiin (kuvio 123). Julkisen sektorin vajaus oli ollut tyypillisesti noin 4–5 % BKT:stä, ja nyt piti päästä 3 prosenttiin tai pikemminkin nollaan. Vielä vuonna 1995 alijäämät näyttivät pahoilta talous- ja rahaliiton kannalta (kuvio 124) (kuvion jäämä on kansantalouden tilinpidon mukainen; todellinen EMU-kriteeri näytti vielä huonommalta). Nollaan päästiin koko euroalueella hetkellisesti mutta vasta vuonna 2000 Saksan (ja Soneran) avustuksella aivan poikkeuksellisesti.

Kaiken kaikkiaan yhteisen eurovaluutan käyttöön siirtyvien maiden rahoitusrakenteet poikkesivat toisistaan varsin paljon. Keski-Euroopan maat olivat koko taloudeltaan rahoitusylijäämäisiä, Etelä-Euroopan maat alijäämäisiä. Tosin Saksakin oli 1990-luvulla vaihtotaseeltaan enimmäkseen alijäämäinen entisen Itä-Saksan aiheuttaman rahoitusrasituksen vuoksi. Pahimmillaan Etelä-Euroopan mailla oli kolmoisvaje: julkisen sektorin, yksityisen sektorin ja näiden summana vaihtotaseen vaje.

Yleensä kaikissa maissa alettiin melko pian EMU-päätösten jälkeen palailta kohti entisiä rakenteita, joskaan ei yleensä aivan vanhoille tasoille. Ainoa pääosin selvä poikkeus oli Suomi, jossa vanhat rakenteet heilahtivat pysyvästi 1990-luvulla. Suomen rahoitusrakenteet menneillä vuosikymmenillä olivatkin eurooppalaisittain poikkeukselliset sikäli, että julkinen sektori oli jatkuvasti ylijäämäinen ja yksityinen selvästi alijäämäinen. Muualla oli yleensä päinvastoin. Voimakas rakenteellinen kriisi (ja reippaasti aliarvostettu valuuttakurssi) myller-

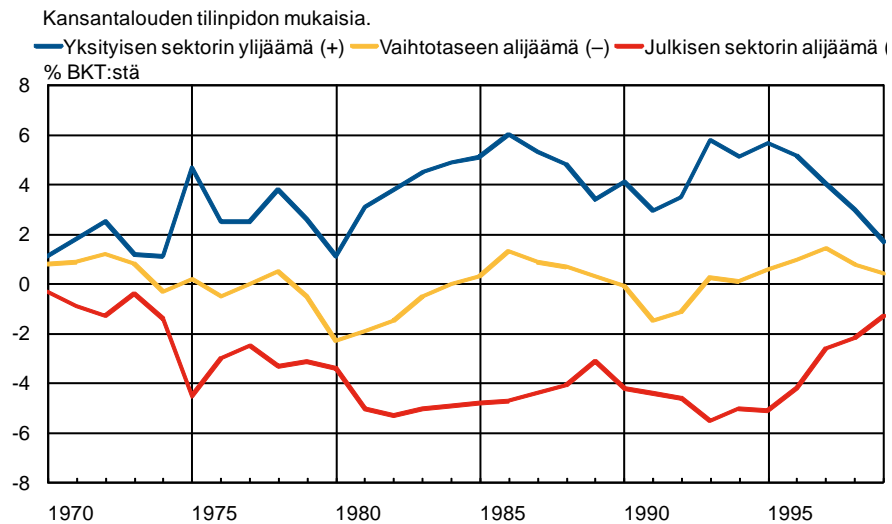
sivät kaiken ja kaikki sektorit ylijäämäisiksi. Julkinen sektori palasi takaisin omaan ylijäämäänsä.

Kuvio 123. Euroalueen kuluttajahintaindeksejä



Lähde: Eurostat.

Kuvio 124. Euroalueen ali- ja ylijäämät



Lähde: Euroopan komissio.



### 3.13 Markan viimeinen vuosi

Maastrichtin sopimuksen mukaan talous- ja rahaliiton kolmas vaihe olisi voinut alkaa jo ennen vuotta 1999, mutta aloitus näytti vakiintuvan tuohon sopimuksen mukaan myöhäisimpään ajankohtaan. Merkitäviä ehdotuksia tehtiin aloituksen siirtämiseksi, mutta niillä luotiin pikemminkin vain epävakautta raha- ja valuuttamarkkinoilla.

Suomen markan viimeinen vuosi oli markkinoilla rauhallinen, ja lopulliset päätökset voitiin tehdä ilman suuria ongelmia. Rahapolitiikka jatkui verraten keveänä. Suomen inflaatiiovauhti oli kuitenkin jo nopeampi kuin euron käyttöön siirtyvissä maissa keskimäärin, joten huutokauppakorkoa nostettiin 0,15 prosenttiyksikköä eli 3,4 prosenttiin vielä keväällä 1998.

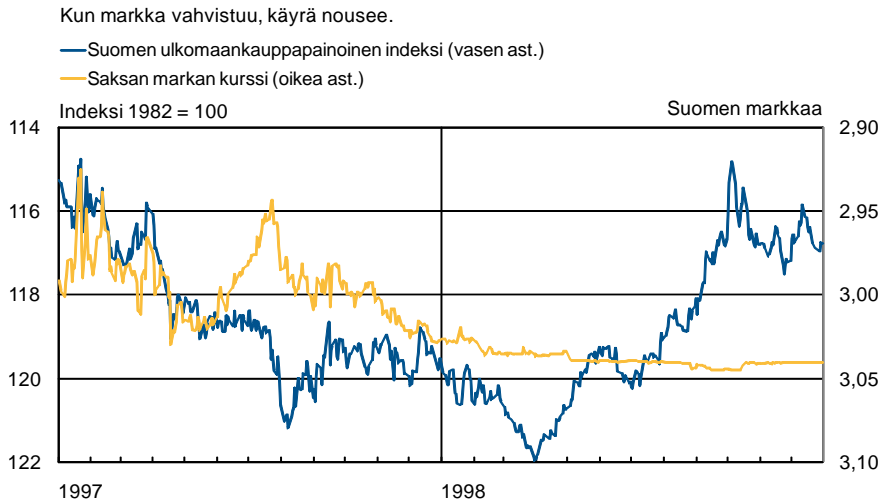
Kun siirtymäajankohta hiljalleen selkeni ja tilanne valuuttakurssimekanismeissa pysyi suhteellisen vakaana, usko yhteisen rahan ja rahapolitiikan käyttöönottoon myös markkinoilla vahvistui. Tämän myötä kolmanteen vaiheeseen tulevat valuutat nautuivat kurseiltaan ja koroiltaan yhä selvemmin yhteen jo vuonna 1997. Silti Suomen Pankin johto korosti, että vastuu rahapolitiikasta säilyy Suomen Pankilla aivan kolmannen vaiheen alkuun asti.

Vuoden 1998 alkaessa Suomi oli jo käytännössä EMUssa. Korot ja kurssit eivät juuri liikkuneet suhteessa Saksan markkaan ja muihin euroalueeseen tuleviin valuuttoihin nähden. Ecuun nähden ja kauppapainoisena markka vahvistui muutamia prosentteja (kuvio 125). Pitkäaikaisten korkojen ero Saksan korkoon oli kaventunut vuoden 1997 aikana kaikissa euron käyttöön siirtyvissä maissa EMUn mukaiseksi (kuvio 126). Kymmenen vuoden korot olivat jo 0,4 prosenttiyksikön sisällä Italiaa myöten, kaikki arvojärjestyksessä Saksan yläpuolella. Markan kurssi oli hiukan yli 3,03 Saksan markkaan nähden. Kiinnityskurssi olisi 3,04 suhteessa Saksan markkaan.

Korkoerot kapenivat vuoden 1998 aikana yhä lukuun ottamatta loppukesään ajoittunutta Venäjän rahoituskriisiä, joka aiheutti laajoja heijastuksia maailman valuutta- ja rahoitusmarkkinoilla. Vaikutukset ERM-valuuttoihin, myös Suomen markkaan, jäivät kuitenkin vaimeiksi. Euron käyttöön siirryttäessä Suomen valtion 10 vuoden korko oli niinkin matala kuin 4,0 %.

Kuvio 125.

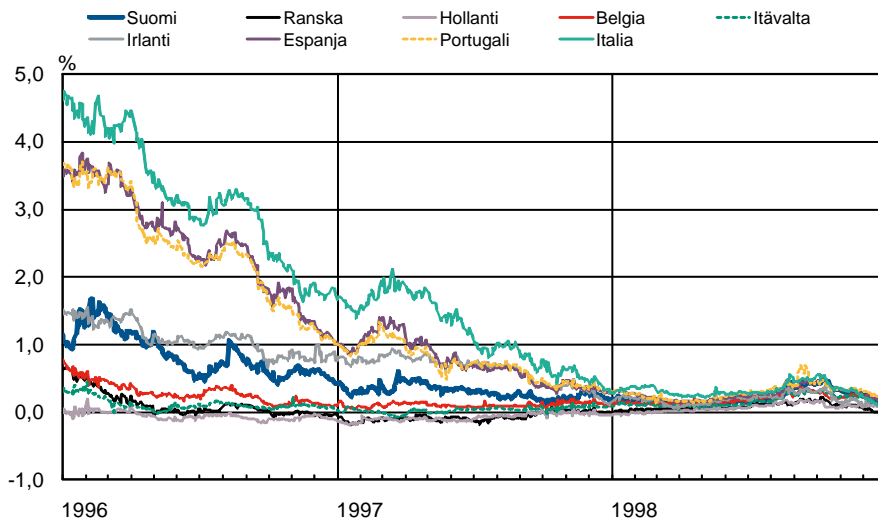
### Suomen markan kurssi suhteessa Saksan markkaan ja valuuttaindeksi



Lähteet: Suomen Pankki ja Reuters.

Kuvio 126.

### 10 vuoden korkojen ero Saksan korkoon



Lähde: Reuters.

EMU näytti pääsevän alkuun suotuisissa oloissa. Perinteisesti heikotkin valuutat pysyivät vakaina. Itse asiassa rahaliiton alkuvaiheen ongelmaksi tulikin se, että Saksan ja sen pienten naapurimaiden valuutat menivät talous- ja rahaliittoon yliarvostetuilla (euroalueen keskinäisillä) valuuttakursseilla, ja vastaavasti ns. laitamaat selvästi aliarvostetuilla kurseilla. Saksa naapureineen joutui rahaliiton alkuvuosina sopeutumaan hyvin vähäiseen kustannuskehitykseen, kun taas laitamaisa oli aluksi ”varaa” löysyyteen. Suomen markan kurssi oli varmaan eniten aliarvostettuja. Oli selvää, ettei tämä ollut pysyvä tilanne.

Suomen tavattoman ylijäämäinen vaihtotase heijasteli reaalisena valuuttakurssin tasoa, joskin ylijäämään vaikuttivat monet muutkin tekijät, kuten tuottavuuden paraneminen ja ennen kaikkea Nokian hämmästyttävä maailmanvalloitus viennillään. Euroopan rahapoliittista instituuttia varten kirjoiteltiin Suomen Pankissa kuitenkin perusteluja, ettei Suomen suuri vaihtotaseen ylijäämä johtunut valuuttakurssista.

Kaakkois-Aasian velkaongelman paheneminen vuonna 1998 näytti aluksi pikemminkin parantavan Euroopan talustilannetta jähdyttämällä aika kovilla käyviä talouksia. Puhuttiin yleisesti odotettavissa olevasta EMU-euforiasta eli talouden kasvusysäyksestä uuteen rahaan liittyvän innostuksen myötä. Korkojen odotettiin nousevan. Saksalaisissa lehdissä näkyi toisaalta paljon epäileviä kirjoituksia siitä, että talous- ja rahaliiton realismi oli nyt edessä.

Maaliskuussa 1998 arveltiin jo Suomen itsenäisessä korkopolitiikassa tehdyn viimeinen ratkaisu. Huutokauppakorko nostettiin 3,25 prosentista 3,40 prosenttiin. Toimenpidettä markkinoitiin inflaation vastaisena. Suomen inflaatio oli kiihtymässä prosenttiyksikön verran EU:n ydinmaiden inflaatiota nopeammaksi. Tämä oli huolena, mutta lähtökohtana oli kai enemmänkin tarve nostaa korko Saksan repokoron (3,30) yläpuolelle. Suomen korko oli ollutkin liian alhaalla. Päätös tuli yllättäen.

Valuuttakurssimekanismiakin muutettiin vielä maaliskuussa 1998. Irlannin puntaa revalvoitiin 3 %, ja Kreikka tuli mukaan mekanismiin. Markan ecukeskuskurssi nousi tasolle 6,01125, mutta markan todelliset kurssit eivät muuttuneet (kuvio 127). Yhdessä muutokset aiheuttivat jonkin verran paineita Suomeenkin, ja Suomen Pankki osti 5 mrd. markan arvosta valuuttoja. Yhä epäiltiin, että Saksa pyrki vielä säämään Italian syrjään talous- ja rahaliitosta.



ammattiyhdistysliike teki EMU-hengessä 2–3 prosentin sopimukset tilanteessa, jossa nimellinen BKT kasvoi 6–7 prosentin vauhtia. Saattoi epäillä, että reaalin tulonjako korjautuisi joko nimellispalkkojen nousun kautta tai yritysten hintakilpailun kautta. Näiden vaikutus inflaatioon olisi vastakkainen. Monet uskoivat, että pelkkä alle 2 prosentin inflaatiotunnelma pitää hintojen nousun vastaisuudessa vaimeana.

Huippukokouksessaan Lontoossa toukokuun 2.–3. päivänä 1998 valtion- ja hallitusten päämiehet päättivät talous- ja rahaliittoon ensi vaiheessa siirtyvät maat. Maita tuli olemaan 11. Monet maat täyttivät EMU-kriteerit nipin napin monennäköisen laihdutuskuurin jälkeen. Suomelle tärkeät Ruotsi, Tanska ja Englanti jäivät ensi vaiheessa pois, mikä Suomessa ja Suomen Pankissa koettiin pettymykseksi. Suomen kauppa näiden maiden kanssa oli suunnilleen yhtä suuri kuin valittujen euromaiden kanssa. Suomen ulkomaankauppa euroalueen ulkopuolisten maiden kanssa tuli näin olemaan euromaista kaikkein suurin, noin 2/3 kaupasta.

Huippukokouksessa annettiin ennakoilmoitus 1.1.1999 kiinnitettävistä tulevan euroalueen valuuttojen kahdenvälisistä kurseista, käytännössä DEM-valuuttakurseista, sekä vakuutus, ettei näitä enää muuteta. Huippukokouksessa ei voitu vielä määrittellä täsmällisiä lopullisia muuntokursseja suhteessa euroon, koska Maastrichtin sopimuksen mukaan euron arvo ei saanut yhteiseen rahaan siirryttäessä ollenkaan muuttua.

Ongelma aiheutui lähinnä siitä, etteivät ecukorin valuutat olleet samat kuin euroiksi vaihtuvat valuutat. Ecukorissa olivat euroalueen ulkopuolelle jäävien Englannin, Tanskan ja Kreikan valuutat (Kreikka liittyi rahaliittoon vasta kaksi vuotta myöhemmin), ja toisaalta ecukorista puuttuivat euroalueeseen liittyvien Suomen ja Itävallan valuutat. Varsinkin kelluva Englannin punta heilutteli tuntuvasti ecun arvoa. Punta oli vahvistunut erityisesti juuri vuosina 1996–1997. Sinä aikana, kun Suomen markka oli mukana valuuttakurssimekanismissa, punnan paino ecukorissa oli lisääntynyt pari prosenttiyksikköä noin 13 prosenttiin ja pudottanut hiukan melkein kaikkien muiden valuuttojen painoa. Näin ERM-valuuttojen kurssit ecuun nähden heikkenivät.

Se, että ecun kurssi ei saanut yhtään muuttua euron käyttöön siirryttäessä, vastasi kyllä sopimusten kirjainta mutta ei tosiasiansa niiden henkeä. Oli nurinkurista, että euron ulkopuolelle jäävä punta heilutteli euroksi muuttuvien valuuttojen ecu-/eurokurssia merkittävästi aivan vuoden 1998 loppuun saakka. Kuitenkin päätös talous- ja rahaliiton maista ja kiinnityskurssien vahvistaminen vakauttivat raha- ja valuutamarkkinoita sekä mukaan tulevien valuuttojen keskinäisiä kurseja edelleen.

Huippukokouksen päätösten perusteella vahvistettiin Euroopan keskuspankin johtokunnan kokoonpano, ja Euroopan keskuspankki aloitti toimintansa 1.6.1998. Valmistelutyöt pääosin hoitanut Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) muodosti uuden keskuspankin rungon. Ranska oli taistellut Duisenbergin pääjohtajaksi valitsemista vastaan, hiukan huvittavaa oli, että Euroopan keskuspankin johtoon valittiin mies, joka ei edes ”halunnut” olla virassa Maastrichtin sopimuksen edellyttämää 8 vuotta, vaan vain ehkä puolet siitä. Näin valmisteltiin paikkaa Trichet’lle.

Tiedotustilaisuus Suomen Pankin sisällä vappuviikonlopun euro-ratkaisuista oli vaisuhko. Pääjohtaja Matti Vanhala otti tosiasiat tosiasioina: EMU tuo vakautta korkoihin ja valuuttakurssiin. Vanhala kiitelti toisaalta myös Suomen inflaatiotavoitetta ja kelluntaa, mutta tote- si, etteivät nämä joutuneet todelliseen testiin.

Elokuussa 1998 taloustilanne oli jo maailmalla epävarma, ja koronnostopuheet vaihtuivat koronlaskuodotuksiin. Deflaation vaara lisääntyi. Euroalueella deflaatio olisi voinutkin osittain levitä, toisaalta jotkin maat inflatoituvat. Euron käyttö ei alkanutkaan aivan niin suotuisissa oloissa kuin välillä näytti. Venäjä ja Japani olivat ongelmissa, Venäjä koko taloutensa ja Japani pankkiensa kanssa. Nyt piti korostaa itseriittoisuutta, mutta EKP:n neuvostokin hätäili Venäjän tilannetta. Venäjä oli jättämässä velkansa maksamatta, mikä oli Kaakkois-Aasian ongelmien päälle kova isku länsimaisille rahoituslaitoksille.

Saksaan tuli sosiaalidemokraattinen hallitus, ja euron korkoa alettiin vaatia alas. Euroalue oli varsin vakaassa tilassa, joskin odotettu euforinen nousukausi jäi tulematta. Korko oli yhä selvästi alempi (3,3 %) kuin Yhdysvalloissa, jossa korkoa oli laskettu 5 prosenttiin. Saksan valtiovarainministeri vaati kiivaasti koronlaskua, samoin kiinnitettyjä valuuttakursseja. Poliitikot saivat puheillaan hetkeksi pitkät korot nousuun. Euroalueen korot olivat kuitenkin erittäin matalat, 3–4 prosentin tasolla. Ranskan Trichet oli tietävästi keväällä haukkunut Suomen koron noston. Isot maat eivät tykänneet pienten sooloilusta. Ruotsin kruunu heikkeni, markka oli ”vakaa” eli vahvistui maailman myllerryksissä. Julkisuudessa oli keskustelua talouden ylikuumenemisestä. Öljyn hinta oli 12 dollarissa.

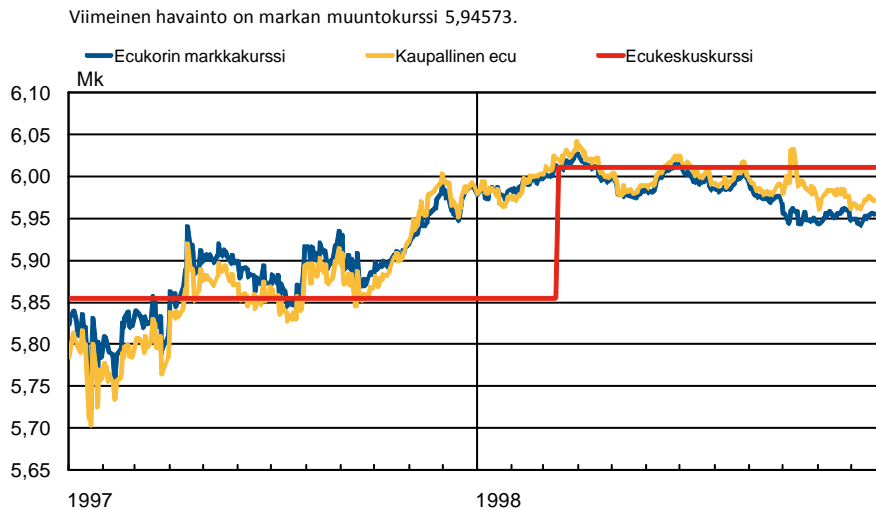
Julkaisuja uudistettiin euroa varten. Kuukausijulkaisu, Bank of Finland Monthly Bulletin, loppui – se oli ilmestynyt 1920-luvulta lähtien – ja tilastot siirrettiin tilastojulkaisu Ramatiin. Ramatikin alkoi ilmestyä kahtena versiona, markka- ja eurotoisintona. Bulletin muuttui neljännesvuosittain julkaistavaksi. Tilastointiin otettiin uusia valuuttoja, Venäjän rupla, Kiinan yuan (renminbi), Hongkongin dollari, Latvian lati, Liettuan liti. Rupla oli ollut pari viikkoa myllerryksessä, sen arvo on mennyt, eikä sille ollut juuri noteerauksiakaan.

EKP valmisteli rahapolitiikan strategian, määritteli hintavakauden (alle 2 % keskipitkällä aikavälillä) ja ns. kahden pilarin järjestelmän, joka perustui rahamäärän kasvun viitearvoon ja hintakehityksen indikaattoreihin ym. muuttujiin. Joulukuun alun kokouksessa EKP:n neuvosto asetti lavean rahamäärän kasvulle 4,5 prosentin viitearvon. Keskuspankin munkkilatinaa, niin tätä kutsui radion toimittaja. Strategia oli saksalaista työtä mutta hiottu kompromissi, jossa ei ollut aivan selvää linjaa, perustuiko se sääntöihin vai tilanteen mukaisiin ratkaisuihin. Siinä ei ollut selvästi inflaatiotavoitetta eikä rahamäärätavoitetta.

EKP:n rahapolitiikan strategia poikkesi jonkin verran Suomen Pankin markan kellunnan aikana soveltamasta inflaatiotavoitestrategista. Rahamäärää ei Suomessa ollut koskaan käytetty rahapolitiikan tavoitemuuttujana tai edes korostettuna indikaattorina, joskin talletusten ja pankkiluottojen kehitystä ja siitä aiheutuneita hintapaineita oli tietenkin aina seurattu. Toisaalta rahapolitiikan välineistö tuli varsin lähelle Suomen Pankin jo vuosia soveltamaa järjestelmää. Suomen Pankki oli ajanut ennusteen julkaisemista myös EKP:ssä ja halusi näyttää esimerkkiä. Se julkaisi ensimmäisen kerran oman talousennusteensa ja myös riskilaskelman.

EKP:n neuvoston joulukuun kokouksessa sovittiin, että kansalliset keskuspankit yhdenmukaistavat ohjauksorkonsa matalalle 3 prosentin tasolle. Siitä siis tuli yhteisen rahapolitiikan aloituskorko. Saksa ja Ranska sen ilmeisesti junailivat, vaikka pääjohtaja Vanhala sanoi, että syyskuusta asti sitä oli harkittu. Eräät keskuspankit lähinnä eteläisissä EU-maissa joutuivat alentamaan loppuvuonna korkoaan tuntuvasti, mutta Suomessa koronalennustarve oli pieni. Kuitenkin myös euroalueen ulkopuolelle jäävien Tanskan ja Ruotsin korot olivat lähellä euroalueen korkoja. Tanska jatkoi valuuttakurssimekanismissa, vanhaan ERMiin nähden hyvin selkeässä ERM2:ssa, jossa euro on ankkurivaluuttana. Ruotsin kruunu kellui. Suomen markan viimeisen vuoden aikana markan ecukurssi pysytteli kuuden markan tuntumassa (kuvio 128).

Kuvio 128.

**Ecun markkakurssi**

Lähde: Reuters.

Suomen Pankki teki viimeiset korkoratkaisunsa 3.12.1998 alentamalla huutokauppakoron 3,4 prosentista 3 prosenttiin. Se oli aikamoinen yllätys markkinoille. Samalla Suomen Pankin johtokunta – ensimmäisen ja viimeisen kerran – päätti myös peruskoron muutoksesta. Peruskorko saatettiin uuden markkinakorkoihin perustuvan laskukaavan mukaiseksi eli laskettiin 15.12. alkaen 4 prosentista 3,5 prosenttiin. Päinvastoin kuin Suomen Pankin johtokunta virallisesti totesi, koron lasku ei sopinut erityisen hyvin Suomen voimakkaassa kasvussa olleelle taloudelle. Euron alkuvaiheessa pelättiinkin rahoituksen löysyyden aiheuttavan inflaatiopaineita, mitä vielä lisäsi euron kurssin kääntyminen laskuun, tosin vuoden 1998 loppupuolen vahvistumisvaiheen jälkeen.

Poliitikot kiittelivät koron laskua – kuten he aina yksimielisesti kiittävät koronlaskua. Näin alkoi hahmottua euromailma. Euroalueen kysyntää oli tuettava ennätysellisen alhaisilla koroilla. Suomessa luottojen kasvuvauhti oli nousemassa yli 10 prosentin. Luotonottajia houkuteltiin velkaantumaan erittäin alhaisilla koroilla ja alhaisen koron lupauksilla.

Markan viime viikkoina mietittiin sitäkin, minkälainen kurssilista vuoden viimeisenä päivänä julkaistaan. Ilmeisesti EU:n johdon televisiostuksen vuoksi euroksi muuttuvien valuuttojen kiinnityskurssit tai vaihtokurssit tai muuntokurssit tai muuntokertoimet – nimiä riitti – oli tarkoitus vahvistaa jo keskellä päivää, eikä vasta markkinoiden Eu-



roopassa sulkeutuessa, mikä teki kurssiongelmasta hankalan. Euron käyttöön siirryttiin itse asiassa jo silloin eli juuri, kun kurssit päivällä vahvistettiin. Oikeastaan joulukuun 31. päivän päättyessä kansallisia kursseja ei enää olisi, vaan oli jo euro.

Vuoden 1998 viimeisenä päivänä, torstaina 31.12.1998, klo 11.30 Keski-Euroopan aikaa eri maiden keskuspankit toimittivat valuuttansa täsmällisen dollarikeskuskurssin kuuden merkitsevän numeron tarkkuudella Belgian keskuspankille, joka toimitti tiedot Euroopan komissiolle. Tämä laski viralliset ecun kurssit. EU:n neuvosto vahvisti senhetkisten valuuttakurssien perusteella kunkin valuutan muuntokurssin suhteessa euroon kuuden merkitsevän numeron tarkkuudella.

Euro aloitti taipaleensa dollarikurssilla 1,1685. Markan dollari-kurssiksi jäi 5,08. Viimeinen 3 kuukauden helibor oli 3,29 %. Markan euromuuntokertoimeksi tuli 5,94573. Niin lähti Suomen markka.

# Suomen Pankin julkaisuja

## Yleistajuiset selvitykset

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

Vuodesta 2009 alkaen uudet tunnukset (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 Pyllkkönen **Arvopaperistaminen** (Securitisaton). 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.
- A:115 Tapio Korhonen **Taluskriisistä rahaliittoon. Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikan ohjausjärjestelmä 1990-luvun talous- ja pankkikriisissä ja rahaliittoa valmisteltaessa**. 2011. 238 s. ISBN 978-952-462-651-4, painettu julkaisu; ISBN 978-952-462-652-1, verkkojulkaisu.

ISBN 978-952-462-651-4  
ISSN-L 1798-1050

Multiprint Oy  
Vantaa 2011