
SUOMEN PANKIN
KANSANTALOUSOSASTON
TYÖPAPEREITA

12.12.2001

3/2001

Tapio Korhonen

Suomen raha- ja valuuttapolitiikka
euroon siirryttäessä

Suomen raha- ja valuuttapolitiikka euroon siirryttäessä¹

Kansantalousosaston työpapereita 3/2001

Tapio Korhonen

Tiivistelmä

Selvityksessä käydään läpi pääpiirteittäin Suomen raha- ja valuuttapolitiikka 1990-luvulla rahaliittoon valmistauduttaessa. Runsaassa kymmenessä vuodessa Suomen raha- ja valuuttamarkkinat muutuivat merkittävästi. Säännöstelyn jäänteet poistettiin ja Suomeen luotiin markkinapohjainen rahoitusjärjestelmä. Liberalisointiin liittyi vuosikymmenen alussa suuria vaikeuksia, erityisesti vakava talous- ja pankkikriisi. Samalla Suomen rahoitusjärjestelmä kuitenkin kehittyi voimakkaasti ja kansainvälistyi. Valuuttapolitiikassa sovellettiin lähes kaikkia valuuttakurssijärjestelmiä. Valuuttakoriin perustunut markan kiinteä kurssi murtui vuosikymmenen alussa, ja vuonna 1993 kelluvan kurssin oloissa omaksuttiin inflaatiotavoitteeseen perustuva rahapolitiikan strategia. Vuoden 1995 alusta Suomi liittyi Euroopan unioniin, ja lokakuussa 1996 markka kiinnitettiin EU:n valuuttakurssimekanismiin ERMiin. Talouskriisiä seurannut rahoitus- ja hintatasapainon paraneminen myötävaikutti siihen, että sopeutuminen euroalueen yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan vuoden 1999 alusta sujui ilman merkittäviä ongelmia.

Asiasanat: rahapolitiikka, valuuttapoliikka, EMU, euro, rahapolitiikan välineet

¹ Muistio on laadittu Suomen maakatsaukseksi selvitystyössä, jota Euroopan keskuspankkijärjestelmän piirissä on tehty EU:iin liittymässä olevia maita varten yhteiseen valuuttaan siirtymisessä saaduista kokemuksista.

Sisällys

Tiivistelmä	3
1 Suomen talous oli jo ennen 1990-lukua sopeutunut integraatioon	7
2 EU-jäsenyyden ja rahaliiton taustana oli 1990-luvun alun syvä talous- ja pankkikriisi	9
3 Tavoitteeksi EU-jäsenyys, markka alkoi kellua (1992–1994).....	12
4 Rahapolitiikan järjestelmät ja markkinoiden instituutiot 1990-luvulla.....	14
4.1 Rahapolitiikan säätelyjärjestelmät	14
4.2 Valuuttainterventiokäytäntö	16
4.3 Pankkijärjestelmän muutoksia.....	17
5 Kellunta EU-aikana ennen liittymistä ERMiin (1995–1996)	18
5.1 Maastrichtin kriteerit	18
5.2 Rahataloudellinen tasapaino oli aluksi hyvä, mutta rauhatonta vuonna 1996	20
6 Jäsenyys valuuttakurssimekanismissa ERM	21
6.1 ERM-kytkentä lokakuussa 1996.....	21
6.2 Julkisen sektorinkin EMU-ehdot täyttyivät	23
6.3 Tulopolitiikkaan liittyneitä ratkaisuja.....	24
6.4 Viimeinen valuuttaspekulaatio ja markkinoiden rauhoittuminen.....	24
6.5 Siirtyminen yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan	26
6.6 Järjestelmien ja lainsäädännön muutokset viime vuosina.....	27
7 Lopuksi.....	29
Kuviot 1–11	31
Lähteet	38

1 Suomen talous oli jo ennen 1990-lukua sopeutunut integraatioon

Kun Euroopan yhteisöjen valtioiden tai hallitusten päämiehet sopivat 10.12.1991 Maastrichtissä (vahvistettiin 7.2.1992) siirtymisestä vaiheittain talous- ja rahaliittoon, asian ei uskottu koskevan suoranaisesti Suomea. Suomen EU-jäsenyys tuntui olevan etäinen mahdollisuus, ja ylipäättään yhteisen rahan toteutumista esitetyssä aikataulussa epäiltiin laajasti niin Suomessa kuin muuallakin. Maastrichtin sopimuksen mukaan talous- ja rahaliiton konkreettisen valmistelun piti alkaa ns. toisessa vaiheessa vuoden 1994 alusta, jolloin tuli perustaa Euroopan rahapoliittinen instituutti EMI (European Monetary Institute) valmistelemaan Euroopan keskuspankin perustamista. Siirtymisen kolmanteen vaiheeseen – yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan – tuli tapahtua viimeistään 1.1.1999.

Suomi oli kuitenkin jo vuosikymmeniä osallistunut länsieurooppalaiseen integraatioon sekä poliittisesti että avaamalla markkinoitaan. Suomen ulkomaankauppa lähinnä keskeisiä maataloustuotteita lukuun ottamatta oli vapautettu 1950-luvulla, ja Suomi oli mukana paljolti myös Länsi-Euroopan taloudellisissa organisaatioissa, vaikkakin ulkopoliittikkansa mukaisesti varsin varovaisesti. Suomi oli ollut jo kauan jäsenenä mm. OECD:ssä (vuodesta 1969) ja EFTAssa (liitännäisjäsen 1961, täysjäsen 1986). EY:n kanssa oli neuvoteltu vapaakauppasopimus vuonna 1972, ja parhaillaan vuonna 1991 käytiin laajaa yhteistyötä koskeneita Euroopan talousalue(ETA)-neuvotteluja. ETA-sopimus allekirjoitettiin sitten 2.5.1992 ja tuli voimaan vuoden 1994 alusta. Sen mukaan EU:n säädöstö tuli valtaosin koskemaan myös Suomea.

Suomen talouselämä oli jo laajalti kansainvälistynyt, joskin suuretkin yritykset, muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta, toimivat yhä valtaosin Suomessa. Suomen teollisuuden, varsinkin metsä- ja metalliteollisuuden reaalinen kilpailukyky oli hyvä ja ulkomaankauppa laajaa. Kauppa painottui Länsi-Eurooppaan, lähinnä Ruotsiin, Englantiin ja Saksaan, mutta myös Neuvostoliiton kauppa oli merkittävä, vaihdellen viidesosan tienoilla koko ulkomaankaupasta.

Suomen talous oli tyypillinen pohjoismainen talous; valtion osuus oli melko suuri, joskaan verotus ei ollut aivan yhtä raskasta kuin Ruotsissa ja Tanskassa. Valtion yhtiöillä oli merkittävä osuus erällä perusteollisuuden aloilla, mutta ne toimivat jokseenkin markkinaehtoisesti. Tuottavuus nousi Suomessa nopeammin kuin Länsi-Euroopassa keskimäärin, ja sodan jälkeinen elintasokuilu oli suurin piirtein umpeutunut. Tuottavuus saatiin kuitenkin aikaan hyvin korkean investointiasteen (25–30 prosenttia BKT:sta) avulla, joten investointien tuottoa voitiin pitää heikohkona.

Reaalitalouden osalta Suomen valmius integraatioon oli kaiken kaikkiaan melko hyvä, mutta ongelmallisempi oli valmius rahatalouden ja inflaation osalta. Inflaatio ja nimellistulojen nousu oli ollut lähes jatkuvasti vähän kilpailijamaita korkeampi. Ammattiyhdistysten merkitys oli työmarkkinoilla keskeinen. Palkat sovittiin laajoilla, yleissitovilla sopimuksilla, joihin julkinen valta usein kytki omia toimenpiteitään, joskus jopa korkoratkaisun. Hintasäännöstelyä oli toteutettu rajoitetusti joiltakin osin, maataloustuotteissa, vuokrissa ym. poliittisesti herkillä alueilla.

Suomessa oli säännöstelty koko sodan jälkeisen ajan laajasti yritysten ja kotitalouksien rahoitusta. Kuitenkin juuri Maastrichtin sopimuksen aikoihin rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapauttaminen oli kokonaan tehty. Suomi seurasi tässä

vähän viivästyneenä yleistä länsieurooppalaista, varsinkin Ruotsin toteuttamaa liberalisointia.

Määrällistä kotimaisen rahoituksen säätelyä Suomessa ei ollut toteutettu (joskin Suomen Pankki oli antanut usein luottojen suuntaamista koskevia ohjeita), mutta rahoitusmarkkinoiden korkojärjestelmä oli perustunut hyvin laajasti hallinnolliseen peruskorkoon. Suomen Pankki – käytännössä eduskunnan valitsema pankkivaltuusto – asetti peruskoron, jonka muutoksia mm. pankkien talletusten ja luottojen korot, myös vanhoissa sopimuksissa, seurasivat. Sidonnaisuus ei perustunut varsinaisesti pakkoon vaan lähinnä verotuskäytäntöön.

Korkojärjestelmä oli jo vapautettu, pankkien osalta pääosin vuonna 1986, jonka jälkeen markkinaehtoinen koronmuodostus lisäsi nopeasti osuuttaan pankkien luotoissa ja talletuksissa. Suomen Pankki oli säädellyt pankkien maksuvalmiutta vaihtelevin järjestelmin, joissa 1980-luvun lopulla oli myös siirrytty markkinaehtoiseen interventiojärjestelmään. Vanhat Suomen Pankin erityisrahoitusjärjestelyt mm. vientiyrityksille oli lopetettu.

Viimeiset valuutansäännöstelymääräykset kumottiin vuonna 1991 noin vuosikymmenen kestäneen asteittaisen vapautusjakson jälkeen. Ehkä merkittävin tosiasiallinen muutos oli pitkäaikaisen pääomantuonnin vapauttaminen vuosina 1986–1987, ja suurin periaatteellinen muutos tapahtui vuoden 1991 alussa, jolloin vanha yleiskielto kumottiin; tästä alkaen vapaita olivat kaikki valuuttatoimet, joita Suomen Pankki ei ollut määrännyt erikseen luvanvaraisiksi. Rajoitukset jäivät koskemaan enää yksityishenkilöiden ulkomaista luotonottoa, joka sekin vapautettiin ETA-sopimuksen hengen mukaisesti lokakuun 1991 alusta. Vuoden 1991 alusta ulkomaiset pankit saivat perustaa Suomen sivukonttoreita, tytäripankit olivat olleet sallittuja jo aikaisemmin. Aikaisemmat varsin tiukat ulkomaalaisia koskeneet yritysten omistusrajoitukset poistettiin myös 1990-luvun alussa.

Valuuttapolitiikassa noudatettiin sodan jälkeen kiinteän kurssin politiikkaa. Markan kurssi oli ollut sidottuna dollariin 1970-luvun alkupuolelle asti, jolloin kytköksessä siirryttiin ajan mittaan hiukan vaihdellen laskettuun ulkomaankauppapainoiseen koriin. Sallittu vaihteluväli oli ollut eri aikoina 4.5 tai 6.0 prosenttia, loppuvaiheessa vuoden 1988 marraskuusta taas laajempi, siis 3 prosenttia keskipisteen kummallakin puolella. Tosiasiassa kurssi pysyi tai pidettiin yleensä melko kiinteänä myös putken sisällä.

Kun Suomen hintojen nousu ylitti lähes jatkuvasti – tosin lievästi, sillä inflaatio ei ollut paljon Länsi-Euroopan maiden keskiarvoa korkeampi – kauppakumppaneiden inflaation, markka jouduttiin suunnilleen kerran kymmenessä vuodessa devalvoimaan 10–30 prosenttia. Puhuttiin devalvaatiosyklistä, johon kuului kaksi viiden vuoden suhdannekiertoa; tänä aikana hintakilpailukyky menetettiin.

Kesäkuun 7. päivänä vuonna 1991 markan kurssisidonnaisuus muutettiin ulkomaankauppaan perustuvasta korista EU:n laskennalliseen ecu-valuuttakoriin. Ecu-kytkentää ei tuolloin tosin varsinaisesti tavoiteltu, vaan Suomi joutui markkinapaineissa seuraamaan vähän aikaisemmin Norjan (18.10.1990) ja Ruotsin (17.5.1991) tekemää ratkaisua. Muutos herätti paljon huomiota, vaikka sen taloudellinen merkitys oli pieni; kauppapainoisessakin indeksissä ecu-maiden osuus oli yli 85 prosenttia. Jokseenkin kaikki Länsi-Euroopan valuutat oli kytketty yhteen – tosin vähän eri mekanismein –, ja ne seurasivat käytännössä ankkurivaluuttana toimivaa Saksan markkaa. Lähes kaikki EU-valuutat olivat mukana EMS:ksi (European monetary system) sanotussa järjestelmässä, tarkemmin ottaen ERM:ksi (Exchange rate mechanism) sanotussa valuuttakurssimekanismissa.

2 EU-jäsenyyden ja rahaliiton taustana oli 1990-luvun alun syvä talous- ja pankkikriisi

Suomi oli Maastrichtin sopimuksen aikaan keskellä pahenevaa, länsimaiden taloushistoriassa poikkeuksellisen syvää taantumaa (kuviot 1 ja 2). Sen syyt olivat osin kotimaisia, lähinnä pitkään jatkunut ylikysyntä, korkeaksi noussut kustannustaso ja monien yritysten raskas velkaantuneisuus, ja osin ulkomaisia, eli Neuvostoliiton viennin putoaminen murto-osaan maan hajottua, metsäteollisuuden kansainvälinen lama ja korkea kansainvälinen korkotaso Saksan yhdistymisen vuoksi. Vienti ja investoinnit romahtivat. Suomen kokonaistuotanto laski vuonna 1991 noin 7 prosenttia ja lasku jatkui seuraavana vuonna. Työttömyys nousi jyrkästi, ja valtiontalous ajautui voimakkaaseen velkaantumiskierteeseen. Julkisen talouden alijäämä (pl. työeläkelaitosten ylijäämä) nousi 6 prosenttiin BKT:stä jo vuonna 1991 ja 9 prosenttiin seuraavana vuonna, vaikka monia valtion menoja voimakkaasti karsittiin.

Finanssipolitiikan mitoitus herätti paljon keskustelua. Paisunut alijäämä vaikutti taloutta elvyttävästi, mutta toisaalta sen rahoitusmahdollisuudet uhkasivat ehtyä. Hallitus laati helmikuussa 1992 keskipitkän aikavälin ohjelman vuosiksi 1993–1995. Sen mukaan valtion menot tuli palauttaa vuosien 1992–1993 lisäysten jälkeen jakson lopulla vuoden 1991 tasolle. Koska korkomenot kasvoivat, tuli muita menoja selvästi supistaa. Hallitus aloitti myös laajoja rakenteellisia uudistuksia mm. verojärjestelmässä ja kilpailupolitiikassa. Pääomatulojen verotusta yhdenmukaistettiin 25 prosentin tasolle (prosenttia tosin myöhemmin hiljalleen nostettiin), arvonlisäveron veropohjaa laajennettiin ja tulevia eläkemenoja karsittiin tuntuvasti.

Juuri ennen Maastrichtin kokousta marraskuussa 1991 markka oli jouduttu spekulaatiotilanteessa – vuorokauden mittaisen kellumisen jälkeen – devalvoimaan runsaalla 12 prosentilla (ecukorin suhteen määritellyjä vaihtelurajoja nostettiin 14 prosenttia) (kuvio 3). Valuuttatilanne jatkui vaikeana vielä devalvoinnin jälkeenkin. Tavattoman vaikeaksi tilanne kehittyi myös rahoitusmarkkinoilla. Lamasta huolimatta Suomen korkotaso jouduttiin pitämään korkeana, yli 10 prosentin tasolla valuuttakurssipaineiden vuoksi. Yhden kuukauden heliborkorko kävi syksyn 1991 ja kevään 1992 devalvaatiospekulaatioissa 20 prosentin tuntumassa ja ylikin, ja nousi lähes tälle tasolle taas loppukesällä 1992 (kuviot 6 ja 7).

Taluskriisiin liittyikin hyvin vakava pankkikriisi, kun laaja osa yrityssektorista ei selvinnyt veloistaan, ja myös osa ylikuumenneilla asuntomarkkinoilla velkaantuneista kotitalouksista joutui vaikeuksiin. Tilannetta pahensi olennaisesti se, että devalvaatio nosti suuren ulkomaisen valuuttavelan markka-arvoa. Korkeiden kotimaisten korkojen aikana tätä ”halpakorkoista” velkaa oli otettu runsaasti myös kotimarkkinasektorin investointeihin luottaen kiinteän kurssin pitävyyteen (kuviot 8 ja 9).

Pankkikriisin syyt olivat monitahoiset. Ne liittyivät ensisijaisesti edellä mainittuihin reaalityöelämän poikkeuksellisen suuriin ongelmiin, mutta myös rahoitusmarkkinoiden eri osapuolet osoittautuivat huonosti valmistautuneiksi rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen siitä huolimatta, että pankit ja yritykset olivat yleisesti markkinoiden vapauttamista vaatineet. Vanha säännöstelyjärjestelmä oli padonnut luotonkysyntää, joka oli markkinoiden vapauduttua äkkiä purkaantunut, eivätkä luotonottajat olleet varautuneet hyvin korkeiden markkinakorkojen mahdollisuuteen. Myöskään velkaantumista suosivaa verojärjestelmää ei saatu uusi-

tuksi ennen kuin kriisissä. Varsinkin kiinteistömarkkinat olivat ylikuumentuneet suhteettomasti.

Säännöstelyjärjestelmä oli toisaalta taannut pankkien kannattavuuden lähes varmasti turvaamalla riittävän korkomarginaalin ja hoitamalla tosiasiaa myös pääosan luottotappioista (luottojen keskikorkosääntely salli pankkien muuttaa hoitamattomat luotot nollakorkoisiksi, ja inflaatio söi ajan mittaan velkapääomaa). Markkinaehtoisuuteen siirtyminen vei pankeilta nämä edut, jotka olivat pelastaneet pankit aikaisemmissa, tosin lievemmissä, kriiseissä lähinnä tallettajien kustannuksella. Uudessa tilanteessa erityisesti pankkien luottotappiot suorastaan räjähtivät. Ne nousivat lähes viiteen prosenttiin BKT:sta vuonna 1992. Jotkut paikallispankit menettivät kymmeniä prosentteja luotoistaan.

Toisaalta on todettava, etteivät varsinkaan kotitaloudet olleet kokonaisuutena kansainvälisesti katsoen erityisen raskaasti velkaantuneita. Vientiyrietykset selvisivät pääosin veloistaan devalvaation ansiosta, mutta velkaantuneet, useinkin pohjimmiltaan terveet kotimarkkinayrietykset kaatuivat laajasti. Talouskriisin tavaton syvyys olikin epäilemättä velkakriisin perussy; toteutuneen suuruisiin riskeihin ei luottomarkkinoilla ollut kerta kaikkiaan osattu varautua.

Suomen Pankin tilille on yleisesti pantu säännöstelyn purkamisen liika nopeus ja väärä ajoitus ennen ylikuumentumista ja sen jälkeistä lamaa. Jälkikäteen katsoen kritiikki pitäneen paikkansa, mutta kehitys ei ollut nähtävissä päätöksiä tehtäessä. Talouden kasvu ja sen näkymätkin olivat heikohkot vuonna 1986 ehkä merkittävimmässä vapautusvaiheessa. Jälkiviisaasti voinee todeta, että säännöstelyn purkaminen olisi ollut toteutettava jo aikaisemmin. Myös tiukkaa pysyttämistä kiinteässä – ja edellisten vuosikymmenten keskiarvoon nähden reaalisesti lähes 20 prosenttia yliarvostetussa – valuuttakurssissa vielä vuonna 1991 on voimakkaasti arvosteltu (kuvio 4).

Ongelmat olivat syntyneet paljolti jo 1980-luvulla. Raha- ja valuuttapolitiikka oli ollut suurissa vaikeuksissa 1980-luvun lopun yllättävän vahvan korkeasuhdanteen hillinnässä. Ylikuumentumisen taustalla olivat ennen kaikkea ulkomainen kysyntä ja mm. öljyn hinnan laskusta johtunut vaihtosuhteen voimakas paraneminen, mutta myös finanssi- ja rahapolitiikka olivat olleet liian löysiä.

Rahapolitiikassa alkoi noina vuosina tuntua ratkaisevasti vapautuneiden pääomanliikkeiden vaikutus. Rahapolitiikan kiristysyritykset kilpistyivät sen kasvatamaan pääomantuontiin, joka lisäksi kasvatti yksityisen talouden valuuttariskiä. Sitä, että rahapolitiikka oli kiinteän kurssin oloissa menettänyt tehonsa, ei ehkä kylliksi tunnustettu edes Suomen Pankissa, puhumattakaan, että vastuun siirtyminen finanssi- ja tulopolitiikalle olisi yleisemmin yhteiskunnassa ymmärretty.

Pankkien keskuspankkirahoitusjärjestelmä perustui vuoden 1986 alusta eriytettyihin päiväluotto- ja päivätalletuskorkoihin, jotka Suomen Pankki asetti. Järjestelmää täydennettiin useaan otteeseen, mm. päiväluottokorkoa perittiin vuodesta 1989 alkaen kaksinkertaisena, jos pankin päiväaseman viiden päivän liukuva keskiarvo oli negatiivinen. Muutosten tarkoituksena oli saada koron muutos erityisesti valuuttaspekulaatiotilanteissa markkinajohteisemmaksi, koska usein Suomen Pankin äkillisten korkopäätösten – ja niitä seuranneiden uutisotsikoiden – oli nähty pikemminkin pahentavan kriisiä. Järjestelmää uusittiin nytkin kriisin keskellä joustavammaksi.

Korkopolitiikan lisäksi Suomen Pankki yrittikin turvautua myös muihin toimenpiteisiin. Vuoden 1989 maaliskuussa Suomen Pankki kiristi kassavarantojärjestelmää (sen kustannusrasitus tehtiin ko. vuoden aikana riippuvaksi pankkien luotonannon kasvulle asetettujen tavoiteurien saavuttamisesta) ja lisäksi toteutet-

tiin pieni, 4 prosentin revalvaatio. Tällä leikattiin ulkomaankaupan hinnoista tulutta inflaatiota ja pyrittiin hillitsemään kurssiepävarmuuden kautta pääomantuontia, mikä nostaisi kotimaista korkotasoa.

Revalvaatio johti talousnäkyvien vuosina 1990–1991 äkkiä jyrkästi heikennyttä odotuksiin sen ottamisesta takaisin vastaavalla devalvaatiolla. Pääomanliikkeet olivat nyt kuitenkin kokonaan vapaat, ja pieni devalvaatio koettiin Suomen Pankissa mahdolliseksi hallita. Se vain pahentaisi kurssipaineita. Siirtyminen kelluvaan kurssiin oli noissa oloissa täysin poissuljettu jo sisäpoliittisista syistä; Suomen Pankille ei haluttu siirtää hallitukselta kelluvan kurssin tuomaa talouspoliittista valtaa. Kurssipolitiikan taustalla oli vahvasti myös mainittu eurooppalainen kiinteiden kurssien ympäristö, eikä Suomen haluttu joutuvan järjestelmän heikoimman lenkin asemaan. Monissa muissakin maissa valuuttakurssi oli selvästi yliarvostettu ja valuutta ajoittain paineessa. Voimakkaasti painoivat myös omat kokemukset devalvaation etujen valumisesta nopeasti inflaatioon.

Näitä tekijöitä korostettiin myöhemmän kokemuksen valossa liikaa; kiinteä kurssi petti pian monessa muussakin maassa, ja inflaation kiihtyminen jäi niin Suomessa kuin muuallakin yllättävän vaisuksi. Toisaalta jälkiarvioissa on devalvoinnin ajoittumiselle annettu liikaakin painoa; sen ajoittuminen vuoden verran aikaisemmaksi tai myöhemmäksi tuskin vaikutti ratkaisevasti kriisin luonteeseen. Markkinakorot laskivat vain vähän devalvaation jälkeen, ja ne alkoivat uudelleen kohota vuoden 1992 alkupuolella.

Ilmeinen Suomen Pankin virhe oli pankkien luotottaminen käyttäen pankkien omia sijoitustodistuksia valtaosin ilman vakuuksia. Näitä yksityisiä papereita käytettiin interventiomateriaalina, koska valtio ei ollut laskenut liikkeelle lyhytaikaisia velkapapereita. Ylipäätään Suomen valtiolla oli ollut hyvin vähän velkaa (vähimmillään runsas 10 prosenttia BKT:sta) eikä Suomen Pankilla ollut valtion papereita juuri ollenkaan. Keskuspankkiluoton vakuudettomuus koettiin melko luontevaksi säännöstelyn aikana, mutta markkinoiden vapautusvaiheessa tiukkaan vakuuspolitiikkaan siirtymisessä myöhästettiin. Voimakkaastikin luottojaan laajentavat pankit saivat keskuspankkirahoitusta liian helposti. Lisäksi Suomen Pankki – markkinoiden toimivuutta tukeakseen – piti eri pankkien papereita samanarvoisina pankin riskistä riippumatta. Vasta vuonna 1991 siirryttiin pankkien rahoituksessa pääosin repokauppoihin, mutta nämäkin tehtiin edelleen pankkien sijoitustodistuksilla.

Pankkien riskien seuraamiseksi oli 1980-luvulla luotu hyvinkin laaja tilastojärjestelmä. Se osoittautui kuitenkin väärin painotetuksi, kun se keskittyi kunkin pankin omiin valuutta-, korko-, maksuvalmius- ym. riskeihin. Järjestelmä ei kyennyt varoittamaan pankin selvästi suurimmasta riskistä: luottoasiakkaiden kyvyttömyydestä selviytyä luotoistaan ja näiden koroista syvässä taloudellisessa lamassa.

Pankeista voimakkaimmin riskialueille – mm. osakekurssi- ja kiinteistöcuplan rahoitukseen – laajentunut ja vailla selvää omistajaintressiä toiminut säästöpankkiryhmä kaatui lähes kokonaan. Aivan valtaosa pankkien kaikista luottotappioista tuli tämän pankkiryhmän osalle. Ryhmän keskuspankki jouduttiin ottamaan Suomen Pankin, myöhemmin valtion vakuusrahaston hoitoon alas ajettavaksi, ja kaatuneet säästöpankkien konttorit myytiin muille pankeille. Valtio joutui ottamaan vastuulle myös muiden pankkien sitoumukset ”kaikissa olosuhteissa” erityisellä eduskunnan hyväksymällä ponnella (23.2.1993), koska muuten pankit olisivat joutuneet kriisiin erityisesti ulkomaisten vastuidensa kanssa.

Pankkikriisin arvioidaan maksaneen veronmaksajille summan, joka vastasi noin 7–8 prosenttia tuon ajan yhden vuoden BKT:sta. Toisaalta säännöstelyn aikana varsin raskaaksi paisunut pankkitoiminta koki seuraavina vuosina erittäin nopean rationalisoinnin, mm. henkilökunta aleni noin puoleen. Ennestäänkin harvalukuinen pankkisektori muuttui erääksi Euroopan keskitetyimmistä ja samalla tehokkaimmista. Teknisesti, mm. maksujärjestelmän osalta se oli kansainvälisesti katsoen tehokas jo vanhastaan.

3 Tavoitteeksi EU-jäsenyys, markka alkoi kellua (1992–1994)

Suomen valuutta- ja rahapolitiikan näkymät tulivat kokonaan uuteen vaiheeseen vuoden 1992 alkupuolella, kun Suomen hallitus otti tavoitteekseen Suomen EU-jäsenyyden. Jäsenyyshakemukseen liittyi oleellisena osana Maastrichtin sopimuksen hyväksyminen sellaisenaan ja siten yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan siirtyminen. Tosin yhteistä rahaa pidettiin yhä epämääräisenä tulevaisuuden projektina, eikä jäsenyyshakemuksella ollut rahapolitiikkaan välittömiä vaikutuksia jo pitkiksi ennustettujen jäsenyysneuvottelujen vuoksi.

Suomen Pankin valuuttavaranto (mukaan lukien termiini-interventiot) supistui syksyn 1991 ja kevään 1992 spekulatioissa hyvin vähäiseksi. Suomen Pankki sopi kesän 1992 aikana laajoista tukiluottosopimuksista Euroopan keskuspankkien kanssa. Syyskuussa 1992 paineet Suomen markkaa kohtaan kävivät kuitenkin ylivoimaisiksi, kun Suomen Pankin valuutta-asema meni käytetyt tukiluotot huomioon ottaen negatiiviseksi. Tässä tilanteessa markka jouduttiin laskemaan kellumaan 8.9.1992. Markka heikkeni välittömästi edelleen noin 10 prosenttia.

Markan kurssi petti ensimmäisenä Länsi-Euroopan valuutoista, nyt siis toisen kerran marraskuun 1991 devalvaation ohella. Pian tämän jälkeen ERM:kin murtui. Italia ja Englanti irtaantuivat siitä 16.9.1992 toistaiseksi ja panivat valuuttansa kellumaan. Useat ERM-maat devalvoivat syksyllä 1992 tai vuoden 1993 alkupuolella. Myös EU:n ulkopuolella ollut, mutta jo jäsenyyttä hakenut Ruotsi ajautui kelluntaan marraskuussa 1992. Länsi-Euroopan valuuttakurssit alkoivat näin liikkua uudestaan. Elokuussa 1993 EU:n valtiovarainministerit ja keskuspankkien pääjohtajat päättivät leventää ERM-valuuttojen kurssien vaihteluvälejä pääosin ± 15 prosenttiin. EU:n ydinalue pystyi kuitenkin säilyttämään kurssisuhteensa jokseenkin kiinteinä.

Talous- ja pankkikriisi oli tuohon mennessä heikentänyt tuntuvasti Suomen kansainvälistä luottokelpoisuutta. Pankkien ulkomainen rahoitus rajoittui lyhytaikaisen velan käyttöön, ja keväällä 1993 valtionkin luottoluokitus laski juuri, kun valtion rahoitustarpeet olivat suuret. Vientiyritysten asema oli toisaalta vahvistunut tuntuvasti siihen mennessä toteutuneen noin 30 prosentin suuruisen markan devalvoitumisen vuoksi, ja ne maksoivat nopeassa tahdissa pois ulkomaisia velkojaan. Lyhyen kriittiseksi koetun vaiheen jälkeen valtion ulkomaisen velan kanavat väljenivät, ja valtio lainasikin seuraavina vuosina erittäin paljon ulkomailta. Tämä helpotti ratkaisevasti valuuttatilannetta, ja sitä tuki myös ulkomaisten sijoittajien kasvava kiinnostus ulkomaalaisille vapautuneisiin suomalaisten yritysten halvoiksi käyneisiin osakkeisiin.

Vaikka kansainväliset vientimarkkinat olivat vielä vuonna 1993 heikot, Suomen vienti kasvoi jo poikkeuksellisen voimakkaasti. Lähes yhtäjaksoisesti vuosi-

kymmeniä jatkunut vaihtotaseen vajaus katosi. Kokonaistuotanto kääntyi parinkolmen vuoden yhteensä yli 10 prosentin laskun jälkeen vuoden aikana lievään nousuun, joka vauhdittui selvästi seuraavana vuonna. Nopea, 4–6 prosentin kasvu jatkui sitten vuosikymmenen koko loppupuolen ajan. Kysynnän veto oli kuitenkin monen vuoden ajan hyvin kaksijakoinen. Se painottui vahvasti vientiin, kun taas kotimaiset investoinnit käynnistyivät hitaasti, ja yksityisen kulutuksen elpyminen pysyi vaimeana.

Talouden tasapaino korjautui kaiken kaikkiaan varsin hyväksi. Vaihtotase jäi vahvasti ylijäämäiseksi, ja inflaatio pysyi suunnilleen Suomen Pankin asettamassa tavoitteesta. Julkisen talouden alijäämä alkoi merkittävästi supistua. Pahimmaksi ongelmaksi jäi työttömyys, joka kylläkin tasaisesti aleni, mutta jäi vielä vuosituhatlukuun vaihteessakin yli 10 prosentin tason. Se oli selvästi pahempi kuin aikaisempina vuosikymmeninä. Työttömyyden aleneminen saatiin lisäksi osittain aikaan vain julkisen vallan työllistämishjelmin.

Markan kellutus koettiin ensin tilapäiseksi, mutta pian todettiin, ettei uudelle kiinnitykselle ollut pikaisia edellytyksiä. Niinpä valtioneuvosto joutui täydentämään rahalakia ja antamaan näin 13.11.1992 Suomen Pankille oikeuden jatkaa kellutusta toistaiseksi. Kellutus aiheutti paljon hämmennystä ja keskustelua talouspolitiikan eri lohkojen vastuista. Suomen Pankillekin tilanne oli uusi, joskin periaatteessa selvä. Suomen Pankin raha- ja valuuttapoliittinen valta ja vastuu oli lisääntynyt. Kelluvien pientenkin valuuttojen – tuolloin mm. Australian ja Uuden Seelannin valuutat – kehitystä oli vuosien mittaan seurattu.

Suomen markka kellui noin puoli vuotta ilman selvästi asetettua rahapolitiikan ankkuria. Helmikuussa 1993 Suomen Pankki kuitenkin asetti politiikkansa perustaksi inflaatiotavoitteen. Rahapolitiikan tavoitteeksi asetettiin vakiinnuttaa inflaatio (tarkemmin kuluttajahintojen pohjainflaatio ilman välillisten verojen, tukipalkkioiden, asuntojen hintojen ja asuntolainojen korkojen vaikutusta) pysyvästi kahden prosentin tasolle vuoteen 1995 mennessä. Laman ja hyvin maltillisten palkkatkaisuusten myötä inflaatio oli jo tosiasiaa tuolloin lähellä tätä tasoa (kuva 10). Kuitenkin ensi reaktio oli taloudessa melko epäuskoinen, sillä kahden prosentin inflaatio oli jotakin aivan muuta kuin mihin oli totuttu. Hallitus tuki inflaatiotavoitetta, ja laman tuoma hinnoittelu- ja palkkamalti turvasi sen lopulta varsin hyvin ilman erityisen tiukkaa rahapolitiikkaa.

Valuuttamarkkinoiden epävakaus säilyi huomattavana edelleen vuonna 1993, ja Suomen Pankki tasoitti kurssikehitystä varsin suurilla valuuttainterventioilla kumpaankin suuntaan. Rahapolitiikkaa voitiin keventää vain asteittain. Korot alenivat kuitenkin vuoden mittaan itse asiassa jo melko lähelle Saksan korkoja.

Markan kellutus osoittautui ajan mittaan paljon vakaammaksi kuin oli odotettu pienen ja ulkomaankaupaltaan melko yksipuolisen maan valuutalta. Vuoden 1994 aikana Suomen Pankin valuuttainterventioita voitiin vähentää. Niillä pyrittiin enää vähentämään nopeita heilahteluja mutta ei puuttumaan kurssin yleisuuntaan. Markka jatkoi vuonna 1993 alkanutta vahvistumisestaan kohti kellutusta edeltänyttä tasoa, mikä osaltaan turvasi inflaatiotavoitteen saavuttamisen. Devalvoituminen olikin ollut selvästi liiallinen; se oli vienyt reaalisena kauppapainoisen kurssin historiaansa nähden lähes yhtä aliarvostetuksi, kuin se oli ollut yliarvostettu ennen marraskuun 1991 devalvaatiota.

4 Rahapolitiikan järjestelmät ja markkinoiden instituutiot 1990-luvulla

4.1 Rahapolitiikan säätelyjärjestelmät

Rahapolitiikan säätelyjärjestelmät olivat kehittyneet asteittain, ja ne olivat jo varsin markkinahenkisiä. Järjestelmän keskeiset osat olivat (1) pankkien talletuspuoleen sovellettu pysyvä vähimmäisvarantojärjestelmä, joka tehosti keskuspankin otetta pankeista ja niiden likviditeetistä, (2) avomarkkinaoperaatiot, joilla likviditeetin säätely pääpiirteissään hoidettiin, ja (3) maksuvalmiusjärjestelmä, joka turvasi yksittäisille pankeille mahdollisuuden saada automaattisesti tilapäistä likviditeettiä tai sijoittaa sitä.

Pitkäaikainen käytäntö soveltaa vapaaehtoista kassavarantojärjestelmää päättyi vuonna 1993, jolloin Suomen Pankki irtisanoi voimassa olleen sopimuksen. Välitön syy oli se, että markkinakorkojen alennuttua Suomen Pankki oli vaarassa joutua maksamaan pankkien kassavarannoille korkoa jopa markkinakorkoa enemmän. Korollisuuden vastapainona kassavarannon velvoiteprosentti oli ollut melko korkea.

Uusi heinäkuussa 1993 voimaan saatettu vähimmäisvarantojärjestelmä perustui lakiin. Talletuksille ei maksettu korkoa, mikä merkitsi huomattavasti totuttua alhaisempaa varantovelvoitetta. Tilien likvidiyden mukaan velvoite vaihteli yhdestä kahteen prosenttiin. Myöhemmin, lokakuussa 1995 siirryttiin Suomessa uuteen käytäntöön, jonka mukaan varantovelvoite oli täytettävä kuukausikeskiarvona, ei enää koko kuukauden pysyvänä vakiomääränä. Tämä muutti oleellisesti järjestelmän luonnetta, sillä vanhassa muodossaan se oli palvellut lähinnä vain yleisenä likviditeetin sitomisvälineenä. Keskiarvoistaminen teki siitä samalla oleellisen osan pankkien päivittäistä likviditeetin hallintaa. Se helpotti pankkien maksuliikettä ja vähensi markkinahäiriöiden vaikutusta pankkien väliseen yön yli-korkoon. Suomen Pankki ei käyttänytään vähimmäisvarantojärjestelmää enää perinteiseen tapaan likviditeetin sitomiseen, sillä velvoiteprosentteja ei muuteltu.

Likviditeettiä säädeltiin avomarkkinaoperaatioilla, jotka alkuvuosina 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa toteutettiin suorina kauppoina pankkien kanssa paljolti pankkien sijoitustodistuksilla. Operaatioissa ei noudatettu säännöllistä aikataulua, vaan niitä tehtiin tilanteen mukaan, jolloin myöskään erillisiä ns. hienosäätöoperaatioita ei tarvittu. Koska pankkien maksuvalmius oli jo enimmäkseen hyvä, Suomen Pankki saattoi sitoa likviditeettiä myös laskemalla liikkeelle omia sijoitustodistuksiaan. Niitä käytettiinkin varsin paljon oman rahapolitiikan päättymiseen asti. Pankkien maksuvalmiutta paransi Suomessa erityisesti liikkeellä olevan setelistön pieni määrä; keskuspankin taserakenne oli valuuttakriisien jälkeen sellainen, että pankeilla oli runsaasti nettosijoituksia Suomen Pankissa. Tämän tilanteen ei todettu mitenkään häiritsevän korkopolitiikan toteuttamista.

Vuoden 1992 heinäkuussa siirryttiin huutokauppamenettelyyn, joskin sen rinnalla toteutettiin jonkin aikaa myös suoria kauppoja. Aluksi parin vuoden ajan huutokaupat olivat vaihtuvakorkoisia, eli korko määräytyi pääasiassa markkinoilla. Huutokaupoissa pankeilta pyydettiin joko osto- tai myyntitarjouksia maturiteettiltaan yhden kuukauden rahamarkkinasijoituksissa. Huutokauppakorko oli hyväksytyjen tarjousten painotettu keskikorko vuotuisena korkona ilmoitettuna.

Operaatiot toteutettiin normaalisti yhden kuukauden maturiteetissa, mutta joskus myös kolmen kuukauden tai jopa vuoden mittaisina.

Vuoden 1994 joulukuussa Suomen Pankki alkoi toteuttaa tarjouskilpailut 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. Vähimmäisvarantojärjestelmän keskiarvoistamisen jälkeen tarve tehdä avomarkkinaoperaatioita harveni.

Kiinteäkorkoisia huutokauppoja 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, jolloin pankit joutuivat mitoittamaan tarjouksensa realistisesti. Kun operaatiot tehtiin yhden kuukauden maturiteetissa, Suomen Pankki käytännössä asetti yhden kuukauden heliborkoron. Yön yli -koron annettiin heilahdella vapaasti, kun tällä korolla ei katsottu olevan sanottavaa vaikutusta talouteen.

Vähimmäisvarantojärjestelmän ja avomarkkinakäytännön lisäksi rahapolitiikan järjestelmiin kuului maksuvalmiusjärjestelmä, joka korvasi 3.7.1992 alkaen entisen päiväluotto- ja päivätalletusjärjestelmän. Uuden järjestelmän maksuvalmiusluottokorko sekä päivätalletuskorko määriteltiin marginaalina huutokauppakorkoon. Maksuvalmiusluoton korkomarginaali oli aluksi yksi prosenttiyksikkö, samoin oli aluksi päivätalletusten korkomarginaali, jota kuitenkin pian nostettiin. Loppuvuodesta 1992 päivätalletusten marginaaliksi tuli 3 prosenttiyksikköä. Seuraavan vuoden lopulla molemmiksi marginaaleiksi asetettiin 2 prosenttiyksikköä, ja nämä säilyivät kansallisen järjestelmän päättymiseen asti.

Vähimmäisvarantojärjestelmän uudistamisen yhteydessä kesällä 1993 käsitteestä päivätalletus luovuttiin, ja tilalle otettiin termi ylimääräiset talletukset. Määrä, jolla kunkin pankin keskimääräinen sekkitiliasaldo ylitti varantovelvoitteen, luettiin ylimääräiseksi talletukseksi, ja sille maksettiin ylimääräisten talletusten korkoa.

Maksuvalmiusluoton maturiteetti saattoi vaihdella, mutta se oli pääosin yksi viikko, kun taas päiväluotto oli ollut nimensä mukaisesti yön yli -rahoitusta. Muutoksella Suomen Pankki nosti 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 maksuvalmiusluotoille 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 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.

Kaiken kaikkiaan rahapolitiikan järjestelmät toimivat suhteellisen vakaasti ja hyvin. Niitä muutettiin enää varsin vähän oman rahapolitiikan viime vuosina. Vaikka ne olivat pääpiirteissään selkeät, niihin liittyi paljon pieniä teknisluoteisia, mm. kalenterivaihteluun liittyneitä ongelmia.

4.2 Valuuttainterventioikäytäntö

Suomen Pankin valuuttavaranto oli suurimmillaankin vain vähän yli kansainvälisen keskitason, noin 10 prosenttia BKT:sta, mikä vastasi 3–4 kuukauden tuontia (kuvio 11). Usein toistuneiden paineiden vuoksi varanto pyrki olemaan selvästi Suomen Pankin tavoittelemaa pienempi. Suomen Pankki harrasti aktiivista varannon sijoituspolitiikkaa. Varanto oli sijoitettuna useisiin keskeisiin valuuttoihin ja erilaisiin instrumentteihin. Dollarin osuus oli suurin, mutta pääosa pidettiin eurooppalaisissa valuutoissa. Interventiot tehtiin suoraan kotimaisten pankkien kanssa.

Varsinkin kiinteän kurssin tukemiseksi mutta myös kellunnan alkuvaiheessa Suomen Pankki teki suhteellisesti katsoen varsin suuria valuuttainterventioita. Enimmäkseen ne olivat avistakauppoja, jotka kirjattiin taseeseen kahden päivän viipeellä. Tase julkaistiin neljä kertaa kuukaudessa kahden päivän viipeellä, ja kun aliarvostukset olivat lähes merkityksettömiä, avistainterventiot tulivat käytännössä julkisiksi noin kahdessa viikossa.

Valuuttapaineiden peittämiseksi turvaututtiinkin usein myös termiini-interventioihin, jolloin valuuttaa (valuuttapositiona) voitiin myydä, mutta näkyvä varanto ei laskenut ennen kuin termiinisopimus erääntyi useiden kuukausien päästä. Termiini-interventioilla oli myös se ominaisuus, että valuuttapaineiden likviditeettivaikutusta kotimaisiin rahamarkkinoihin voitiin viivästyttää. Ne täyttivät näin jossakin määrin myös avomarkkinaoperaatioiden tehtävän. Termiini-interventioiden ”salailussakin” tyydyttiin varsin lyhyeen määräaikaan. Ne julkistettiin samalla aikaviipeellä kuin maan yleiset kuukausittaiset maksutasetiedot, eli vain runsaan kuukauden kuluttua ko. kuukauden päätyttyä. Keskimäärin termiini-interventiotkin tulivat siis julkisiksi noin kaksi kuukautta niiden tekemisen jälkeen. Tässä ajassa tilanne olikin usein jo rauhoittunut tai oleellisesti muuttunut.

Sekä suomalaiset yritykset että ulkomaalaiset käyttivät termiinioperaatioita spekulatiivisissa tilanteissa herkästi ja paljon. Ne olivat tärkein pääomapaon kanava. Terminoinnin vilkkauteen vaikutti ehkä osaltaan se, että termiinimarkkinat oli laajasti vapautettu jo heti liberalisoinnin alkuvaiheessa vuonna 1980, joten niitä oli totuttu käyttämään. Säännöstelyn jäänteinä termiinioperaatioita tilastoitiin ja liberalisoinnin jälkeenkin myös seurattiin Suomessa ehkä tarkemmin kuin missään muualla. Pankit raportoivat niistä osin jopa päivittäin pankkien valuuttariskiseurannan yhteydessä. Raporteista voitiin päätellä spekulatiivisten lähteiden. Kelluvaan kurssiin siirtymisen jälkeen tämän analyysin tarve kuitenkin väheni. Oman valuutan loppuvaiheessa myös valuuttaoptioiden käyttö lisääntyi, mutta niihin täsmällistä seurantaa ei enää ulotettu.

Valuuttamarkkinoille ja likviditeetin hallinnalle aiheutti joskus ongelmia vanha käytäntö, jonka mukaan valtio hoiti keskeiset ulkomaiset valuuttatoimensa Suomen Pankin kautta. Näitä valuutanvaihtoja ei luettu valuuttainterventioihin. Suomen Pankki osti ja myi valtiolle valuuttaa tietyn periaatteen mukaan päivän kurssiin. Näin valtion usein hyvinkin suuret valuuttaoperaatiot – lähinnä ulkomaisen velan nostot ja kuoletukset – eivät vaikuttaneet valuuttakurssiin, mutta ne vaikuttivat voimakkaasti valuuttavarantoon ja pankkien likviditeettiin. Valtion valuuttavelka olikin suurimmillaan 1990-luvun puolivälissä ja loppupuolella epäterveellisen suuri, arvoltaan noin kolmannes BKT:sta.

Myös valuuttakurssivoittojen ja -tappioiden jakauma valtion ja Suomen Pankin välillä herätti ajoittain keskustelua valuuttakurssin jyrkästi heilahtaessa (va-

luottavarat olivat Suomen Pankilla, valuuttavelat valtiolla), varsinkin kun Suomen Pankin oma pääoma oli varsin pieni. Yleisesti ottaen kuitenkin valtiovarainministeriön ja Suomen Pankin yhteistyö toimi näiltä osin hyvin. Suomen Pankki pystyi ainakin hankalimmissa tilanteissa vaikuttamaan mm. valtion ulkomaisen lainanoton määrään ja ajoitukseen.

Valuutan puolustus interventioilla tuli välillä Suomen Pankille kalliiksi; myihän se usein valuutan spekulanteille halvemmalla, kuin millä se joutui valuutan takaisin markan devalvoitumisen jälkeen ostamaan. Myös pankkikriisin hoito maksoi melkoisesti alkuvaiheessa ennen kuin valtio otti kulut maksaakseen. Suomen Pankin oma pääoma supistui pieneksi, mutta laajamittaiseen valtion tukeen ei jouduttu turvautumaan. Valtio tosin hyvitti osittain pankkikriisin kuluja vuonna 1996. Suomen Pankki ei myöskään pystynyt tulouttamaan valtiolle voitoistaan mitään yli vuosikymmeneen. Osaltaan Suomen Pankin heikkoon tulokseen on vaikuttanut se, että liikkeessä oleva setelistö – jonka korottomuus tuo keskeisen osan keskuspankin tuloksesta – on ollut kansainvälisesti katsoen erittäin pieni, ehkä pienin kaikista vertailukelpoisista maista. Tämä on johtunut lähinnä laajasta pankkiverkosta ja sen tehokkaasta maksujärjestelmästä. Setelistö on ollut vain 2–3 prosenttia BKT:sta.

4.3 Pankkijärjestelmän muutoksia

Suomen pankkijärjestelmä oli toiminut vuosikymmeniä varsin vakaana. Markkinoita hallitsi 1990-luvulle asti viisi pankkia tai pankkiryhmää: kaksi suurta liikepankkia, valtion omistama jonkin verran pienempi Postipankki ja suuret paikalliset säästö- ja osuuspankkiryhmät, joilla kummallakin oli oma keskuspankkinsa. Maakunnalliset pankit olivat hävinneet melkein kokonaan jo 1930-luvun kriisissä; vain ruotsinkielisellä Ahvenanmaalla oli oma pieni liikepankki. Helsingissä toimi eräitä pieniä kotimaisia liikepankkeja ja ulkomaisten pankkien tytäryrityksiä. Valtion omistama Postipankki toimi pääpiirteissään liikepankkien tapaan – osin postitoimistojen kautta –, mutta sillä oli erityisasema valtion maksuliikkeen hoidossa. Valtio ei näin ollen pitänyt varoja Suomen Pankissa (eikä Suomen Pankki pitänyt juuri ollenkaan hallussaan valtion velkaa). Tämä helpotti Suomen Pankin omaa likviditeettiseurantaa, mutta antoi toisaalta Postipankille keskeisen aseman rahamarkkinoilla.

Pankkijärjestelmän keskittyneisyys myötävaikutti siihen, että rahapolitiikkaa voitiin hoitaa pääosin varsin epämuodollisin menetelmin. Lainsäädäntö koski vain rahapolitiikan pääpiirteitä lukuun ottamatta kiinteää valuuttakurssia koskevia varsin yksityiskohtaisia säädöksiä. Rahapolitiikan järjestelmät perustuvat Suomen Pankin päätöksiin, ja osin niistä sovittiin pankkien kanssa. Yleisesti ottaen keskuspankin valta perustui siihen, että pankit sitoutuivat noudattamaan Suomen Pankin määräyksiä saadakseen mahdollisuuden rahoittaa itseään tarpeen vaatiessa keskuspankista.

Säännöstelyn perinteenä Suomen rahoitusmarkkinoilla oli paljon erityisiä kansallisia piirteitä. Järjestelmä oli hyvin pankkikeskeinen, eikä arvopaperimarkkinoilla ollut suurta roolia. Valtion vähäinen lainanotto ja yksityisten emissioiden tosiasiallinen säätely verovapauden kautta olivat pitäneet obligaatiomarkkinat suppeina. Muutamat pienehköt erityisrahoituslaitokset olivat rahoittaneet niillä luotonantoon, mutta nämäkin turvautuivat sen ohella laajasti ulkomaisiin lähteisiin. Osakemarkkinat olivat pitkään kansainvälisesti katsoen erittäin pienet.

Suomen erityispiirteet koskivat varsinkin korkojärjestelmää ja rahoitusvaateiden verotusta. Edellä jo todettiin, että kriisin yhteydessä verojärjestelmää muutettiin neutraalimmaksi. Tämä tapahtui lähinnä siten, että talletuskorkojen laaja verovapaus poistettiin ja luottokorkojen vähennysoikeutta merkittävästi rajoitettiin. Pitkäaikaisilla kiinteäkorkoisilla vaateilla oli Suomen markkinoilla vähäinen merkitys, ja niin pankkien erät kuin obligaatioiden korotkin olivat laajasti vaihtuvakorkoisia. Osittain Suomen Pankin myötävaikutuksella oli luotu laaja viitekorkojärjestelmä, joihin kuuluivat Lontoon Liborkorkojen tyyppiset heliborkorot, ns. pitkät (3 ja 5 vuotta) viitekorot lähinnä asuntoluottoja varten sekä pankkikohtaiset, pankkien itsensä määräämät primekorot.

Pankkikriisi, yleinen kansainvälistyminen ja vähittäinen varautuminen EU-integraatioon johtivat sekä markkinavetoiseen että politiikkaperäiseen rahoitusjärjestelmän sopeutumiseen uuteen tilanteeseen. Suomen pankkijärjestelmä muuttui 1990-luvulla lähes kokonaan. Pankkisektori keskittyi entistä suppeammaksi. Vuoden 1995 alussa kaksi suurinta liikepankkia yhdistyivät, jolloin pankki sai monilla keskeisillä alueilla noin 40 prosentin markkinaosuuden. Osuuspankkiryhmä jäi toiseksi suurimmaksi pankkiryhmäksi. Postipankki irtaantui vähän myöhemmin kokonaan postitoiminnasta. Se menetti myös lakiin perustuneen erityisoikeuden toimia valtion maksuliikettä hoitaneena pankkina. Vuosikymmenen lopulla suurin pankki meni mukaan pohjoismaiseen pankkifuusiosarjaan. Myös muut ruotsalaiset pankit lisäsivät toimintaansa Suomessa.

5 Kellunta EU-aikana ennen liittymistä ERMiin (1995–1996)

5.1 Maastrichtin kriteerit

Suomi liittyi Euroopan unioniin vuoden 1995 alusta yhdessä Ruotsin ja Itävallan kanssa. Liittymisestä järjestettiin kansanäänestys syksyllä 1994 ensin Suomessa ja sen jälkeen Ruotsissa. Äänestyksen tulokseen liittyvä epävarmuus aiheutti kesällä 1994 korkojen nousua ja markan kurssin lievää heikkenemistä. Korkojen nousun hillitsemiseksi Suomen Pankki salli tavanomaista suuremman likviditeetin rahamarkkinoilla, ja valuuttaa tuettiin pienehköillä interventioilla. Myönteisen EU-tuloksen myötä tilanne rauhoittui ja markka vahvistui loppuvuonna lähes 10 prosenttia sekä ecu-kurssilla että ulkomaankauppapainoisella indeksillä mitattuna. Kesällä myyty valuutta voitiin ostaa takaisin, ja kaikkiaan valuuttavaranto kasvoi vuonna 1994 edelleen merkittävästi. Valuuttavarannon määrä alettiin kokea jopa tarpeettoman suureksi – mm. suhteessa Suomen Pankin omaan pääomaan – kullun oloihin, kun se yhdessä termiiniposition kanssa nousi yli 10 prosenttiin BKT:sta. Huutokauppakorko vaihteli pääosan vuotta runsaassa 5 prosentissa, mutta nousi vuoden lopulla runsaaseen 5.5 prosenttiin.

Ennen liittymistä Suomen Pankki allekirjoitti EU-keskuspankkien väliset Euroopan valuuttajärjestelmää (EMS) ja lyhyen aikavälin rahoitustuen järjestelyä koskevat sopimukset. Kuitenkaan EMSiin kuuluneeseen valuuttakurssimekanismiin ei liitetty Itävallan tapaan. Markan ERM-kytkentää ei voitu pitää realistisena sen enempää Suomen kuin ERM-maidenkaan kannalta runsaasti kansainvälistäkin huomiota herättäneen epävakauden kauden jälkeen.

Suomi ei täyttänyt tuohon aikaan kovinkaan hyvin niitä Maastrichtin sopimuksen sisältämiä yksityiskohtaisia lähestymisperusteita, jotka maan oli täytettävä soveltuakseen talous- ja rahaliiton jäseneksi. Kuitenkin Suomen talouden tila oli erityisesti juuri 1990-luvun alun kriisin vuoksi paljon paremmassa integraatiokunnossa kuin viisi vuotta aikaisemmin.

Keskeiset rahataloudelliset ns. EMU-kriteerit olivat: (1) Inflaatiokriteeri: Tarkasteluajankohtaa edeltävän vuoden aikana keskimääräinen kuluttajahintainflaatio saa ylittää enintään 1.5 prosenttiyksiköllä kolmen hintatason vakaudessa parhaiten suoriutuneen jäsenvaltion vastaavan asteen. (2) Julkistalouden alijäämä ja julkisen velan osuus: julkistalouden ennakoitu tai toteutunut alijäämä saa olla korkeintaan 3 prosenttia ja julkinen velka 60 prosenttia markkinahintaisesta bruttokansantuotteesta. (3) Valuuttakurssin vakaus: Jäsenvaltio on noudattanut Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssijärjestelmässä määrättyjä tavanomaisia vaihteluvälejä ainakin kahden tarkasteluajankohtaa edeltävän vuoden ajan. (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 näytti tuolloin suhteellisen helposti täytettävältä. Kuluttajahintojen nousu oli vuoden 1994 lopulla vain yhden prosentin tuntumassa, joskin huolta aiheutti se, että vuosien 1994-95 vaihteessa palkkasopimukset solmittiin suhteellisen korkeiksi. Suomen julkinen velka oli selvästi alle 60 prosentin, mutta julkisyhteisöjen rahoitusaliijäämä oli vuonna 1994 ollut yhä yli 5 prosenttia BKT:sta.

Erytyisesti valuuttakurssikriteeri näytti vaikealta täyttää. Markkan kurssi oli ollut äärimmäisen epävakaa, mutta se oli kuitenkin kääntynyt selvään nousuun ja saavutti vuoden 1994 lopulla jo lähes kelluntaa edeltäneen tason. Kellunta nähtiinkin hyödylliseksi tavoiteltaessa realistista ja vakaata kurssitasoa. Pitkäaikainen valtion korko oli puolestaan noussut kansainvälisten korkojen mukana takaisin noin 10 prosentin tasolle ja ylitti selvästi korkokriteerin. Toisaalta korkokriteerin saattoi odottaa markkinoilla jokseenkin varmasti täyttyvän, jos muut ehdot täyttyvät, koska pitkäaikaisten korkojen taso jo hyvissä ajoin yhdenmukaistuu yhteiseen rahaan siirryttäessä pieniä likviditeetistä ja riskistä tulevia eroja lukuun ottamatta.

Maastrichtin ehtoihin kuului lisäksi mm. keskuspankin rahapoliittisen itsenäisyyden takaaminen. Vaikka Suomen Pankki oli ollut kansainvälisesti katsoen suhteellisen riippumaton hallituksesta, se oli rahapolitiikassaan vahvasti eduskunnan ohjauksessa. Muun muassa peruskorosta päätti eduskunnan asettama 9-jäseninen pankkivaltuusto. 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 pankin pääjohtaja joutui keväällä 1992 hänen ja pääministerin välisten näkemyserojen vuoksi eroamaan. Kriiseissä syntynyt pankin uskottavuusongelma aiheutti markkinoilla taas epävakautta.

5.2 Rahataloudellinen tasapaino oli aluksi hyvä, mutta rauhatonta vuonna 1996

EU-jäsenyys ei välittömästi oleellisesti muuttanut politiikkaa. Integraatio ja sitä koskeneet näkymät vaikuttivat kuitenkin siten, että rahapolitiikan järjestelmää ja yleensäkin rahoitusinstituutioita kehitettäessä EU-maiden käytäntö – joka ei tosin ollut kovinkaan yhdenmukainen – otettiin huomattavasti aikaisempaa enemmän huomioon. Suomen Pankin edustajat osallistuivat EU-jäsenyyden myötä EU:n rahapoliittisen instituutin (EMI) tekemään valmistelutyöhön, mm. Euroopan keskuspankkijärjestelmän rahapolitiikan välineiden kehittelyyn. Merkittävästi tämä toiminta vaikutti mm. jo edellä todettuun vähimmäisvarantovelvoitteen täyttämiseen kuukauden mittaisten periodien keskiarvoina lokakuusta 1995.

Markka kellui. Kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla vuosi 1995 oli rauhaton paljolti Meksikon ongelmien vuoksi. ERM-valuutoista Espanjan ja Portugalin valuutat jouduttiin devalvoimaan. Suomen valuuttamarkkinat pysyivät kuitenkin pääosan vuotta rauhallisina, ja markka jatkoi hitaasti vahvistumistaan vuoden lopulle saakka.

Huutokauppakorko rahapolitiikan ohjauskorkona vahvistui edelleen. Suomen Pankki oli korottanut kansainvälisten korkojen noustua huutokauppakorkoaan joulukuussa 1994 määrähuutokaupalla. Helmikuussa korko nostettiin 5.75 prosenttiin ja kesäkuussa 6 prosenttiin. Kolmen kuukauden koroissa ero Saksaan nousi vajaan prosenttiyksikköön, mutta pitkäaikaiset korot olivat yhä lähes kolme prosenttiyksikköä Saksan korkojen yläpuolella, eli yli 10 prosentin. Vuoden mittaan korkojen ero Saksaan kuitenkin supistui selvästi. Vuoden jälkipuoliskolla Suomen korot kääntyivät kansainvälisiä korkoja seuraten laskuun. Joulukuussa huutokauppakorko oli jo 4,25 prosentissa. Merkitystään menettänyt perinteinen peruskorko oli alennettu samaan aikaan 4.75 prosenttiin, eli tasan puoleen vuoden 1992 huipputasolta 9.50.

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

Vuoden 1995 lopulla markan kurssi kääntyi alaspäin, ja heikkeneminen jatkui vuoden 1996 alkukuukausina. Markkaa heikensivät – Suomen talouden tilapäiseksi jääneen heikkenemisen ohella – Suomen ERM-kytkentää koskeneet spekulatiot. ERM-kytkentähän oli Maastrichtin ehtoja tiukasti tulkiten tehtävä alkuvuonna, jotta niissä määritelty 2 vuoden määräaika täytyisi, kun viimeistään vuoden 1998 keväällä päätettäisiin rahaliiton kolmanteen vaiheeseen vuoden 1999 alusta osallistuvista maista. Tiedotusvälineissä ja lähinnä kotimaan markkinoilla esitettiin näkemyksiä, joiden mukaan vallitseva markan kurssi oli liian vahva ERM-kytkentään.

Saksan markan kurssi nousi vuoden 1995 joulukuun 2.97 Suomen markasta korkeimmillaan vuoden 1996 toukokuuhun tasolle 3.16 Suomen markkaa, eli noin 6 prosenttia. Ulkomaankauppapainoinen indeksi nousi (indeksi laskettiin niin, että markan heikkeneminen näkyi indeksin nousuna) noin 7 prosenttia, joten muihin valuuttoihin kuin Saksan markkaan markka heikkeni keskimäärin vielä enemmän. Valuuttavarannosta myytiin runsas kymmenesosa – kaikki avistamarkkinoilla –, mutta interventioilla voitiin vain lievästi hillitä markkinapaineita.

Toukokuussa markkinapaineet kääntyivät, vaikkakin valuuttavaranto supistui myös tämän jälkeen valtion valuuttavelkojen maksun vuoksi. Markkaa vahvisti sijoitusvirta ulkomailta, johon ilmeisesti vaikutti eduskunnan hyväksymä rahalain muutos, joka mahdollisti joustavan päätöksentekomenettelyn kytkettäessä markka ERM:iin. Ulkomaiset sijoittajat alkoivat uskoa markkaan ja sen ERM-kuntoon. Markka vahvistui kesällä uudelleen Saksan markkaan nähden tasolle 3 markkaa ja syksyllä tuon tason allekin.

Suomen korkotasoa voitiin taas alentaa. Heinäkuussa huutokauppakorko oli jo 3.5 prosentissa, ja lokakuussa tultiin 3 prosenttiin, samaan, joka oli Bundesbankin repokorko. Valtion 10 vuoden korkoero Saksaan kapeni noin puoleen prosenttiyksikköön. Korkotasossa Suomi oli näin päässyt jo ERM-maiden keskitasolle suunnilleen Tanskan ja Irlannin ryhmään. ERM:issä lähinnä Ranska koki pienehköjä ongelmia, mutta yleisesti ottaen valuuttatilanne jatkui rauhallisena.

6 Jäsenyys valuuttakurssimekanismissa ERM

6.1 ERM-kytkentä lokakuussa 1996

Suomen Pankki oli EU-aikana arvioinut yhdessä hallituksen kanssa mahdollisuuksia kytkeä markka ERM:iin. Parin vuoden aikana valuuttakurssi ja rahoitusmarkkinat olivat tavoitteiden mukaisesti vakaantuneet, eikä ERM-maidenkaan piirissä enää esiintynyt epäilyksiä Suomen ERM-kelpoisuudesta. Hallituksen selkeästi lausuttuna tavoitteena oli viedä Suomi ensimmäisten maiden joukossa rahaliiton kolmanteen vaiheeseen, yhteiseen rahapolitiikkaan ja rahaan, jonka tuleva nimi oli muutettu joulukuussa 1995 ecusta euroksi. Liittymisen siirtyminen syksyyn oli herättänyt epäilyksen ERM:ssä olon 2 vuoden määräaikakriteerin täyttymisestä. Italian liiran kytkentä siirtyi vielä Suomen ratkaisua myöhemmäksi, marraskuun lopulle 1996.

Keskeinen päätettävä asia – ei pelkästään Suomen vaan samalla muiden EU-maiden – oli markan kiinnityskurssi. Lähtökohtana oli pidettävä, että se vastaa myös lopullista muuntokurssia yhteiseen rahaan siirryttäessä. Vaikka muodollisesti oli kysymys ecu-kurssista, ratkaisu tehtiin tosiasiasa Saksan markan kurssin pohjalta. Markkojen välinen kurssi oli vaihdellut 1990-luvulla tavattomasti. Ennen vuoden 1991 devalvaatiota yksi Saksan markka oli ollut noin 2.30–2.40 Suomen markkaa. Heikoimmillaan vuonna 1993 kurssi oli käynyt yli tason 3.60. Markan kellunta oli osaltaan helpottanut valintatilannetta. Vuosina 1995–1996 Suomen markka oli liikkunut välillä 3.16–2.95. Se oli hiljalleen vahvistunut noin tasolle 3 markkaa (kuvio 5).

Suomen Pankkissakin laadittiin laajoja selvityksiä tasapainokurssista, mutta tulosten hajonta oli suuri. Monilta osin voitiin perustella alle 3 markan tasoa. Liian heikon kurssin pelättiin aiheuttavan inflaatiopaineita varsinkin hyvässä kasvuvauhdissa olevassa taloudessa, varsinkin kun korkotasokin oli nauliutumassa alas. Toisaalta suhteellisen heikkoa kytkentäkurssia voitiin perustella mm. sillä, että talous oli edelleen ulkomaille raskaasti velkaantunut (noin 50 prosenttia BKT:sta), ja velan maksu vaati suuren vaihtotaseen ylijäämän ylläpitämistä. Saksan markka, samoin kuin ecukin, oli myös tuohon aikaan dollariin nähden hyvin vahva.

Lokakuun 12 päivänä 1996 valtioneuvosto päätti lopulta Suomen markan liittämistä ERM:iin. Suomen talouden kehityksen ja johdonmukaisen talouspolitiin

kan katsottiin luoneen edellytykset markan ulkoisen arvon vakaudelle. Markan keskuskurssista sovittiin Ecofin-neuvoston alaisessa rahakomiteassa ilman erityisen suuria näkemuseroja. Markan keskuskurssiksi suhteessa ecuun tuli 5.80661 markkaa, jota 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 sopuosoitussa sekä ennusteiden kanssa että lähivuosien talouskehitykselle ja kilpailukyvyille asetettujen vaatimusten kanssa. Edellytykseksi Suomen Pankki kuitenkin totesi, että sekä valtion talouden tasapainottaminen että maltillinen kustannuskehitys jatkuvat.

Valuuttakurssimekanismi ERM ja ecu EMS-järjestelmän pohjana olevana korivaluuttana olivat varsin monimutkainen kokonaisuus. Monimutkaisuus tuli siitä, että järjestelmä oli periaatteessa suunniteltu tasa-arvoiseksi kaikkien valuuttojen suhteen. Suomen markallekin määriteltiin ERM-kytkennän yhteydessä keskuskurssi ja vaihtelun rajat kaikkien ERM-valuuttojen suhteen. Kun ERM:n vaihtelurajat olivat (noin) 15 prosenttia, Suomen markan interventiorajoiksi Saksan markan suhteen saatiin 3.53 markkaa ja 2.62 markkaa. Ecu suhteen järjestelmässä ei interventiorajoja määritelty. Tosiasiassa ankkurivaluuttana oli jatkuvasti Saksan markka.

Maastrichtin sopimuksen mukaisesti uudet valuutat, kuten Suomen markka, eivät tulleet enää mukaan ecukoriin, eli ecun arvo ei tullut riippumaan markan kurssista, vaan vain vanhojen 12 EU-maan valuutoista. Ecu painoissa olivat edelleen ERM:n ulkopuolella olevien Englannin, Italian ja Kreikan valuutat, mutta siitä puuttuivat ERM:ssä mukana olleiden Itävallan ja Suomen valuutat samoin kuin edelleen ERM:n ulkopuolelle jäänyt Ruotsin kruunu. Järjestelmän monimutkaisuus näkyi siinäkin, että jokseenkin aina muutoksissa, esimerkiksi kun Italia runsas kuukausi myöhemmin liittyi järjestelmään, kaikki ecukurssit muuttuivat. Ecukorin rinnalla esiintyi markkinoilla aidon valuutan tyyppinen ecu – käteisrahana sitä ei tietenkään ollut –, jonka kurssi ja korot poikkesivat eri syistä jonkin verran laskennallisen korin arvoista.

Suomen ERM-kytkentä tuli voimaan 14.10.1996. Se toteutui joustavasti. Tarkka päätösajankohta oli yllätys, mutta sinänsä ratkaisua oli pidetty melko selviönä. Valittu kurssitasokaan ei ollut kaukana odotetusta, mutta kuitenkin pari prosenttia markkinakurssia heikompi. Välittömät muutokset korossa ja kurseissa jäivät näin vähäisiksi. Saksan markan kurssi pysyi kytkennän tapahtuessa noin tasolla 2.99. Syksyllä kurssi heikkeni lähelle keskuskurssia 3.04, mutta vahvistui vuoden lopulla uudelleen. Suomen markka oli suhteessa ecukeskuskurssiinsa ERM:n vahvimpia valuuttoja.

Suomen Pankki ilmoitti ERM-kytkennän yhteydessä säilyttävänsä hintavakaustavoitteen ennallaan vaikkakin korosti samalla valuuttakurssin vakauden merkitystä. Näin periaatteellisesta ”regiimin” muutoksesta huolimatta kotimaista rahapolitiikkaa pyrittiin edelleen jatkamaan, ja seuraavien vuosien pieniä koron muutoksia perusteltiin yleensä hintanäkymillä. Suomen Pankin tavoitteena oli ERM-kytkennän jälkeen pitää markka varsin vakaana järjestelmässä; tosin pienet prosentin parin luokkaa olevat vaihtelut voitiin sallia. Vakauden ylläpito ei aluksi ollutkaan vaikeaa. Suomen Pankki teki vain vähäisiä interventioita kumpaankin suuntaan loppuvuonna 1996. Termini-interventioihin ei turvauduttu ollenkaan koko vuonna. Valuuttavaranto oli vuoden lopulla vain runsaat puolet vuoden 1994 lopun tasosta (ml. termiinasema).

Valittu kurssitaso jäi pysyväksi ja vastasi lopullista euroon siirtymiskurssia. Kyt kentäkurssi osoittautui myöhemmän kehityksen valossa varsin alhaiseksi. Kun seuraavina vuosina ecu – ja sen mukana markka – sekä sittemmin myös euro heikkenivät selvästi mm. dollariin nähden ja kotimainen kustannuskehitys saatiin pysymään hyvin hallinnassa, Suomen kansainvälinen hintakilpailukyky muodostui pitkäksi aikaa erittäin hyväksi. Se näkyi mm. vaihtotaseen hyvin suurina ylijääminä (6–7 prosenttia BKT:sta) vuosituhannen vaihteen tienoilla.

6.2 Julkisen sektorinkin EMU-ehdot täyttyivät

Suomen talous kehittyi myönteisesti EMUn kolmannen vaiheen lähestyessä. Kasvu jatkui nopeana ja työttömyys aleni, joskin säilyi yhä eräänä EU-maiden korkeimmista. Vuonna 1997 hintojen nousu kiihtyi hieman, mutta pysyi yhä kahteen prosenttiin asetetussa tavoitteessa. Yritysten kannattavuus jatkui hyvänä ja osakekurssit nousivat mm. ulkomaalaisten tekemien sijoitusten vuoksi. Ulkomaalaisten omistusosuus pörssiosakkeiden arvosta nousi lähelle 50 prosenttia. Aikaisemmin arvoltaan varsin vähäinen osakkeiden markkina-arvo alkoi lähestyä vuotuisen BKT:n arvoa. Pankkikriisi oli ohitettu, mutta vasta vuonna 1997 pankkien luottokanta kääntyi kasvuun monta vuotta kestäneen laskun jälkeen.

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

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 muuttuu vuonna 1996 esitetyn lähentymisohjelman tarkennuksen mukaan ylijäämäiseksi vuonna 1999. Julkinen velka pysyy alle 60 prosentin tason. Vuonna 1996 julkisen sektorin alijäämä ylitti vielä 3 prosenttia BKT:sta, mutta vuonna 1997 päästiin jo selvästi sen alle, jopa yhden prosentin tuntumaan. Suomi täytti näin Maastrichtin sopimuksen julkista taloutta koskeneen alijäämäkriteerin.

Julkinen talouden EMU-ehtojen toteuttamiseen liittyi eräitä merkittäviäkin sektorin rajausongelmia. Varsinkin Suomen työeläkejärjestelmän käsittely jouduttiin harkitsemaan uudelleen. Työeläkejärjestelmä oli luotu 1960-luvulla erikoinena suomalaisena ratkaisuna siten, että vaikka valtio määräsi kaikilta keskeisiltä osin sen sisällön ja ehdot, järjestelmä oli käytännössä yksityisten vakuutuslaitosten hoitama. Ne sijoittivat myös kertyneet varat, tosin valtion 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.

6.3 Tulopolitiikkaan liittyneitä ratkaisuja

Tulopolitiikan osalta yhteiseen, alhaisen inflaation valuutta-alueeseen liittyminen merkitsi selvää ja voimakasta rajoitetta. Entisen devalvaatiomahdollisuuden menetyksen tunnustettiin työmarkkinajärjestöissä kummallakin puolella. Työntekijäpuoli ilmaisi hyväksyvänsä maltillisten palkkasopimusten tärkeyden, ja toisaalta työnantajapuoli ilmoitti mm. periaatteessa pidättyvänsä palkkojen alentamisvaatimuksesta.

Koska kuitenkin suhdanneongelmia oli odotettavissa myös EMU-maailmassa, pyrki valtio yhdessä työmarkkinajärjestöjen kanssa luomaan ns. suhdannepuskureita. Vuosikymmenen alun syvässä lamassa oli jouduttu voimakkaasti nostamaan mm. työttömyysvakuutusmaksuja, mikä pahensi tältä osin tilannetta. Maksuja pyrittiin vakauttamaan tulevaisuudessa.

Marraskuussa 1997 työmarkkinoiden keskusjärjestöt tekivät sopimuksen kahdesta eri puskurijärjestelmästä, joilla pyrittiin tasaamaan työvoimakustannusten vaihteluja. Työttömyysvakuutusjärjestelmän osalta päätettiin kerätä vajaata puolta prosenttia BKT:sta vastaava määrä Työttömyysvakuutusrahastoon vuosiin 2002–2004 mennessä. Rahasto voi ottaa myös velkaa. Rahaston turvin palkansaajien ja työnantajien työttömyysvakuutusmaksut voidaan pitää taantumavaiheissa joitakin vuosia muuttumattomina. Toinen, vähän suuremmaksi suunniteltu puskurirahasto koostuu työeläkemaksuista ja on osa työeläkejärjestelmää. Senkin maksuista huolehtivat sekä työntekijät että työnantajat. Yhteensä rahastot olisivat 2–3 prosenttia palkkasummasta.

Järjestelmä ei ollut sikäli täysin uusi, että aikaisemminkin maksujen suuruutta oli muuteltu osin suhdannetilanteen mukaan. Kerättävät rahastot ovat suhteellisen pienet, ja vaikka niihin seuraavien vuosien vahvan nousun ansiosta tuli kerätyksi osin arvioitua enemmänkin varoja, niiden käytön merkitys ei vastaa läheskään menneisyyden devalvaatioiden vaikutusta. Työeläkejärjestelmä on myös osa julkista sektoria, jolloin sen käyttöä voi rajoittaa koko julkisen sektorin 3 prosentin rajoite. On myös epäilty, että varojen käytön ajoitus voi olla vaikeaa. Jonkin verran merkitystä rahastoilla kuitenkin epäilemättä on.

6.4 Viimeinen valuuttaspekulaatio ja markkinoiden rauhoittuminen

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

Kun siirtymäajankohta hiljalleen selkeni ja tilanne ERMissä pysyi suhteellisen vakaana, usko yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan siirtymiseen myös markkinoilla vahvistui. Tämän myötä kolmanteen vaiheeseen tulevat valuutat alkoivat nauliutua kursseiltaan ja koroiltaan yhä selvemmin yhteen. Kun Suomen Pankki piti muutenkin tärkeänä, että markka säilyy ERMissä vakaana, tämä alkoi rajoittaa tosiasiallista rahapolitiikan itsenäisyyttä. Toisaalta Suomen Pankin johto korosti, että vastuu rahapolitiikasta säilyy Suomen Pankilla aivan kolmannen vaiheen alkuun asti.

Yllättäen tammikuussa 1997 Suomen markka joutui erittäin voimakkaan spekulatiivisen kohteeksi, tällä kertaa markkaa vahvistavaan suuntaan. Erityisesti ulkomaiset sijoittajat alkoivat ostaa markkaa suuria määriä. Ilmeisesti syynä oli se, että markan kiinnityskurssia oli yleisesti mm. kansainvälisissä investointipankeissa pidetty liian alhaisena talouden vahvuuteen nähden. Kuten usein ennenkin, kansainvälisten sijoittajien vyörytys alkoi muualta Pohjoismaista; tällä kertaa Norjan kruunu oli jo aikaisemmin ollut vahvistumispaineiden kohteena.

Suomen Pankki reagoi tilanteeseen ostamalla valuuttaa niin runsaasti, että valuuttavaranto (ml termiini-asema) tammikuussa kaksinkertaistui. Interventiot olivat kansainvälisestikin katsoen erittäin suuria, vastaten yli viittä prosenttia BKT:sta. Kolmannes varannon välittömästä kasvusta ja likviditeettivaikutuksesta neutraloitiin termiini-interventioin. Kuitenkin lopulta Suomen Pankin piti sallia markan kelluminen noin 5 prosenttia Saksan markan keskuskurssiaan vahvemmaksi. Suomen Pankki ilmoitti myös, että valtio voi ostaa jatkossa myös suoraan markkinoilta valuuttaa omiin ulkomaisiin maksuihinsa. Rahapoliittiset korot pidettiin kuitenkin ennallaan. Tilanne rauhoittui sitten äkkiä, ja markan kurssi palasi muutamassa päivässä lähtötasolleen.

Vuosi jatkui sitten varsin rauhallisena sekä Suomen valuuttamarkkinoilla että ERMissä. Vain Irlannin puntaan kohdistui jatkuvasti vahva revalvoimisodotus, ja valuutta pysyi selvästi keskuskurssiaan vahvempana. Saksan markka heikkeni dollarin suhteen, mikä ilmeisesti lisäsi Suomen markan ostohaluja uudelleen kesällä. Markka alkoi vahvistua. Suomen Pankki osti taas valuuttaa, joskin varsin vähän. Loppuvuosi oli rauhallinen. Dollarin kurssivaihtelu aiheutti ajoittain lieviä paineita myös muiden maiden, lähinnä Etelä-Euroopan maiden korkoihin ja kursseihin, kuitenkin lähinnä heikkenevään suuntaan. Näiden maiden suhteen esiintyi epävarmuutta joko niiden tulosta heti alusta mukaan kolmanteen vaiheeseen tai niiden keskuskurssin asemaan lopullisena kiinnityskurssina. Myös vuoden 1998 alkupuolella paineita esiintyi eri valuutoissa – myös Suomen markassa vahvistumisen suuntaan –, mutta ainoastaan Irlannin punnan keskuskurssia vähän muutettiin.

Hintojen lievät nousupaineet – mm. kauppapainoisen valuuttaindeksin heikkenemisen vuoksi – saivat Suomen Pankin nostamaan huutokauppakorkoa neljäsosaprosenttiyksikön 3.25 prosenttiin syyskuussa 1997. Myös Saksassa ja monissa muissa ERM-maissa nostettiin korkoja hiukan, monet Saksan naapurimaat vanhaan tapaan välittömästi Saksan jälkeen. Suomen Pankissa ei katsottu tarkoituksenmukaiseksi ryhtyä seuraamaan Saksaa näin tiukasti, vaikkakin itsenäisen korkopolitiikan rajat koettiin jo ahtaiksi. Periaatteessa itsenäinen korkopolitiikka oli loppuun asti mahdollista, joskaan ei käytännössä tarkoituksenmukaista mm. siksi, että koron nosto tiedettiin joka tapauksessa tilapäiseksi. Onneksi Suomen talouden kehitys jatkui vakaana eikä inflaatio näyttänyt ylittävän 2 prosentin tasoa.

Sitä mukaa kuin usko keskuskurssin käyttöön kiinnityskurssina vahvistui, korkotaso ja valuuttakurssi liittyivät yhä tiukemmin toisiinsa. Oikeastaan tiedettiin markan termiini- ja kiinnityskurssin välillä alkoi päteä ns. kattettu korkopariteetti. Sikäli kuin korko oli Saksan korkoa ylempi, valuuttakurssin piti myös olla vahvempi, jotta heikkenevä valuuttakurssi vastaisi korkoeroa. Käytännössä tämä korkopariteetti ei Suomen markkaan osalta täysin pätenyt. Ilmeisesti pieni riski markan revalvoimiseen koettiin loppuun saakka.

6.5 Siirtyminen yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan

Suomen markan viimeinen vuosi oli markkinoilla varsin rauhallinen, ja lopulliset päätökset voitiin tehdä ilman suuria ongelmia. Rahapolitiikka jatkui verraten keveänä. Suomen inflaatiiovauhti oli kuitenkin jo nopeampi kuin euroon siirtyvien maiden keskimäärin, joten huutokauppakorkoa nostettiin hiukan, 0.15 prosenttiyksikköä 3.4 prosenttiin vielä keväällä 1998.

Pitkäaikaisten korkojen ero Saksan korkoon oli kaventunut jo vuoden 1997 aikana kaikissa euroon siirtyvissä maissa alle 0.5 prosenttiyksikköön. Erot kapeenivat vuoden 1998 aikana yhä lukuun ottamatta loppukesälle ajoittunutta Venäjän rahoituskriisiä, joka aiheutti laajoja heijastuksia maailman valuutta- ja rahoitusmarkkinoilla. Kuitenkin vaikutukset ERM-valuuttoihin, myös Suomen markkaan, jäivät vaihteiksi. Euroon siirryttäessä Suomen valtion 10 vuoden korko oli niinkin matala kuin 4.0 prosentissa.

Toukokuun 2.–3. päivänä 1998 valtion- ja hallitusten päämiehet päättivät EU:n huippukokouksessa rahaliittoon ensi vaiheessa siirtyvistä maista. Maita tuli olemaan 11. Suomelle tärkeät maat Ruotsi, Tanska ja Englanti jäivät ensi vaiheessa pois, mikä Suomessa yleisesti koettiin pettymykseksi, sillä Suomen kauppa näiden kanssa on 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 valuuttakursseista, sekä vakuutus, ettei näitä enää muuteta. Päätös rahaliiton maista ja kiinnityskurssien vahvistaminen vakauttavat raha- ja valuuttamarkkinoita tulevissa euromaissa edelleen.

Huippukokouksen päätösten perusteella vahvistettiin Euroopan keskuspankin johtokunta, ja Euroopan keskuspankki aloitti toimintansa 1.6.1998. Valmistelutyöt pääosin hoitanut Euroopan rahapoliittinen instituutti (EMI) muodosti sen rungon. EKP valmisteli rahapolitiikan strategian, määritteli hintavakaustavoitteensa (alle 2 prosenttia keskipitkällä aikavälillä) ja rahamäärän kasvun viitearvolle ja hintakehityksen indikaattoreille ym. muuttujille perustuvan kahden pilarin järjestelmänsä. Joulukuun alun kokouksessa EKP:n neuvosto asetti lavean rahamäärän kasvulle 4.5 prosentin viitearvon.

EKP:n rahapolitiikan strategia poikkesi Suomen Pankin markan kellunnan aikana soveltamasta inflaatiotavoitestrategista. Rahamäärää ei Suomessa ollut koskaan käytetty rahapolitiikan tavoitemuuttujana, joskin talletusten ja pankkiluottojen kehitystä ja siitä tulevia hintapaineita oli tietenkin aina seurattu. Toisaalta rahapolitiikan välineistö tuli varsin lähelle Suomen Pankin jo vuosia soveltamaa järjestelmää.

Samassa EKP:n neuvoston joulukuun kokouksessa sovittiin, että kansalliset keskuspankit viime vaiheessa yhdenmukaistavat ohjauskorkonsa 3 prosentin tasolle, josta siis tuli yhteisen rahapolitiikan aloituskorko. Eräät keskuspankit lähinnä eteläisissä EU-maissa joutuivat alentamaan loppuvuonna korkoaan tuntuvastikin, mutta Suomessa alennustarve oli pieni. Suomen Pankki teki viimeiset korkoratkaisunsa 3.12.1998 alentamalla huutokauppakoron 3.4 prosentista 3 prosenttiin. Samalla peruskorko saatettiin 15.12. alkaen 3.5 prosenttiin (mikä vastasi uutta, valtiolle siirtyneen määrittelyn mukaista korkotasoa). Korkojen lasku ei sopinut erityisen hyvin Suomen voimakkaassa kasvussa olleelle taloudelle. Euron alkuvaiheessa pelättiinkin rahoituksen löysyyden aiheuttavan inflaatiopaineita, mitä

vielä lisäsi euron kääntyminen laskuun – tosin vuoden 1998 loppupuolen vahvistumisvaiheen jälkeen.

EU:n toukokuun huippukokouksessa ei voitu vielä määritellä täsmällisiä loppullisia muuntokursseja suhteessa euroon, koska Maastrichtin sopimuksen mukaan euron arvo ei saanut yhteiseen rahaan siirryttäessä ollenkaan muuttua. Ongelma tuli siitä, etteivät ecukorin valuutat olleet samat kuin euroon siirtyvät valuutat. Varsinkin kelluva Englannin punta heilutteli ecun arvoa. Vasta vuoden 1998 viimeisen päivän iltana EU:n neuvosto vahvisti sen hetkisten valuuttakurssien perusteella kunkin valuutan muuntokurssin suhteessa euroon kuuden merkitsevän numeron tarkkuudella. Suomen markkoja tuli sisältymään yhteen euroon 5.94573.

6.6 Järjestelmien ja lainsäädännön muutokset viime vuosina

Yhteiseen rahapolitiikkaan valmistauduttaessa tehtiin viimeiset suuret muutokset rahapolitiikan ohjausjärjestelmään marraskuussa 1997. Tuolloin huutokaupoissa sovellettava maturiteetti lyhennettiin kuukaudesta kahteen viikkoon, teko- ja arvopäivän ero supistettiin kahdesta yhteen pankkipäivään ja maksuvalmiusluoton maturiteetti lyhennettiin viikosta yhteen päivään. Näiltä luotoilta poistettiin samalla määrärajoitukset, vakuusvaatimus kuitenkin säilyttäen. 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 pohtimaan kotimaan rahoitusmarkkinoiden sopeuttamista EMU-maailmaan. Suomen Pankin sekkitilijärjestelmää sopeutettiin osaksi EU:n keskuspankkien TARGET-järjestelmää yhdessä pankkien kanssa. Yhteiseen rahaan 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.

Paljon jouduttiin pohtimaan myös sitä, miten kotimaiset korkojärjestelmät olisi sopeutettava yhteisen rahan ja laajan raha- ja arvopaperimarkkina-alueen syntymiseen. Pitkän historian aikaisemmin rahapoliittisena korkona omannut, mutta rahoitusmarkkinoilla asemansa jo lähes menettänyt peruskorko siirrettiin valtiovarainministeriön laskettavaksi. Se jäi edelleen viitekoroksi monissa finanssipolitiikan alueelle kuuluvissa rahoitusjärjestelyissä. Korko alettiin kiinnittää aina puoleksi vuodeksi suoraan 12 kuukauden markkinakorkojen perusteella.

Markkinoiden viitekorkojen osalta Suomen Pankki päätyi siihen, että se ilmoitti joulukuussa 1997 lopettavansa seuraavana vuonna viitekorkojensa noteeraamisen. Noteeraamista jatkettiin kuitenkin vuoden 1998 loppuun. Suomen Pankkiyhdistys alkoi keväällä 1998 laskea Suomen Pankin aikaisemmin laskemia heliborkorkoja entisten periaatteiden mukaan, ja pankit siirtyivät näiden korkojen käyttöön. Tosiasiassa kuitenkin Suomen markkinoillakin siirryttiin heti kolmannen vaiheen alkaessa euroalueen yhteisten euriborkorkojen käyttöön viitekorkoi-

na. Ne korvasivat heliborkorot myös vanhoissa sopimuksissa, minkä valtiovarainministeriö päätti erityislain perusteella. Mikään ongelma viitekoron muutos ei sopimusosapuolten kannalta ollut, sillä helibor- ja euriborkorkojen taso oli jokseenkin sama; merkittävää riskilisää suomalaisilla pankeilla ei enää ollut niiden toivuttua nyt jo täysin kriisistään.

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 muutoksista 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 ja pääjohtajan riippumattomuutta ja toimivaltaa hänen toimiessaan Euroopan keskuspankin neuvostossa. Myös pankkien toimintaan vaikuttavaa lainsäädäntöä uusittiin. Vuoden 1998 lopulla kumottiin ns. pankkiponsi, jolla eduskunta oli taannut suomalaiset pankit.

Euroopan keskuspankkijärjestelmän eri tehtäväalueiden valmistelu oli laaja-alainen työ, johon pankin eri osastot 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, nyt jouduttiin sopeutumaan paljon täsmällisempään ja monilta osin byrokraattisempaan toimintatapaan.

Institutionaalisista muutoksista ja EKP:n ratkaisuihin seurasi laaja tilastojärjestelmien uudistustarve. Monet tilastot tai yksittäiset sarjat katkesivat. Pankkitilastoinnissa pääasiallinen kansallinen vastuu jouduttiin siirtämään Tilastokeskuksesta Suomen Pankille, joskin jo aikaisemminkin Suomen Pankki oli tuottanut runsaasti rahoitustilastoja. Alkuvuosina jatkettiin perinteisten kotimaisten tilastojen tuottamista EKP:n tilastojärjestelmän rinnalla.

Kotimaisten valuuttamarkkinoiden seuranta jäi yhteiseen rahaan siirryttäessä pois, ja valuuttamarkkinatilastot pääosin lopetettiin vuonna 1999. Valuuttakursien noteeraus yhdenmukaistettiin euroalueella. Suomen Pankille jäi eräiden lähi maiden valuuttojen noteerausten tekeminen käytännössä. Ongelmallinen tilastojen kannalta oli euron historia, kun sitä ei yksikäsitteisenä ollut. Eri tarkoituksiin käytettiin lähinnä Suomen markan, Saksan markan tai ecukorin historiaa. Vanhaa Suomen kauppapainoista valuuttaindeksiä laskettiin Suomen Pankissa edelleen, mutta sen rinnalle tulivat indeksit, jotka lasketaan EKP:n piirissä yhteisesti sovitulla menetelmällä. Indeksejä lasketaan sekä ilman euroalueen maita että mukaan lukien ne. EKP:n piirissä sovittiin, että näitä kansallisia indeksejä ei jatkossa kutsuta valuuttakurssi-indekseiksi tai efektiiviseksi valuuttakurssiksi vaan kilpailukykyindikaattoreiksi. Efektiivinen kurssi eurolle lasketaan vain koko euroalueen kauppapainoilla.

Euron ollessa kelluva suuri valuutta oli odotettavissa, että valuuttainterventiot jäävät vähäisiksi. Euromaille, myös Suomelle, jäi uuteen tilanteeseen nähden melko huomattava valuuttavaranto. Pieni osa siitä siirrettiin EKP:lle. Suomen Pankki samoin kuin melkein kaikki muutkin keskuspankit pitivät valuuttavarantonsa määrän siirtymävaiheessa kuitenkin suunnilleen entisellä tasolla.

Käteisrahaan siirtyminen jäi vuoteen 2002. Suomen kansainvälisesti katsoen vähäisen setelistön vaihtaminen on helpompaa kuin monissa muissa euromaissa. Eurojärjestelmän rahoitustulon jakaminen on siirtymävaiheen jälkeen sellainen, että se suosii tehokkaan maksujärjestelmän (pienen setelistön) maita, jollainen Suomi on. Suomen Pankki hyötyy siten taloudellisesti uudesta järjestelmästä saamalla kasvanutta seignioragetuloa, ainakin elleivät muiden maiden maksujärjestelmät kehity vielä tehokkaammiksi.

7 Lopuksi

Suomen Pankin pääjohtaja Sirkka Hämäläinen tuli valituksi viideksi vuodeksi EKP:n kuusijäsenisen ensimmäisen johtokunnan jäseneksi. Hämäläisen paikalle pääjohtajaksi tuli Matti Vanhala, joka myös oli toiminut vuosikymmeniä Suomen Pankissa valuutta- ja rahapolitiikan eri tehtävissä. Molemmat tulivat myös mukaan 17-jäseniseen (Kreikan tultua mukaan vuoden 2001 alusta 18-jäseniseen) EKP:n neuvostoon, joka tekee tärkeimmät päätökset. He kuuluivat epäilemättä raha- ja valuuttapolitiikassa neuvoston kokeneimpiin sen jälkeen, mitä Suomen raha- ja valuuttapolitiikassa oli jouduttu kokemaan.

Runsaassa 10 vuodessa Suomessa oli läpikäyty laaja raha- ja valuuttamarkkinoiden muutosvaihe. Rahamarkkinoilla vallinneet säännöstelyn tyyppiset rajoitteet oli purettu. Suomeen oli luotu markkinapohjaiset rahapolitiikan välineet entisen melko säännöstellyn keskuspankkirahoitusjärjestelmän sijalle. Liberalisointiin oli liittynyt runsaasti yllätyksiä ja vaikeuksia, pahimpana niistä vakava pankkikriisi. Kriisiin ei ollut varauduttu, ja varsinkin sen alkuvaiheet Suomen Pankki joutui hoitamaan uusia ratkaisuja kehitellen. Suomen rahoitusjärjestelmä oli kuitenkin samalla voimakkaasti kehittynyt ja kansainvälistynyt.

Valuuttapolitiikassa koettiin oikeastaan kaikki keskeiset valuuttaregiimit. Lähtökohtana vielä 1980-luvulla oli säännöstelyjärjestelmä ja kiinteä valuuttakurssi. Rahapolitiikkaa ja valuuttapolitiikkaa voitiin tuolloin hoitaa osin erillisinä politiikan lohkoina. Pääomanliikkeiden vapauttaminen 1980-luvun lopulla johti kiinteäkurssijärjestelmässä rahapolitiikan itsenäisyyden tosiasialliseen menettämiseen, ja yritykset tähän veivät osaltaan kiinteän valuuttakurssin murtumiseen vuonna 1992. Vaikea valuuttakriisi vakautettiin hiljalleen ja vuonna 1993 luotiin hintavakaustavoitteeseen perustuva rahapolitiikan strategia. Se toimi varsin hyvin seuraavina vuosina. Siirtyminen ERM-jäsenyyteen toi vuonna 1996 uudelleen kiinteän kurssitavoitteen ja rajasi voimakkaasti rahapolitiikan mahdollisuuksia. Sitoutuminen talous- ja rahaliittoon vei tiukan siirtymävaiheen – jossa oli valuuttakatejärjestelmänkin piirteitä – kautta lopulta vuoden 1999 alusta oman rahan ja rahapolitiikan vaihtamiseen EU:n yhteiseen rahaan ja rahapolitiikkaan.

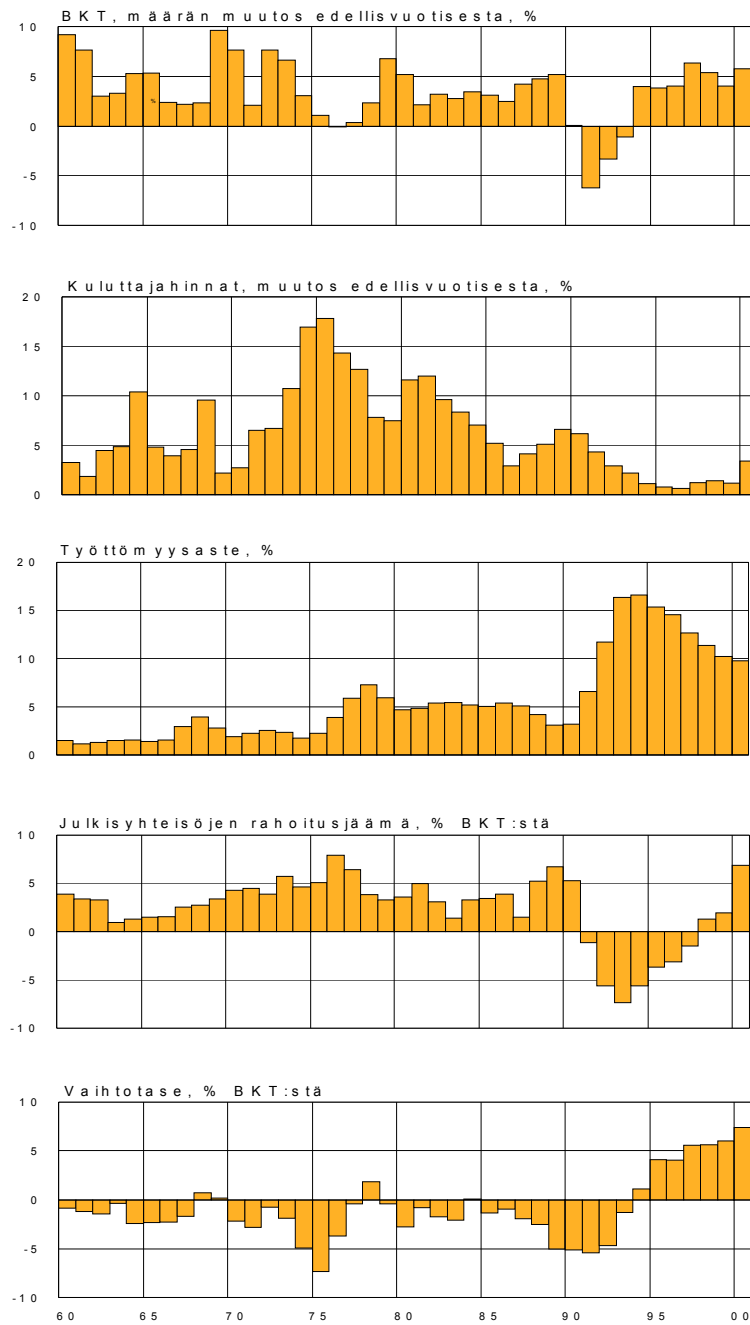
Suomen sopeutuminen yhteiseen valuuttaan toteutui viime vuosina yllättävänkin helposti. Tähän vaikutti selvästi 1990-luvun alun – sinänsä hyvin raskaan ja kalliin – talouskriisin tuoma tasapaino monille sellaisille talouden alueille, jotka perinteisesti olivat olleet lähes jatkuvina ongelmina. Ongelma-alueita olivat erityi-

sesti inflaatio ja yleensäkin kustannuskehitys sekä toisaalta talouden jatkuva taipumus ylivelkaantumiseen. Kriisin tuoma realismi tarjosi varsin suotuisan lähtökohdan liittymiselle yhteiseen raha-alueeseen, jonka rajoitteet menestyvälle taloudelle tulevat olemaan erittäin tiukat.

Kuviot 1–11.

Kuvio 1.

Keskeiset tasapainomuuttujat



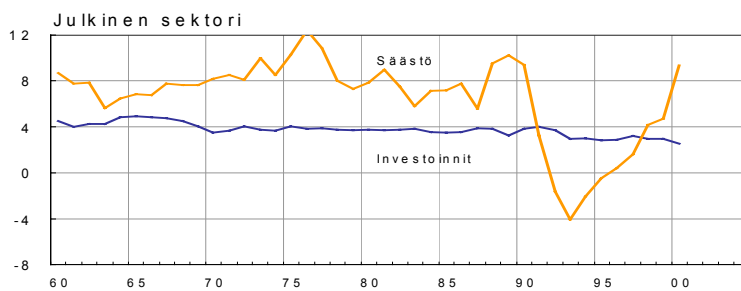
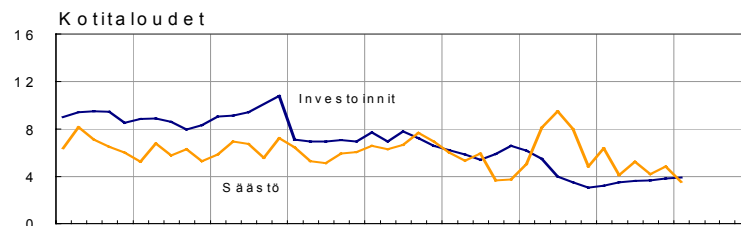
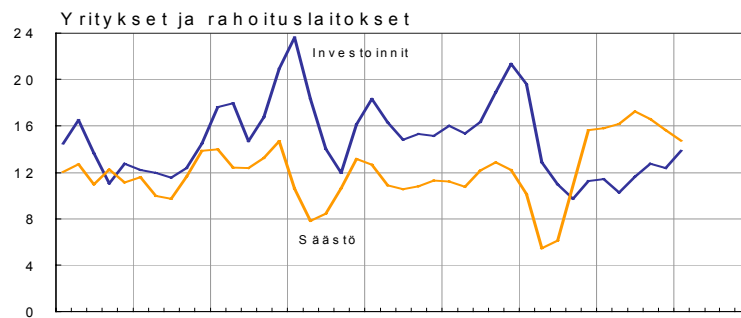
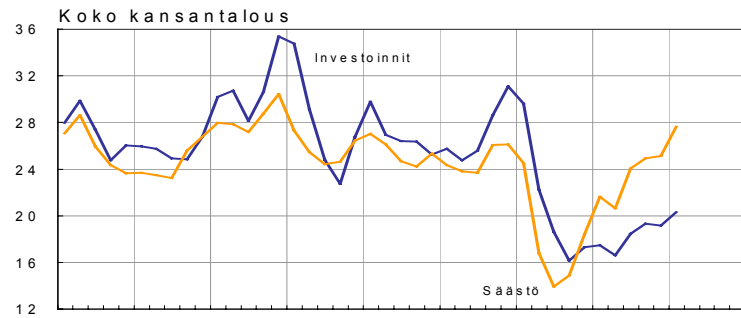
Lähde: Statistics Finland and Bank of Finland

Kuvio 2.

Säästämis- ja investointiaste

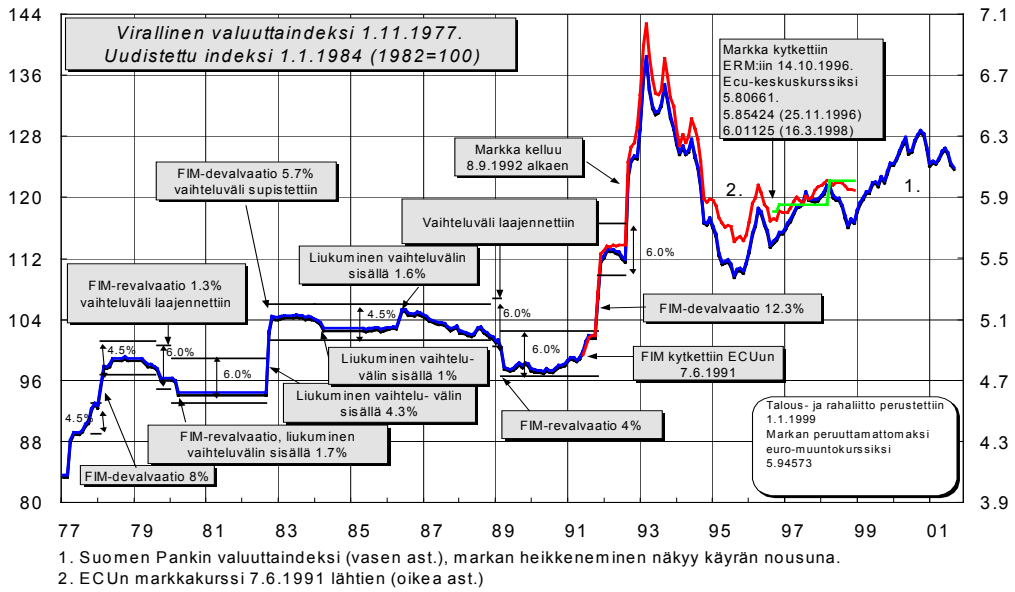
Bruttosäästämisen ja -investointien osuus BKT:sta, %

Säästö – investoinnit = rahoitusjäämä

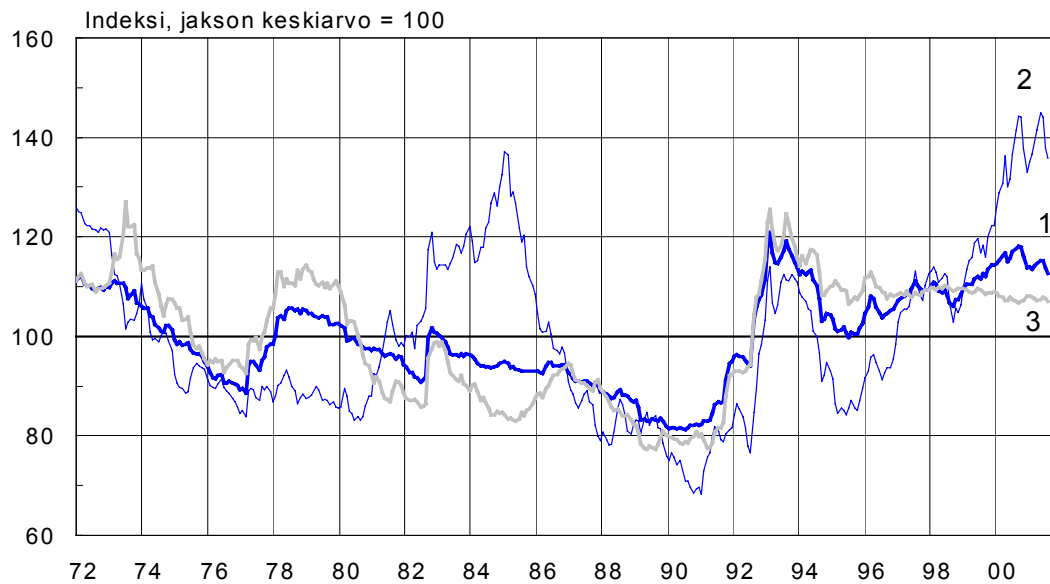


Lähde: Statistics Finland

Kuvio 3. Markkan ulkoinen arvo



Kuvio 4. Suomen reaalin valuuttakurssi

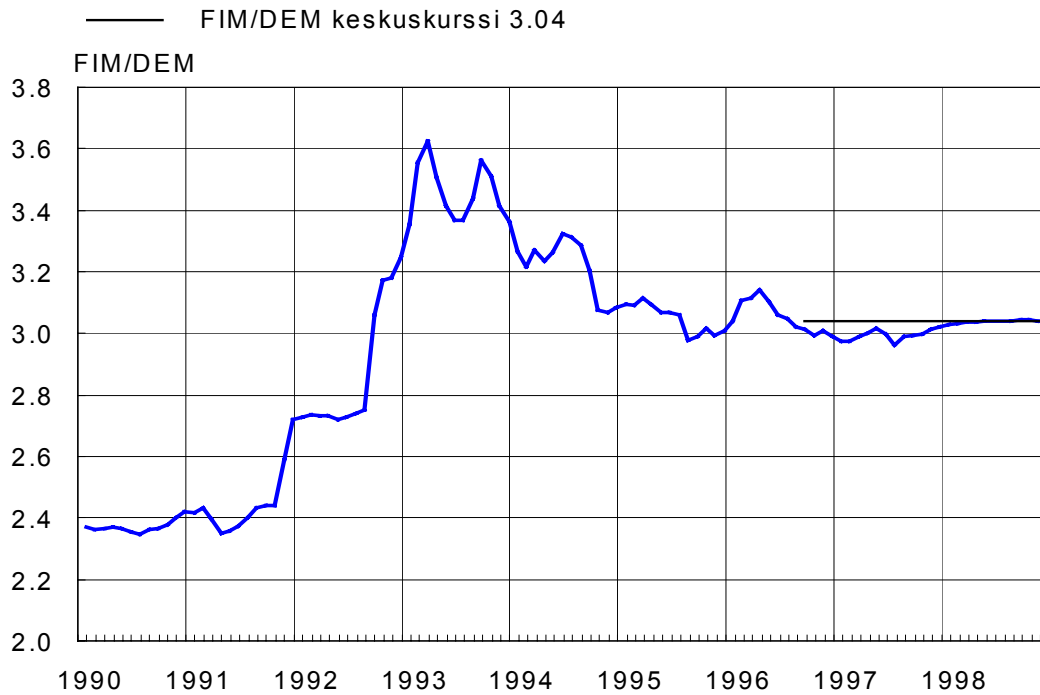


Lähde: Suomen Pankki.

- 1 Suomen reaalin valuuttakurssi (euromailla täydennetty suppea kilpailukykyindikaattori)
- 2 USA:n dollarin markkakurssi korjattuna Yhdysvaltain ja Suomen hintakehityksellä
- 3 Saksan markkan markkakurssi korjattuna Saksan ja Suomen hintatasojen erolla

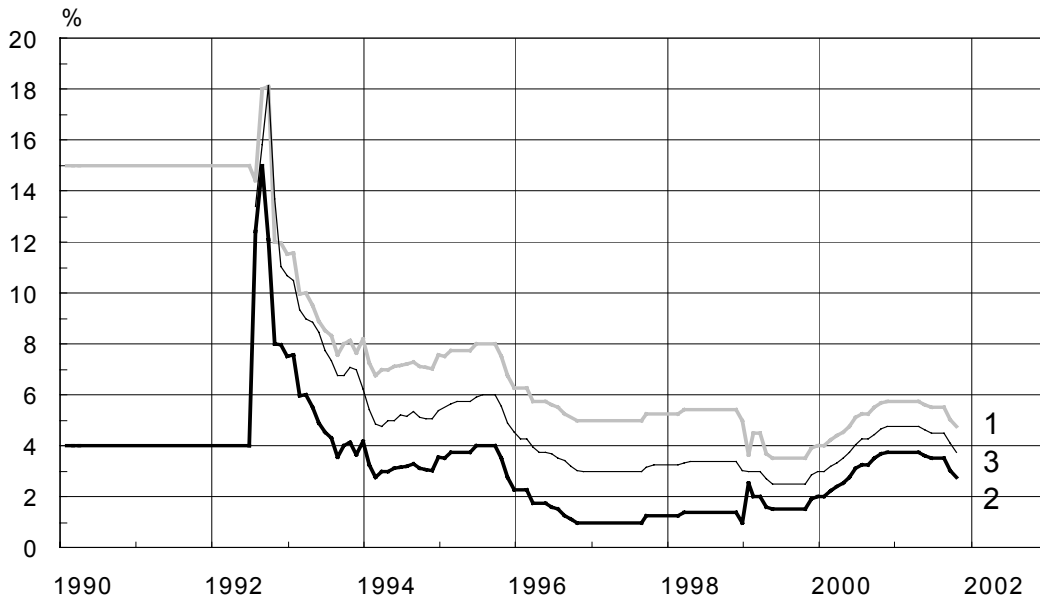
Kuvio 5.

Saksan markan markkakurssi



Kuvio 6.

Rahapoliittiset korot



Lähteet: Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki.

Huom. Ennen vuotta 1999 Suomen Pankin korot. 1999 alkaen EKP:n korot.

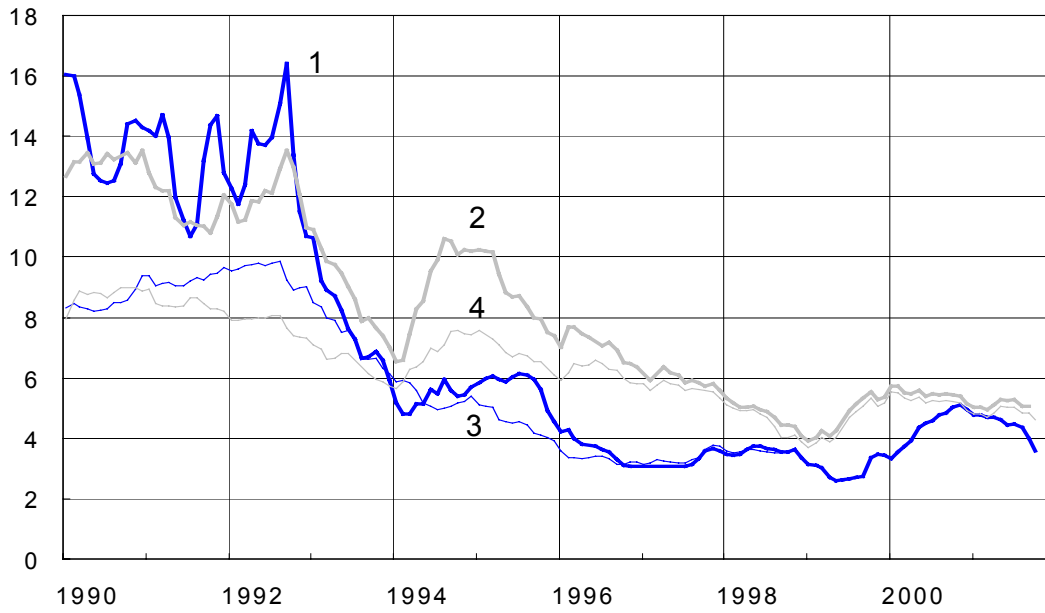
1 Maksuvalmiusluoton korko

2 Maksuvalmiusjärjestelmän talletusten korko

3 Perusrahoitusoperaatioiden korko / minimitarjouskorko (huutokauppakorko ennen v. 1999)

Kuvio 7.

Korot Suomessa ja Saksassa

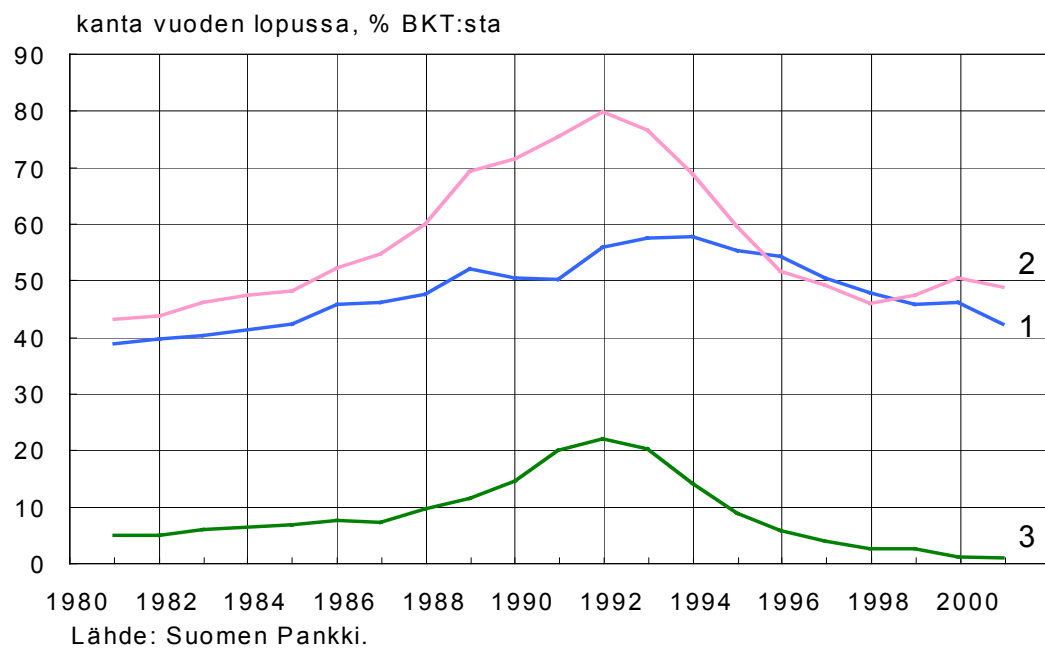


1 Suomi, 3 kk
3 Saksa, 3 kk

2 Suomi 10 v.
4 Suomi 10 v.

Kuvio 8.

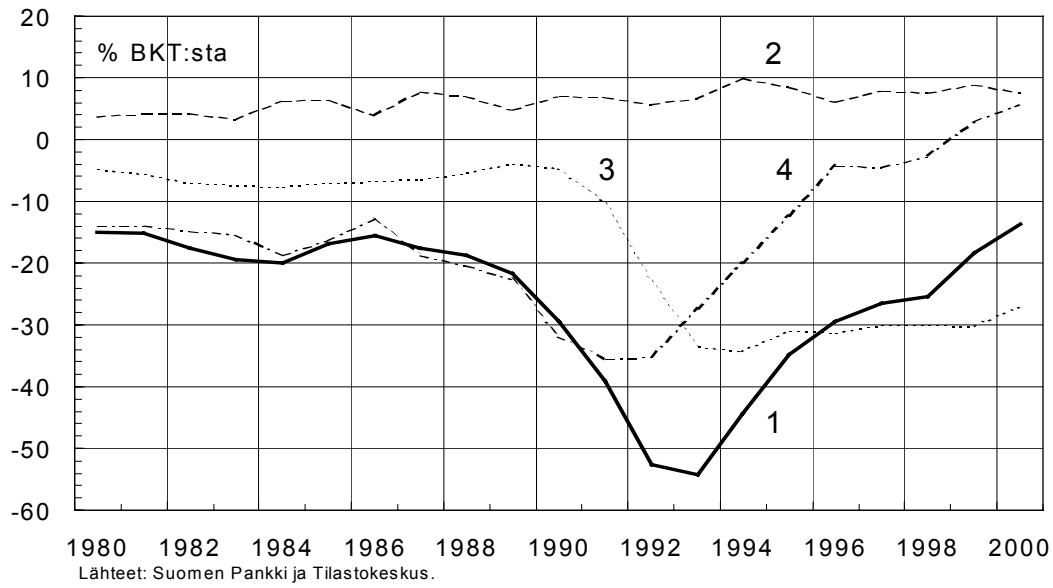
Pankkien yleisöluotot ja -talletukset



1 Talletukset
2 Luotot
3 Siitä: valuuttaluotot

Kuvio 9.

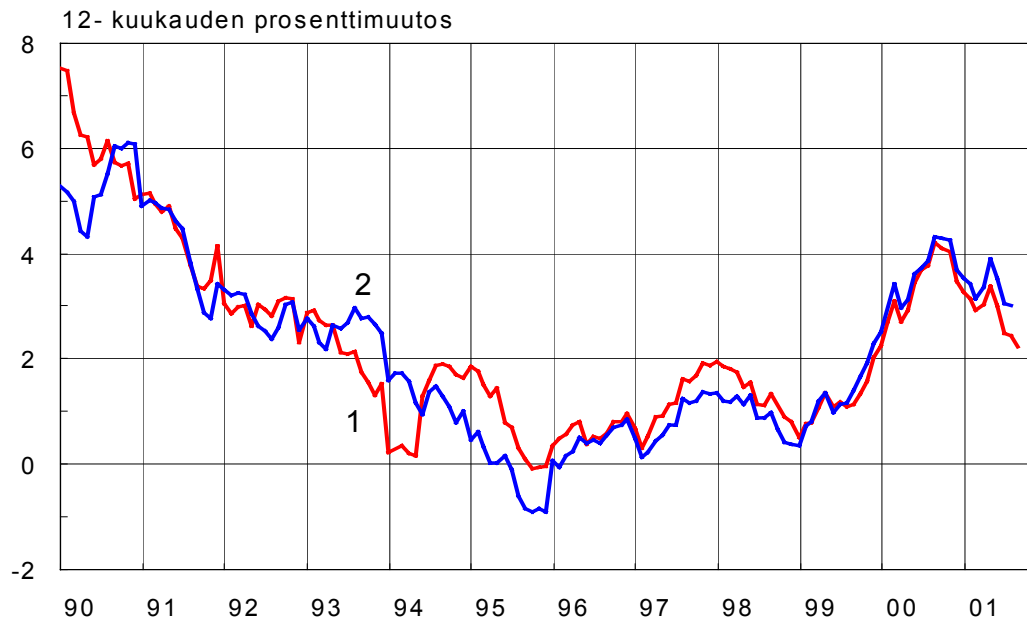
Suomen ulkomainen nettovarallisuus sektoreittain



- 1 Koko nettovarallisuus ilman oman pääoman eriä
- 2 Suomen Pankki
- 3 Valtio
- 4 Muut sektorit ilman oman pääoman eriä

Kuvio 10.

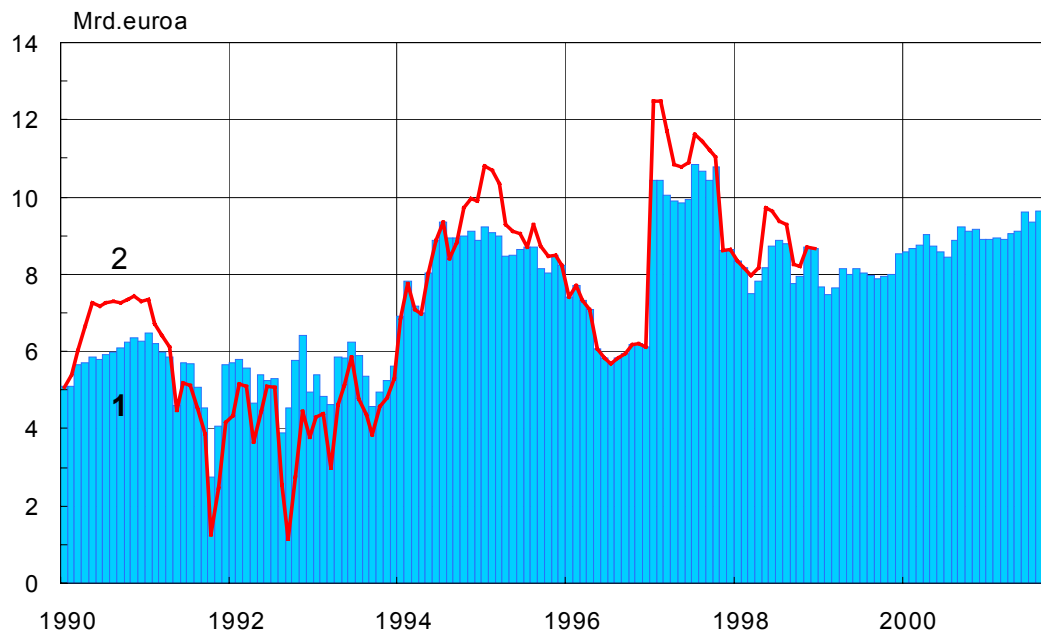
Kuluttajahintainflaatio



- 1 Kuluttajahintaindeksi
- 2 Pohjainflaatio indikaattori

Kuvio 11.

Suomen Pankin valuuttavaranto



- 1 Valuuttavaranto
- 2 Valuuttavaranto ja terminipositio

Lähteet

Muistion tiedot perustuvat pääasiassa Suomen Pankin vuosikertomuksiin, Suomen Pankin Bulletinissa ja Markka ja Talous -julkaisussa esitettyihin artikkeleihin sekä pankin erityisjulkaisuihin.

Suomen 1990-luvun alun talous- ja pankkikriisistä on julkaistu lukuisia selvityksiä, joista todettakoon mm. seuraavat englanninkieliset:

Bordes, C. – Currie, D. – Söderström, H.T. (1993) **Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy**. Bank of Finland, Publication D:9.

Nyberg, Peter – Vihriälä, Vesa (1994) **The Finnish banking crisis and its handling**. Bank of Finland Discussion Paper no. 7/94.

Finnish Economic Papers (1996) **Special Issue on the Crisis of the Finnish Economy**. Vol 9, nr. 1.

Vihriälä, Vesa (1997) **Banks and the Finnish Credit Cycle 1986–1995**. Bank of Finland Studies E:7.

Vihriälä, Vesa (1997) **Causes of the credit bubble**. Bank of Finland Bulletin, March 1997.

Honkapohja, Seppo – Koskela, Erkki (1999) **The economic crisis of the 1990s in Finland**. ETLA (The research institute of the Finnish economy) discussion papers, no. 683

Suomen Pankin raha- ja valuuttapolitiikkaa sekä kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehitystä 1990-luvulla on esitelty englanninkielisissä erityisartikkeleissa lähinnä Bank of Finland Bulletinissa:

Pikkarainen, Pentti – Tyrväinen, Timo (1993) **The Bank of Finland's Inflation Target and the Outlook for Inflation over the Next Few Years**. Bank of Finland Bulletin, June-July 1993.

Åkerholm, Johnny (1994) **Finlands Experience with a Floating Exchange Rate**. Bank of Finland Bulletin March 1994.

Lahdenperä, Harri (1995) **The Finnish money market from the mid-1980s to the present day**. Bank of Finland Bulletin, February 1995

Saarenheimo, Tuomas (1996) **A framework for assessing the equilibrium exchange rate for the Finnish markka**. Bank of Finland Bulletin, February 1996.

Ahonen, Jukka – Pyyhtiä, Ilmo (1996) **Integrating Finland's economy into the EU**. Bank of Finland Bulletin, May 1996.

Koskenkylä, Heikki – Vesala, Jukka (1996) **The Finnish banking sector: performance and future prospects**. Bank of Finland Bulletin, June-July 1996.

- Pikkarainen, Pentti (1996) **Some perspectives on the principles of monetary policy with a floating markka.** Bank of Finland Bulletin, August 1996.
- Hämäläinen, Heikki T. – Vehmas, Maritta (1996) **Amendments to the Currency Act.** Bank of Finland Bulletin, August 1996.
- Finland joins the EU exchange rate mechanism, Bank of Finland Bulletin, October 1996
- Hämäläinen, Sirkka (1996) **Finland and the EMU: some perspectives.** Bank of Finland Bulletin, November 1996.
- Lehtonen, Martti (1996) **Fiscal policy and public finances.** Bank of Finland Bulletin, November 1996.
- Kuosmanen, Hannele (1996) **Experiences with reserves averaging.** Bank of Finland Bulletin, December 1996.
- Pikkarainen, Pentti – Suvanto, Antti – Hukkinen, Juhana – Pyyhtiä, Ilmo (1997) **Monetary policy in Finland, experiences since 1992.** BIS Policy papers No. 2, Monetary policy in the Nordic countries since 1992.
- Lindgren, Arno – Vehmas, Maritta (1997) **Revision of the Act on the Bank of Finland.** Bank of Finland Bulletin, September 1997.
- Vanhala, Matti (1997) **Monetary policy in 1998.** Bank of Finland Bulletin, December 1997.
- Ollila, Esko (1998) **EMU and the Finnish financial markets.** Bank of Finland Bulletin, March 1998.
- Peisa, Paavo – Vehmas, Maritta (1998) **Act on the Bank of Finland made compatible with Stage Three of EMU.** Bank of Finland Bulletin, June-July 1998.
- Kontulainen, Jarmo – Vehmas, Maritta (1998) **Changes in the reference rate system with the changeover to monetary union.** Bank of Finland Bulletin, December 1998.