

Christian Bordes  
David Currie  
Hans Tson Söderström

Kolme arviota  
Suomen talouskriisistä  
ja talouspolitiikasta

Kolme arviota  
Suomen talouskriisistä  
ja talouspolitiikasta



Christian Bordes  
David Currie  
Hans Tson Söderström

Kolme arviota  
Suomen talouskriisistä  
ja talouspolitiikasta

ISBN 951-686-376-0  
ISSN 0781-4429

# Esipuhe

Vuoden 1992 lopulla Suomen Pankissa syntyi ajatus pyytää talouspoliittiseen keskusteluunne mukaan osallistujia, jotka olisivat paitsi talouspoliittisen analyysin auktoriteetteja myös ehdottoman ulkopuolisia, vailla kotikenttäämme liittyviä sidoksia ja lojaalisuuskytkentöjä. Perusteellisen etsinnän tuloksena Suomen Pankki lähestyi kolmea kansainvälisesti arvostettua taloustieteen professoria antamalla heille toimeksiannon, joka oli eräänlainen lausuntopyyntö: perusteltu lausunto Suomen talouden tilan syistä samoin kuin talouden ja talouspolitiikan tulevista mahdollisuuksista. Suomen Pankki ilmoitti julkaisevansa professorien lausunnot sellaisinaan, sisällöstä riippumatta ja ilman ennakkotarkistuksia.

Pankki kutsui seuraavat kolme asiantuntijaa:

- Professori Christian Bordes, Université de Bordeaux
- Professori David Currie, London Business School
- Professori Hans Tson Söderström, Handelshögskolan i Stockholm ja Studieförbundet Näringsliv och Samhälle (SNS).

Asiantuntijoita pyydettiin esittämään näkemyksensä seuraavista kysymyksistä:

- Mitkä ovat talouden nykyiseen tilaan johtaneet lyhyen ja pitkän aikavälin syyt, talouspolitiikan osuus mukaan lukien?
- Mitkä ovat vakaaseen rahanarvoon tähtäävän politiikan ja talouden rakennekehityksen (työllisyys ja kasvu) väliset yhteydet?
- Mikä talouspolitiikka, mukaan lukien rahapolitiikka, näyttäisi suositeltavalta tänä päivänä ja keskipitkällä aikavälillä?

Asiantuntijoita pyydettiin keskittymään talouden kokonaiskehitykseen ja talouspolitiikan eri lohkojen merkitykseen tässä yhteydessä.

Suomen Pankki julkisti lausunnot — suomeksi vain tiivistelmät — heti ne saatuaan kesäkuun 29. päivänä 1993. Nyt raportit julkistetaan kahtena niteenä, suomennettuna ja englanninkielisenä. Raportit ansaitsevat vakavan huomion ja kriittisen arvion taloustieteilijöiden ja talouspolitiikan tekijöiden kentässä. Ne eivät ole sisällöltään ensisijaisesti rahapolitiittisia, vaan niiden kohteena on talous ja talouspolitiikka kokonaisuudessaan, joten niiden soisi saavan laajaa huomiota.

Projektia on koordinoanut Suomen Pankin tutkimusosaston päällikkö Heikki Koskenkylä. Suomen-vierailujensa yhteydessä asiantuntijoilla oli lukuisia tapaamisia Suomen tutkimuslaitosten, yliopistojen, viranomaisten ja etujärjestöjen ekonomistiedustajien kanssa. Myös Suomen Pankki esitteli vieraille talouden tilaa ja talouspolitiikkaa.

Helsingissä elokuun 16. päivänä 1993

Matti Vanhala

# Sisällys

	sivu
Esipuhe	5
Suomen kansantalous Noususuhdanne, velka, kriisi ja tulevaisuudennäkymät Christian Bordes	9
Suomen talouskriisi Analyysi ja ehdotukset David Currie	95
Suomen talouskriisi Syyt, luonne ja talouspolitiikan vaihtoehdot Hans Tson Söderström	135
Kirjoittajat	223





# Suomen kansantalous

## Noususuhdanne, velka, kriisi ja tulevaisuudennäkymät

Professori Christian Bordes  
Bordeaux'n yliopisto (I)

### Sisällys

Alkusanat	11
Johdanto, yhteenveto ja tärkeimmät suositukset	12
Kriisiin johtaneet tapahtumat	12
Kriisi	13
Kriisin jälkeinen aika	13
1 Kriisiin johtaneet tapahtumat (1984–1988)	18
1.1 Johdanto	18
1.2 Rahoitusjärjestelmän vapauttaminen	19
1.2.1 Perinteinen järjestelmä ja muutospainet	19
1.2.2 Kotimaisten rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen	20
1.2.3 Ulkomaisten pääomanliikkeiden vapauttaminen	20
1.2.4 Arvio	21
1.3 Vapauttamisen vaikutukset kysyntään	24
1.3.1 Säästämisasteen lasku	24
1.3.2 Varallisuushintojen nousu, varallisuus ja säästäminen	25
1.3.3 Lainanoton verotukselliset kannustimet	28
1.3.4 Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen paranemisen vaikutus	31
1.4 Rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen makrotaloudellinen merkitys ja viranomaisten reaktiot	34
1.4.1 Makrotaloudellinen merkitys	34
1.4.2 Raha- ja finanssipolitiikan linja	35
1.4.3 Selityksiä finanssipolitiikan linjanvalintaan	37
2 Kriisi (1989–1992)	39
2.1 Johdanto	39
2.2 Varallisuusarvojen romahdus	40
2.2.1 Rahamarkkinoiden kiristyminen	40
2.2.2 Varallisuushintojen lasku	42
2.2.3 Markan revalvointi	43

2.3	Vaikutus kotitalous- ja pankkisektoriin	44
2.3.1	Kotitaloussektorin rahoitusvaikeuksien lisääntyminen	44
2.3.2	Pankkisektorin tuloksen huononeminen	47
2.3.3	Korkoloukku ja korkokatteen heikkeneminen	49
2.3.4	Altistuminen luottoriskeille ja pankkien sijoituskohteiden laadun huononeminen	50
2.4	Reaalitalouden raju heikkeneminen	52
2.4.1	Pankkijärjestelmän reaktiot	52
2.4.2	Kotitalouksien reaktiot	54
2.4.3	Idänkaupan romahdus	55
2.4.4	Vaikutus yrityssektoriin	56
2.4.5	"Vahvan markan" politiikan epäonnistuminen	59
3	Kriisin jälkeinen aika (1992—)	60
3.1	Johdanto	60
3.2	Väliaikaiset elpymistä edistävät tekijät	61
3.2.1	Markan devalvoituminen	61
3.2.2	Maltillinen palkkaratkaisu	64
3.2.3	Hidas inflaatio	65
3.2.4	Laman päätyminen ja elpymisen ehdot	65
3.3	Sopeutuminen ja talouspolitiikka	70
3.3.1	Finanssipolitiikan muutoksen tarpeellisuus	70
3.3.2	Uskottava finanssipolitiikan ohjelma	73
3.3.3	Yksityistäminen ja julkisen talouden sopeuttaminen	75
3.3.4	Tuloratkaisun merkitys rahapolitiikan kannalta	76
3.4	Paluu kiinteään valuuttakurssin järjestelmään	80
3.4.1	Onko kelluvan markan järjestelmä Suomen kannalta optimaalinen? Katsaus Suomen historiaan	80
3.4.2	Devalvaation rajat Suomen nykyisessä taloudessa	82
3.4.3	Nykyisen talouspoliittisen asetelman soveltumattomuus pitkällä aikavälillä	84
3.4.4	Pohjoismainen rahajärjestelmä?	86
3.4.5	Liittyminen talous- ja rahaliittoon?	87
	Liite	88
	Lähteet	91

# Alkusanat

Tämän raportin laatiminen aloitettiin tammikuussa 1993 Suomen Pankin pyynnöstä. Minun toivottiin keskittyvän seuraaviin aihepiireihin:

- kansantalouden nykyiseen tilaan johtaneet pitkän ja lyhyen aikavälin syyt, talouspolitiikan osuus mukaan lukien
- yhteydet vakauttamispolitiikan (rahamarkkinoiden vakaus) ja rakenteellisen kehityksen (työllisyys ja kasvu) välillä
- talouspolitiikan linjaukset (rahapolitiikka mukaan lukien) jotka vaikuttaisivat tarkoituksenmukaisilta nykytilanteessa ja keskipitkän ajan kuluessa.

Olen yrittänyt esittää henkilökohtaiset näkemykseni näistä kolmesta aihepiiristä johdonmukaisesti kolmeen lukuun jakautuvassa raportissani. Kahta ensimmäistä aihepiiriä käsittelen pääasiallisesti kahdessa ensimmäisessä luvussa, kolmannessa luvussa käsittelen viimeistä aihepiiriä. Haluan kiittää Suomen-vierailujeni yhteydessä tapaamiani suomalaisia asiantuntijoita: tohtori Heikki Koskenkylää (Suomen Pankin tutkimusosaston päällikkö) hänen avustaan koko raportin laatimisen aikana, Virpi Anderssonia, Vappu Ikosta, Anneli Majavaa, Hanna-Leena Männistöä ja Kari Takalaa tutkimusavusta, sekä Leena Helmistä ja Johanna Jatilaa tietojen keräämisestä. Haluaisin myös kiittää J. Åkerholmia, E. Girardinia, K. Klappholzia ja J. Mélitzia niistä hyödyllisistä kommentteista, joita he esittivät tämän raportin ensimmäisen version pohjalta. Otan yksin vastuun tämän raportin sisällöstä.

Kesäkuussa 1993  
Christian Bordes

# Johdanto, yhteenveto ja tärkeimmät suositukset

## Kriisiin johtaneet tapahtumat

Kaikki Suomen kansantaloutta uhkaavan kriisin ainekset olivat havaittavissa vuosina 1984–1988. Rahoitusjärjestelmän liberalisointi — kovan paineen alaisena — saattoi talouden sekaisin. Tämä johti varallisuushintojen — erityisesti osakkeiden ja asuntojen hintojen — poikkeuksellisen voimakkaaseen, spekulatiiviseen vauhdittamaan nousuun sekä lisääntyneeseen lainarahalla keinotteluun, jota verohelpotukset edesauttoivat. Taloudellisen nousun pääasiallinen rahoittaja oli pankkisektori. Tavaroiden ja palvelusten kysyntä kasvoi nopeasti. Finanssipolitiikka ei tähän kehitykseen nähden ollut kyllin tiukkaa kysynnän rajoittamiseksi, ja rahapolitiikan ainoana mahdollisuutena olisi ollut markan revalorointi.

Sinänsä rahoitusjärjestelmän vapauttaminen Suomessa toteutettiin yleisten rahoitusperiaatteiden mukaisesti. Kahta piirrettä tässä prosessissa voidaan kuitenkin arvostella. Ensiksikään pankkilainsäädäntöä ei ollut riittävästi sopeutettu vastaamaan uusia rahoitusolosuhteita. Toiseksi lainsäädäntö esti verottomia tilejä koskevien rajoitusten poistamisen, kun taas antolainauksen keskikorkoa ja maksimikorkoa koskevat määräykset kumottiin. Tämän vuoksi pankkien antolainauksen marginaali kasvoi säännöstelyn purkuvaiheen aikana, ja vapautuminen johti luotontarjonnan sekä yksityisen sektorin velkaantuneisuuden ylenmääräiseen kasvuun.

Rahoitusjärjestelmän vapautumisen yhteydessä varallisuushinnat — erityisesti asuntojen ja osakkeiden reaali hinnat — nousivat. Kotitalouksien velat lisääntyivät kuitenkin niiden varoja nopeammin ja kasvoivat reaalisesti miltei kaksinkertaisiksi. Kotitalouksien säästämisaste laski varallisuusvaikutuksen vuoksi. Rahoitusjärjestelmän vapauttamisen ja korkojen verokohtelun vuorovaikutus selittää säästämisasteen laskun. Kysyntää tuki myös ulkomaankaupan vaihtosuhteen suotuinen kehitys, mutta sen vaikutus noususuhdanteeseen oli vähäinen verrattuna liberalisoinnin aiheuttamaan varallisuusvaikutukseen.

Tämän ajanjakson aikana finanssipolitiikassa ei kertaakaan omaksuttu sellaista rajoitettavaa linjausta, jota olisi tarvittu. Päinvastoin vuonna 1987 finanssipolitiikka tuli jopa aiempaa ekspansioisemmaksi. Ekspansioisista finanssipolitiikkaa voidaan pitää poliittisten syiden ja epäonnistuneiden ennusteiden seurauksena. Liberalisoinnin vuosina Suomen viranomaiset olivat erittäin haluttomia toteuttamaan rajoittavia toimenpiteitä, koska oli olemassa (kansainvälisiä) ennusteita suhdannetaantumasta.

# Kriisi

Valitettavasti Suomi on malliesimerkki varallisuushintojen nousua ja jyrkkää laskua seuraavasta reaalityalouden romahduksesta. Varallisuushinnat alkoivat Suomessa laskea vuoden 1989 alussa, kun rahamarkkinat useimmissa länsimaissa kiristyivät. Tässä tilanteessa korkojen nousulla ja siihen liittyvällä varallisuushintojen laskulla oli välitön ja lamaannuttava vaikutus kotitaloussektoriin. Rahoitusvaikeuksista kertovat signaalit alkoivat moninkertaistua, mitä todisti myös se, että vuonna 1989 yhä useammat kotitaloudet eivät kyenneet hoitamaan lainojensa takaisinmaksua. Samoihin aikoihin pankkijärjestelmän tilanne huononi. Tämä johtui pääasiassa liiallisesta altistumisesta korko- ja luottoriskeille, kun korot nousivat ja kotitaloussektorin maksukyky heikkeni. Kotitalouksien pyrkimys lisätä säästämistä ajoi kansantalouden lamaan. Yksityinen kulutus romahti. Syksyllä 1990 kriisi iski yrityssektoriin semminkin kun kauppa Neuvostoliiton kanssa samanaikaisesti romahti.

On monia syitä siihen, miksi Suomen viranomaisten noihin aikoihin ylläpitämä "vahvan markan" politiikka epäonnistui. Ensiksikin vaikutti siltä, että markan sitominen ecuun johtui pikemminkin Norjan ja Ruotsin aiemmin tekemien vastaavien päätösten aiheuttamasta paineesta kuin Suomen viranomaisten harkitusta päätöksestä. Toiseksi markan sitominen ecuun edellytti, että Suomen tuli hyväksyä Euroopan keskimääräinen hintojen nousuvauhti, vaikka inflaatio Suomessa oli tuolloin nopeampi. Koska nimellisten palkkojen ja hintojen sopeutuminen on Suomessa kuitenkin hidasta, markkinat päättelivät, että tämän hitaan sopeutumisen vuoksi inflaation nopea hidastaminen EY:n inflaatiiovauhdin mukaiseksi aiheuttaisi sellaiset tuotannon menetykset, joita ei voitaisi hyväksyä. Lopuksi vahvan markan politiikan uskottavuus sai vakavan kolauksen vuoden 1992 alussa, kun kiista hallituksen kanssa johti Suomen Pankin pääjohtajan eroon.

## Kriisin jälkeinen aika

On heti aluksi tunnustettava, että ei näytä olevan olemassa mitään ihme-lääkettä, jolla jonkin maan talous saataisiin nopeasti pois velan ja laman kierteestä. Ennen arveltiin, että inflaatio — joka osaltaan parantaisi velallisten asemaa — olisi paras lääke. Tätä lääkettä ei voida enää käyttää nykyisissä olosuhteissa, joissa rahoitusmarkkinoiden vastareaktio johtaisi korkojen nousuun ja valuutan devalvoitumiseen, mikä päinvastoin vain pahentaisi velallisten vaikeuksia. Siksi on pelättävissä, että Suomen kotitalouksien, pankkien ja yritysten taloudellisen tilanteen paraneminen tulee viemään aikaa.

Tämä raportti puolustaa sitä kantaa, että 1) kun Suomen kansantalouden nykyinen tilanne otetaan huomioon, kireän finanssipolitiikan, kevenetyn rahapolitiikan ja kelluvan markan yhdistelmä edistää sopeutumista parhaalla tavalla; tämänkaltainen politiikkayhdistelmä edistää korkojen laskua ja keventää yksityistä sekä julkista velkataakkaa, joka on yksi talouden elpymisen pääasiallisista esteistä, 2) Suomen kansantalouden normaali ympäristö ja rakenteelliset piirteet huomioon ottaen rahapolitiikan nykyiset puitteet eivät ole parhaat mahdolliset pitkällä aikavälillä, ja paluu kiinteän valuuttakurssin järjestelmään — mahdollisesti pohjoismaisen rahajärjestelmän ja/tai EMU:n sisällä — olisi suositeltavaa.

Suomen kansantalouden viimeaikaisessa kehityksessä on havaittavissa kolme suotuisaa tekijää, jotka tulevat helpottamaan talouden sopeutumista: 1) markan voimakas devalvoituminen, 2) väliaikainen luopuminen palkkojen (tosiasiallisesta) indeksisidonnaisuudesta ja 3) inflaation hidastuminen. Näissä oloissa ei ole epärealistista olettaa, että lama tulee päättyämään vuonna 1993 ja että vuonna 1994 alkaa hidas elpyminen. Markan heikkenemisestä aiheutuva etu on niin huomattava, ettei ole tarpeen mennä sen pitemmälle ja ottaa avuksi kilpailevaa devalvoitopolitiikkaa. Tällä hetkellä useimpia Euroopan maita houkuttelee mahdollisuus päästä lamasta naapureiden kustannuksella. Tällaiseen politiikkaan ryhtyminen olisi tuhoisaa kaikille. Samasta syystä olisi erittäin tuhoisaa käyttää sellaisia keinoja, joilla pyritään lisäämään vientiä ja vähentämään tuontia; tämä voisi aiheuttaa vahinkoa Suomen ja sen pääasiallisten kauppakomppanien välisiin kauppasuhteisiin erityisesti Euroopassa ja häiritä näiden suhteiden myöhempää kehitystä EY:n yhteydessä. Suomen viranomaisten tulee rajoittaa mikrotaloudellisiin toimenpiteisiin, joilla nopeutetaan resurssien välttämätöntä siirtymistä avoimeen sektoriin — tällaisia toimenpiteitä olisivat esimerkiksi eräiden valtionyhtiöiden uudelleenorganisointi ja yksityistäminen — tai sellaiset toimenpiteet, jotka tähtäisivät suhteellisten palkkojen kasvuun avoimella sektorilla sekä lisääntyvään kilpailuun suljetulla sektorilla.

Suomen viranomaisten tulee hyödyntää edellä mainittuja suotuisia tekijöitä elpymisen nopeuttamiseksi. Finanssipolitiikassa tulisi tehdä kaikki voitava julkisen talouden rahoitustilanteen parantamiseksi. Tämän takia vakauttaminen tulee pääasiassa riippumaan siitä, että noudatetaan ekspansiivista rahapolitiikkaa. Viranomaisten tehtävää helpottaisi, jos kyettäisiin nopeasti aikaansaamaan sopimus, joka takaisi, että palkankorotuksista pyrittäisiin pidättäytymään vuonna 1994 (ja mahdollisesti myös vuonna 1995). Mikäli näin tapahtuisi, voitaisiin realistisesti odottaa rahamarkkinoiden merkittävää keventymistä sekä huomattavaa korkojen laskua, joka aiheutuisi poliittisen riskin pienentymisestä sekä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden odotettavissa olevasta suotuisasta kehityksestä. Tämä pienentäisi osaltaan sekä julkista että yksityistä velkataakkaa ja hel-

pottaisi taloudellisen toiminnan elpymistä. Mitä pikemmin palkkoja koskeva sopimus voidaan uudistaa, sen parempi. Palkkojen vakauttamista helpottaakseen hallitus voisi esittää vastineeksi joitakin rakenteellisia uudistuksia, jotka hyödyttäisivät palkansaajia alentamalla kuluttajahintoja ja lisäämällä siten palkansaajien ostovoimaa. Tässä yhteydessä tulee harkita maatalouden tukimuotojen tarkistamista sekä elintarvikkeiden jakelujärjestelmän uudistamista.

Mikäli hallitus voisi julkistaa näitä alueita koskevan uudistusohjelman, se voisi saada työmarkkinajärjestöt jatkamaan nykyistä tulosopimusta vuodeksi 1994 (ja vuodeksi 1995). Mutta vaikka näin tapahtuisikin, kaikki epävarmuustekijät eivät silti olisi poistuneet. Jotkin rahapolitiikan toteuttamiseen ja sen tehokkuuteen vaikuttavat epävarmuustekijät, jotka liittyvät epävakauteen rahamarkkinoiden käyttäytymisessä ja/tai luottolamaan, tulevat säilymään.

Täytyy pitää mielessä, että ne suotuisat kehityspiirteet — erityisesti maltilliset tulosopimukset — jotka helpottavat Suomen kansantalouden sopeutumista, ovat vain väliaikaisia. Olisi epärealistista luottaa niiden pysyvyyteen. Mielestäni nykyiset rahapolitiikan lähtökohdat, joihin kuuluvat kelluva valuuttakurssi sekä rahapolitiikan käyttö talouden tasapainottumisen ja vakauden takaamisessa, eivät ole ajan mittaan ihanteellisia, kun otetaan huomioon Suomen talouden ympäristö ja sen rakenteelliset piirteet sekä Suomen talouspolitiikan uskottavuus. Suomen rahapolitiikka ei vaikuta tarpeeksi tehokkaalta ja uskottavalta, jotta se yksin pystyisi takaamaan talouden tasapainottumisen ja hitaan inflaation. Mielestäni kiinteän valuuttakurssin järjestelmä — mahdollisesti pohjoismaisen rahajärjestelmän ja/tai EMU:n sisällä — yhdistettynä talouden vakauttamiseen finanssipolitiikan keinoin olisi pitkällä aikavälillä suositeltavampaa. Siksi Suomen viranomaiset voisivat nyt toteuttaa sarjan sellaisia toimenpiteitä, jotka vaikuttaisivat ensiaskelilta kohti tämän järjestelmän käyttöönottoa tulevaisuudessa. Ensiksikin mahdollinen yksityistämishjelma helpottaisi talouden sopeutumista vaikuttaessaan myönteisesti julkiseen talouteen ja edistäessään resurssien siirtymistä suljetulta avoimelle sektorille. Samanaikaisesti voitaisiin julkistaa joitakin institutionaalisia muutoksia, jotka tekisivät yleisölle ja markkinoille selväksi sen, että viranomaiset ovat jo suunnitelleet uuden, pysyvän järjestelmän käyttöönottoa. Nämä muutokset rohkaisisivat yleisöä sopeuttamaan oman käyttäytymisensä — erityisesti työmarkkinoilla kohti suurempaa joustavuutta — lähitulevaisuudessa vallitsevaan tilanteeseen. Tässä yhteydessä tulee harkita Suomen Pankin itsenäisyyden lisäämistä, sillä kansallisten keskuspankkien itsenäisyys on yksi Maastrichtin sopimuksen keskeisiä tavoitteita.



## KEHIKKO 1

### Kymmenen suositusta

1) Kun Suomen kansantalouden nykyinen tilanne otetaan huomioon, kireän finanssipolitiikan, kevennetyn rahapolitiikan ja kelluvan markan yhdistelmä edesauttaa sopeutumista parhaiten: tämänkaltainen politiikkayhdistelmä edistää korkojen laskua ja keventää yksityistä ja julkista velkataakkaa, joka on yksi talouden elpymisen pääasiallisista esteistä.

2) Huhtikuussa 1993 julkistetun kokonaisratkaisun toteuttaminen on ehdoton edellytys sopeuttamisen onnistumiselle – ratkaisuhan tähtää julkisten menojen vähentämiseen alkaen 2 prosentilla bruttokansantuotteesta vuonna 1994 ja päätyen 4 prosentin vähennykseen vuonna 1996.

3) Suomen kansantalouden viimeaikaisessa kehityksessä on havaittavissa kolme suotuisaa tekijää, jotka tulevat helpottamaan sopeuttamista: a) markan voimakas devalvoituminen, b) väliaikainen pidättäytyminen palkkojen (tosiasiallisesta) indeksisidonnaisuudesta ja c) inflaation hidastuminen. Markan heikkenemisestä aiheutuva etu on niin huomattava, ettei ole tarpeen mennä sen pitemmälle ja ottaa avuksi kilpailevaa devalvoitipolitiikkaa. Tällä hetkellä useimpia Euroopan maita houkuttelee mahdollisuus päästä lamasta naapureiden kustannuksella. Tällaiseen politiikkaan ryhtyminen olisi kuitenkin tuhoisaa kaikille.

4) Samasta syystä olisi erittäin tuhoisaa käyttää keinoja, joilla pyritään lisäämään vientiä ja vähentämään tuontia; tämä voisi aiheuttaa vahinkoa Suomen ja sen pääasiallisten kauppakumppanien välisiin kauppasuhteisiin erityisesti Euroopassa ja häiritä näiden suhteiden myöhempää kehitystä EY:n yhteydessä.

5) Edistääkseen välttämätöntä resurssien siirtymää avoimeen sektoriin Suomen viranomaisten tulee rajoittaa mikrotaloudellisiin toimenpiteisiin – kuten eräiden valtionyhtiöiden uudelleenorganisointiin ja yksityistämiseen (ks. myös kohta 7) – tai sellaisiin toimenpiteisiin, jotka tähtäisivät suhteellisten palkkojen kasvuun avoimella sektorilla sekä kilpailun lisääntymiseen suljetulla sektorilla (ks. kohta 6).

6) Sopeutumista helpottaisi nopeasti aikaansaattava sopimus, joka takaisi pyrkimyksen palkankorotuksista pidättäytymiseen myös vuonna 1994 ja mahdollisesti vuonna 1995.

(jatkuu seuraavalla sivulla)

## KEHIKKO 1

### Kymmenen suositusta (jatkoa)

- 7) Palkkojen vakauttamista helpottaakseen hallitus voisi esittää vastineeksi joitakin rakenteellisia uudistuksia, jotka hyödyttäisivät palkansaajia alentamalla kuluttajahintoja ja lisäämällä siten palkansaajien ostovoimaa. Tässä yhteydessä tulee harkita maatalouden tukimuotojen tarkistamista ja elintarvikkeiden jakelu-järjestelmän uudistamista.
- 8) Yksityistämishjelman käyttöönotto voisi myös helpottaa talouden sopeuttamista, koska sillä olisi myönteisiä vaikutuksia julkiseen talouteen.
- 9) Suomen kansantalouden normaali ympäristö ja rakenteelliset piirteet huomioon ottaen nykyiset rahapolitiikan puitteet eivät ole parhaat mahdolliset pitkällä aikavälillä, ja paluu kiinteän valuuttakurssin järjestelmään – pohjoismaisen rahajärjestelmän ja/tai mahdollisesti EMU:n sisällä – olisi suositeltavampaa.
- 10) Suomen viranomaiset voisivat nyt toteuttaa sarjan sellaisia toimenpiteitä, jotka vaikuttaisivat ensiaskeleilta kohti tämän järjestelmän käyttöönottoa tulevaisuudessa. Finanssipolitiikassa julkisen talouden tasapainottaminen etenee siihen suuntaan. Rahapolitiikassa tulee harkita Suomen Pankin itsenäisyyden lisäämistä, sillä kansallisten keskuspankkien itsenäisyys on yksi Maastrichtin sopimuksen keskeisiä tavoitteita.

# 1 Kriisiin johtaneet tapahtumat (1984–1988)

## 1.1 Johdanto

Tärkeimpien tavanomaisten makrotalouden indikaattoreiden perusteella vaikuttaa siltä, ettei Suomen kansantaloudessa tapahtunut mitään todella poikkeuksellista vuosina 1984–1988 (taulukko 1). Koko ajanjakso vaikuttaa täysin normaalilta, ja siinä voidaan helposti erottaa "klassisen" suhdannenousun kaksi selvää vaihetta. Ensiksi inflaatio laantui taloudellisen kasvun hidastumisen kustannuksella vuosina 1983–1986. Sitten taloudellinen kasvu nopeutui vuosina 1986–1988, ja samanaikaisesti oli havaittavissa merkkejä inflaation kiihtymisestä. Työttömyysaste pysyi koko tarkasteltavan ajanjakson kutakuinkin ennallaan eli noin 5 prosentissa, kun taas vaihtotase heikkeni jatkuvasti. Talouden kasvuvauhti oli keskimäärin 3.6 % ja inflaatio 6.2 %.

Taulukko 1.

**Makrotaloudelliset indikaattorit 1984–1988**

	1984	1985	1986	1987	1988
Inflaatio	8.9	5.1	4.6	5.3	6.9
BKT:n kasvu	3.1	3.3	2.1	4.0	5.4
Työttömyys	5.2	5.0	5.4	5.1	4.5
Vaihtotase/BKT	-0.0	-1.3	-1.1	-2.2	-2.9

Lähde: Suomen Pankki.

Tällaiset indikaattorit antavat kuitenkin liian suppean kuvan ajanjakson merkittävimmistä kehityspiirteistä. Jälkikäteen on mahdollista havaita noina vuosina kaikki uhkaavan kriisin ainekset. Rahoitusjärjestelmän vapauttaminen kovan paineen alaisena saattoi talouden sekaisin ja johti varallisuushintojen — erityisesti osakkeiden ja asuntojen hintojen — poikkeuksellisen voimakkaaseen, spekulaaation vauhdittamaan nousuun sekä lisääntyneeseen lainarahan käyttöön, jota verohelpotukset edistivät. Nousun pääasiallisena rahoittajana oli pankkisektori, jonka valvontaa ja säännöstelyä ei ollut riittävästi sopeutettu uuteen ympäristöön. Tavaroiden ja palvelujen kysyntä kasvoi nopeasti. Finanssipolitiikka ei tähän kehitykseen nähden ollut kyllin kireää kysynnän rajoittamiseksi, ja rahapolitiikan ainoana mahdollisuutena olisi ollut markan revalvointi. Tämän luvun eri osat analysoivat ajanjakson kehityspiirteitä tästä rahoituksen näkökulmasta. Osa 1.2 sisältää yleiskatsauksen ja arvion rahoitusjärjestelmän vapauttamisesta. Osa 1.3 käsittelee vapauttamisen vaikutusta kysyntään. Osa 1.4 tarkastelee viranomaisten reaktioita.

## 1.2 Rahoitusjärjestelmän vapauttaminen

### 1.2.1 Perinteinen järjestelmä ja muutospaineet

Aina 1980-luvun alkuvuosiin asti Suomen, kuten monien muidenkin teollistuneiden maiden, rahoitusjärjestelmä oli tiukasti säännöstelty ja hyvin suojattu. Tällä järjestelmällä oli kaksi tärkeää ominaisuutta. Ensinnäkin kotimaan näkökulmasta tarkastellen asetelmalle oli alkuaan ominaista 1) (keski)korkojen suora säännöstely, 2) pitkälle kehittyneiden raha- ja arvopaperimarkkinoiden puuttuminen ja 3) kehittynyt pankkisektori. Toiseksi säännöstelyyn kuului kansainvälisestä näkökulmasta katsoen kansainvälisten pääomavirtojen rajoituksia. Valuutansäännöstelyn pääasiallisena tavoitteena oli suojata maata ulkoisilta häiriötekijöiltä ja varmistaa Suomen rahapolitiikan itsenäisyys.

1980-luvulla ilmeni kansainvälinen suuntaus aiempaa vapaampia rahoitusmarkkinaoloja kohti, sillä ulkomaisten pääomanliikkeiden, yritysten ja pankkien kansainvälistymisen yms. merkitys kasvoi. Tuli aiempaa helpomaksi kiertää olemassa olevia määräyksiä, joiden tarkoituksena oli kontrolloida jotakin tiettyä toimintaa. "Rahalaitosten ja muiden yritysten lisääntyneet mahdollisuudet rahoittaa toimintaansa uusin tavoin ovat muodostaneet ongelman rahapolitiikasta vastaaville viranomaisille koko Euroopassa. Tarvittaisiin joko uusia ja entistä laaja-alaisempia sääntöjä estämään vallitsevan valvonnan kiertäminen, mikä taas tekisi näiden merkityksen lähinnä kosmeettiseksi, tai sitten tulisi hylätä hallinnollisten rajoitusten käyttö makrotaloudellisen politiikan keinona" (Miles 1992). Viranomaiset Suomessa — kuten useimmissa Euroopan maissa — valitsivat jälkimmäisen tien.

Tarve uudistaa Suomen rahoitusjärjestelmä oli yhteydessä korkokattojen, luotonsäännöstelyn ja muiden vastaavien rajoitusten purkamispaineisiin. Nämä 1980-luvun alun muutospaineet johtuivat kotimaisista ja kansainvälisistä syistä. Rahoitusmarkkinoiden — ja erityisesti rahamarkkinoiden — kehittyminen edelsi ajallisesti pääosaa säännöstelyn purkamisesta. Lisäksi muutospaineita aiheutti yritysten lisääntynyt kiinnostus rahoitusomaisuuden tuottoon; tämä kiinnostus johti siihen, että syntyivät säännöstelyn ulottumattomissa olleet ns. harmaan rahan markkinat. Harmaan rahan markkinoiden kehittyessä säännösteltyjen ja säännöstelemättömien korkojen välinen marginaali tuotti tuntuvia voittoja. Lopuksi Suomen kansantalouden lisääntyvä kansainvälistyminen vähensi asteittain perinteisen järjestelmän lujuuutta. Kun korot kaikkialla maailmassa nousivat, rahoituspalvelujen "kuljetuskustannukset" sähköisen tiedonvälityksen vallankumouksen ansiosta pienenivät. Samalla Suomen kansantalouden kansainvälistyminen kasvatti säännöstelyn suojissa rahoituksen välityksen tuottoja rajusti kannustaen sitä kautta kilpailun lisääntymistä.

## 1.2.2 Kotimaisten rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen

Vastatakseen paineisiin Suomen Pankki aloitti kotimaan pankkijärjestelmän säännöstelyn asteittaisen purkamisen: pankkien antolainauksen keskikorko sidottiin niiden varainhankinnan korkoon vuonna 1984, antolainauksen keskikorkoa koskevat rajoitukset kumottiin ja eräiden lainojen vaihtuvakorkoisuus sallittiin vuonna 1986, avomarkkinaoperaatiot sijoitustodistusmarkkinoilla otettiin käyttöön vuonna 1987, vaihtuvakorkoisuus sallittiin kaikkien lainojen osalta vuonna 1988,<sup>1</sup> ja primekorkojen käyttö kaikkien lainojen viitekorkoina sallittiin vuonna 1989. M2:n (eli liikkeessä olevan rahan sekä erilaisten pankkitalletusten summan) suhde bruttokansantuotteeseen — yleisesti käytetty rahoitusmarkkinoiden "kehittyneisyysasteen" mittari — kasvoi vuonna 1982 vallinneesta 0.33 prosentista 0.67 prosenttiin vuonna 1990. Säännöstelyn purku johti myös osakemarkkinoiden kasvuun. Helsingin Arvopaperipörssin vaihto ja osakkeiden hinnat nousivat nopeasti. Vuosikymmenen aikana osakkeiden markkinaarvon suhde bruttokansantuotteeseen kasvoi 4 prosentista 25 prosenttiin ja joukkovelkakirjalainojen nimellisarvon vastaava suhde noin 4 prosentista 13 prosenttiin (nämä prosenttiluvut olivat kuitenkin vielä suhteellisen vaatimattomia verrattuna muiden kehittyneiden markkinatalousmaiden vastaaviin suhdelukuihin). Vuoden 1989 lopussa osakkeiden markkinaarvo oli noin 15 kertaa ja liikkeellä olevien joukkovelkakirjojen nimellisarvo noin 9 kertaa suurempi kuin 1980-luvun alussa. Samana ajanjaksona osakkeiden arvon osuus koko rahoitusvarallisuudesta kasvoi noin 22.5 prosenttiin ja joukkovelkakirjojen vastaava osuus noin 12.5 prosenttiin.<sup>2</sup>

## 1.2.3 Ulkomaisten pääomanliikkeiden vapauttaminen

Pääomanliikkeiden vapauttaminen on edennyt varovaisesti. Se alkoi siitä, kun pääsyä termiinimarkkinoille helpotettiin vuonna 1980. Niitä lyhytaikaisia pääomanliikkeitä, jotka syntyivät ulkomaankaupan ja termiinkaupan viivästyminen, ei tarvinnut rajoittaa, kun taas pitkäaikaisia pääomanliikkeitä säännösteltiin tiukasti.<sup>3</sup> Kuten muissakin yhteyksissä on korostettu, tämä ero pääomanliikkeiden kohtelussa on ulkomaisen tarkkailijan mielestä yllättävä. Kun rahapolitiikan autonomia on valuutansään-

---

<sup>1</sup> Vuoden 1988 alusta pankit saivat käyttää uusien pitkäaikaisten asuntolainojensa viitekorkoina Suomen Pankin laskemia ja julkaisemia kolmen ja viiden vuoden markkinakorkoja.

<sup>2</sup> Malkamäki — Solttila 1991 s. 9.

<sup>3</sup> Lehto-Sinisalo 1992.

nöstelyn motiivina, tuntuisi järkevämältä säännellä mieluummin korkoihin herkästi reagoivia lyhytaikaisia pääomanliikkeitä.<sup>4</sup> Jäljelle jääneet rajoitukset eivät kuitenkaan olleet sitovia, ja ns. vuotokertoimen on vuosien 1975–1990 neljännesvuositietojen perusteella arvioitu olleen  $-0.944$ .<sup>5</sup> Tämä kuvastaa Suomen pääomamarkkinoiden miltei täydellistä kansainvälistä integroituneisuutta, sillä vuotokerroinhan mittaa kotimaisen rahantarjonnan sitä osuutta, joka pääomanliikkeiden kautta "vuotaa" ulkomaille. Sen vuoksi se kotimaisten korkojen nostovara, joka saadaan eliminoimalla pääomantuonnin vaikutukset likviditeettiin, on kokonaan hävinnyt pääomanliikkeiden vapauttamisen vuoksi.

#### 1.2.4 Arvio

Talusteoriasta voidaan löytää useita sellaisia rahoitusjärjestelmän vapauttamista puoltavia argumentteja, jotka tuntuvat soveltuvan Suomen tapaukseen. Tilanteessa, jossa korkosäännöstely rajoittaa lainoista ja talletustileistä saatavaa tuottoa, pankit suosivat suhteellisen turvallisia lainoja ja kaihtavat riskialttiita mutta mahdollisesti tuottoisampia ja hyödyllisempiä projekteja. Tässä tapauksessa säännöstelyn purku voi edistää kasvua saatamalla molempia hyödyttävällä tavalla yhteen ne sijoittajat, jotka hakevat hyvää tuottoa, sekä ne lainanottajat, joiden projektien odotettavissa oleva tuotto on suuri (esim. Cunningham 1991). Sen vuoksi rahoitusjärjestelmän säännöstelyn aikaansaamien taloudellisten vääristymien poistaminen edistäisi pääoman tehokasta kohdentumista kansantaloudessa, mikä taas vuorostaan edistäisi taloudellista kasvua. Luotto- ja korkosäännöstelyn purkamisen ansiosta rahoitusjärjestelmän vapauttamisen oletetaan myös johtavan hyvinvoinnin paranemiseen. Tämä perustuu siihen, että yksityishenkilöt ja yritykset voivat likviditeettirajoitusten vähentymisen vuoksi ottaa markkinakorkoista lainaa tasoittaakseen lyhytaikaisten tulonvaihteluiden vaikutuksia kulutusmenoihin.

Onnistuakseen on säännöstelyn purkamisen täytettävä useita edellytyksiä. Ensiksikin kotimaisten rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen tulee olla asteittaista. Useatkin argumentit puoltavat hidasta etenemistä. Tärkein niistä on se, että on vältettävä aiheuttamasta liian yhtäkkistä häiriötä rahoitusjärjestelmälle ja on varattava tarvittaviin kilpailukykyä edistäviin sopeutustoimiin sekä uudelleenjärjestelyihin riittävästi aikaa. Siirtymäkautta tarvitaan myös sen vuoksi, että vie aikaa ennen kuin yksilöt pystyvät sopeuttamaan käyttäytymisensä uuteen järjestelmään. Siirtymisen tiukasti säännöstelystä liberalisoituun järjestelmään tulee olla asteittainen. Tätä

---

<sup>4</sup> Swoboda 1986.

<sup>5</sup> Hämäläinen – Kovanen 1991.

ohjetta Suomen viranomaiset ovat noudattaneet. Suomen Pankin lähestymistapa perustui asteittaiseen etenemiseen. Tärkeimmät toimenpiteet olivat seuraavat: 1) Vuodesta 1983 Suomen Pankki pyrki asteittain yhdistämään harmaat markkinat viralliseen järjestelmään antamalla pankkien siirtää osa markkinahintaisen varainhankintansa kustannuksista antolainauskorkoihinsa. 2) Vuonna 1987 rahapolitiikassa siirryttiin hallinnollisesta säätelystä avomarkkinaoperaatioihin. Asteittainen lähestymistapa perustui käsitykseen, jonka mukaan lainanottajat tarvitsivat aikaa sopeutuakseen uuteen ympäristöön, kun säännöstelyn purkamisesta aiheutui riskejä pankkijärjestelmälle ja erityisesti pienille pankeille. Viranomaiset pelkäsivät myös, että liian nopea säännöstelyn purku voisi aiheuttaa virheitä talouspolitiikassa.

Toiseksi kotimaiset rahoitusmarkkinat täytyy vapauttaa ennen pääomanliikkeitä. On esitetty useita perusteluja, jotka tukevat käsitystä, että kotimaisia markkinoita koskeva säännöstely tulisi purkaa ensiksi ja valuutansäännöstely vasta sen jälkeen.<sup>6</sup> Tästä asiasta on Suomen tapauksessa vaikea antaa lopullista arviota. Kotimaisen ja ulkomaisen säännöstelyn purku alkoi samanaikaisesti: kaupankäynti termiinimarkkinoilla vapautettiin samaan aikaan kun harmaat markkinat kehittyivät. Mutta myöhemmin 1980-luvulla, kun kotimaisen säännöstelyn purku oli jo viety loppuun, ulkomaista säännöstelyä purettiin varovaisemmin. Joka tapauksessa Suomen rahoitusjärjestelmän tämänhetkiset ongelmat eivät ole aiheutuneet liian nopeasta altistumisesta ulkomaiselle kilpailulle.

Kolmanneksi säännöstelyn purkamisen täytyy onnistuakseen saada alkunsa kokonaisnäkemyksestä: tulee luoda uusia instrumentteja, kehittää uusia markkinoita, mukaan lukien termiinimarkkinat, ja täytyy selvästi ymmärtää, miten tärkeää on suoda jokaiselle yksilölle tai yritykselle mahdollisuudet suojautua riskeiltään.<sup>7</sup> Tämä koskee erityisesti korkoriskejä, sillä säännöstelyn purkamisen jälkeen kaikki korot ovat paljon entistä vaihtelevampia. Säännöksiä ja valvontajärjestelmiä tulee vahvistaa; pankkijärjestelmän asianmukainen valvonta on rahoitusjärjestelmän vapauttamisen onnistumisen ehdoton edellytys. Useimpia näistä ehdoista on noudatettu. Kaupankäynti standardoiduilla optioilla ja termiineillä alkoi Suomessa marraskuussa 1987, ja markkinoiden vapautuminen on edistänyt johdannaismarkkinoiden nopeaa kehitystä. Korkoriskien kasvaessa korkoterminien ja -optioiden käyttö riskienhallinnassa on yleistynyt.<sup>8</sup>

---

<sup>6</sup> Aiheesta enemmän, Swoboda 1986.

<sup>7</sup> Méлитз 1990.

<sup>8</sup> Jokivuolle – Koskinen 1991, Malkamäki – Solttila 1991.

Kun aikaa nyttemmin on kulunut, voidaan arvioida, että pankkilainsäädäntöä ei ollut riittävästi uudistettu vastaamaan uusia rahoitusolosuhteita.<sup>9</sup> Rahoitusmarkkinoiden muuttuessa Suomen pankkilainsäädännöstä tuli vanhentunutta. Suomella ei ollut rahalaitoksia koskevaa yleislainsäädäntöä. Olemassa olevat lait olivat peräisin vuodelta 1970, ja eri talletuspankkityyppejä säädeltiin eri laeilla. (Vasta vuonna 1988 tuli eduskunnan pankkivaltuustolta ehdotus kaikki talletuspankit kattavan pankkilain laatimiseksi.) Pankkien toimintaedellytykset eivät olleet sidoksissa niiden pääomapohjaan ja toiminnan luonteeseen. Ei myöskään ollut otettu käyttöön minkäänlaisia riskipainotusjärjestelmiä vakavaraisuuden laskemiseksi; talletuspankkien vakavaraisuusvaatimukset poikkesivat toisistaan eivätkä olleet perusteiltaan samanlaisia. Pankkitarkastusvirasto oli suoraan vastuussa liikepankkien, kiinnitysluottopankkien, luottoyhtiöiden, hypoteekkiyhdistysten sekä ulkomaisten pankkien edustustojen valvonnasta, mutta säästöpankkien ja osuuspankkien valvonta oli delegoitu kahdelle muulle valvontaviranomaiselle (Säästöpankkitarkastus ja Osuuspankkitarkastus). Suomi olisi tarvinnut uuden pankkilain jo säännöstelyn purkuprosessin alkaessa.

Kahta muutakin piirrettä tässä prosessissa voidaan arvostella. Ensimmäinen lainsäädäntö esti verottomia tilejä koskevien rajoitusten poistamisen, kun taas antolainauksen keskiporkkoa ja maksimikorkoa koskevat määräykset kumottiin. Talletusten veronhuojennuslaki esti kilpailun useimmilla pankkitalletuksilla, koska niiden verottomuus edellytti, että kaikkien pankkien piti soveltaa talletuksiin samoja ehtoja. Toiseksi, ja päinvastoin kuin useimmissa muissa länsimaissa, joissa säännöstelyn purkaminen ajoittui huomattavien budjettivajeiden aikaan, Suomessa ei säännöstelyn purkamista aloitettaessa ollut lainkaan budjettivajetta. Siksi Suomen Pankki päätti helpottaa kehitystä sijoitustodistusmarkkinoilla, joilla se teki omia interventioitaan.<sup>10</sup> Jotta näiden markkinoiden likviditeetti kasvaisi, päätettiin, että kaikkien sijoitustodistusten koron tuli olla sama liikkeeseenlaskijasta riippumatta. Tätä perusteltiin seuraavasti: erilaiset korot olisivat aiheuttaneet luottamusongelman ja lisänneet talletuspaon uhkaa korkean sijoitustodistuskoron pankeissa. Tällaisissa olosuhteissa jokaisella pankilla oli kuitenkin kannustin rahoittaa riskipitoista liiketoimintaa (ns. moral hazard -ongelma).

---

<sup>9</sup> Tämän kappaleen tiedot perustuvat IBCA:n (1992) tietoihin.

<sup>10</sup> Iso-Britannia on esimerkki maasta, jossa rahoitusjärjestelmä vapautettiin budjetin ollessa ylijäämäinen. Sellaisessa tilanteessa on vielä mahdollista laskea liikkeeseen valtionvekseleitä.



## 1.3 Vapauttamisen vaikutukset kysyntään

### 1.3.1 Säästämisasteen lasku

Kansainvälisessä vertailussa Suomi – kuten kaikki Pohjoismaat – on aina ollut alhaisen säästämisasteen maa. Monet tutkimukset ovat yrittäneet selittää Suomen säästämisasteen mataluutta. Siihen saattaisivat olla syynä valtion harjoittama yksilöllisten riskien taseus ja tuloja uudelleen jakava tulopolitiikka: Suomelle tyypillisiä ovat suuret sosiaaliturvamenot ja tulonsiirrot, jotka tasoittavat tulonjakoa ja ovat omiaan vähentämään säästämistä. Näiden tekijöiden merkitys Suomessa on kuitenkin tutkimuksen mukaan vähäisempi kuin muissa Pohjoismaissa.<sup>11</sup> Tässä yhteydessä en kuitenkaan keskity niinkään tähän matalaan "rakenteelliseen" säästämisasteeseen kuin sen laskuun vuosina 1984–1988.

Taulukko 2. **Yksityinen kulutus ja kotitalouksien nettosäästämisaste**

	Yksityinen kulutus, muutos, %	Säästämisaste, %
1984	2.75	4.61
1985	3.20	3.94
1986	4.10	1.92
1987	5.75	1.80
1988	4.99	-1.57

Lähde: Suomen Pankki.

Rahoitusmarkkinoiden säätelyä alettiin purkaa samaan aikaan kun yksityinen kulutus kasvoi nopeasti ja kotitalouksien säästämisaste laski (taulukko 2). Kulutusalttius kasvoi ja kulutus ylitti vuonna 1988 jo käytettävissä olevan tulon. Rahamarkkinoiden vapauttamisen ja korkojen verokohtelun yhteisvaikutus selittänee säästämisasteen laskun 1980-luvun lopulla.<sup>12</sup> Rahoitusmarkkinoiden vapautumisen yhteydessä asuntojen reaali hinnat ja muut varallisuushinnat nousivat ja lainanoton rajoituksia lievennettiin

<sup>11</sup> Koskela 1992 s. 8.

<sup>12</sup> Saattaa ensin vaikuttaa paradoksaaliselta, että säästämisaste laski reaalkorkojen noustessa rahamarkkinoiden vapauttamisen takia. Korkeiden korkojen positiivinen vaikutus säästämiseen kuitenkin jäi vähäisemmäksi kuin varallisuuden lisääntymisen aiheuttama negatiivinen vaikutus.

vähentämällä oman rahoituksen osuutta. Tämän vuoksi kotitalouksien säästämisaste laski varallisuusvaikutuksen vuoksi rahoitusmarkkinoiden vapautumisen jälkeen.<sup>13</sup> Koska ulkomaankaupan vaihtosuhte samana ajanjaksona kehittyi suotuisasti, lasku oli vielä selvempi.

### 1.3.2 Varallisuushintojen nousu, varallisuus ja säästäminen

Vuoden 1983 lopusta vuoden 1988 loppuun kotitalouksien varallisuus kasvoi nimellisesti 105.8 % (taulukko 3). Nopeimmin kasvoi osakkeiden (250.8 %) ja joukkovelkakirjojen (196.4 %) arvo, mutta ne muodostivat vain pienen osan koko varallisuudesta. Tämän vuoksi merkittävin oli asuntovarallisuuden arvon kasvu 123.2 prosentilla. Kokonaisvarallisuus kasvoi reaalisesti 80 %. Varallisuuden kasvu oli pääasiassa seurausta osakkeiden ja asuntojen hintojen noususta. Tämä nousu muodosti pohjan lainanoton kasvulle. Kotitalouksien velat lisääntyivät niiden varoja nopeammin ja kasvoivat reaalisesti miltei kaksinkertaisiksi. Varallisuuden suhde velkoihin laski 8.7:stä 7.9:ään. Kotitalouksien velkaantumisaste (eli kokonaisvelat suhteessa tuloihin) kasvoi 49.9 prosentista 78 prosenttiin. Vaikka velat kasvoivat, nettovarallisuus lisääntyi reaalisesti noin 75 % (ks. kehikko 2, jossa esitetään kansainvälinen vertailu). Kulutuksen ns. elinkaariteorian mukaan kotitalouksien kulutus riippuu niiden nykytuloista ja varallisuudesta. Mitä varakkaammiksi yksityishenkilöt tuntevat itsensä, sitä vähemmän taipuvaisia he ovat säästämään. Juuri näin näyttää käyneen Suomessa (kuten myös Isossa-Britanniassa). Kun asuntojen ja osakkeiden hinnat nousivat, suomalaisten epälikvidi varallisuus (eli asuntovarallisuus, maaomaisuus ja muu reaaliomaisuus), joka vuoden 1983 lopussa oli ollut 3.7 kertaa heidän käytettävissä olevien tulojensa suuruinen, kasvoi, kunnes se oli 5 kertaa suurempi vuoden 1988 lopussa. Tämä kehitys oli yksi pääsyy säästämisen romahdukseen. Lisäksi rahamarkkinoiden vapauttaminen mahdollisti perinteisesti lainanottoon liittyvien verotuksellisten etujen täyden hyväksikäytön.

---

<sup>13</sup> Koskela 1992 s. 9, Guiso – Jappelli – Terlizzese 1992.

## KEHIKKO 2

### Kotitalouksien varallisuus noususuhdanteen aikana: vertailu Suomen, Ison-Britannian ja Yhdysvaltojen kesken

Suomessa yksityishenkilöiden varallisuus kehittyi noususuhdanteen aikana samankaltaisesti kuin Ison-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Näissä kolmessa maassa kotitalouksien varat ja velat kasvoivat nopeasti ja niin, että velat kasvoivat varallisuutta nopeammin. Suomessa ja Ison-Britanniassa kotitalouksien varallisuus kuitenkin kasvoi nopeammin kuin Yhdysvalloissa ja nettovarallisuuden kasvusta valtaosa oli asunto-omaisuutta.

	Nimellinen kasvu, %			Reaalinen kasvu, %		
	Suomi	Iso-Britannia	Yhdysvallat	Suomi <sup>1</sup>	Iso-Britannia	Yhdysvallat <sup>1</sup>
<b>Varallisuus</b>						
– Asuntovarallisuus	123	215	63	97	104	27
– Rahavarat	127	227	83	101	112	42
– Yhteensä	106	182	76	80	83	37
<b>Velat</b>						
– Asuntolainat	113	309	122	87	166	73
– Muut velat	146	291	133	121	154	84
– Yhteensä	127	260	114	101	133	66
<b>Nettovarallisuus</b>						
– Asunto-omaisuus (netto)	125	191	-3	99	89	-24
– Varat/velat <sup>2</sup>	-0.8	-1.8	-1.2			

<sup>1</sup> Kuluttajahintojen nousu on otettu huomioon.

<sup>2</sup> Absoluuttinen muutos.

Lähteet: Suomen Pankki, The Amex Bank Review 16.1.1992 s. 4–5.

Taulukko 3.

**Suomen kotitalouksien varallisuuden kehitys  
noususuhdanteen aikana, milj. mk**

	1983/IV	1988/IV	Muutos, %	
			Nimellinen	Reaalinen <sup>1</sup>
<b>Varallisuus</b>				
– Asuntovarallisuus	335855	749719	123.2	97.4
– Osakkeet	11979	42028	250.8	225.0
– Talletukset	96524	195280	102.3	76.5
– Joukkovelkakirjat	12276	36383	196.4	170.6
– Maaomaisuus	172179	257121	49.3	23.5
– Muu kiinteä omaisuus	93010	204800	120.2	94.4
<b>Yhteensä</b>	<b>721824</b>	<b>1485332</b>	<b>105.8</b>	<b>80.0</b>
<b>Velat</b>				
– Asuntolainat	47453	100940	112.7	86.9
– Kulutusluotot	13102	37800	188.5	162.7
– Muut lainat	21943	48558	121.3	95.5
<b>Yhteensä</b>	<b>82500</b>	<b>187300</b>	<b>127.0</b>	<b>101.2</b>
– Nettovarallisuus	639324	1298032	103	77.2
– Varat / velat	8.7	7.9		
– Nettovarallisuus / käytettävissä olevat tulot	3.9	5.4		
– Velat / käytettävissä olevat tulot	49.9	78.0		

<sup>1</sup> Kuluttajahintojen nousu on otettu huomioon.

Lähde: Suomen Pankki.

### 1.3.3 Lainanoton verotukselliset kannustimet

Verotus lisäsi halukkuutta lainanottoon. Ennen kuin verouudistus Suomessa 1990-luvun alussa toteutettiin, kotitalouksien maksamat lainojen korot — mukaan lukien kulutusluottojen korot — olivat verotuksessa vähennyskelpoisia tietyin rajoituksin, millä oli säästämistä hillitsevä vaikutus.<sup>14</sup> On helppoa päätellä, että kotitalouksien lainanottoa suosivan verokohtelun ja yksityishenkilöiden säästämisen välillä on negatiivinen riippuvuus: mikäli yksityishenkilöiden korkomenojen verokohtelu on sallivaa, se johtaa suurempaan kulutukseen ja vähäisempään säästämiseen. Tämä tekijä yhdessä nopean inflaation ja korkean marginaaliveroasteen kanssa rohkaisee yksityishenkilöitä lainanottoon ja kulutukseen. Suomen verojärjestelmä edisti vaihtotaseen vajausta ja johti epätasa-arvoon, sillä muita paremmin ansaitsevat veronmaksajat pystyivät pienentämään vero-  
taakkaansa ottamalla lainaa.

Monet tutkijat ovat empiirisen aineiston perusteella osoittaneet, että kotitalouksien lainanoton tukemisen ja säästämiskäyttäytymisen välillä on negatiivinen riippuvuus. Esimerkiksi Carroll ja Summers<sup>15</sup> ovat väittäneet, että osittainen selitys siihen, miksi Yhdysvaltojen ja Kanadan säästämisasteet ovat kautta aikojen poikenneet toisistaan, on se, että kanadalaiset veronmaksajat eivät ole voineet vähentää henkilökohtaisten lainojensa korkokuluja tuloistaan kuten yhdysvaltalaiset. Uudehko tutkimus, jonka teki V. Tanzi<sup>16</sup> Kansainvälisestä valuuttarahastosta, osoittaa, että aina 1980-luvun loppuun asti Suomi oli — Alankomaiden, Espanjan, Luxemburgin, Norjan, Ruotsin, Tanskan ja Yhdysvaltojen ohella — niitä maita, joissa korkojen verovähennysoikeudet olivat erittäin laajat (taulukko 4).<sup>17</sup> Samasta tutkimuksesta ilmenee kotitalouksien keskimääräinen nettosäästäminen prosentteina niiden käytettävissä olevista tuloista sekä edellä luetelluissa maissa että sellaisissa maissa, joissa verovähennysoikeudet eivät ole yhtä laajat (taulukko 5.). Näiden kahden ryhmän säästämisasteen välillä oli valtava ero. Kotitalouksien nettosäästämisaste oli alhaisempi niissä maissa — kuten Suomessa — joissa henkilökohtaisten korkomenojen verokohtelu oli suotuisampaa. Maittaisten säästämisasteiden suora vertaaminen on näytöksi kuitenkin kovin ylimalkainen, koska

---

<sup>14</sup> Vertailu yksityishenkilöiden korkotulon verotuksesta eri maissa, ks. C. Gustavsson 1990: kotitalous voi vähentää korkomenoja 25 000 markkaan saakka vuodessa; kulutusluottojen korkoihin sovellettiin alemmaa rajaa (10 000 markkaa vuonna 1989).

<sup>15</sup> Carroll — Summers 1987.

<sup>16</sup> Tanzi 1992b.

<sup>17</sup> Viimeaikainen lainsäädäntö on jonkin verran vähentänyt lainanoton kiinnostavuutta Suomessa ja eräissä muissa tämän ryhmän maissa, kuten esimerkiksi Yhdysvalloissa.

se ei ota huomioon muita syy-yhteyksiä. Tarkempien analyysien tulokset – jotka perustuvat useimmiten Carrollin ja Summersin tutkimukseen – yleensä kuitenkin tukevat väitettä, jonka mukaan korkovähennyksillä voi olla merkittävä negatiivinen vaikutus säästämiskäyttäytymiseen.<sup>18</sup> Kaikkiaan voidaan siis sanoa, että "inflaation hidastuminen, asuntojen reaalihintojen nousu (mukaan lukien asuntovarallisuuden kasvu) – jotka liittyvät rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen – sekä alenevat veronjälkeiset nimelliskorot aiheuttivat osaltaan laskua kotitalouksien säästämisasteessa 1980-luvun loppuun saakka" (Koskela 1992 s. 11, Koskela – Virén 1992 s. 226).

**Taulukko 4. Korkokulujen verovähennyskelpoisuus 1990**

Maa	Seuraaviin tarkoituksiin otettujen lainojen korkokulujen vähennyskelpoisuus			
	Sijoitus- tai liiketoimin- nallinen tarkoitus	Asunnon hankinta tai perusparannus		Kulutustuotto
		Omassa käytössä oleva asunto	Toissijainen asunto	
Suomi	TA	TA (C)	TA	TA (C)
Alankomaat	TA	TA	TA	TA
Espanja	TA	TA (C)	TA (C)	ND
Norja	TA	TA	TA	TA
Ruotsi	TA	TA	TA	TA
Yhdysvallat	TA (O)	TA (C)	TA (C)	ND
Australia	TA (B)	ND	ND	ND
Belgia	TA	TA (O)	TA (O)	ND
Iso-Britannia	TA (B)	TA (C) / TC (C) <sup>2</sup>	ND	ND
Italia	ND	TA (C)	TA (C)	ND
Japani	TA	ND <sup>1</sup>	ND <sup>1</sup>	ND
Kanada	TA	TA (O)	TA (O)	ND
Ranska	TA (B)	TC (C)	ND	ND
Saksa	TA	ND	ND	ND

TA = vähennyskelpoinen; TA (B) = verovähennys voidaan tehdä ainoastaan liiketoiminnalliseen tarkoitukseen otettujen lainojen koroista; TC = verosta tehtävä vähennys; ND = ei-vähennyskelpoinen (tai ei oikeuta verosta tehtävään vähennykseen); (C) = vähennykselle on katto tai maksimimäärä; (O) = vähennyskelpoinen täyteen määrään, mutta ainoastaan vastaavanlaisesta tulosta.

<sup>1</sup> Japanissa sovelletaan erityisehtoa, jonka mukaan tuloverosta voidaan tietyn ajan kuluessa joka vuoden lopussa vähentää 1 % asuntolainojen maksamatta olevasta määrästä.

<sup>2</sup> Perusparannuslainoista, jotka on otettu 5.4.1988 jälkeen, ei enää saa mitään verohelpotuksia.

Lähde: Tanzi 1992a,b.

<sup>18</sup> Esim. Altig 1990.

Taulukko 5.

**Kotitalouksien nettosäästäminen prosentteina  
käytettävissä olevista tuloista**

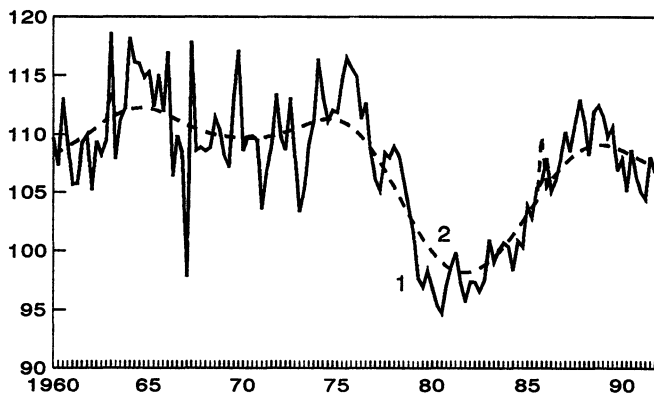
	1985	1987	1988	1989	1990
Maat, joissa korkojen vero- kohtelu suosii lainanottoa					
<b>Suomi</b>	<b>3.9</b>	<b>1.8</b>	<b>-1.7</b>	<b>0.0</b>	<b>1.4</b>
Alankomaat	2.0	2.1	2.5	3.8	6.5
Espanja	8.4	7.5	8.6	7.6	8.4
Norja	-2.5	-6.1	-2.4	0.9	1.9
Ruotsi	1.8	-3.4	-5.1	-5.1	-0.2
Yhdysvallat	4.5	3.0	4.3	4.7	4.6
Keskiarvo	3.0	0.6	1.0	2.0	3.7
Maat, joissa korkojen vero- kohtelu on tiukinta					
Australia	7.7	6.4	6.5	6.9	6.0
Belgia	8.3	11.8	13.1	14.4	14.3
Iso-Britannia	9.7	6.5	5.2	6.5	8.6
Italia	18.0	15.4	15.4	14.4	15.1
Japani	15.6	14.7	14.3	14.2	14.3
Kanada	13.3	9.4	10.0	11.0	10.9
Ranska	14.0	10.8	11.4	11.6	11.8
Saksa	11.5	12.7	12.7	12.6	13.4
Keskiarvo	12.3	11.0	11.1	11.4	11.8

Lähde: Tanzi (1992a,b).

### 1.3.4 Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen paranemisen vaikutus

Koska Suomen kaltaiset pienet maat yleensä tuovat tai vievät suhteellisesti enemmän kuin suuret maat, niiden ulkomaankaupan vaihtosuhteen heilahtelut aiheuttavat suuria suhteellisia muutoksia kansantulossa.<sup>19</sup> Suomen tapauksessa tätä epävakaaisuutta lisää ulkomaankaupan koostumus, jossa puu- ja selluteollisuudella on erittäin merkittävä rooli. Muutokset jonkin maan tavarakaupan vaihtosuhteessa voivat lisätä tai supistaa kansantalouden reaalitytöä, minkä vuoksi maan asukkaiden hyvinvointi joko kasvaa tai vähenee. Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhte kehittyi myönteisesti vuosina 1985–1989, mikä johtui ensiksikin tavaroiden tuontihintojen laskusta vuosina 1986 ja 1987 (–9.9 % ja –2.0 %) ja sen jälkeen vientihintojen noususta vuonna 1988 (5.2 %) (kuvio 1).

Kuvio 1. Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen kehitys, 1985 = 100



- 1 Toteutunut ulkomaankaupan vaihtosuhte
- 2 Ulkomaankaupan vaihtosuhteen pysyvä komponentti

Lähde: Suomen Pankki.

<sup>19</sup> Tavarakaupan vaihtosuhte on maan viennin keskimääräisen yksikköhinnan suhde tuonnin keskimääräiseen yksikköhintaan. Jos suhde kasvaa (pienenee), maa saa suuremman (pienemmän) määrän tuontitavaraa yhtä viennin yksikköä kohti.



Ulkomaankaupan vaihtosuhteen myönteisen kehityksen vaikutus säästämiseen riippuu siitä, kuinka pitkäaikainen tämän kehityksen odotetaan olevan. Jos vaihtosuhteen odotetaan parantuneen pysyvästi, kotitaloudet arvioivat tulevien tulojensa kasvaneen ja lisäävät kulutustaan nykytulojen kasvua vastaavasti, ja tällöin vaihtosuhteen paranemisella ei ole vaikutusta säästämiseen. Jos ulkomaankaupan vaihtosuhteen paranemisen odotetaan sitä vastoin olevan väliaikainen, nykytulojen kasvu on suurempi kuin pysyväistulon kasvu, ja tällöin osa reaalityulojen kasvusta käytetään säästämiseen ja vaihtotase paranee (ns. Harberger—Laursen—Meltzerin vaikutus). Siksi onkin erittäin tärkeää, onko ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutos väliaikainen vai pysyvä. Pysyvien muutosten tunnistaminen vaatii muutamien olettamusten tekemistä. Jos aikasarjamenetelmin tasoitettua arvoa pidetään pysyvien muutosten riittävän hyvänä likiarvona, vaikuttaa siltä, että Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen paraneminen vuosina 1985—1989 oli suurimmaksi osaksi pysyvää; vaihtosuhteen pysyvä arvo kasvoi 12.5 % vuoden 1985 alusta vuoden 1989 loppuun.<sup>20</sup>

Keskityn seuraavassa kahteen mittariin, joiden avulla ulkomaankaupan vaihtosuhteen kehityksen vaikutusta kansantuloon voidaan arvioida. Nämä mittarit on selitetty kehikossa 3. Ensimmäisen mittarin mukaan ulkomaankaupan vaihtosuhteen suotuisan kehityksen aiheuttamaksi lisäykseksi Suomen kansantulossa on saatu noin 1 prosenttiyksikkö vuodessa (taulukko 6). Kuvio 2 esittää toisen mittarin — ns. ostovoimaperusteisen bruttokansantuotteen — sekä reaalisen bruttokansantuotteen kehitystä. Vuoden 1985 alusta vuoden 1989 vuoden loppuun Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen paraneminen lisäsi ostovoimaperusteista bruttokansantuotetta miltei 4 % tavanomaiseen bruttokansantuotteeseen verrattuna. Siten nämä kaksi arviota Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen paranemisen vaikutuksesta Suomen talouteen ovat suunnilleen samat: yhden prosentin keskimääräinen lisäys ostovoimaan joka vuosi. Koska tämä lisäys oli suurelta osin pysyvä, voidaan perustellusti olettaa, että se osaltaan johti suunnilleen vastaavan suuruiseen kulutuksen lisäykseen. Arviointini kuitenkin osoittaa, että vaihtosuhteen kehityksen merkitys kansantulon kannalta on vähäinen verrattuna liberalisoinnista ja varallisuushintojen jyrkästä noususta aiheutuviin varallisuusvaikutuksiin.

---

<sup>20</sup> Menetelmä, jolla ulkomaankaupan vaihtosuhteen pysyvät muutokset on tässä erotettu väliaikaisista, on tietenkin jokseenkin mielivaltaisen. Voitaisiin väittää, että koko tuona ajanjaksona Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen kehityksessä oli selvä laskeva suuntaus. Tällöin talousyksiköt olisivat pitäneet vuosina 1983—1990 todettua suotuisaa kehitystä väliaikaisena, mikä olisi hillinnyt säästämisasteen laskua. Tästä seuraa, että tärkein johtopäätös — jonka mukaan säästämisen väheneminen johtui pääasiassa rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnista ja verohelpotuksista — pitäisi edelleen paikkansa.

### KEHIKKO 3

#### Ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutosten vaikutus kansantuloon – kaksi mittaustapaa

On kehitetty useitakin tapoja mitata ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutoksien vaikutusta reaalikansantuloon. Tässä tekstissä käytän kahta tapaa. Ensimmäisen kehittivät Hamada ja Iwata 1984.<sup>21</sup> Sen mukaan ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutoksen vaikutus reaaliiseen kansantuloon voidaan laskea seuraavasti:

$$\left[ \frac{P_t^X - P_{t-1}^X}{P_{t-1}^X} \cdot V_{t-1}^X - \frac{P_t^M - P_{t-1}^M}{P_{t-1}^M} \cdot V_{t-1}^M \right] \cdot \frac{1}{BKT_t}$$

Laskukaavassa P on hinta, V arvo, BKT nimellinen bruttokansantuote, X viittaa vientiin, M tuontiin ja t on vuosi. Ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutosten vaikutusten mittaamisessa voidaan käyttää myös Denisonin (1981) esittämää ostovoimaperusteista bruttokansantuotetta. Se mittaa maan bruttokansantuotteen ostovoimaa tavaroina ja palveluksina, ja se lasketaan deflatoimalla vienti tuonti-hintaindeksillä eikä vientihintaindeksillä.

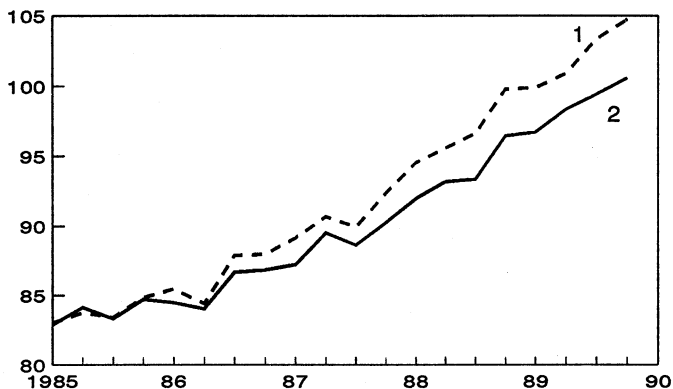
Taulukko 6.

#### Ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutosten vaikutus Suomen kansantuloon 1985 – 1989

Vuosi	Ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutosten vaikutus kansantuloon
1986	1.995 %
1987	0.996 %
1988	0.668 %
1989	0.867 %

<sup>21</sup> Hamada – Kazumasa 1984. Laskukaavan on kehittänyt professori Iwata, ja sitä on käyttänyt Fieleke 1989.

Kuvio 2. Suomen reaalin ja ostovoimaperusteinen bruttokansantuote



1 Ostovoimaperusteinen BKT  
2 Reaalin BKT

Lähde: Suomen Pankki.

## 1.4 Rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen makrotaloudellinen merkitys ja viranomaisten reaktiot

### 1.4.1 Makrotaloudellinen merkitys

Investointien ja kulutuksen vauhdittamaa kotimaisen kysynnän kasvua seurasi taloudellisen kasvun nopeutuminen ja työttömyyden väheneminen. Kauppatase ja vaihtotase kehittyivät epäedulliseen suuntaan. Pääoman virtaus maahan oli suurempi kuin vaihtotaseen vajoaus, mikä johti Suomen Pankin interventioihin valuuttamarkkinoilla. Vuoden 1985 jälkeen Suomen kansantaloudessa tapahtui resurssien uudelleenjakoa, joka liittyi siirtymään ylijäämäisestä ulkomaankaupasta alijäämäiseen: resursseja siirtyi avoimesta sektorista – teollisuudesta – suljettuun sektoriin – erityisesti rakennustuotantoon ja rahoitukseen, vakuutuslalle, kiinteistöalalle ja liikeyritysten palveluihin, joissa kaikissa kasvu oli voimakasta (taulukko 7).<sup>22</sup>

<sup>22</sup> Maa- ja metsätalous on taulukossa sisällytetty suljettuun sektoriin. Tämä luokittelutapa on perusteltu maatalouden kannalta, mutta saattaisi olla järkevämpää sisällyttää metsätalous avoimeen sektoriin. Se myös vahvistaisi johtopäätöstä.

Taulukko 7.

**Suomen tuotannon koostumuksen muutokset  
noususuhdanteen aikana 1985 – 1989**

	Osuus arvonlisästä, %			Osuus työllisyydestä, %		
	1985	1989	Δ	1985	1989	Δ
<b>Avoim sektori</b>						
Teollisuus	30.0	27.8	-2.2	30.0	27.7	-2.3
<b>Suljettu sektori</b>						
Maa- ja metsätalous	9.7	7.5	-2.2	15.7	12.7	-3.0
Kaivosteollisuus ja louhinta	0.5	0.5	0.0	0.4	0.3	-0.1
Sähkö, kaasu ja vesi	3.5	2.7	-0.8	1.7	1.6	-0.1
Rakennustoiminta	9.2	11.5	2.3	10.5	11.8	-1.3
Tukku- ja vähittäiskauppa, ravintolat ja hotellit	14.1	13.8	-0.3	19.4	20.6	-1.2
Kuljetus, varastointi ja viestintä	9.4	9.3	-0.1	8.9	9.6	-0.7
Rahoitus, vakuutus, kiinteistöala ja liikeyrityspalvelut	19.0	21.7	2.7	8.0	9.5	1.5
Kuntien, yhteiskunnan ja yksityisten palvelut	4.5	5.2	0.7	5.5	6.2	0.7

Lähde: OECD:n taloudelliset katsaukset "Finland 1991/1992" s. 106.

### 1.4.2 Raha- ja finanssipolitiikan linja

Mikä on talouspolitiikan optimaalinen reaktio sen kaltaisiin muutoksiin, joita Suomessa näinä vuosina tapahtui? On korostettu sitä, että reaktio ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutokseen on hankala asia, koska talusteorian pohjalta ei voida selvästi päätellä tällaisten muutosten makrotaloudellisia vaikutuksia. Lienee järkevää olettaa, että Suomen ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutokset olivat enimmäkseen pysyviä, vailla vaikutusta säästämiseen ja vaihtotaseeseen. Sen vuoksi tarkastelen tässä ainoastaan optimaalista reaktiota rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen vaikutuksiin.

Kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä (joka vallitsi Suomessa säännöstelyn purun aikana) ulkoiset tekijät määräävät rahapolitiikkaa. Rahan kysynnän huomattavan lisääntymisen vuoksi rahan tarjonnan kasvu lisääntyi voimakkaasti – 13.5 prosentista 23.6 prosenttiin vuodesta 1987 vuoteen 1988. Helmikuun 1988 lopulla Suomen Pankki ryhtyi rajoittamaan pankkien antolainausta: pankkien kanssa tehdyn sopimuksen mukaisesti kassavarantovaatimus voitiin nostaa 8 prosentista enintään 12 prosenttiin, ellei antolainaus supistunut toivotussa määrin; rahapolitiikasta

vastaavat viranomaiset tosin tunnustivat, että tämä toimenpide "soisi enintään väliaikaisen hengähdystauon talouspolitiikassa".

Rajoittava finanssipolitiikka oli oikea tapa reagoida näihin (rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen ja ulkomaankaupan vaihtosuhteen muutoksen aiheuttamiin) vaikutuksiin. Sen olisi tullut sisältää enimmäkseen toimia, joilla rajoitetaan suljetun sektorin hyödykkeiden kysyntää. Tätä johtopäätöstä voidaan kritisoida teoreettisten näkökohtien perusteella. Monet tutkimukset ovat korostaneet, että kireän finanssipolitiikan vaikutukset voivat itse asiassa ollakin ekspansiivisia.<sup>23</sup> Jos kulutus ei riipu nykytuloista vaan pysyväistulosta, julkisten menojen karsiminen ruokkii odotuksia tulevien verojen alenemisesta ja lisää kokonaiskysyntää. Samalla tavalla nykyisten verojen lisäys ei saa kotitalouksia muuttamaan kulutuspäätöksiään, koska tällaisen lisäyksen vaikutus elinaikaiseen ostovoimaan täysin eliminoiduu odotettavissa olevien myöhempien verokevennysten vaikutuksesta. Jos näin todella olisi, tarvittaisiin kuitenkin vahvoja oletuksia – erityisesti odotusten muodostumisesta. Tämänkaltainen päätteily ei sen vuoksi vaikuta relevantilta tässä yhteydessä.

Suomen finanssipolitiikan toimia vuosina 1980–1992 kuvataan kuviossa 3, jossa on tietoja valtion ja julkisen vallan budjettien harkinnanvaraisista eristä – positiivinen luku tarkoittaa ekspansiivista politiikkaa edellisvuotiseen verrattuna.<sup>24</sup> Tältä pohjalta vaikuttaa siltä, että tuon ajanjakson aikana finanssipolitiikassa ei kertaakaan omaksuttu sellaista rajoittavaa linjausta, jota olisi tarvittu. Tätä voidaan helposti selittää poliittisilla seikoilla: eduskuntavaalit pidettiin vuonna 1987 ja presidentinvaalit vuonna 1988. Oli vaikeaa saada Suomen viranomaiset vakuuttuneiksi siitä, että finanssipolitiikan kiristäminen oli tarpeen, kun valtion rahoitus-  
tasapaino oli jo hyvä. Päinvastoin vuonna 1987 finanssipolitiikka muuttui aiempaa ekspansiivisemmaksi (bruttoverojen alentamisen ja valtion nettolainanannon kautta).

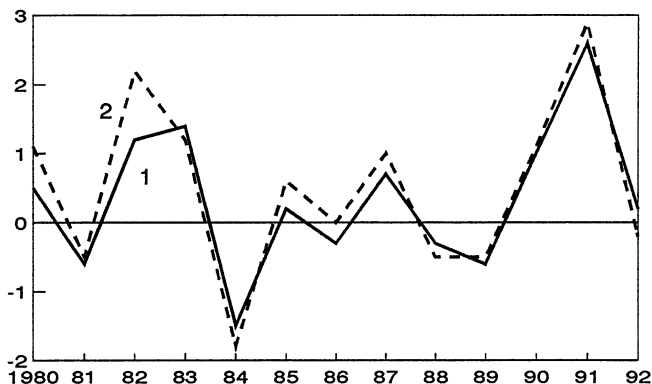
---

<sup>23</sup> Giavazzi – Pagano 1990.

<sup>24</sup> Suomen finanssipolitiikasta ja julkisen talouden kehityksestä tänä ajanjaksona, ks. Pohjola 1990.

Kuvio 3.

### Muutokset valtion ja julkisen vallan rahoitustaseiden harkinnanvaraisissa erissä



1 Valtio  
2 Julkinen valta

Lähde: Suomen Pankki.

#### 1.4.3 Selityksiä finanssipolitiikan linjanvalintaan

Tämän ajanjakson finanssipoliittisen linjan valintaa on selitetty usein perustein. Ensiksikin julkisten menojen kontrolloiminen oli hankalaa, sillä suurinta osaa niistä ei voitu karsia laeissa olevien rajoitusten takia. Toiseksi finanssipolitiikan mahdollinen rooli kotimaisen kysynnän rajoittajana käsitettiin vähäiseksi korkeiden keskimääräisten verojen ja marginaaliverojen vuoksi (veroaste oli miltei 40 % bruttokansantuotteesta).<sup>25</sup> Kolmanneksi koko ekspansiivinen finanssipolitiikka voidaan laskea epäonnistuneiden ennusteiden syyksi. Rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen vuosina Suomen viranomaiset olivat erittäin haluttomia toteuttamaan rajoittavia toimenpiteitä, koska oli olemassa ennusteita suhdannetaantumasta. Taulukon 8 viimeisessä sarakkeessa esitetään Suomen bruttokansantuotteen todellinen kasvu vuosina 1985–1992. Muut sarakkeet esittävät OECD:n näiden vuosien kasvuennusteita neljältä ajankohdalta: edellisen vuoden keväältä sarakkeessa 1, edellisen vuoden syksyltä sarakkeessa 2, saman vuoden keväältä sarakkeessa 3 sekä saman vuoden syksyltä sarakkeessa 4. Vaikuttaa siltä, että noususuhdanne 1980-luvun

<sup>25</sup> Vuoden 1989 alussa toteutetulla tuloverotuksen uudistuksella oli vain kolme "rakenteellista" tavoitetta: lisätä verojärjestelmän neutraaliutta, parantaa verotuksen oikeudenmukaisuutta ja yksinkertaistaa verotusta. Uudistukseen ei sisällynyt "vakauttamistavoitteita" (Aarnio 1989).

lopulla yllätti sekä talousennustajat että talouspoliittiset päättäjät. Lokakuun 1987 osakemarkkinoiden romahduksen jälkeen ennustettiin, että talous kääntyisi laskuun. Myöhemmät tapahtumat osoittivat, että nämä ennusteet olivat aivan liian pessimistisiä, ja vuosina 1987–1989 ennusteissa esitetyt kasvuluvut olivat järjestelmällisesti liian pieniä. Itse asiassa kapasiteetin käyttöaste oli tänä ajanjaksona erittäin korkea, mikä viittasi talouden ylikuumentumiseen.

Kuten tiedetään, ajanjakso osoittautui vaikeaksi ennustaa missään maassa. Kaikissa länsimaissa ennustettiin lamaa vuodeksi 1988 jo ennen osakemarkkinoiden lokakuuhun 1987 ajoittunutta romahdusta. Ennustajat väittivät, että lama olisi läntisissä teollisuusmaissa väistämätön, koska 1) taloudellinen ekspansio Yhdysvalloissa oli kestänyt jo lähes viisi vuotta, joten ekspansioon jatkumisen mahdollisuuden arveltiin olevan yhä epätodennäköisempi, 2) osakemarkkinoiden romahdus lokakuussa 1987 voimisti odotuksia lamasta.

Taulukko 8.

**Ennustettu ja toteutunut  
bruttokansantuotteen kasvu 1985–1992, %**

	1	2	3	4	Toteutunut
1985	5.0	5.0	3.5	3.0	3.3
1986	2.7	2.0	1.5	1.4	2.1
1987	1.8	1.5	2.8	3.2	4.0
1988	2.5	3.0	3.0	4.5	5.4
1989	2.0	2.7	3.3	4.0	5.4
1990	2.5	3.0	1.5	1.8	0.3
1991	1.0	1.2	-1.5	-5.5	-6.4
1992	0.8	-0.7	-0.4	-1.5	-3.5
1993	2.1	0.9	-1.3		

Huom. Ennusteen laatimisajankohta: 1 = edellisen vuoden keväällä, 2 = edellisen vuoden syksyllä, 3 = saman vuoden keväällä, 4 = saman vuoden syksyllä.

Lähde: OECD.

## 2 Kriisi (1989–1992)

### 2.1 Johdanto

Valitettavasti Suomi on malliesimerkki varallisuushintojen nousua ja jyrkkää laskua seuraavasta reaalityalouden romahduksesta. Varallisuushinnat alkoivat Suomessa laskea vuoden 1989 alussa, kun inflaatio kiihtyi ja rahamarkkinat useimmissa länsimaissa kiristyivät. Lasku oli jo alkanut, kun Suomen rahamarkkinat kiristyivät vielä entisestään markan revaloroitumisen aikoihin. Merkkejä rahoitusvaikeuksista ilmeni aluksi kotitaloussektorissa. Samoihin aikoihin pankkijärjestelmän tilanne huononi, koska sen altistuminen korkoriskeille oli suuri. Kotitalouksien pyrkimys lisätä säästämistä ajoi kansantalouden syvään lamaan semminkin kun kauppa Neuvostoliiton kanssa samanaikaisesti romahti. Kasvu pysähtyi vuonna 1990 ja kääntyi jyrkästi negatiiviseksi vuosina 1991 ja 1992. Työttömyysaste nousi nopeasti 13.1 prosenttiin vuonna 1992 vaihtotaseen pysytellessä merkittävästi alijäämäisenä (taulukko 9). Tässä luvussa käsitellän laman kolmea eri vaihetta. Osassa 2.2 käsitellän rahamarkkinoiden kiristymistä ja varallisuusarvojen romahdusta. Näiden vaikutusta kotitalous- ja pankkisektorin taloudelliseen tilanteeseen käsitellän osassa 2.3. Reaalityalouden romahdusta kuvaan osassa 2.4.

Taulukko 9.

**Makrotaloudelliset indikaattorit 1989–1992**

	1989	1990	1991	1992
Inflaatio	6.8	5.5	2.3	1.0
BKT:n kasvu	5.4	0.3	-6.4	-3.5
Työttömyys	3.5	3.5	7.6	13.1
Vaihtotase/BKT	-5.0	-5.0	-5.3	-4.6

Lähde: Suomen Pankki.



## 2.2 Varallisuusarvojen romahdus

### 2.2.1 Rahamarkkinoiden kiristyminen

Rahamarkkinat kiristyivät länsimaissa vuoden 1988 lopussa ja vuoden 1989 alussa. Teollistuneet maat nostivat lyhytaikaisia korkojaan keskimäärin kolmella prosenttiyksiköllä.<sup>26</sup> Suomikaan ei välttynyt tältä kehitykseltä. Rahamarkkinoiden reaalin kasvu hidastui voimakkaasti ja lopulta pysähtyi (kuvio 4).<sup>27</sup> Hidastumisen pääasiallisina syinä olivat inflaation kiihtyminen – vuonna 1988 inflaatio kiihtyi miltei 2 prosenttiyksikköä eli 4 prosentista 6 prosenttiin – ja korkojen nousu (kuvio 4). Kiristyminen johtui pääasiassa useimpien maiden keskuspankkien tarkoituksellisista toimista. Estääkseen vuoden 1987 romahduksen kielteiset seuraukset reaalityalouden kannalta keskuspankit lisäsivät ensin markkinoiden likviditeettiä valtavasti. Kun inflaation pelko muodostui vahvemmaksi kuin laskusuhdanteen uhka, keskuspankit päättivät ryhtyä rajoittaviin toimiin. Ne olivat valmiita ottamaan lamariskin saadakseen inflaation kuriin ja rauhoittaakseen pääomamarkkinoita, ja ne "– – ajoivat sitä kantaa – jonka markkinat tuntuivat hyväksyvän – että noudatettavalla politiikalla pitäisi pyrkiä 'pehmeään laskuun', ei täysimittaiseen lamaan. Suunnitelmana oli lamaa kokematta hidastaa taloudellista kasvua riittävästi inflaation hillitsemiseksi" (The Amex Bank Review, lokakuu 1991, s. 2).

---

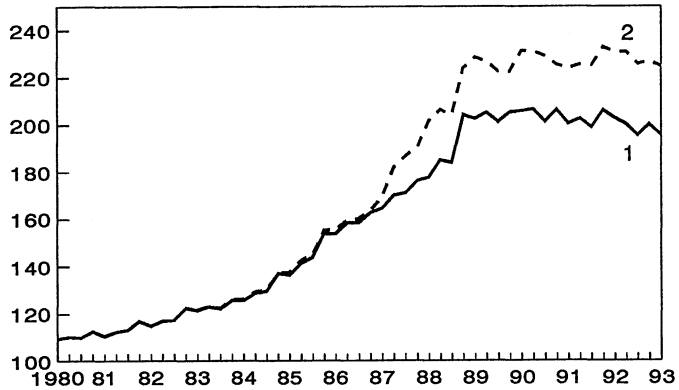
<sup>26</sup> The Economist 1–7.7.1989 s. 59, "Inflation digs in" sekä OECD Economic Outlook n:o 45, kesäkuu 1989.

<sup>27</sup> Kuviosta 4 ilmenevää muutosta rahamarkkinoilla vuoden 1989 alussa voimistaa M2:n nopea kasvu joulukuussa 1988; tämä kasvu johtui siitä, että uusi pääomaverotus tuli voimaan vuoden 1989 alusta (tarkemmin Ripatti 1992 s. 7–8).

Kuvio 4.

### Rahamarkkinoiden muutokset vuoden 1989 alussa

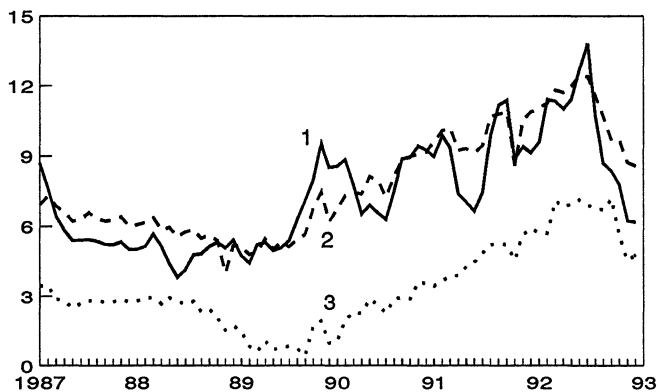
Kuluttajahintaindeksillä deflatoidut  
raha-aggregaatit M2 ja M3



- 1 Reaalinen M2
- 2 Reaalinen M3

### Rahamarkkinoiden muutokset vuoden 1989 alussa

Reaalikorot



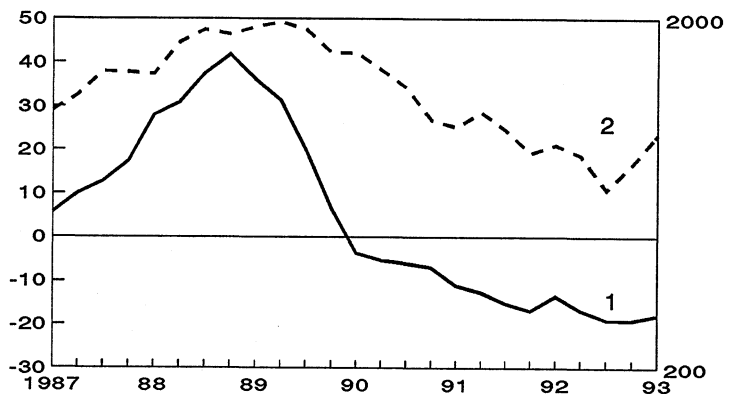
- 1 3 kuukauden heliborkorko
- 2 Uusien pankkilainojen korko
- 3 Maksuvalmiusluoton korko (ennen 3.7.1992 päivälüotto korko)

Lähde: Suomen Pankki.

## 2.2.2 Varallisuushintojen lasku

Varallisuushintojen nousu alkoi taittua kaikissa länsimaissa 1980-luvun viimeisinä vuosina (taulukko 10). Suomessa varallisuushintojen lasku alkoi vuoden 1989 alussa. Pörssikurssien ja asuntojen hinnat alkoivat laskea maaliskuun 1989 alussa (kuvio 5). Kahta piirrettä tässä varallisuushintojen alenemisessä tulee korostaa. Ensiksikin Suomessa – kuten myös Japanissa – käänne laskusuuntaan näyttää kaikkien varallisuushintojen olleen samanaikainen, mikä selittänee seuranneen laman ankaruutta. Useimmissa muissa maissa tilanne ei ollut sama. Toiseksi asuntojen hintojen lasku oli Suomessa täysin uusi ilmiö, jolle ei ollut vastinetta Suomen historiassa sitten toisen maailmansodan. Yhden ja tuolloin kaikkien maiden ekonomistipiireissä vallinneen näkemyksen mukaan asuntojen hinnat eivät monestakaan syystä herkästi laske: asuntomarkkinoiden kaupankäyntikustannukset ovat erittäin suuret, ja sijoittajilla oletetaan olevan psykologinen taipumus olla myymättä asuntoja alhaiseen nimelliseen hintaan eli "tappiollisesti".

Kuvio 5. Varallisuusarvot



- 1 Muutos koko maan asuntojen keskimääräisissä hinnoissa edellisen vuoden vastaavan neljänneksen hintoihin verrattuna, %, vasen asteikko
- 2 Pörssikurssit, HEX-indeksi, 28.12.1990 = 1000, oikea asteikko (logaritminen)

Lähde: Suomen Pankki.

Taulukko 10.

## Varallisuushintojen nousun päättyminen

Varallisuushintojen huippuvuosi		
Osakkeet		
<b>Suomi</b>	<b>Helsingin Arvopaperipörssi</b>	<b>1989</b>
Japani	Tokion pörssi	1989
Norja	Industrials	1990
Kiinteistöt		
Yhdysvallat	Liikekiinteistöt USA:n koillisosassa	1989
Japani	Kuuden suurimman kaupungin asuntotontit	1989
Iso-Britannia	Asuntojen hinnat ensiasunnon ostajille maan kaakkoisosassa	1990
	Liikekiinteistöt Lontoossa	1990
<b>Suomi</b>	<b>Asuntojen hinnat</b>	<b>1989</b>
Norja	Asuntojen hinnat	1987

Lähde: OECD.

## 2.2.3 Markan revalvointi

Markka revalvoitiin maaliskuussa 1989, kun Suomen Pankki siirsi valuuttaputkea ja antoi markan vahvistua 4 prosentilla. Viranomaiset perustelivat tätä toimenpidettä seuraavasti. Se oli suunniteltu "— — lyhyen aikavälin sokkitaktiikaksi, jonka avulla inflaatiota hillitään rajoittamalla talouden toimeliaisuutta kotimaassa. Toivottiin, että revalvointi todella nostaa ulkomaisen lainanoton havaittua kustannusta, sillä markan mahdollinen devalvoituminen myöhemmin nostaisi tällaisen ulkomaisen velan odotetut kustannukset suuremmiksi kuin korkeat kotimaiset korot." (Lilja et al. 1990 s. 11). Tällaisen päätöksen järkevyys voidaan tietenkin asettaa kyseenalaiseksi, sillä varallisuushinnat olivat tuolloin jo alkaneet laskea, mikä ennakoiki korkeasuhdanteen päättymistä. Toimenpidettä voidaan kuitenkin puolustaa usealla perusteella. Ensiksikin varallisuushintojen laskun alkamisesta kertovat merkit eivät olleet yhtä selviä kuin nyt. Esimerkiksi hyvien konttorikiinteistöjen hinnat jatkoivat Helsingissä nousuaan vielä vuoden jälkipuoliskolla.<sup>28</sup> Toiseksi, ja kuten jo aikaisemmin on mainittu, useimmat keskuspankit olivat tuohon aikaan huolissaan

<sup>28</sup> Hyvien helsinkiläisten konttorikiinteistöjen hinnat olivat vuoden alkupuoliskolla 24 124 markkaa neliöltä ja nousivat 31 192 markkaan neliöltä vuoden jälkipuoliskolla (Huoneistokeskus Oy, 1993).

inflaation kiihtymisestä ja toimivat vastaavalla tavalla markkinoita kiristään.<sup>29</sup> Kolmanneksi vuoden 1987 osakemarkkinoiden romahdusta seuranneen taloudellisen kehityksen jälkeen vallalle pääsi näkökanta, jonka mukaan varallisuushinnat (erityisesti pörssikurssit) eivät vaikuta talouteen kovinkaan paljon. Itse asiassa osakemarkkinoiden romahduksella ei ollut vaikutusta reaalitalouteen. Kaikkien näiden syiden vuoksi vaikuttaa siltä, että Suomen viranomaiset eivät pitäneet varallisuushintojen kääntymistä laskuun minkäänlaisena huolenaiheena.

## 2.3 Vaikutus kotitalous- ja pankkisektoriin

### 2.3.1 Kotitaloussektorin rahoitusvaikeuksien lisääntyminen

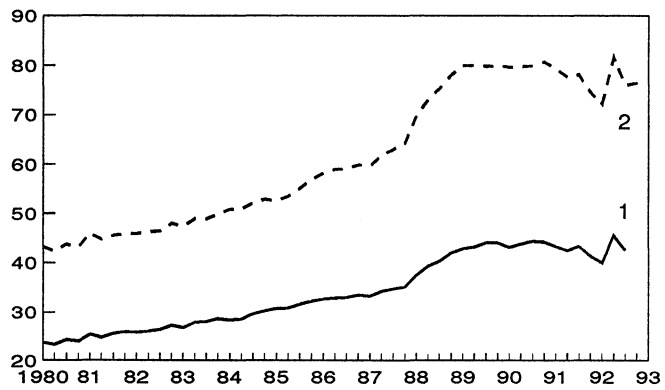
Merkkejä rahoitusvaikeuksista esiintyi kotitaloussektorissa jo korkeasuhdanteen aikana. Kotitalouksien velkojen osuus niiden käytettävissä olevista tuloista oli 50 % vuonna 1984 ja kasvoi 80 prosenttiin vuonna 1988 (kuvio 6); myös korkomenojen osuus käytettävissä olevista tuloista oli selvästi kasvamassa (kuvio 7). Näissä olosuhteissa korkojen nousun ja varallisuushintojen samanaikaisen laskun vaikutukset ulottuivat myös kotitaloussektoriin. Vuoden 1989 alusta kotitalouksien kokonaisvelan suhde kokonaisvarallisuuteen kasvoi nopeasti, mikä ilmensi varallisuuden arvon — erityisesti asuntovarallisuuden — laskua yhtäaikaisesti velan kasvun kanssa (kuvio 8). Merkit rahoitusvaikeuksista alkoivat moninkertaistua, mitä osoitti se, että vuodesta 1989 kasvoi niiden kotitalouksien määrä, jotka eivät pystyneet hoitamaan lainankuoletuksiaan — tätä pidentään kotitaloussektorin rahoitusongelmien indikaattorina (kuvio 9).

---

<sup>29</sup> On mielenkiintoista panna merkille, että samoihin aikoihin, kun Suomen Pankki revalvoi markan, Japanin keskuspankin annettiin 30.3. nostaa valtion virallista diskonttokorkoa ensimmäistä kertaa yhdeksään vuoteen. Samaan aikaan Japanin keskuspankki hillitsi zaitekua eli kiinteistöillä tai rahoitusinstrumenteilla keinottelua — kertomalla suurimmille pankeille, että se edellytti niiden rajoittavan luotonantoa yrityksille (The Economist 3.6.1989, s. 82. "Japan's economy; Sumita's sums").

Kuvio 6.

**Kotitalouksien velkaantuneisuus, %**



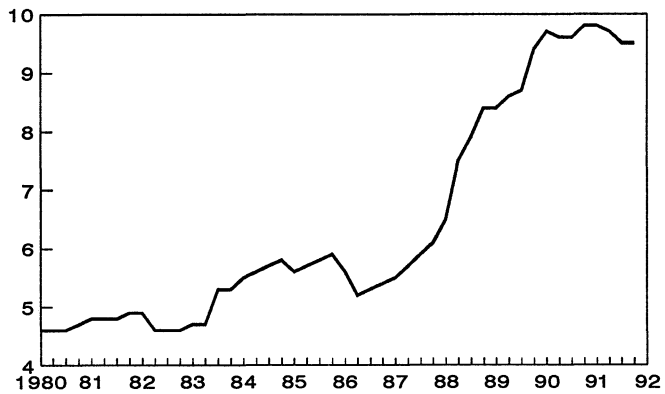
- 1 Asuntolainat / tulot
- 2 Kokonaisvelka / tulot

Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 7.

**Kotitalouksien velanhoitosuhde (debt service ratio)**

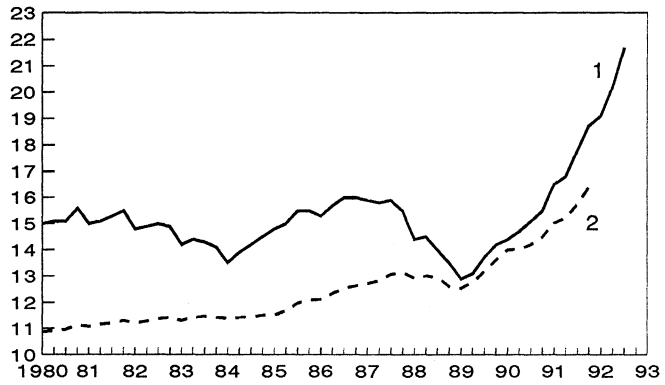
Bruttokorkomenot / käytettävissä olevat tulot, %



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 8.

**Kotitalouksien velkaantuneisuus, %**



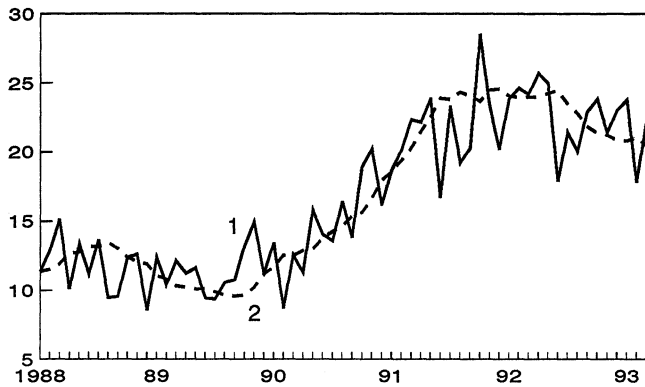
- 1 Asuntolainat / asuntovarallisuus
- 2 Kokonaisvelka / kokonaisvarallisuus

Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 9.

**Kotitalouksien maksuvaikeudet**

1000 kpl



- 1 Kotitalouksien tilastoidut maksuhäiriöt
- 2 Kotitalouksien tilastoidut maksuhäiriöt, tasoitettu sarja

Lähde: Suomen Pankki.

### 2.3.2 Pankkisektorin tuloksen huononeminen

Suomen pankkijärjestelmän tilanne alkoi huonontua vuonna 1989. Huononeminen ilmeni sekä siinä, miten siihen saakka aliarvioitu pankkiriskin arviointi muuttui, että siinä, miten erilaiset pankkien tulosta kuvaavat mittarit muuttuivat. Tulosten heikkeneminen johtui pääasiassa liiallisesta altistumisesta korko- ja luottoriskeille, kun korot nousivat ja kotitalouksien maksukyky huononi. Kuviosta 10 ilmenee pankkien pitkäaikaisten (5 vuoden) korkojen ja vastaavien (4–5 vuoden) valtion joukkovelkakirjalainojen korkojen välinen marginaali, joka kuvaa Suomen pankkien riskiä. Ensiksikin vaikuttaa siltä, että vuoteen 1989 saakka riskinarviointiperiaatteet olivat huonoja: marginaali oli negatiivinen! Kesällä 1989 pankkien tilanne alkoi heiketä. Marginaali kasvoi kesäkuusta lokakuuhun miltei yhden prosenttiyksikön. Tämän jälkeen se kasvoi tasaisesti (kuvio 10). (Moodyn suomalaispankeille antamat luottokelpoisuusluokitukset alkoivat heiketä ensimmäistä kertaa helmikuussa 1990.) Syyskuussa 1992 marginaali oli leveimmillään noin 1.5 prosenttiyksikössä.

Marginaalin kasvu kuvasti pankkien tilanteen heikkenemistä. Keski-tyn tässä kahteen kannattavuusmittariin ja niiden komponentteihin: nettokorkokatteeseen sekä varallisuuden tuotto prosenttiin (return on assets = ROA). Näitä mittareita kuvataan yksityiskohtaisesti kehikossa 4. Suomalaisen pankkien kannattavuus alkoi heiketä vuonna 1989. Vuodesta 1988 vuoteen 1989 liikepankkien käyttökatteen suhde taseen loppusummaan pieneni 1.9 prosentista 0.69 prosenttiin; Skopin vastaava luku pieneni 1.62 prosentista 0.48 prosenttiin (kuvio 11). Kannattavuutta rasitti kolme merkittävää tekijää. Vaikka pankkien palkkiot ensiksikin kasvoivat vuoteen 1987 asti, niiden omien osakemarkkinatoimien tuotot pienenivät huomattavasti vuoden 1987 jälkeen, mikä heijasti sekä pörssikurssien laskua että Helsingin pörssin pientä vaihtoa. Toiseksi varainhankinnan kohonneet korot pienensivät korkokatteita. Kolmanneksi järjestämättömät luotot kasvoivat. Siitä lähtien ongelmaluottojen ja luottotappioiden lisääntyminen, liiallinen markkinakorkoinen varainhankinta luotonantoon nähden sekä korkokatteiden kaventuminen ovat olleet yleisiä suurimmassa osassa suomalaisia pankkeja. Vaikeudet ovat kuitenkin olleet erityisen vakavia Skopissa ja säästöpankeissa, jotka ovat perinteisesti suunnanneet palveluksiaan kotitalouksille ja ovat alkaneet maksaa kallista laskua 1980-luvun puolivälissä omaksumistaan aggressiivisista ja ekspansiivisista strategioista.



Kuvio 10.

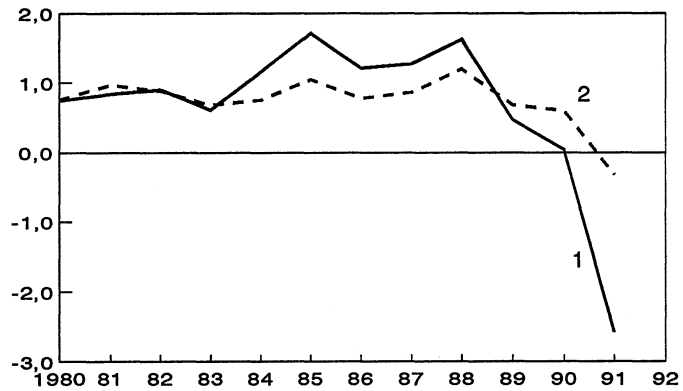
### Pankkien riski



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 11.

### Suomalaisten pankkien tuloksellisuus, %



- 1 SKOP:n varallisuuden tuotto (return on assets = ROA)
- 2 Kaikkien liikepankkien varallisuuden tuotto (ROA)

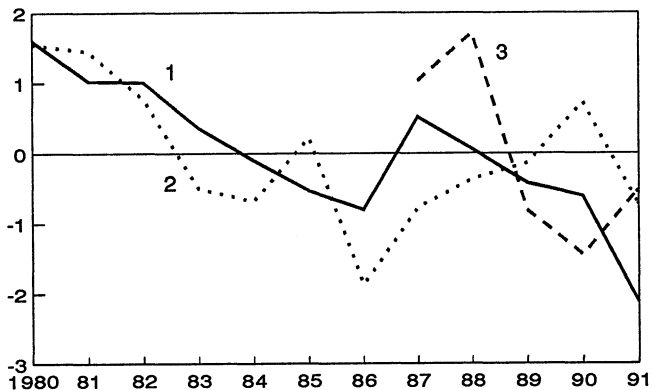
Lähde: Suomen Pankki.

### 2.3.3 Korkoloukku ja korkokatteen heikkeneminen

Postipankkia lukuun ottamatta Suomen pankkijärjestelmä kärsi korkoloukusta eli siitä, että peruskorkosidonnaiset saatavat olivat suuremmat kuin vastaavat talletukset, mikä liittyi pankkien antolainausta ja varainhankinnan korkoja koskevan säännöstelyn epätasaiseen purkamiseen. Vuonna 1988 peruskorkosidonnaisten lainojen osuus koko markka-antolainauksesta oli yli 90 %.<sup>30</sup> Merkittävä osuus peruskorkosidonnaisista lainoista oli rahoitettu markkinakorkosidonnaisin talletuksin sekä varainhankinnalla rahamarkkinoilta. Pankkijärjestelmän koronvaihteluihin liittyvät riskit kasvoivat, kun verottomia, peruskorkosidonnaisia talletuksia alettiin siirtää korkeakorkoisemmille verollisille tileille. Rahamarkkinoiden kiristyessä heliborkorko nousi, mutta Suomen Pankin peruskorko pysyi miltei ennallaan. Tämän vuoksi korkokatteet alkoivat pienetä erityisesti säästöpankki-ryhmässä (kuvio 12). Kun lama myöhemmin alkoi, korkokatteita alkoivat lisäksi heikentää järjestämättömistä luotoista saamatta jääneet korot.

Kuvio 12.

**Korkomarginaali\***



- 1 SKOP:n korkomarginaali (interest margin = IM)
- 2 Kaikkien liikepankkien korkomarginaali
- 3 Korkomarginaali

\* Skaala normalisoitu, pystyakseli keskihajonnoissa.

Lähde: Suomen Pankki.

<sup>30</sup> Korhonen 1992.

### 2.3.4 Altistuminen luottoriskeille ja pankkien sijoituskohteiden laadun huononeminen

Pankkien lainanantoa yksittäisille lainanottajille tai lainanottajaryhmille ei Suomessa säädelty.<sup>31</sup> Yksittäisiin lainanottajiin liittyvät riskit olivat yleensä suuria pankkien pääomaan nähden, semminkin kun eräät pankit olivat samalla merkittäviä teollisuusyritysten holdingyhtiöitä. Näissä yrityksissä pankeilla oli paljon huomattavia korkosaatavia sekä osakesijoituksia. Miltei kaikissa tapauksissa ainakin osalla lainoista oli vakuutena kiinteistökiinnityksiä tai muita reaalivakuuksia. Korkeasuhdanteen aikana Suomessa, kuten Ruotsissakin, pankkien menestymisen kriteereinä näytettiin käytettävän antolainauksen määrää ja lyhyen aikavälin tuottoja pitkän aikavälin tuottojen sijasta.<sup>32</sup> Luottokelpoisuuden arviointi ei ollut kovin tiukkaa. Sitä paitsi suomalaisilla pankeilla oli tapana vain kirjata luottotappiot sen sijaan, että niitä olisi ennakoitu tai että niitä varten olisi tehty varauksia. Luottotappioiden määrä oli ollut vakio vuoteen 1990, mihin asti niiden osuus koko luottokannasta oli ollut vaatimattomat 0.5 %. Vasta vuonna 1991 ja 1992 luottotappiot kasvoivat ensin 1.5 prosenttiin ja sen jälkeen 5.2 prosenttiin koko luottokannasta.

---

<sup>31</sup> Talletuspankkilaissa ja liikepankkilaissa ei ole mainintaa minkäänlaisista yksityiseen lainanottajaan sovellettavista luotonannon rajoituksista lukuun ottamatta seuraavaa yleissääntöä: "Talletuspankin ja sen kanssa samaan konserniin kuuluvan rahoituslaitoksen saamiset ja vastuusitoumukset samalta henkilöltä tai yhteisöltä taikka tällaisen henkilön tai yhteisön kanssa olennaisessa taloudellisessa etuyhteydessä olevalta henkilöltä eivät saa nousta määrään, josta voi aiheutua vaaraa pankin vakavaraisuudelle." (Laki talletuspankkien toiminnasta – Liikepankkilaki, § 33, lokakuu 1991.)

<sup>32</sup> Englund 1993.

## KEHIKKO 4

### *Pankkijärjestelmän kannattavuusmittarit*

Olen mitannut kahdella eri mittarilla pankkien tulosta: nettokorkokatteella ja pääoman tuotolla. Korkokate on korkotulojen ja korkomenojen erotus. Käyttökate saadaan lisäämällä korkokatteeseen muut kuin korkotulot ja vähentämällä siitä muut kuin korkomenot, sekä luotto- ja takaustappiot. (Luotto- ja takaustappiot vähennetään siksi, että saataisiin ne pankit, joilla on matalakorkoisia vähäriskisiä luottoja, tasa-arvoisempaan asemaan niiden pankkien kanssa, joiden luottosalkussa on riskipitoisempia, mutta mahdollisesti suuremman korkotuoton tuottavia lainoja.) Tulot ennen veroja saadaan lisäämällä käyttökatteeseen satunnaiset tulot ja vähentämällä siitä satunnaiset kulut sekä varaukset. Nettovoitto saadaan lopuksi vähentämällä tuloista verot. Tekstissä käytetyt kannattavuuden mittarit olen määritellyt seuraavasti:

Korkokateprosentti

$$\text{IM (interest margin)} = \frac{\text{Korkokate, \%}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

Varallisuuden tuotto:

$$\text{ROA (return on assets)} = \frac{\text{Käyttökate, \%}}{\text{Taseen loppusumma}}$$

Tiedot on saatu Suomen Pankista.

## 2.4 Reaalitalouden raju heikkeneminen

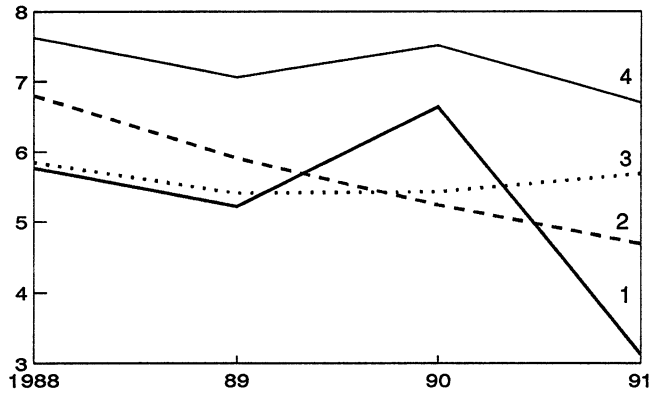
### 2.4.1 Pankkijärjestelmän reaktiot

Pankkien yleisöluotot kasvoivat 30 prosentin vauhdilla vuoden 1988 lopussa. Luotonannon kasvu alkoi hidastua vuoden 1989 aikana. Kun vakuuksien arvojen pelätään laskevan, varallisuushintojen aleneminen saattaa vähentää pankkien luotonantoa. Pankit tulevat halukkaiksi lisäämään maksuvalmiuttaan ja vakavaraisuuttaan. Niiden päätökset supistaa luotonantoon ja lisätä likvidejä varojaan pienentävät niiden luotonannon määrää. Pankeista riippuvaiset kotitaloudet ja yritykset kuluttavat vähemmän tavaroihin ja palveluihin. Kulutus laskee ja bruttokansantuote pienee. Käsikö Suomen kansantalous "luottolamasta"? Jotta tähän kysymykseen voitaisiin lopullisesti vastata, tarvittaisiin syvällisempää tutkimusta. Ensisilmäyksellä kuitenkin tuntuu järkevältä väittää, etteivät suomalaispankit rajoittaneet luotonantoon niin paljon kuin olisi ollut mahdollista lisätäkseen likvidien (turvallisten) varojensa osuutta ja vakavaraisuuttaan. Vuosina 1989 ja 1990 ei vakavaraisuusasteessa (oma pääoma + varaukset / taseen loppusumma) ole havaittavissa mitään merkittävää kohoamista (paitsi ehkä Skopin tapauksessa vuonna 1990) (kuvio 13). Mikäli luotonannon suhde talletuksiin ja lyhytaikaiseen varainhankintaan muuttui, se pikemminkin lisääntyi kuin väheni (kuvio 14).

Kuvio 13.

### Suomalaisten pankkien vakavaraisuus

Oma pääoma + varaukset / taseen loppusumma, %



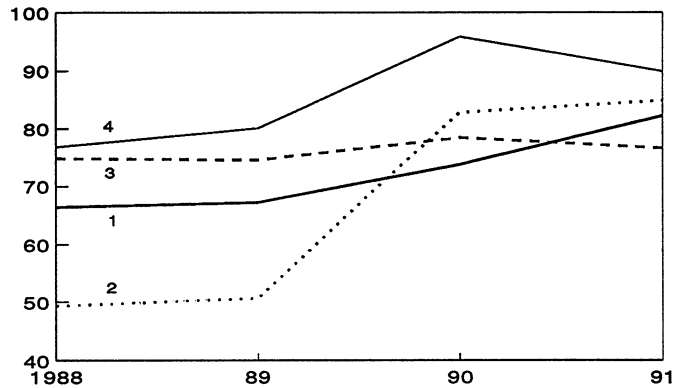
- 1 SKOP
- 2 Postipankki
- 3 OKO
- 4 SYP

Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 14.

### Suomalaisten pankkien maksuvalmius

Luotot / talletukset ja lyhytaikainen varainhankinta, %



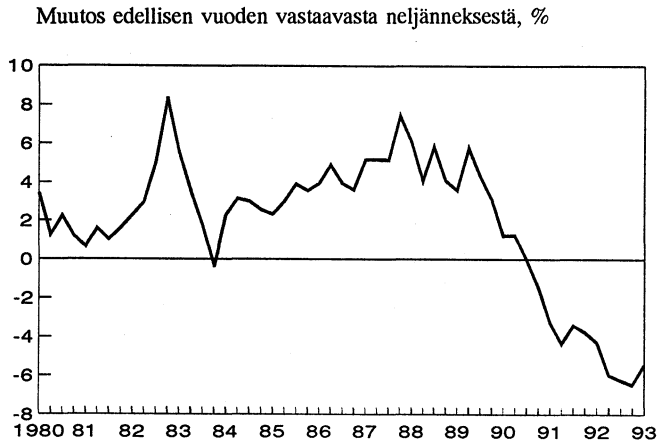
- 1 SKOP
- 2 OKO
- 3 Postipankki
- 4 SYP

Lähde: Suomen Pankki.

## 2.4.2 Kotitalouksien reaktiot

Pankkien lainanannon kasvun hidastuminen lienee saanut alkunsa luotto-markkinoiden kysyntäpuolelta, erityisesti kotitalouksista. Vuoden 1988 lopusta vuoden 1991 loppuun kotitalouksien kokonaisvarat supistuivat nimellisesti 6.9 % (taulukko 11). Asuntovarallisuuden arvo pieneni 10.6 %. Kokonaisvarallisuus väheni reaalisesti noin 10 %. Varallisuuden reaalisien arvonlaskun vuoksi "velkaperinnöstä" tuli rasite kotitalouksille. Ne supistivat velanottoaan ja lisäsivät säästämistä. Kotitalouksien velat kasvoivat reaalisesti 4.5 %. Nettovarallisuus pieneni reaalisesti 27.3 %. Nettovarallisuuden suhde velkoihin supistui 7.9 prosentista 6.1 prosenttiin. Nettovarallisuuden suhde käytettävissä oleviin tuloihin pieneni suunnilleen samansuuruiseksi kuin vuonna 1983 (3.9 %) (taulukko 11). Yksityinen kulutus – joka muodostaa noin kaksi kolmasosaa bruttokansantuotteesta – väheni nopeasti. Kesästä 1989 lähtien yksityisen kulutuksen kasvu hidastui jatkuvasti, ja syksyn 1990 aikana kulutus kääntyi laskuun (kuvio 15). Noihin aikoihin kriisi iski yrityssektoriin, ja vielä enemmän kun kauppa Neuvostoliiton kanssa samanaikaisesti romahti.

Kuvio 15. Yksityinen kulutus



Lähde: Suomen Pankki.

Taulukko 11. Suomen kotitalouksien varallisuuden kehitys kriisin aikana, milj. mk

	1988/IV	1991/IV	Muutos, %	
			Nimellinen	Reaalinen
<b>VARAT</b>				
– Asuntovarallisuus	749 719	670 452	-10.6	-27.0
– Osakkeet	42 028	19 470	-53.4	-69.8
– Talletukset	195 280	210 527	7.8	-8.6
– Joukkovelkakirjalainat	36 383	37 182	2.2	-14.2
– Maaomaisuus	257 121	242 378	-5.8	-22.2
– Muu reaaliomaisuus	204 800	203 228	-0.8	-17.2
<b>Yhteensä</b>	<b>1 485 332</b>	<b>1 382 759</b>	<b>-6.9</b>	<b>-23.3</b>
<b>VELAT</b>				
– Asuntolainat	100 940	125 636	24.5	8.1
– Kulutusluotot	37 800	45 746	21.0	4.6
– Muut lainat	48 558	55 016	13.3	-3.1
<b>Yhteensä</b>	<b>187 300</b>	<b>226 400</b>	<b>20.9</b>	<b>4.5</b>
– Nettovarallisuus	1 298 032	1 156 359	-10.9	-27.3
– Varat/velat	7.9	6.10		
– Nettovarallisuus / käytettävissä olevat tulot	5.4	3.9		
– Velat / käytettävissä olevat tulot	78.0	75.5		

Lähde: Suomen Pankki.

### 2.4.3 Idänkaupan romahdus

Entisessä vaihtokauppajärjestelmässä Neuvostoliitosta tuotiin öljyä ja kaasua Suomeen laivojen, koneiden, kulutushyödykkeiden ja rakentamisen vastineeksi. Yksikään teollistunut maa ei ollut yhtä riippuvainen idänkaupasta kuin Suomi. Neuvostoliiton-kaupan osuus Suomen viennistä supistui niin, että kun se vuonna 1982 oli 27 %, oli se vuoden 1990 ensimmäisten kuukausien aikana 11 %. Mikään muu maa ei kärsinyt yhtä paljon entisten sosialististen maiden taloudellisista muutoksista. Näihin maihin suuntautuneen viennin romahdus lisäsi ulkomaisen kysynnän supistumista tilanteessa, jossa kotimainen kysyntä oli jo vähentynyt. Idänkaupan romahdus on suurelta osin syynä Suomen kansantalouden laman syvyyteen. Valtiovarainministeriön teettämän laskelman mukaan



kokonaistuotannon lasku olisi ollut noin 2 prosenttiyksikköä pienempi, jos idänkauppa ei olisi romahtanut.<sup>33</sup>

#### 2.4.4 Vaikutus yrityssektoriin

Ennen vuotta 1991 ei yrityssektorissa näkynyt merkkejä rahoitusvaikeuksista. Kuviossa 16 on kuvattu yrityssektorin bruttovelka prosentteina bruttokansantuotteesta. Suomessa velkaantuneisuusaste on aina ollut korkeampi kuin useimmissa muissa teollistuneissa maissa (poikkeuksena Japani). Vuonna 1989 bruttovelan osuus bruttokansantuotteesta oli sama kuin vuonna 1982 (0.69). Alussa mainittu käsitys vahvistuu, kun suomalaisten yritysten kykyä hoitaa lainavelvoitteitaan analysoidaan mittaamalla niiden korkokulujen suhdetta kassavirtaan. Tämä suhde oli pienimmillään vuonna 1989, jolloin jokaisesta teollisuussektorin kassavirran markasta noin 36 penniä meni korkojen maksamiseen, kun vastaava keskiarvo vuonna 1987 oli ollut 50 penniä. Vasta vuonna 1991 voidaan havaita äkillinen kasvu korkomenojen suhteessa kassavirtaan (kuvio 17).

Kuviossa 18 on kuvattu yritysten (3–6 vuoden) ja valtion (4–5 vuoden) joukkovelkakirjalainojen korkoeroa. Tämä marginaali osoittaa kotimaisen yrityssektorin riskin. Marginaali pysyi vakaana joulukuuhun 1990 asti, mikä osoitti, että yrityssektorin rahoitustilanne ei siihen mennessä antanut syytä huoleen. Sitten marginaali kasvoi yhtäkkiä noin 2.5 prosenttiyksikköä vuoden 1991 ensimmäisen neljänneksen aikana. Lopuksi kuviossa 19 kuvataan toista yrityssektorin riskin mittaria: (vuosittaista) konkurssiastetta eli konkurssien määrää yrityskannasta. Sen kehitys vahvistaa käsitystä riskin lisääntymisestä. Oltuaan laskussa vuosina 1987–1989 konkurssiaste alkaa kohota vuonna 1990 ja oli vuonna 1992 lähes 5 %. Näin ollen kaikki rahoitusindikaattorit osoittavat, että Suomen yrityssektorin tilanne alkoi heiketä vuonna 1991.

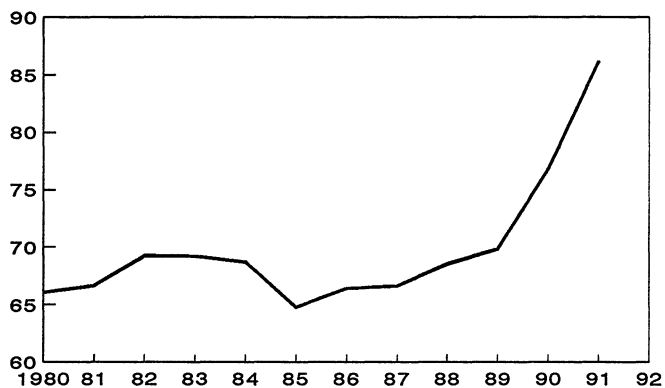
---

<sup>33</sup> Valtiovarainministeriö 1992.

Kuvio 16.

### Yritysten velkaantuneisuus

Yritysten velat / BKT, %

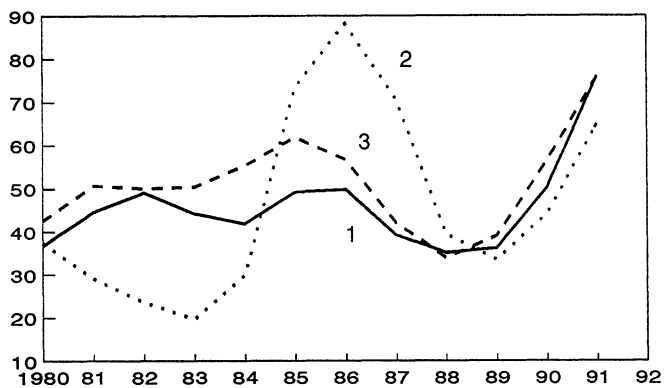


Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 17.

### Velanhoitokulut

Korkomenot / kassavirta, %

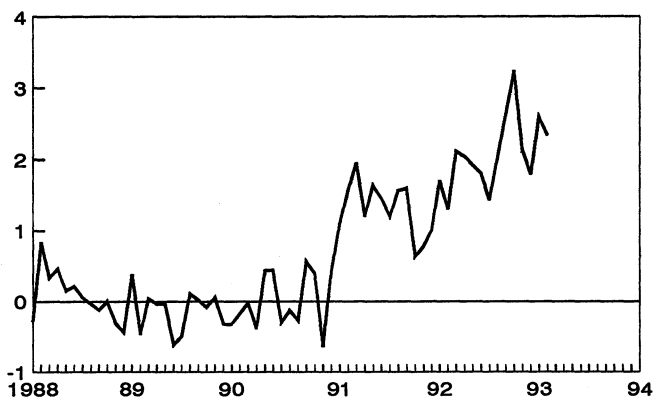


- 1 Teollisuus
- 2 Rakennustoiminta
- 3 Tukku- ja vähittäiskauppa

Lähde: Suomen Pankki.

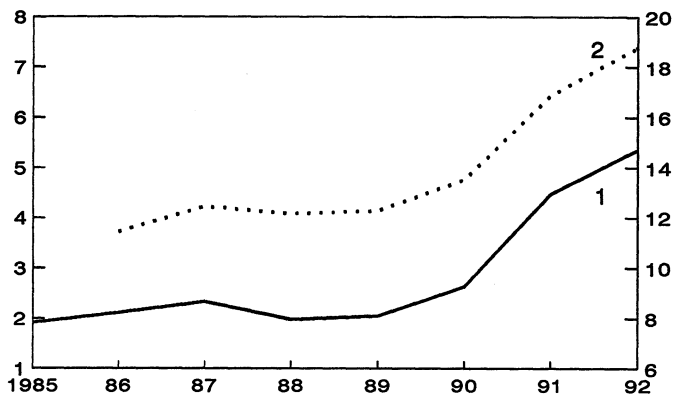
Kuvio 18. **Yrityssektorin riski**

Yritysten joukkovelkakirjalainojen korkoero



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 19. **Konkurssit ja toimintansa lopettaneet yritykset, %**



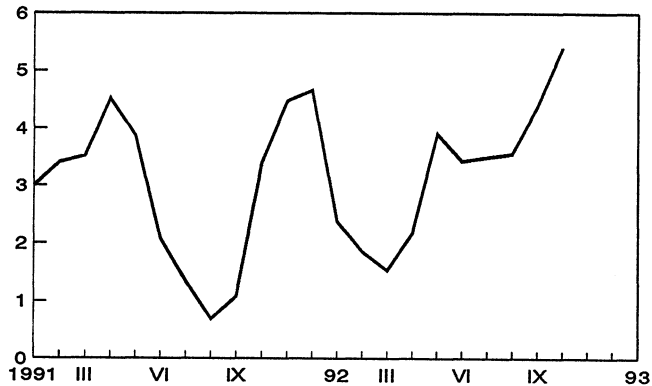
- 1 Konkurssit, vasen asteikko
- 2 Toimintansa lopettaneet yritykset, oikea asteikko

Lähde: Suomen Pankki.

## 2.4.5 "Vahvan markkan" politiikan epäonnistuminen

Markkan sitominen ecuun oli huhtikuussa 1991 virkaan astuneen hallituksen ohjelmassa, ja päätös toteutettiin virallisesti saman vuoden kesäkuun 4. päivänä. Voidaan esittää perusteita sille, että markkan sitominen ecuun oli Suomelle paras tie.<sup>34</sup> Ensiksikin ecu oli melko lähellä aikaisempaa kauppapainotteista koria. Toiseksi oli välttämätöntä sitoa markka ecuun Suomen ja muiden Euroopan maiden välisen valuuttakurssiriskin eliminoimiseksi, jotta saavutettaisiin hyöty Euroopan integroituvista rahoitusmarkkinoista. Kolmas ja tärkein peruste oli, että markkan sitomisen ecuun oli määrä lisätä talouspolitiikan uskottavuutta, mistä olisi voinut seurata korkojen lasku. "Kuherruskuukausi" kesti kuitenkin vain muutaman viikon. Heliborin ja ecun korkoero pieneni kesä- ja heinäkuussa, mutta kasvoi sen jälkeen nopeasti, kunnes markka marraskuussa devalvoitiin (kuvio 20). Korkoero kasvoi uudelleen maaliskuussa ja huhtikuussa 1992, kun markka joutui ensimmäisen kerran spekulatiion kohteeksi, ja oli erittäin suuri lokakuuhun saakka, kunnes markka toisen spekulatiohyökäyksen jälkeen alkoi kellua.

Kuvio 20. Helibor- ja ecukoron ero



Lähde: Suomen Pankki.

<sup>34</sup> Esim. Branson 1992.

"Vahvan markan" politiikan epäonnistumista voidaan selittää monin syin. Ensiksikin päätös markan sitomisesta ecuun merkitsi suurta muutosta maalle, joka menneisyydessä oli devalvoinut valuuttansa useasti. Toiseksi vaikutti siltä, että markan sitominen ecuun johtui pikemminkin Norjan ja Ruotsin aiemmin tekemien vastaavien päätösten aiheuttamasta paineesta kuin Suomen viranomaisten harkitusta päätöksestä. Kolmanneksi markan sitominen ecuun edellytti, että Suomen tuli hyväksyä Euroopan keskimääräinen hintojen nousuvauhti, vaikka inflaatio Suomessa oli tuolloin nopeampi. Koska nimellisten palkkojen ja hintojen sopeutuminen on Suomessa hidasta, markkinat päättelivät, että tämän hitaan sopeutumisen vuoksi inflaation nopea hidastuminen EY:n inflaatiovauhdin mukaiseksi aiheuttaisi sellaiset tuotannon menetykset, joita ei voitaisi hyväksyä. Tätä käsitystä vahvistavat yhtäältä sekä se tosiasia, ettei hallitus voinut — lailisuussyistä<sup>35</sup> — toteuttaa valuuttakurssitavoitteen kanssa sopusoinnussa olevaa kireää finanssipolitiikkaa että toisaalta tulopolitiikan epäonnistuminen. Lopuksi vahvan markan politiikan uskottavuus sai vakavan kolauksen vuoden 1992 alussa, kun kiista hallituksen kanssa johti Suomen Pankin pääjohtajan eroon.

## 3 Kriisin jälkeinen aika (1992—)

### 3.1 Johdanto

On heti aluksi tunnustettava, että ei näytä olevan olemassa mitään ihme-lääkettä, jolla jonkin maan talous saataisiin nopeasti pois velan ja laman kierteestä. Ennen arveltiin, että inflaatio — joka osaltaan parantaa velallisten asemaa — on paras lääke.<sup>36</sup> Tämä lääke ei enää tehoa nykyisissä olosuhteissa, joissa rahoitusmarkkinoiden vastareaktio johtaisi korkojen nousuun ja valuutan devalvoitumiseen, mikä pahentaisi velallisten vaikeuksia. Siksi on pelättävissä, että Suomen kotitalouksien, yritysten ja pankkien taloudellisen tilanteen paraneminen tulee viemään aikaa. Tämä luku puolustaa sitä kantaa, että 1) kun Suomen kansantalouden nykyinen tilanne otetaan huomioon, kireän finanssipolitiikan, kevennetyn rahapolitiikan ja kelluvan markan yhdistelmä edistää sopeutumista parhaalla

---

<sup>35</sup> Yli vuoden ajaksi toimeenpantavaa uutta valtionveroa tai veronlisäystä koskevan lakiesityksen käsittelyssä noudatettiin hankalaa erityismenettelyä aina 1.3.1992 saakka. Viimeisessä käsittelyssä tällaisen lakiehdotuksen hyväksyminen edellytti kahden kolmasosan enemmistöä.

<sup>36</sup> Lisää tästä aiheesta tuonnempana.

tavalla; tämänkaltainen politiikkayhdistelmä edistää korkojen laskua ja keventää yksityistä ja julkista velkataakkaa, joka on yksi talouden elpymisen pääasiallisista esteistä, 2) Suomen kansantalouden normaali ympäristö ja rakenteelliset piirteet huomioon ottaen rahapolitiikan nykyiset puitteet eivät ole parhaat mahdolliset pitkällä aikavälillä, ja paluu kiinteän valuuttakurssin järjestelmään — mahdollisesti pohjoismaisen rahajärjestelmän ja/tai EMU:n sisällä — olisi suositeltavaa. Sopeutusvaiheen ja pitkän aikavälin järjestelyt riippuvat kuitenkin toisistaan: sopeutusajan pituus ja sen kustannukset määräytyvät sen mukaan, millainen käsitys markkinoilla on Suomen talouden tulevaisuudesta. Sopeutusaika tulee olemaan lyhyempi ja kivuttomampi, jos talouspolitiikan uskottavuus pitkällä aikavälillä voidaan taata. Olisi väärin hoitaa vakautusongelmia — jotka tällä hetkellä ovat selvästi hallitsevina — ilman tätä pitkälle ulottuvaa perspektiiviä. Siksi Suomen talouspolitiikkaa tulee harkita tämän kokonaisuuden näkökulmasta. Tämä luku on jäsenelty seuraavasti. Kahden ensimmäisen osan aiheena on sopeutusvaihe: ensimmäinen osa käsittelee eräitä nykyhetken suotuisia kehityspiirteitä, jotka yleensä helpottavat asioita ja toinen osa käsittelee niitä vakautustoimenpiteitä, jotka vaikuttavat tarkoituksenmukaisimmilta. Perusteluja, jotka puoltavat siirtymistä kiinteän valuuttakurssin politiikkaan heti kun sopeutusvaihe on saatettu loppuun, kehitellään kolmannessa osassa.

## 3.2 Väliaikaiset elpymistä edistävät tekijät

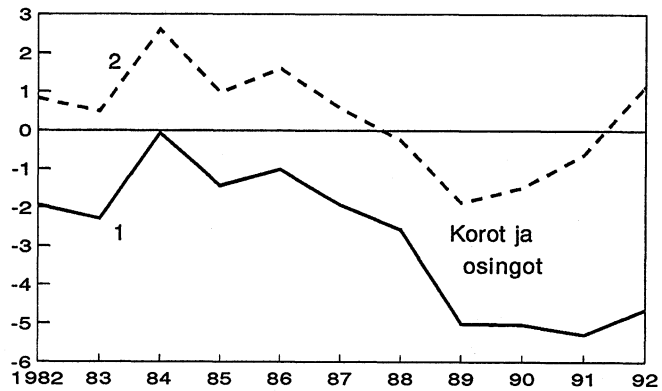
Suomen kansantalouden viimeaikaisessa kehityksessä on havaittavissa kolme suotuisaa tekijää, jotka tulevat helpottamaan talouden sopeutumista: 1) markan voimakas devalvoituminen, 2) väliaikainen luopuminen palkkojen (tosiasiallisesta) indeksisidonnaisuudesta ja 3) inflaation hidastuminen. Näissä oloissa ei ole epärealistista olettaa, että lama tulee päättyämään vuonna 1993 ja että vuonna 1994 alkaa hidas elpyminen.

### 3.2.1 Markan devalvoituminen

Vuosina 1989 ja 1990 Suomen kauppataase oli alijäämäinen. Sen jälkeen Suomi on saanut kauppataaseensa muuttamaan ylijäämäiseksi (kuvio 21). Kuitenkin vuonna 1992 Suomen vaihtotaseen alijäämä oli 4.6 % bruttokansantuotteesta. Vuoden 1992 lopussa Suomen koko ulkomainen (netto-) velka oli 47.8 % vuotuisesta bruttokansantuotteesta. Suhteessa vientiin Suomen ulkomaanvelka oli samaan aikaan 184.6 %. Jos oletetaan, että velan suhde bruttokansantuotteeseen on aluksi 50 %, on vaihtotaseen

vajeen oltava 3 % bruttokansantuotteesta, jotta velan suhde bruttokansantuotteeseen pysyy vakiona, kun olettamuksena on, että nimellinen bruttokansantuote kasvaa 6 % pitkän ajan kuluessa. Jos vaihtotaseen vaje on 5 % bruttokansantuotteesta, velan määrä kasvaa, kunnes vaihtotaseen vaje on juuri tarpeeksi suuri kasvattaakseen velkaa 6 prosentilla vuodessa. Tässä tilanteessa velka olisi 83 % bruttokansantuotteesta. Jos vuotuinen nimellinen korko olisi 9 %, olisi velan korkojen rasitus vaihtotaseessa 7.5 % bruttokansantuotteesta. Tämä vaje tulisi kattaa vastaavalla tavaroiden ulkomaankaupan ylijäämällä. Ei tietenkään voida olettaa, että kauppataaseen ylijäämä olisi (pysyvästi) 7.5 % bruttokansantuotteesta. Tämän vuoksi on selvää, että sekä aiempaa alhaisemmat korot että suuri kauppataaseen ylijäämä yhdessä ovat ehdoton edellytys sille, että ulkomaanvelka pysyy kohtuullisena. Korkojen lasku riippuu kansainvälisten pääomamarkkinoiden suotuisasta kehityksestä ja ennen kaikkea talouspolitiikan uskottavuudesta. Markan devalvoituminen kellutuksesta lähtien edistää tarvittavaa tavaroiden kauppataaseen ylijäämän muodostumista.

Kuvio 21. Ulkomainen velka, %



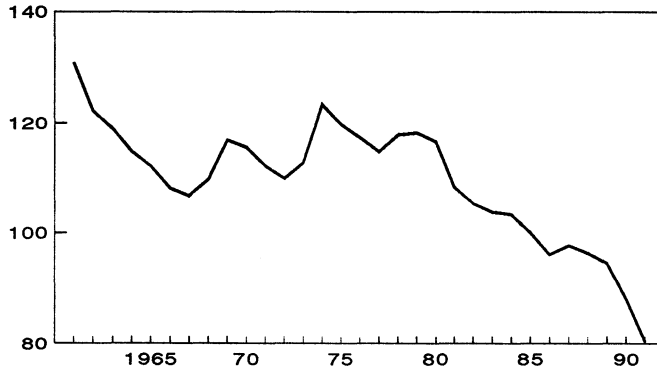
- 1 Vaihtotase / BKT
- 2 Tavarat, palvelut ja tulonsiirrot / BKT

Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 22.

**Avoimen sektorin suhteelliset hinnat, 1985 = 100**

Avoimen sektorin hintojen suhde suljetun sektorin hintoihin



Lähde: Suomen Pankki.

Talouden avoimen sektorin hintojen suhde suljetun sektorin hintoihin on menneisyydessä tasaisesti supistunut ja vuodesta 1989 lähtien supistuminen vielä kiihtyi (kuvio 22). Viime aikoina kehitys on kääntynyt päinvastaiseen suuntaan. Sopeutuminen edellyttää talouden rakenteen uudistamista siten, että resursseja siirtyy suljetusta avoimeen sektoriin ja että avoimen sektorin suhteelliset hinnat nousevat. Tätä nousua on markan viimeaikainen devalvoituminen edistänyt. Reaalinen valuuttakurssi on Suomessa heikentynyt tuntuvasti syyskuusta 1992. Koska Suomen vienti – jossa metsäteollisuuden tuotteilla on hallitseva osa – on hyvin kilpailuherkkää, vientikauppa on osaltaan nopeuttanut laman päättymistä. Vuonna 1993 kauppataseen ylijäämän ennustetaan olevan miltei 4 % bruttokansantuotteesta ja vuonna 1994 vastaavasti 6.4 %.<sup>37</sup> Markan devalvoitumisesta aiheutuva etu on niin huomattava, ettei ole tarpeen mennä sen pitemmälle ja ottaa avuksi kilpailevaa devalvoitipolitiikkaa. Tämä voisi antaa niille lukuisille maille, joilla on samanlaisia vaikeuksia kuin Suomella, kimmokkeen ryhtyä samankaltaisiin yrityksiin. Samasta syystä olisi erittäin tuhoisaa käyttää sellaisia keinoja, joilla pyritään lisäämään vientiä ja vähentämään tuontia; tämä voisi aiheuttaa vahinkoa Suomen ja sen pääasiallisten kauppakumppaneiden välisiin kauppasuhteisiin erityisesti Euroopassa ja häiritä näiden suhteiden myöhempää kehitystä EY:n yhteydessä. Mikään Euroopan maa ei voi ratkaista taloudellisia ongelmiaan naapurinsa kustannuksella. Tällaisen politiikan

<sup>37</sup> "World Financial Markets", Morgan Guaranty Trust Company, 14.5.1993.



tuhoiset seuraukset tunnetaan hyvin. Suomen viranomaisten tulee rajoittaa mikrotaloudellisiin toimenpiteisiin, joilla nopeutetaan resurssien välttämättömyyden siirtymistä avoimeen sektoriin – tällaisia toimenpiteitä olisivat esimerkiksi eräiden valtionyhtiöiden uudelleenorganisointi ja yksityistäminen (ks. edempänä) tai sellaiset toimenpiteet, jotka tähtäisivät avoimen sektorin suhteellisten palkkojen kasvuun.

### 3.2.2 Maltillinen palkkaratkaisu

Suomella on kaikki keskitettyjen tuloratkaisujen maan tunnusmerkit.<sup>38</sup> Ensiksikin sekä työntekijät että työnantajat ovat järjestäytyneet maanlaajuisiksi ammattiyhdistyksiksi: yhdistykset kautta maan ovat järjestäytyneet toimialoittain. Toimialayhdistykset vuorostaan ovat keskusjärjestöjen jäseniä. Toiseksi järjestäytyneisyys työntekijöiden ja työnantajienkin keskuudessa on suuri. Kun ammattiliittojen merkitys monissa maissa on tasaisesti vähentynyt, suomalaisten työntekijöiden järjestäytymisaste on jatkuvasti noussut ja on kansainvälisesti mitattuna erittäin korkea (taulukko 12). Kolmanneksi tuloneuvotteluja käydään keskitetysti valtakunnallisella tasolla ja vuodesta 1971 myös järjestäytymättömät työntekijät ovat kuuluneet työehtosopimusten piiriin, joten ammattijärjestöjen vaikutus on käytännössä sataprosenttinen. Vuoden 1993 tulosopimus sisältää indeksiehdon: mikäli kuluttajahintojen nousu lokakuusta 1992 syyskuuhun 1993 on suurempi kuin 3.9 %, tulosopimuksen piirissä olevien työntekijöiden nimellispalkat nousevat sen verran kuin hintojen nousu ylittää tuon prosentin.<sup>39</sup> Minkään ennusteen mukaan näin ei kuitenkaan tule käymään. Tämän vuoksi Suomi hyötyy tällä hetkellä palkkojen (tosiasiallisen) indeksisidonnaisuuden väliaikaisen poistamisen tuomista eduista.

Taulukko 12. Järjestäytymisaste Suomessa

1965	1970	1975	1980	1985	1990
33 %	57 %	78 %	85 %	86 %	90 %

Lähde: Tyrväinen 1993.

<sup>38</sup> Tämä kappale perustuu Tyrväisen (1989 ja 1993) sekä Erikssonin – Suvannon – Vartian (1992) aineistoihin.

<sup>39</sup> "The Finnish Economy", ETLA 1993/1 s. 95.

### 3.2.3 Hidas inflaatio

Suomen inflaatiiovauhti on laman pituuden ja syvyyden vuoksi tällä hetkellä hyvin hidas (2.7 % kuluttajahintaindeksillä mitattuna) verrattuna menneeseen kehitykseen (keskimäärin 6.7 % vuosina 1979–1992). Inflaation ennakoidaan kehittyvän suotuisasti myös lähitulevaisuudessa kahdesta syystä: 1) Taantuma on niin syvä, ettei tuonti-inflaatiosta ole vaaraa, vaikka markka on devalvoitunut. 2) Tulospimuksen ansiosta nimellisansioiden kasvu tulee jäämään vähäiseksi.

### 3.2.4 Laman päättyminen ja elpymisen ehdot

Tällä hetkellä Suomen talous on edelleen lamassa. Bruttokansantuotteen kasvuennuste vuodeksi 1993 on -0.7 % ja arvio kokonaistuotannon trendipoikkeamasta on -17 % (Morgan Guaranty Trust Company 1993). Teollisen tuotannon supistuminen on päättynyt. Vuoden 1992 lopulla oli kuitenkin merkkejä siitä, että elpyminen hidastuu (paitsi puuteollisuudessa) (kuvio 23). Kysynnän laskun pysäytti viennin elpyminen, joka alkoi, kun reaalin valuuttakurssi oli devalvoitunut 20 % markan keltutuspäätöksen jälkeen.<sup>40</sup> Kiinteät investoinnit (kuvio 24) ja yksityinen kulutus vähenevät kuitenkin edelleen. Vuodeksi 1994 ennustetaan heikkoa elpymistä ja bruttokansantuotteen kasvuvauhdin arvioidaan olevan 1.3 % (kuvio 25).<sup>41</sup> Investointien kasvun vientisektorilla ennustetaan ylläpitävän elpymistä, kun taas yksityinen kysyntä vähenee todennäköisesti edelleen. Kulutuksen arvioidaan alkavan elpyä vuonna 1995. Valtiovarainministeriön perusennusteen mukaan Suomi palaisi vuoden 1996 jälkeen pitkän aikavälin kasvu-uralleen – eli bruttokansantuotteen vuosittaiseen 3 prosentin kasvuun – ja inflaatio olisi 3.5 %. Tällaiset olosuhteet mahdollistaisivat Suomen liittymisen EMUun, mikä on edelleen viranomaisten aikomuksena.

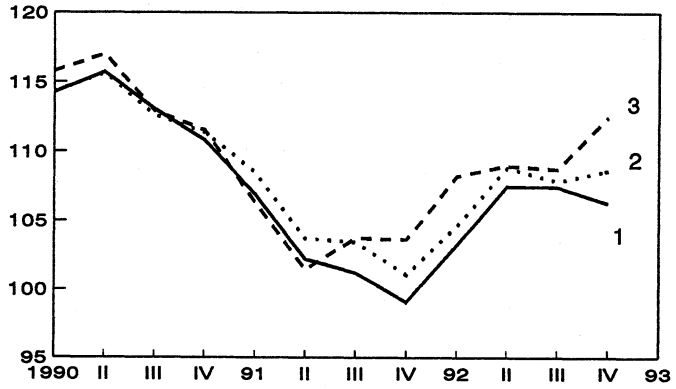
---

<sup>40</sup> Syksyn 1991 devalvaatiosta laskettuna markan reaalin valuuttakurssi on devalvoitunut tähän mennessä miltei 40 %.

<sup>41</sup> Luvut perustuvat valtiovarainministeriön, ETLAn, PTT:n ja Morgan Guaranty Trust Companyn ennusteiden perusteella laskettuihin keskiarvoihin.

Kuvio 23.

**Teollinen tuotanto,  
kausivaihtelusta puhdistettu, 1985 = 100**

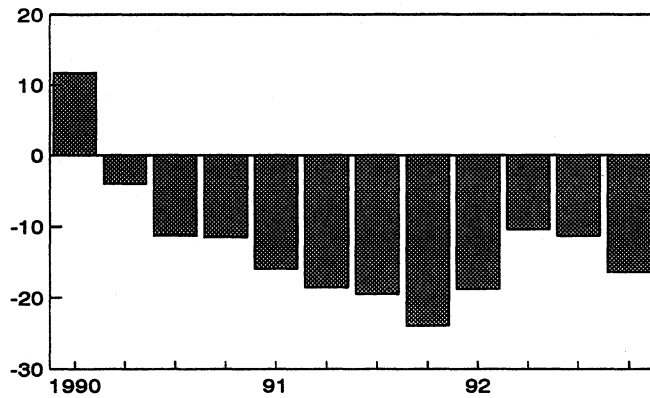


- 1 Tehdasteollisuus
- 2 Koko teollinen tuotanto
- 3 Puu- ja paperiteollisuus

Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 24.

**Kiinteät investoinnit,  
muutos edellisvuotisesta, %**

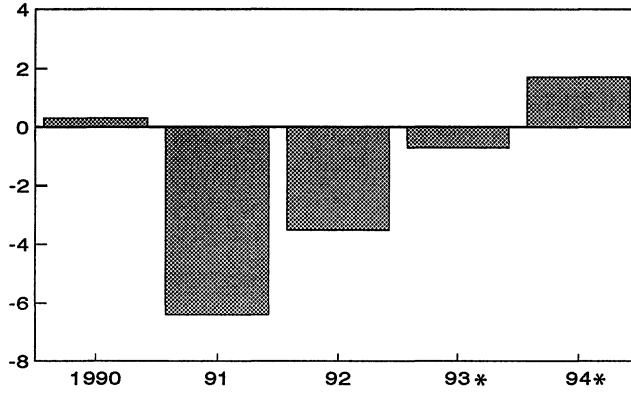


Lähde: Suomen Pankki.

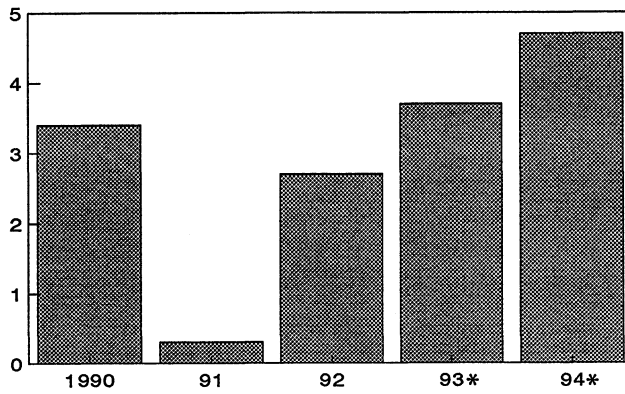
Kuvio 25.

### Makrotaloudellisia ennusteita

BKT:n kasvuvauhti, %  
määrän muutos edellisvuotisesta

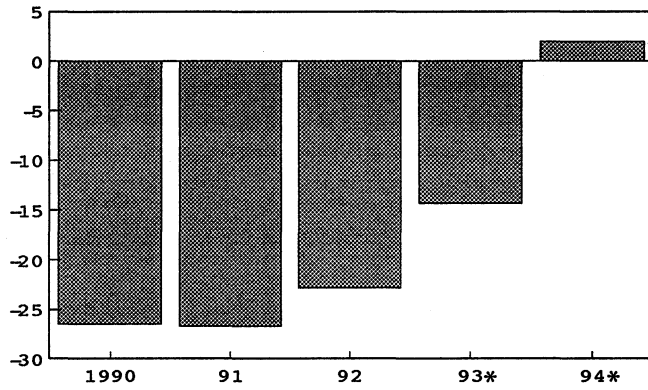


Inflaatio, %  
tuottajahintojen muutos edellisvuotisesta

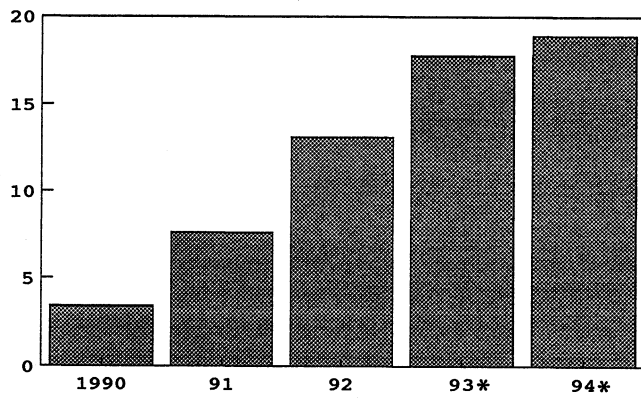


\* Ennuste

Vaihtotase, mrd. mk



Työttömyysaste, %



\* Ennuste

Lähde: ks. alaviite 41.

Edellä olevasta skenaariosta täytyy esittää kolme keskeistä kommenttia. Ensinnäkin sen onnistuminen riippuu maaailmantalouden suotuisasta kehityksestä, jota ei tässä yhteydessä voida ryhtyä yksityiskohtaisesti käsittelemään. Totean ainoastaan, että kun vuosina 1988 ja 1989 vallitsi yksimielisyys siitä, että rahamarkkinoita oli kiristettävä inflaation hillitsemiseksi, kahden viime vuoden aikana ei ole ilmennyt samanlaista yksimielisyyttä siitä, millainen rahapolitiikka olisi kaikkein järkevintä. Yhdysvalloissa rahapolitiikka on tukenut voimakkaasti kasvua, kun taas useimmissa Euroopan maissa rahapolitiikka on pääasiallisesti ollut kireää. Lähikuukausina onneksi ennustetaan rahamarkkinoiden kevenevän Euroopassa, mikä epäilemättä helpottaisi tuntuvasti Suomen talouden sopeutumista. Toiseksi 3 prosentin tasapainokasvu vastaa vuosien 1962–1992 reaalisen tuotannon trendikasvua, mutta sitä en käsittele tässä yhteydessä (taulukko 13).<sup>42</sup> Pitkän ajan kuluessa 3 prosentin tai 3.5 prosentin vuotuinen inflaatio ei kuitenkaan lainkaan vastaa Suomen talouden lähimenneisyydessä havaittua suuntausta. Se tulisi näin ollen olemaan suuri muutos, ja sen uskottavuus tulee varmistaa. Kolmanneksi sopeutumisen yhteiskunnalliset kustannukset – joita edustaa korkea työttömyysaste – vaikuttavat erittäin kovilta, ja pitäisi harkita, miten niitä voitaisiin vähentää.

Taulukko 13. **Aiempi makrotaloudellinen kehitys**

	BKT	BKT (1985 mk)	BKT:n deflaattori	Kuluttaja- hinnat
1962–1992	11.3	3.2	7.9	7.5
1962–1972	11.2	4.6	6.3	5.5
1972–1982	15.5	3.1	12.1	12.1
1983–1992	7.3	1.7	5.5	5.2

Lähde: Suomen Pankki.

<sup>42</sup> Tämän oletuksen vastaväitteeksi voitaisiin esittää, että tarjontapuolen häiriöillä tulee olemaan jonkinlainen pysyvä vaikutus bruttokansantuotteen reaaliseen tasoon. En tässä tarkemmin käsittele tätä näkökohtaa, sillä siihen tarvittaisiin niin yksityiskohtaista ekonometrista tutkimusta bruttokansantuotteen aikasarjojen tilastollisista ominaisuuksista, että se ei kuulu tämän raportin piiriin.

### 3.3 Sopeutuminen ja talouspolitiikka

Suomen viranomaisten tulee hyödyntää tässä puheena olleita suotuisia tekijöitä elpymisen nopeuttamiseksi. Finanssipolitiikassa tulee tehdä kaikki voitava julkisen talouden rahoitustilanteen parantamiseksi. Tämän takia vakauttaminen tulee pääasiassa riippumaan siitä, noudatetaanko ekspansiivista rahapolitiikkaa. Asiaa voidaan tarkastella kahden eri skenaarion avulla. Ensimmäisessä nykyistä tulosopimusta ei uudistettaisi ja rahapolitiikalla olisi yritettävä estää inflaation mahdollinen uudelleen kiihtyminen, mikä vähentäisi rahapolitiikan liikkumatilaa talouden elvyttämisen osalta. Toisen mukaan viranomaisten tehtävä helpottuisi, mikäli nopeasti kyettäisiin aikaansaamaan sopimus, joka takaisi, että palkankorotuksista pyritään pidättäytymään vuonna 1994 (ja mahdollisesti myös vuonna 1995).

#### 3.3.1 Finanssipolitiikan muutoksen tarpeellisuus

Viime vuosina Suomen valtiontalous on ollut huomattavan alijäämäinen. Vuoteen 1992 mennessä tämä alijäämä oli jo kasvanut 12.6 prosenttiin bruttokansantuotteesta, ja vaikuttaa siltä, että se tulee kasvamaan 16 prosenttiin vuonna 1993. Valtion velan suhde bruttokansantuotteeseen vuosina 1982–1992 on esitetty kuviossa 26. Velan suhde bruttokansantuotteeseen kasvoi voimakkaasti vuosina 1991 ja 1992. Voiko Suomi ylläpitää nykyisen julkisen velkansa kasvua vai ei? Rahoitusmarkkinat voivat vastata tähän kysymykseen. (Tällä hetkellä ulkomaisia sijoittajia ei liiemmin kiinnosta lainata suomalaisille rahaa, ja Suomen luottokelpoisuusluokitusta on alennettu.) Tässä yhteydessä pohdin ainoastaan, mitä Suomen julkiselle velalle tapahtuu, jos velkaantuminen jatkuu nykyistä vauhtia.

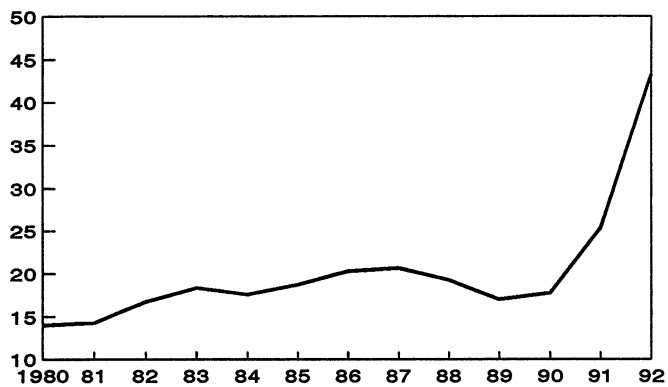
Seuraavaan yhtälöön on sisällytetty valtion velan kumuloitumisen yksinkertainen aritmetiikka:

$$\text{Velka/bruttokansantuote-} \\ \text{suhteen kasvuvauhti} = \frac{\text{primaarinen alijäämä}}{\text{velka}} + \text{korko} - \text{bruttokansantuotteen} \\ \text{kasvuvauhti}$$

Tätä yhtälöä voidaan ensiksikin käyttää selittämään aiempaa kehitystä. Velan ja bruttokansantuotteen suhteen kasvuvauhdin kolme komponenttia selittävät aritmeettisesti suhteen käyttäytymistä (kuvio 27). Vuosina 1982–1992 julkisen velan keskiporkko oli 10.9 %, bruttokansantuotteen keskimääräinen kasvuvauhti oli 10.3 % ja keskimääräinen primaarinen alijäämä prosentteina velan määrästä -16.4 % (eli kyseessä oli ylijäämä). Tämän vuoksi velan ja bruttokansantuotteen suhde hieman pieneni ajanjakson ajan. Velan ja bruttokansantuotteen suhteen kasvu vuosina 1991 ja 1992 johtui pääasiassa primaarisen alijäämän dramaattisesta kasvusta.

Kuvio 26.

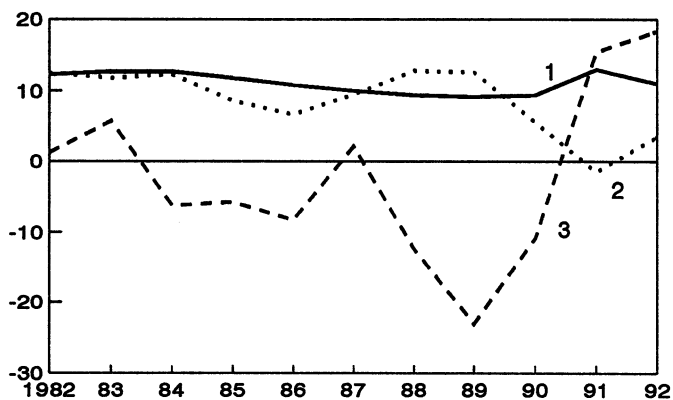
**Valtion velan suhde bruttokansantuotteeseen, %**



Lähde: Suomen Pankki.

Kuvio 27.

**Velan ja bruttokansantuotteen suhteen kasvuvauhdin komponentit, %**



- 1 Korko
- 2 Nimellisen BKT:n kasvu
- 3 Primaarinen alijäämä

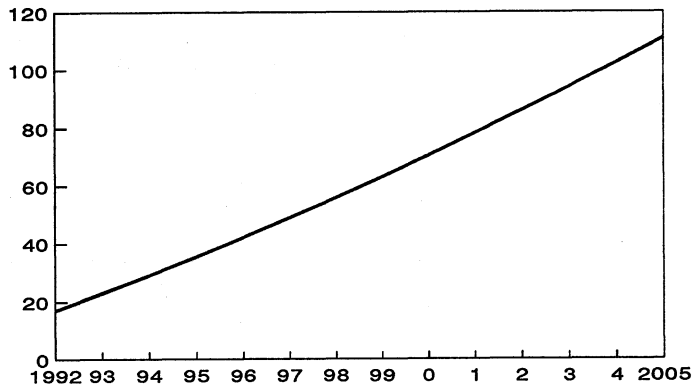
Lähde: Suomen Pankki.



Samaa yhtälöä voidaan käyttää myös arvioitaessa, oliko ennen ajanjaksoa 1991–1992 vallinnut tilanne – jolloin verotulojen osuus bruttokansantuotteesta oli 40.5 % ja julkisten menojen osuus 46 % – sopeutumisen kannalta sopusoinnussa talouspolitiikan pitkän ajan tavoitteiden kanssa. Näitä tavoitteitahan olivat 3.5 prosentin vuotuinen inflaatioaste ja 3 prosentin kasvuvauhti. Mikäli pitkän ajan (reaali)korko on 6 %, tämä tilanne vaikuttaa kestäättömältä. Se johtaisi julkisen (brutto)velan hallitsemattomaan kasvuun, joka ylittäisi 100 prosenttiin bruttokansantuotteesta vuoteen 2005 mennessä (valtiovarainministeriö 1992, skenaario 1 kuviossa 28).

Kuvio 28. **Hallitsemattoman velan suhde tuloihin, %**

Skenaario 1\*



\*  $g = 3 \%$ ,  $r = 6 \%$ ,  $T/Y = 40.5 \%$ ,  $G/Y = 46 \%$

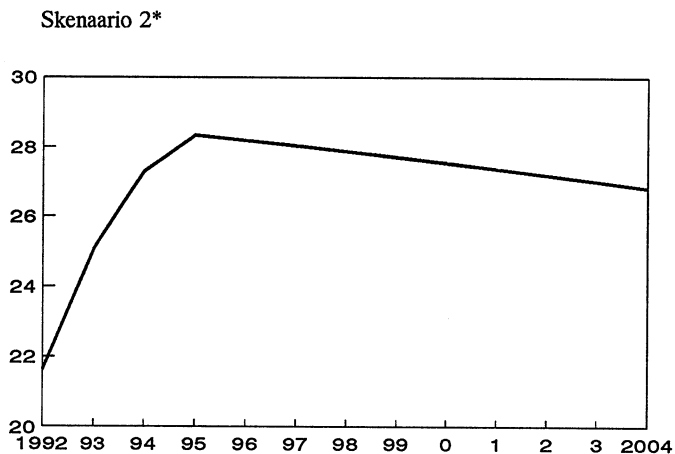
g = talouden reaali kasvuvauhti  
G/Y = valtion menojen osuus BKT:sta  
T/Y = verotulojen osuus BKT:sta  
r = reaalkorko

Lähde: valtiovarainministeriö.

### 3.3.2 Uskottava finanssipolitiikan ohjelma

Finanssipolitiikassa tulisi tehdä merkittävä suunnanmuutos, jotta nykyinen alijäämä korjaantuisi. Valtiontalouden alijäämän supistaminen vaatisi verotulojen lisäämistä ja/tai valtion menojen leikkaamista, ja se olisi joka tapauksessa hyvin tuskallista. Ensimmäistä vaihtoehtoa ei voida harkita. Vuonna 1992 suomalaisten marginaaliveroaste oli yli 65 % eli ankarampi kuin missään muussa Pohjoismaassa. Suomalaisten täytyi myös maksaa ankarinta liikevaihtoveroa (22 %). Koska veroasteen nostaminen ei ole mahdollista, Suomen viranomaisilla ei ole muuta keinoa kuin tehdä kovia menojen leikkauspäätöksiä. Valtio on sitoutunut keskipitkän ajan ohjelmaan, jolla valtion menot pyritään pitämään keskimäärin vuoden 1991 tasolla. Tämä riittäisi takaamaan, ettei velan kasvu karkaa käsistä (valtiovarainministeriö 1992, skenaario 2 kuviossa 29).

Kuvio 29. Keskipitkän ajan ohjelma ja velan hallittavuus



\*  $g = 3 \%$ ,  $r = 6 \%$ ,  $T/Y = 40.5 \%$ ,  $G = (0 \% \rightarrow 1996; 3 \%)$

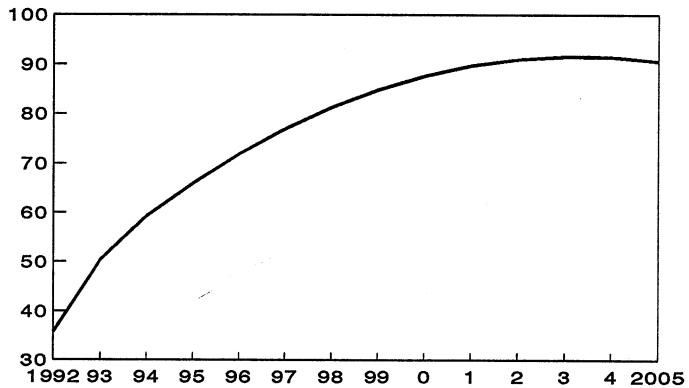
G = valtion menojen reaalikasvu

Lähde: valtiovarainministeriö.

Ottaen huomioon pankkikriisin aiheuttamat julkiset menot vuonna 1993 (joita ei otettu huomioon valtiovarainministeriön tutkimuksessa), Honkapohja, Koskela ja Paunio (1992) kuitenkin tutkimuksessaan toteavat, että vuoteen 2005 mennessä velka kasvaisi 90 prosenttiin bruttokansantuotteesta, vaikka julkiset menot vuoden 1995 jälkeen onnistuttaisiin jäädyttämään vuoden 1991 tasolle ja vaikka reaalikorko olisi alempikin kuin edellä oletettiin eli 5 prosenttia 6 prosentin asemesta, skenaario 3 kuviossa 30). Korkojen tai talouden kasvuvauhdin epäsuotuisa kehitys tietenkin vaikeuttaisi entisestään julkisen velan kasvun kontrolloimista, vaikka julkisten menojen leikkausohjelma pantaisiin täytäntöön. Näissä olosuhteissa tulee harkita lisätoimia, joilla julkisen velan kasvua voitaisiin hillitä. Huhtikuun alussa hallitus julkisti kokonaisratkaisun, joka tähtää julkisten menojen vähentämiseen alkaen 2 prosentilla bruttokansantuotteesta vuonna 1994 ja päätyen 4 prosentin supistamiseen vuonna 1996. Tämän kokonaisratkaisun toteuttaminen on sopeuttamisen onnistumisen ehdoton edellytys. Yksityistämishjelmaa täytyy kuitenkin myös harkita.

Kuvio 30. Pankkikriisin vaikutus velan hallittavuuteen

Skenaario 3\*



\*  $g = 3 \%$ ,  $r = 5 \%$ ,  $T/Y = (T/Y)_{92}$ ,  $G = (G)_{91}$

G = valtion menot reaalisina

Lähde: Honkapohja et al. (1992).

### 3.3.3 Yksityistäminen ja julkisen talouden sopeuttaminen

Joidenkin julkisen sektorin osien yksityistäminen helpottaisi julkisen talouden sopeuttamista.<sup>43</sup> Suomessa on 27 valtion omistamaa yhtiötä. Vuonna 1991 niillä oli 22.6 prosentin osuus kotimaisesta teollisuuden jalostusarvosta, 15.4 prosentin osuus teollisuuden työllisyydestä ja 28.1 prosentin osuus viennistä. Suomen valtionyhtiöiden perinteiset tehtävät – "luoda perusteollisuutta, saavuttaa ja ylläpitää Suomen omavaraisuus eri tuotannonaloilla ja kehittää kauppaa Itä-Euroopan kanssa" – ovat jo suurimmaksi osaksi vanhentuneita. Suomessa on lisäksi valtaamassa alaa näkemys, jonka mukaan valtion omistus yrityksissä ei ole tehokas tapa saavuttaa makrotaloudellisia tai yhteiskunnallisia tavoitteita tai korjata markkinoiden vääristymiä. EVAn mielipidetutkimukset osoittavat, että yksityistämistä tuetaan voimakkaasti ja että halukkuus julkisen sektorin suhteellisen painoarvon vähentämiseen tuntuu olevan kasvamassa. (Kun tutkimukseen vastanneille esitettiin väite "Suuri osuus Suomen julkisista palveluista tulisi yksityistää, jotta niiden tehokkuus paranisi", 46 % vastanneista oli samaa mieltä ja 28 % jokseenkin tai täysin eri mieltä.)

Vuonna 1991 Suomen hallitus aloitti yksityistämishjelmaa koskevat tutkimukset. Olisi epäilemättä ollut paljon parempi aloittaa yksityistäminen jo 1980-luvun jälkipuoliskolla, jolloin rahoitusmarkkinat laajenivat voimakkaasti. Näin toimivat useimmat länsimaat. Tästä huolimatta yksityistämishjelman toimeenpano voisi joka tapauksessa helpottaa talouden sopeutumista, koska sillä olisi myönteisiä vaikutuksia julkisen talouden rahoitustilanteeseen ja tuotantojärjestelmän tehokkuuteen. Valtionyhtiöiden myynnistä saatavia tuloja voitaisiin käyttää kolmella eri tavalla. 1) Niillä voidaan maksaa julkista velkaa. 2) Ne voidaan kirjata suoraan valtion tuloihin myyntivuonna. 3) Niitä voidaan käyttää yrityksen itsensä rahoittamiseen (jos kyseessä on osittainen yksityistäminen) tai rahoittamaan emoyhtiötä tai muita valtionyhtiöitä. Suomen tapauksessa ensimmäinen vaihtoehto olisi varmaankin paras. Sen avulla voitaisiin edistää Suomen tärkeimmän päämäärän saavuttamista eli julkisen velan pienenemistä, mikä helpottaisi sopeutumisprosessia.

---

<sup>43</sup> Tämä kappale perustuu seuraavista lähteistä saatuihin tietoihin: valtiovarainministeriö 1991, Tapio 1993, Financial Timesissa 4.10.1991 julkaistu artikkeli "No rush to privatise", EVAn julkaisu "Indicators of the Finnish Society 1992/93" s. 39 sekä Padoa-Schioppa 1991.

### 3.3.4 Tuloratkaisun merkitys rahapolitiikan kannalta

Suomen rahapolitiikasta vastaavilla viranomaisilla on erittäin vaikea tehtävä. Heidän täytyy samanaikaisesti sekä helpottaa talouden sopeutumista että taata hintojen vakaus pitkän ajan kuluessa. Suomen Pankki täsmensi helmikuussa 1993 rahapolitiikan lähivuosien toimintalinjat. Rahapolitiikan tavoitteena on vakauttaa kuluttajahintojen vuotuisen nousun perusteella mitattu inflaatio vuodesta 1995 alkaen pysyvästi 2 prosenttiin. Tämän ohjelman pääasiallinen puute on, että se ei anna mitään viitettä siitä, millä tavalla rahapolitiikkaa tullaan harjoittamaan sopeutumisvaiheen aikana. Tavoitteen saavuttamiseen vaikuttaa pääasiassa se, saadaanko aikaan maltillinen tuloratkaisu vai ei. Tämän perusteella voidaan tarkastella kahta skenaariota. Ensimmäisessä skenaariossa, joka on pessimistisempi, työmarkkinajärjestöt eivät uudista nykyistä tulosopimusta ja yrittävät saada korvausta kahden viime vuoden aikana kertyneestä ostovoiman menetyksestä. Tässä tapauksessa rahapolitiikan vaikeana valintana olisi joko nopeampi inflaatio tai rahamarkkinoiden kiristäminen, minkä seurauksena minkäänlainen elpyminen ei olisi mahdollista.

Toisessa skenaariossa työmarkkinajärjestöt ovat tietoisia siitä, että maltillisesta tuloratkaisusta aiheutuisi Suomelle monia etuja, ja syyskuussa 1993 päättyvän tulosopimuksen kaltainen sopimus solmitaan nopeasti vuodeksi 1994. Mikäli näin tapahtuisi, voitaisiin realistisesti odottaa rahamarkkinoiden kevenevän merkittävästi sekä korkojen laskevan huomattavasti poliittisen riskin pienentymisen sekä kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden odotettavissa olevan suotuisan kehityksen vuoksi. Tämä pienentäisi osaltaan sekä julkista että yksityistä velkataakkaa ja helpottaisi taloudellisen toiminnan elpymistä. Mitä pikemmin palkkoja koskeva sopimus voidaan uudistaa, sen parempi. Sopimuksen uudistamista helpottaakseen hallitus — joka perinteisesti ei ole neuvottelijaosapuolena — voisi esittää vastineeksi joitakin rakenteellisia uudistuksia, jotka hyödyttäisivät palkansaajia alentamalla kulutustavaroiden hintoja ja lisäämällä siten palkansaajien ostovoimaa. Tässä yhteydessä tulee harkita maatalouden tukimuotojen tarkistamista sekä elintarvikkeiden jakelujärjestelmän uudistamista.

Suomen maatalouden tukijärjestelmällä on monia haittapuolia. Ensimmäisenä, siitä aiheutuu ankara rasitus julkiselle taloudelle. Kokonaisuudessaan Suomen tuottajatuiki on maailman korkeimpia. OECD:n mukaan suomalaisen keskivertomaanviljelijän tuloista noin 71 % on valtion suoraa tai epäsuoraa tukea. Tätä voidaan verrata vastaavaan EY-maiden 49 prosentin keskiarvoon ja Yhdysvaltojen 30 prosentin suuruiseen tukeen. Valtion eri tukimuodoista koostuu yhteensä keskimäärin 30 000 dollaria

jokaista päätoimista maanviljelijää kohti.<sup>44</sup> Maatalouden saama tuki vastaa 4:ää prosenttia bruttokansantuotteesta. Toiseksi maatalouden tukijärjestelmä on elintarvikealan kilpailun este, mikä osaltaan selittää elintarvikkeiden kalliit hinnat Suomessa.<sup>45</sup> On yleisesti tunnustettu, että elintarvikkeiden jakelijärjestelmän rakenne tuottaa suuret voitot kuluttajien kustannuksella. Mikäli hallitus voisi julkistaa näitä alueita koskevan uudistusohjelman, se voisi saada työmarkkinajärjestöt jatkamaan nykyistä tulosopimusta vuodeksi 1994 (ja vuodeksi 1995). Mutta vaikka tulosopimusta jatkettaisiinkin, kaikki epävarmuustekijät eivät olisi silti poistuneet. Jotkin rahapolitiikan toteuttamiseen ja tehokkuuteen vaikuttavat epävarmuustekijät tulevat säilymään.

### *Epävarmuustekijä 1: riski rahamarkkinoiden epävakaasta käyttäytymisestä*

Yksi ilmeinen potentiaalinen tavoitemuuttuja on M1:n eli yleisön hallussa olevan käteisen rahan sekä pankeissa olevien sekki-, säästö- ja käyttelytilien kasvuvauhti. M1 on tavoitemuuttujana houkutteleva, koska keskuspankki voi kontrolloida sitä verrattain hyvin ja koska Suomen aiemmat kokemukset viittaavat siihen suuntaan, että M1:n kysyntä kasvaa reaalisesti ja nimellisesti bruttokansantuotteen mukaan.<sup>46</sup> M1:n kiertonopeudessa ei vuoden 1980 jälkeen ole nousevaa eikä laskevaa trendiä, vaan kiertonopeus on vaihdellut arvon 1.45 ympärillä. Jos reaalitalouden kasvuvauhti vuonna 1993 on -0.4 % ja inflaatio on 3.3 %, M1:n pitäisi kasvaa noin 3 %. Vuonna 1994 vastaavan kasvuprosentin tulisi olla 6.

Tulee kuitenkin ottaa huomioon, että M1:n pitkän aikavälin korkojousto on melko suuri (-1.5). Koska korkojen lasku on pienentänyt rahan vaihtoehtoiskustannusta, M1:n kasvu oletettavasti nopeutuu ja kiertonopeus hidastuu. Jos tämä otetaan huomioon, yllä mainitut M1:n kasvuvauhtiarviot tulee käsittää minimiarvoiksi. Syyskuusta 1992 maaliskuuhun 1993 (tuorein tieto tätä laadittaessa) lyhyet korot laskivat 7 % ja taloudellisen toimeliaisuuden kasvuvauhti — mitattuna kiinteähintaisella kuukausittaisella bruttokansantuotteen indikaattorilla — oli hieman negatiivinen ja inflaatio (vuositasolla) oli 3.8 %. Jos sovelletaan samaa päättelyä kuin edellä, M1:n olisi pitänyt kasvaa 6.6 prosentin vauhdilla tuona ajanjaksona. Todellisuudessa kasvuvauhti oli 10 %. Näiden kahden arvon välisen eron perusteella olisi äärimmäisen rohkeaa väittää, että rahan kysynnän

---

<sup>44</sup> "Scandinavian Farmers may be sticking point in expansion talks", The Wall Street Journal, 8.4.1993.

<sup>45</sup> Luku III OECD:n raportista: "Finland: 1990/1991".

<sup>46</sup> Ripatti 1992.

epävakaisuutta koskevat pelot olisivat jo realisoituneet, mutta olisi niin ikään rohkeaa väittää, että viimeaikaiset tapahtumat ovat häivyttäneet kaikki nämä pelot.

### *Epävarmuustekijä 2: luottolaman riski*

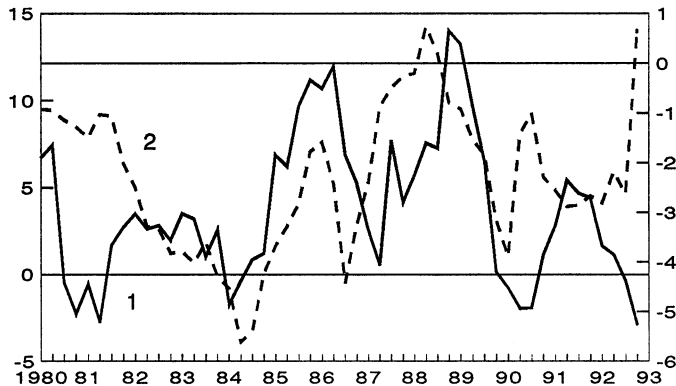
Luotolla on perinteisesti näyttänyt olevan pienempi vaikutus Suomen taloudelliseen toimeliaisuuteen kuin rahalla.<sup>47</sup> Vaikuttaa kuitenkin siltä, että luoton merkitys on ollut erittäin suuri kriisiaikoina, kun rahoitusjärjestelmän toiminta on mennyt sekaisin. Ei ole epäilystäkään siitä, etteivätkö luottomarkkinoiden tapahtumat säätelisi Suomen talouden sopeutumista. Nykyisissä olosuhteissa täytyy tarkkailla kaikkia niitä indikaattoreita, jotka osoittaisivat luottolaman syntymistä, sillä luottolama haittaisi elpymistä. Luottolaman keskeinen piirre on luotonannon kasvun pieneminen ja siihen liittyvä pankkien antolainauskorkojen nousu. Kuviossa 31 on esitetty yksi luottovirran mittari eli pankkien luotonannon vuotuinen muutos prosentteina bruttokansantuotteesta — sekä yksi luoton hinnan mittari eli ero pankkien antolainauskorkojen ja Suomen Pankin (marginaali)koron välillä. Huolestuttavaa ehkä on se, että merkkejä luottolamasta on esiintynyt vuoden 1991 alusta lähtien: luottovirta on ollut negatiivinen ja luoton hinta on noussut. Olisi uhkarohkeaa tehdä tämän perusteella lopullinen johtopäätös ilman yksityiskohtaisempaa tietoa pankkijärjestelmän luotontarjonnan kehityksestä. Ikävä kyllä, kuten aiemmin mainittiin, sellaista tietoa — esimerkiksi luottojen suhteesta vakuusarvoihin tai tuloihin — ei ole ollut saatavilla.

---

<sup>47</sup> Starck — Virén 1992.

Kuvio 31.

## Luottovirrat ja luoton hinta, %



- 1 Pankkien luotonannon vuotuinen muutos prosentteina BKT:sta, vasen asteikko
- 2 Pankkien antolainauskorkojen ja Suomen Pankin maksuvalmiusluoton koron ero, oikea asteikko

Lähde: Suomen Pankki.

### Epävarmuustekijä 3: sopeutumisajan pituus

Korkojen alenemisen vaikutus talouden toimeliaisuuteen on paljon suurempi, jos se 1) kasvattaa kotitalouksien nettotuloja sen vuoksi, että suurin osa kotitalouksien lainoista on vaihtuvakorkoisia, ja sen vuoksi, että kotitalouksilla on enemmän vaihtuvakorkoista velkaa kuin vaihtuvakorkoisia saatavia. Vaikutus on suurempi myös, jos korkojen aleneminen 2) parantaa yritysten rahoitustilannetta siksi, että suurin osa niiden veloista on vaihtuvakorkoisia.<sup>48</sup> Tässä suhteessa Suomen tilanne näyttää melko hyvältä, sillä vain 10 % suomalaisten kotitalouksien lainoista on kiinteäkorkoisia.<sup>49</sup> Työttömät ja henkilöt, jotka pelkäävät jäävänsä työttömiksi, saattaisivat silti vähentää menojaan. Sellaisissa olosuhteissa voidaan pelätä, että jopa optimistisimmankin skenaarion mukaan talouden sopeutumiseen kuluu erittäin pitkä aika.

<sup>48</sup> The Economist 10.4.1993 s. 74, "Giving the economy a fix".

<sup>49</sup> "Financial markets – Statistical Review", Suomen Pankki, 6/1993 s. 22–23.



### 3.4 Paluu kiinteän valuuttakurssin järjestelmään

Täytyy pitää mielessä, että ne tämän luvun ensimmäisessä osassa mainitut suotuisat kehityspiirteet — erityisesti maltilliset tulosopimukset — jotka saattaisivat helpottaa Suomen kansantalouden sopeutumista, ovat vain väliaikaisia. Olisi epärealistista luottaa niiden pysyvyyteen. Mielestäni nykyiset rahapolitiikan puitteet — joihin kuuluvat kelluva valuuttakurssi sekä rahapolitiikan käyttö takaamaan talouden tasapainottuminen ja hintojen vakaus — eivät ole ihanteellisia pitkällä aikavälillä, kun otetaan huomioon Suomen talouden ympäristö ja sen rakenteelliset piirteet sekä Suomen talouspolitiikan uskottavuus. Suomen rahapolitiikka ei vaikuta tarpeeksi tehokkaalta ja uskottavalta, jotta se yksin pystyisi takaamaan talouden vakauden ja hitaan inflaation. Mielestäni kiinteän valuuttakurssin järjestelmä — mahdollisesti pohjoismaisen rahajärjestelmän ja/tai EMU:n sisällä — yhdistettynä talouden vakauttamiseen finanssipolitiikan keinoin olisi ajan mittaan suositeltavampaa. Siksi Suomen viranomaiset voisivat nyt toteuttaa sarjan sellaisia toimenpiteitä, jotka vaikuttaisivat ensiaskeleilta kohti tämän järjestelmän käyttöönottoa tulevaisuudessa. Ensiksikin yksityistämisistä saatavat tuotot voisivat nopeuttaa valtion rahoitusilanteen paranemista ja sitä kautta antaa finanssipolitiikalle paremmat mahdollisuudet taata talouden vakaus. Samanaikaisesti voitaisiin julkistaa joi-takin välittömiä institutionaalisia muutoksia, jotka tekisivät yleisölle ja markkinoille selväksi sen, että viranomaiset ovat jo ottamassa uutta järjestelmää käyttöön. Nämä muutokset rohkaisivat yleisöä sopeuttamaan käyttäytymisensä — jonka tulee erityisesti työmarkkinoilla olla aiempaa joustavampaa — lähitulevaisuudessa vallitsevaan tilanteeseen.

#### 3.4.1 Onko kelluvan markan järjestelmä Suomen kannalta optimaalinen? Katsaus Suomen historiaan

Suomella on jo aikaisempiakin kokemuksia kelluvan valuuttakurssin järjestelmästä (taulukko 14). Nämä kokemukset ajoittuvat sotien väliseen aikaan, ja tästä Suomen taloushistorian episodista voi saada hyödyllistä opetusta myös nykyhetkeä ajatellen. Tässä suhteessa Tarmo Haaviston ja Lars Jonungin<sup>50</sup> äskettäinen tutkimus on erittäin mielenkiintoinen. Se vertaa Suomen ja Ruotsin kokemuksia sotien välisenä aikana muiden maiden vastaaviin kokemuksiin ja esittelee eräitä merkittäviä seurauksia, joita tällä valuuttakurssipolitiikalla oli ollut. Suomen Pankki luopui kulta-kannasta syksyllä 1914. Ensimmäisen maailmansodan ja sen jälkivaiku-

---

<sup>50</sup> Haavisto — Jonung 1993.

tuksen aikana Suomen markan arvo aleni jatkuvasti noin kahdeksanteen osaan aikaisemmasta arvostaan. Suomen Pankki pyrki ensin liittämään markan uudelleen kultakantaan mahdollisimman nopeasti, mutta huomasi pian, ettei tämä käynyt päinsä. Markan annettiin kellua. Suomen Pankki hyväksyi inflaation tosiasiana. Reaalinen valuuttakurssi sopeutui siten, että Suomen markan nimellinen kurssi devalvoitui voimakkaasti kotimaisen hintatason pysyessä vakaana. Ruotsissa valuuttakurssipolitiikan päämääränä oli paluu sotaa edeltäneeseen kruunun pariteettiin. Jotta Ruotsi olisi saavuttanut tämän päämäärän, kruunu oli pidettävä yliarvostettuna kotimaisen hintatason alentamiseksi. Kotimainen hintataso laski, jotta reaalinen valuuttakurssi devalvoituisi. Lama Ruotsissa oli ankara, kun taas Suomessa taloudellinen toimeliaisuus kasvoi, ja maa välttyi vuoden 1921 kansainväliseltä lamalta.

Taulukko 14. Valuuttakurssijärjestelmän kehitys

Ajanjakso tai vuosi	Valuuttakurssijärjestelmä	Markan arvo
1866–1877	Hopeakanta	1 mk = 4.44987 grammaa hopeaa
1878–1914	Kultakanta	10 mk = 2.9032 grammaa kultaa
1914–1925	Kelluva	
1926–1931	Kultakanta	100 mk = 3.7894 grammaa kultaa
1931–1933	Kelluva	
1933–1939	Sidottu Englannin puntaan	1 punta = 227 mk
1939–1949	Sidottu dollariin Devalvaatioita	1939: 1 dollari = 49.35 mk
1949–1971	Bretton Woodsin aika	1949: 1 dollari = 231 mk
1957 (1963)	Devalvaatio	1 dollari = 320 mk (3.20 mk)
1967	Devalvaatio	1 dollari = 4.20 mk
1971–1991	Kelluva ja 1977 valuuttaindeksiin sidottu	
1977–1978	Devalvaatio	18 %
1982	Devalvaatio	10 %
1991	Ecuun sidottu	
1991	Devalvaatio	12 %
1992	Kelluva	

Lähde: Suomen Pankki.

Syyskuussa 1931 Iso-Britannia luopui kultakannasta ja devalvoi punnan. Suomi ja Ruotsi seurasivat esimerkkiä, mutta Ranska, Hollanti, Belgia ja Sveitsi pitivät valuuttansa kultakantaan sidottuina vuosiin 1935 ja 1936 saakka ja muodostivat ns. kultakantaryhmän. Aikana, jona hinnat laskivat, hintojen vakauttamisesta tuli Suomen ja Ruotsin hallitusten tärkein tavoite. Vuosina 1929–1936 teollinen tuotanto supistui keskimäärin 14 % kultakantaryhmään kuuluvissa maissa. Samaan aikaan Ruotsissa ja Suomessa "taloudellista toimeliaisuutta tuki kotimaisen valuutan devalvoituminen. Aliarvostetut valuutat saivat aikaan vientivetoisen kasvun, ja molemmissa maissa lama oli kultakantamaihin nähden sekä lyhytaikainen että lievä." (Haavisto – Jonung 1993 s. 23.)

Tärkein sotien välisestä ajasta saatava opetus on, että Suomen viranomaiset onnistuivat välttämään syvän laman antamalla markan kellua. Sotien välisenä kautena devalvaatio oli kuitenkin keino lopettaa deflaatio ja laskea reaalikorkoja. Pääsyy siihen, miksi Suomen ja Ruotsin elpyminen oli nopeampaa, oli se, että devalvaatio vakautti hintatason ja alensi reaalikorkoja. Nykyinen talouden ympäristö on kuitenkin tyystin erilainen, sillä nyt on jatkuvasti olemassa se vaara, että työmarkkinoiden toimintamekanismin vuoksi devalvaatio johtaa inflaation nopeutumiseen ja palkkojen nousuun, eikä sillä pystytä palauttamaan talouden tasapainoa.

### 3.4.2 Devalvaation rajat Suomen nykyisessä taloudessa

Devalvaation teho talouden palauttamisessa tasapainoon negatiivisen sokin jälkeen riippuu siitä, miten nimellispalkat reagoivat inflaatioon ja työttömyyteen.<sup>51</sup> Tässä suhteessa maat voidaan jakaa kahteen ryhmään. 1) Maissa, joissa nimellispalkat eivät reagoi herkästi työttömyyteen ja inflaatioon, devalvaatio on yksi keino parantaa kilpailukykyä, sillä se vähentää työvoimakustannuksia ja lisää ulkomaista kysyntää. 2) Toisaalta tämä keino on tehoton maissa, joissa nimellispalkat reagoivat voimakkaasti kotimaisten hintojen nousuun, mutta eivät kovin paljon työttömyyteen, tai maissa, joissa nimellispalkat reagoivat suunnilleen samalla tavalla hintojen nousuun ja työttömyyteen ja sopeutuminen tapahtuu työttömyyden kasvun kautta. Suomi – kuten useimmat Euroopan maat – kuuluu jälkimmäiseen ryhmään (taulukko 15). Yhdysvallat ja Japani taas ensimmäiseen.

---

<sup>51</sup> Esim. L. Bini Smaghi ja S. Vori 1993.

Taulukko 15.

## Nimellispalkkojen ja reaali-palkkojen jousto

Maa	Nimellispalkkojen jousto	
	(1) Inflaatioon nähden	(2) Työttömyyteen nähden
<b>Suomi</b>	<b>0.67</b>	<b>-0.49</b>
Alankomaat	0.50	-0.27
Belgia	0.25	-0.25
Espanja	0.25	-0.20
Iso-Britannia	0.33	-0.15
Italia	0.60	-0.39
Japani	0.66	-1.87
Kanada	0.18	-0.51
Ranska	0.50	-0.29
Tanska	0.25	-0.10
Yhdysvallat	0.14	-0.61

Lähteet: (1) ja (2): L. Bini Smaghi – S. Vori 1993, OECD 1986/87 "Finland".

Suomessa nimellispalkkojen jousto inflaation suhteen on suurin. Kun palkkojen indeksointiaste yleiseen hintatasoon nähden on korkea ja talous on avoin, nimellisen valuuttakurssin muutoksen vaikutus reaali-palkkaan ja siten tuotantoon on pieni. Suomen aikaisemmat kokemukset vahvistavat tämän säännön. Ekspansiivinen rahapolitiikka yhdistettynä markan devalvointiin on johtanut pitkällä aikavälillä "devalvaatiocykliin": Devalvaatio on parantanut vientiteollisuuden kannattavuutta. Tämä on johtanut avoimen sektorin ammattiliittojen palkankorotusvaatimuksiin. Tässä vaiheessa keskinäiset palkkasidonnaisuudet ovat astuneet kuvaan, ja seurauksena on ollut palkkainflaation yleinen kiihtyminen, koska suljetun sektorin ammattiliitot ovat vaatineet samoja palkankorotuksia kuin avoimen sektorin työntekijöille on annettu. Devalvaatiosta saatu kilpailuetu on kadonnut, ja tästä on seurannut vaihtotaseen heikkeneminen ja uuden devalvaation tarve.<sup>52</sup> Näissä olosuhteissa Suomen talouden sopeutuminen negatiivisen sokin jälkeen nojaa pääasiassa työllisyystilanteen heikkenemiseen sen hidastaessa nimellispalkkojen nousua. Tätä sopeutumista edistää nimellispalkkojen suuri joustavuus työttömyyden suhteen.

<sup>52</sup> Esim. Eriksson – Suvanto – Vartia 1992 s. 206, Tyrväinen 1993b s. 6.

### 3.4.3 Nykyisen talouspoliittisen asetelman soveltumattomuus pitkällä aikavälillä

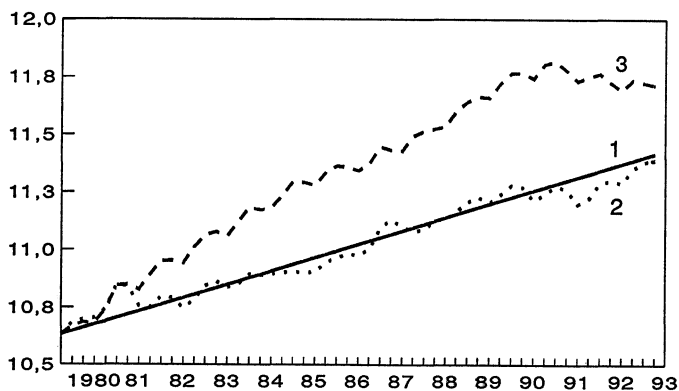
Yllä olevien näkökohtien pohjalta voidaan esittää epäilyksiä nykyisen politiikan soveltuvuudesta ajan mittaan. Nähdäkseni, ovatko nämä epäilykset perusteltuja, kävin läpi yksinkertaisen simulointikokeen, jonka tarkoituksena on arvioida, miten Suomen talous olisi viime vuosina kehittynyt, jos nykyisenkaltainen politiikka-asetelma olisi vallinnut aiemminkin. Tällaisella simuloinnilla on tietenkin ilmeiset rajoituksensa. Näistä tärkein on ns. Lucasin kritiikki, jonka mukaan talouden toiminta saattaa muuttua talouspolitiikassa tapahtuvien muutosten johdosta. Tästä huolimatta tämä kritiikki lienee vähemmän relevantti, jos tarkastellaan ainoastaan nimellisten muuttujien välisiä suhteita, kuten tässä yhteydessä on menetelty.

Valtiovainministeriön ja useimpien Suomen talouselämää analysoineiden mukaan (ks. esim. Honkapohja — Koskela — Paunio 1992) potentiaalisen reaali bruttokansantuotteen vuosittainen kasvuvauhti on miltei vakio, noin 3 %. Näissä oloissa 2 tai 3 prosentin inflaatiotavoite merkitsee samaa kuin nimellisen bruttokansantuotteen vuotuisen kasvutavoitteen asettaminen 5—6 prosenttiin. Tämän vuoksi simulointini perustuu seuraaviin oletuksiin siitä, millaisiksi nykyisen rahapolitiikan puitteet pysyvinä muodostuisivat: 1) Viranomaisten lopullinen pitkän aikavälin tavoite on nimellisen bruttokansantuotteen vuotuinen 6 prosentin kasvu. 2) Lyhyellä aikavälillä talouden vakauttamiseen käytetään rahapolitiikkaa. 3) Rahapolitiikka ottaa huomioon mahdollisen epävakaisuuden rahamarkkinoiden käyttäytymisessä.

Kuviossa 32 esitetään simulointitulokset (yksityiskohtaisemmin liitteessä). Simuloinnista voi saada monenlaista opetusta. Ilmeisesti nykyisen rahapolitiikan vallitessa nimellinen bruttokansantuote olisi seurannut tavoiteuraa ilman suuria poikkeamia. Simuloinnista käy ennen kaikkea ilmi, että jos Suomen rahapolitiikasta vastaavat viranomaiset olisivat noudattaneet tätä politiikkaa, nimellisen bruttokansantuotteen kasvu olisi palannut pitkän aikavälin tasapainouralleen vuoden 1992 lopussa. Se olisi kuitenkin ollut mahdollista vain, jos rahapolitiikka olisi reagoinut hyvin voimakkaasti nimellisen bruttokansantuotteen poikkeamiin tavoiteuralta: rahan tarjonnan kasvua olisi ollut välttämätöntä lisätä (vähentää) ylimääräisellä 20 prosentilla jokaisena sellaisena vuonna, jona nimellinen bruttokansantuote oli prosentin alle (yli) tavoitteen. Tämä merkitsee sitä, että nousuhdanteen aikana olisi täytynyt ryhtyä voimakkaisiin rajoittaviin toimiin — jotka olisivat johtaneet rahaperustan pieneneemiseen — sekä siihen, että vuoden 1991 alusta olisi noudatettu epätavallisen ekspansiivista politiikkaa — mikä olisi johtanut rahaperustan vuotuisen yli 100 prosentin kasvuvauhtiin. Tällaiset luvut ovat selvästi

täysin epärealistisia. Sen vuoksi simuloinnin tärkein opetus on, että vaikuttaa epätodennäköiseltä, että Suomen talouden vakauttaminen ja hintatason pitkäaikainen vakaus kelluvan markan järjestelmässä voitaisiin taata yksinomaan rahapolitiikan keinoin. Voidaan tietenkin väittää, että aikaisempi rahapolitiikka oli tehotonta kiinteän markan järjestelmän vuoksi ja että se olisi paljon tehokkaampaa markan kellumisen ansiosta. Tämä vastaväite ei kuitenkaan ole ratkaiseva: aikaisemmin valuuttakurssi ei todellisuudessa ollut kiinteä – markka devalvoitui lähes 40 % vuosina 1977–1992 (taulukko 14). Toinen väittämä, joka tukee nykyistä valuuttakurssijärjestelmää tulevaisuudessakin, saattaisi olla, että Suomen talouden häiriöt vuosina 1980–1993 eli rahoitusjärjestelmän vapauttaminen, idänkaupan romahdus ja niiden aiheuttama kuohunta olivat poikkeuksellisia ja että tulevaisuudessa viranomaisten tehtävä tulee helpottumaan. Tällainen väittämä tukeutuu kuitenkin enemmän arveluihin kuin objektiiviseen arvioon.

Kuvio 32. Nimellinen bruttokansantuote nykyisen rahapolitiikan vallitessa 1979–1993



- 1 Nimellisen BKT:n tavoiteura
- 2 Nimellisen BKT:n simuloitu ura
- 3 Nimellisen BKT:n ura

### 3.4.4 Pohjoismainen rahajärjestelmä?

Olisi suositeltavampaa sitoa markka sellaisten maiden valuuttoihin, jotka ovat kokeneet samankaltaisia häiriöitä kuin Suomi. Tarkka ja Åkerholm (1993) esittävät yhden mittarin, jonka avulla voidaan mitata symmetrisiä ja asymmetrisiä häiriöitä Pohjoismaissa ja muissa Euroopan maissa ja jonka mukaan häiriöt Pohjoismaissa ovat enimmäkseen vain niille tyypillisiä. Käyttäen erilaista tilastollista menetelmää ja analysoiden eri ajanjaksoa (1870–1988) Bergman, Gerlach ja Jonung (1992) ovat päätyneet samanlaisiin johtopäätöksiin: 1) Suomen, Norjan ja Ruotsin bruttokansantuotteen kasvussa on merkittävä yhteinen komponentti. 2) Maailmantalouden suhdanteet eivät näytä vaikuttavan Pohjoismaihin. 3) Pohjoismaiden suhdannekehitystä määräävä prosessi ja yhteisen komponentin vaikutus näissä maissa ovat merkittävän vakaita, ja ne ovat olleet samoja ajanjaksoina 1873–1913 ja 1948–1988.

Toinen merkittävä näkökohta, jota voidaan tarkastella tässä yhteydessä, on se, että Pohjoismailla on yhteiset työvoimamarkkinat. Näillä integroiduilla työvoimamarkkinoilla suomalaisten muutto Ruotsiin edusti aikaisemmin suurinta osaa maastamuutosta. Vuosina 1961–1987 yli 356 000 suomalaista muutti Ruotsiin, ja samana ajanjaksona 215 000 ihmistä palasi Suomeen. Lundborg (1991) on todennut, että suomalaisten maastamuuton jousto palkkojen suhteen on ollut suuri ja että reaali-palkkojen, työttömyyden jne. erot ovat tekijöitä, jotka johtavat mittaviin maastamuuttoihin Ruotsin ja Suomen välillä.

Jos rajoitutaan tarkastelemaan Suomen talouden ympäristöä ja joitakin sen rakenteellisia piirteitä — ottamatta huomioon uskottavuusnäkökohtia, joita tullaan tarkastelemaan myöhemmin, sekä ongelman poliittisia ulottuvuuksia — optimaalinen valuuttakurssijärjestelmä olisi pohjoismainen eli Suomen ja muiden Pohjoismaiden, erityisesti Ruotsin, välillä vallitseva kiinteiden valuuttakurssien järjestelmä. Tätä päätöstä puoltaisivat yhteinen suhdannekehitys sekä työvoimamarkkinoiden integroituneisuus. Keskinäisen kaupan merkitys on tietenkin pohjoismaista rahajärjestelmää tukeva lisäargumentti. Lisäksi järjestelmän käyttöönotto vahvistaisi Suomen talouspolitiikan uskottavuutta (erityisesti, jos siihen liittyisi näiden maiden keskuspankkien nykyistä suurempi itsenäisyys). Ensiksikin järjestelmä sulki pois mahdollisuuden harjoittaa sellaista kilpailevaa devalvointipolitiikkaa, joka tähtäisi suomalaisille tuottajille koituihin etuihin ruotsalaisten kilpailijoiden kustannuksella. Toiseksi enää ei aiempaan tapaan tulisi sellaisia tilanteita, joissa monet valuuttakriisit aiheutuivat siitä, että näiden kahden maan viranomaiset tekivät päätöksiä toisistaan erillään.

### 3.4.5 Liittyminen talous- ja rahaliittoon?

Liittyminen talous- ja rahaliittoon (EMUun) on edelleen viranomaisten päämäärä. Nykyisissä olosuhteissa, joissa EMUn tulevaisuus on hämärän peitossa, voidaan vain Franco Modiglianin tavoin toivoa, että "EMS:n asema talous- ja rahaliitossa voitaisiin nopeasti palauttaa varustettuna uusilla ja paremmin perustelluilla pariteeteilla sekä toimivaltuuksien ja pariteettien terveemmällä jaolla."<sup>53</sup> Tällä välin Suomi voisi selkeästi ilmaista aikomuksensa ryhtymällä tiettyihin toimenpiteisiin, jotka vaikuttaisivat ensiaskelilta jäsenyyden suuntaan. Tässä yhteydessä tulee harkita Suomen Pankin itsenäisyyden lisäämistä, sillä kansallisten keskuspankkien itsenäisyys on yksi Maastrichtin sopimuksen keskeisiä tavoitteita. Niitä, jotka pitävät tällaista uudistusta tarpeettomana, on Suomessa paljon. Heidän näkemyksensä on mm., että Suomen Pankin muodollista riippumattomuutta hallituksesta lisää se, että eduskunta ja presidentti nimeävät pankin korkeimpien toimeenpanevien elinten jäsenet, ei hallitus. Tämä mielipide ei kuitenkaan ole yhtä laajalle levinnyt Suomen ulkopuolella. Kaikki, jotka ovat tarkastelleet tätä kysymystä yksityiskohtaisesti, ovat yhtä mieltä siitä, että Suomen Pankin riippumattomuus ei ole kovin aitoa kahdesta syystä: 1) Jos Suomen Pankin pääjohtajan nimittää tasavallan presidentti eduskunnan pankkivaltuuston esityksestä määräämättömäksi ajaksi, adjektiivi "määräämätön" on harhaanjohtava, sillä pääjohtajan asema muodostuu kestävämmäksi ja hänen on pakko ilmoittaa eroavansa, jos hallituksen kanssa syntyy konflikti. 2) Suomen Pankilla on lakisääteinen tehtävä edistää yleistavoitetta ("Suomen Pankin tehtävänä on Suomen rahalaitoksen pitäminen vakavalla ja turvallisella kannalla sekä maan rahaliikkeen edistäminen ja helpottaminen", todetaan Suomen Pankin ohjesäännön pykälässä 1), mutta sillä ei ole minkäänlaista inflaation torjumista koskevaa erityisvelvoitetta. Sellaisen lainsäädännön vallitessa, jossa keskuspankin tavoitteita ei ole täsmällisesti määritelty, ihmiset alkavat epäillä, että hintojen vakauttamisen tavoitteesta tullaan luopumaan; he ennakoivat nopeaa inflaatiota ja käyttäytyvät sen mukaan. Oli Suomen Pankki nykyisellään todellisuudessa miten itsenäinen tahansa, tärkein sen sääntöjen uudistamisen puolesta puhuva peruste on, että sääntöjen muuttaminen olisi merkki Suomen viranomaisten aikomuksesta sopeuttaa suomalaiset instituutiot Maastrichtin sopimuksen vaatimusten mukaisiksi.

---

<sup>53</sup> Modigliani F. "The year of the great opportunity", Financial Times, 5.3.1993.



# Liite.

## Nykyisen rahapoliittisen järjestelmän toimivuuden simulointi

Päätekstissä mainitussa simuloinnissa käytetty rahapolitiikka on B. McCallumin kehittämän säännön sovellus Suomen talouteen. Tässä säännössä on otettu huomioon Suomen nykyisen rahapolitiikan puitteiden kolme pääelementtiä: 1) Pitkän ajan kuluessa lopullinen tavoite on nimellisen bruttokansantuotteen vuotuinen 6 prosentin kasvu, joka vastaa 3 prosentin inflaatiota. 2) Lyhyen ajan kuluessa rahapolitiikkaa käytetään helpottamaan talouden sopeutumista. 3) Rahapolitiikka ottaa huomioon mahdollisen epävakaisuuden rahoitusmarkkinoiden käyttäytymisessä rahapolitiikan puitteiden muutoksen jälkeen. Kaikki nämä elementit sisältyvät seuraavaan yhtälöön, joka kuvaa rahaperustan kehitystä:

$$\Delta b_t = 0.01457 - \frac{1}{16} [v_{t-1} - v_{t-17}] + \lambda [x_{t-1}^* - x_{t-1}] \quad (1)$$

Yhtälössä  $b_t$  on rahaperustan logaritmi,  $v_t$  on rahaperustan kiertonopeuden logaritmi,  $x_t$  on nimellisen bruttokansantuotteen logaritmi ja  $x_t^*$  on nimellisen bruttokansantuotteen tavoitearvon logaritmi. Ensiksikin sääntö määrittelee rahaperustan neljännesvuosittaisen kasvuvauhdin, joka on sopuisuudessa nimellisen bruttokansantuotteen pitkän aikavälin kasvutavoitteen kanssa: 0.01457 on yksinkertaisesti 6 prosentin vuotuinen kasvu muunnettuna neljännesvuosittaisiksi logaritmisiksi yksiköiksi. Toiseksi sääntö ottaa huomioon kiertonopeuden mahdollisen epävakaisuuden: siinä em. kasvuvauhdista vähennetään rahaperustan kiertonopeuden kasvuvauhti laskettuna neljän edellisen vuoden keskiarvona. Kolmanneksi sääntö ottaa huomioon talouden nykytilan: rahapolitiikka kevenee, jos nimellinen bruttokansantuote alittaa tavoitearvonsa (ja päinvastoin). Täsmällisemmin ilmaistuna säännöstä seuraa  $\lambda$ -prosentin rahaperustan kasvu neljännesvuodessa jokaista prosenttia kohti, jonka nimellinen bruttokansantuote poikkeaa tavoitearvaltaan. Ei liene tarpeen mainita, että säännön toteuttamistavat tulisi määritellä erikseen. Esimerkiksi Suomen rahajärjestelmän institutionaalisen luonteen vuoksi rahaperusta ei varmaankaan ole paras mahdollinen instrumentti. Sääntöä tulee tässä yhteydessä pitää pikemminkin viitteenä sille, miten Suomen rahapolitiikasta vastaavat viranomaiset voisivat määritellä ja säädellä politiikkaansa taatakseen samanaikaisesti hintatason "vakauden" ja talouden tasapainottumisen.

Yhtälöä (1) vastaavaan rahapolitiikan sääntöön on liitetty yksinkertainen malli nimellisen bruttokansantuotteen laskemiseksi:

$$\Delta x_t = a_0 + a_1 \Delta x_{t-1} + a_2 \Delta b_{t-1} + \text{RES} \quad (2)$$

Tässä RES merkitsee estimoitua jäännöstermiä ajanjaksolla  $t$ . Taulukossa 1 on esitetty tämän jälkimmäisen yhtälön estimointitulokset Suomelle täydennettynä lisäviivästyksin. Tiedot on saatu Suomen Pankista.

Simuloidut arvot  $b_t$ :lle ja  $x_t$ :lle on laskettu ajanjaksolle 1979/II – 1992/IV, kun lähtöarvot vastaavat tilannetta 1979/II, ja RES on sisällytetty jokaiseen vuosineljännekseen häiriötermin estimaattina (taulukko 1). Kuviossa 1 on esitetty tämän simuloinnin tulokset, kun  $\lambda = 0.25$  – mikä merkitsee ylimääräistä 1 prosentin rahaperustan vuotuista kasvua nimellisen bruttokansantuotteen poiketessa tavoiteuraltaan 1 prosentin. Tämä sääntö ei saa bruttokansantuotetta seuraamaan tavoiteuraansa. Jotta tavoiteasetelma toteutuisi,  $\lambda$ :n pitäisi olla erittäin suuri. Pääteoksissa esitetyt tulokset oli laskettu käyttäen  $\lambda$ :n arvoa 5, mikä merkitsee ylimääräistä 20 prosentin vuosimuutosta rahaperustassa jokaista 1 prosentin poikkeamaa kohti, jonka nimellinen bruttokansantuote eroaa tavoiteuraltaan (kuvio 32).

## Lähde

McCallum, B. T. (1987) "The case for rules in the conduct for monetary policy: a concrete example", *Weltwirtschaftliches Archiv*, Band 123, Heft 3, s. 415–429.

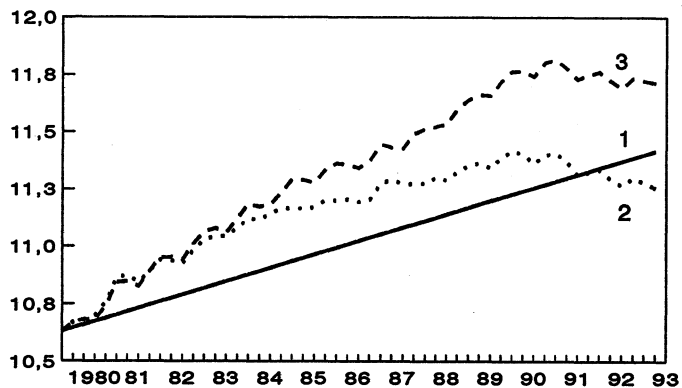
Taulukko 1.

**Yhden yhtälön malli nimellisen BKT:n laskemiseksi 1979/II – 1992/IV**

Muuttuja	Kerroin	Keskivirhe	T-suure	2-suuntainen merkitsevyydesti
Vakio	0.0156081	0.0058538	2.6663406	0.010
$\Delta x_{t-1}$	0.3210563	0.1168904	2.7466448	0.008
$\Delta x_{t-2}$	-0.5316489	0.1029763	-5.1628248	0.000
$\Delta x_{t-3}$	0.3443433	0.1188318	2.8977364	0.006
$\Delta b_{t-1}$	0.0637127	0.0183937	3.4638346	0.001
R2	0.505850	BKT:n keskiarvo		0.020822
Korjattu R2	0.466318	BKT:n keskihajonta		0.035454
Regression keskivirhe	0.025900	Jäännösneliösumma		0.033541
Durbin-Watson	2.331476	F-testisuure		12.79595
Log uskottavuus	125.5220			

Kuvio 1.

**Simuloinnin tulokset ajanjaksolle 1979/II – 1992/IV, kun  $\lambda = 0.25$**



- 1 Nimellisen BKT:n tavoiteura
- 2 Nimellisen BKT:n simuloitu ura
- 3 Nimellisen BKT:n toteutunut ura

# Lähteet

- Aarnio, L. (1989) The reform of income taxation in Finland. Bank of Finland Bulletin. Vol. 63, No. 1, pp. 5–11.
- Adams, R. K. (1988) The financial reform in Finland. IMF Working Paper, International Monetary Fund. October 1988.
- Adams, R. K. (1988) The financial reform in Finland. Kansallisen Economic Review 1, pp. 6–44.
- Altig, D. (1990) The case of missing interest deductions : will tax reform increase U.S. saving rates? Economic Review, Federal Reserve Bank of Cleveland. Quarter 4, pp. 22–34.
- Aranko, J. (1991) Banking supervision, in Financial markets in Finland. Bank of Finland Bulletin. Special issue, pp. 36–40.
- Bank of Finland (1991) Financial markets in Finland. Bank of Finland Bulletin. Special issue.
- Bergman, M. – Gerlach, S.– and Jonung, L. (1992) External influences in Nordic business cycles, 1870–1988. Open Economies Review 3, pp. 1–22.
- Bini Smaghi, L. – Vori, S. (1993) Rating the EC as an optimal currency area. Banca d'Italia. Temi di discussione No. 187.
- Branson, W. H. (1992) Why Sweden should peg to the ECU? Skandinaviska Enskilda Banken Quarterly Review 3–4, pp. 64–73.
- Brunila, A. – Takala, K. (1993) Private indebtedness and the banking crisis in Finland. Bank of Finland Discussion Papers 9/93.
- Brunila, A. – Lehtonen, M. – Kinnunen, H. (1993) Developments in Finnish debt. Bank of Finland Bulletin. Vol. 67, No. 5, pp. 8–13.
- Carroll, C. – Summers, L. H. (1987) Why have private savings rates in the United States and Canada diverged? Journal of Monetary Economics, September, pp. 249–79.
- Cunningham, T. J. (1991) A liberal discussion of financial liberalization. Economic Review. Federal Reserve Bank of Atlanta, November/December, Volume 76, Number 6, pp. 1–8.
- Davis, E. P. (1992) Debt, financial fragility and systemic risk. Oxford University Press.
- Denison, E. (1981) Command-basis GNP. Survey of Current Business.
- Englund, P. (1990) Financial deregulation in Sweden. European Economic Review 34, pp. 385–93.
- Englund, P. (1993) The collapse of the Swedish housing market. Credit market crunch, tax reform and macroeconomic depression. Uppsala University, April.

- Eriksson, T., Suvanto, A., and Vartia, P. (1990) Wage formation in Finland in "Wage formation and macroeconomic policy in Nordic countries. SNS Förlag, Oxford University Press.
- ETLA The Finnish Economy. Various issues.
- Feldstein, M. (ed.) (1991) The risk of economic crisis. The University of Chicago Press.
- Fieleke, N. S. (1989) The terms on which nations trade. New England Economic Review. Federal Reserve Bank of Boston, Nov./Dec. pp. 3–12.
- Giavazzi, F. — Pagano, M. (1990) Can severe fiscal contraction be expansionary? Tales of two small European countries. CEPR, Discussion Paper, May.
- Guiso, L. — Jappelli, T. — Terlizzese, D. (1992) Why is Italy's saving rate so high? Temi di discussione, Banca d'Italia, No. 167, Aprile.
- Gustavsson, C. (1990) Taxation of personal interest income in 18 OECD countries. Bank of Finland Discussion Papers 8/90.
- Haavisto, T. — Jonung, L. (1993) Off gold and back again. Finnish and Swedish monetary experiences in 1914–25. Forthcoming in Charles Feinstein (ed.) Banking, Currency and Finance in Europe between the wars. Oxford University Press.
- Hamada, K. — Kazumasa, I. (1984) National income, terms of trade, and economic welfare. The Economic Journal. December, pp. 752–71.
- Hämäläinen, T. — Kovanen, A. (1991) International capital flows, deregulation and the offset coefficient in Finland 1975–1990. Bank of Finland. Discussion Papers 7/91.
- Hjerppe, R. (1992) Finland's application for EC membership. Bank of Finland Bulletin. Vol. 66, No. 10, pp. 6–11.
- Honkapohja, S. — Koskela, E. — Paunio, J. (1992) The crisis of the Finnish economy. Written for the Ekonomikkommissionen. University of Helsinki.
- Honkapohja, S. — Pikkarainen, P. (1992) Country characteristics and the choice of the exchange rate régime: are mini-skirts followed by maxis? Centre for Economic Policy Research, No. 744.
- IBCA (1992) Country report: The Finnish banking system. London.
- Jännäri, K. V. — Ahlstedt, M. (1991) Risk monitoring at the Bank of Finland in Financial markets in Finland. Bank of Finland Bulletin. Special issue, pp. 41– 5.
- Jokivuolle, E. — Koskinen, Y. (1991) Financial options and future markets in Financial markets in Finland. Bank of Finland Bulletin. Special issue, pp. 23–8.
- Kontulainen, J. (1991) The market for certificates of deposit in Financial markets in Finland. Bank of Finland Bulletin. Special issue, pp. 17–22.
- Korhonen, T. (1992) Prime rate as a reference rate in Finland. Bank of Finland Bulletin. Vol. 66, No. 12, pp. 3–10.

- Koskela, E. — Paunio, J. (1992) Savings behaviour: Theory, international evidence and policy implications; Editors' introduction. *Scandinavian Journal of Economics*, No. 2, pp. 147–53.
- Kovanen, A. (1992) International capital flows in Finland 1975–1990: the role of expectations. Bank of Finland. Discussion Papers 5/92.
- Lahdenperä, H. (1991) Recent financial market developments and monetary policy. Bank of Finland Bulletin. Vol. 65, No. 8, pp. 3–6.
- Lehmussaari, O. P. (1991) Deregulation and consumption. Saving dynamics in the Nordic countries. IMF Staff Papers, No. 1, March, pp. 71–93.
- Lehmussaari, O. P. (1991) Financial deregulation and saving behaviour in the Nordic countries. *Kansallis Economic Review* 2, pp. 11–16.
- Lehmussaari, O. P. (1991) Experience with managing the exchange rate of the markka within the Currency Band. Bank of Finland Bulletin. Vol. 65, No. 3, pp. 3–8.
- Lehto-Sinisalo, P. (1992) The history of exchange control in Finland. Bank of Finland. Discussion Papers 3/92.
- Lilja, R. — Santamäki-Vuori, T. — Standing, G. (1990) Unemployment and labour market flexibility: Finland. International Labour Office. Geneva.
- Lundborg, P. (1991) Determinants of migration in the Nordic labor market. *Scandinavian Journal of Economics*, 3, pp. 363–375.
- Malkamäki, M. — Solttila, H. (1991) Developments in financial markets in the 1980s in Finland. Bank of Finland Bulletin. Special issue, pp. 4–11.
- Méltitz, J. (1990) Financial deregulation in France. *European Economic Review* 34, pp. 394–402.
- Miles, D. (1992) Deregulation of European financial markets. *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance*. Edited by P. Newman, M. Milgate, and J. Eatwell, pp. 637–40.
- Ministry of Finance Economic Surveys. Various issues.
- Ministry of Finance (1992) *The Finnish economy to 1996*. Helsinki.
- Ministry of Trade and Industry (1991) *State-Owned Companies in Finland 1991*.
- Nyberg, P. — Vihriälä, V. (1993) The Finnish banking crisis and its handling. Bank of Finland Discussion Papers 8/93.
- OECD Economic Surveys: Finland. Various issues.
- Padoa-Schioppa, T. (1991) Privatization: a Comparison of the Experiences of Six Countries. *Economic Bulletin. Banca d'Italia*, Number 13, October 1991, pp. 101–112.
- Pohjola, I. (1990) Fiscal policy and public finance. Bank of Finland Bulletin. Vol. 64, Nos. 6–7, pp. 10–14.

- Puro, I. (1978) The amendment of the Currency Act. Bank of Finland Bulletin. Vol. 52, No. 2, February.
- Puro, I. (1984) Finland's currency index system and its development. Bank of Finland Bulletin. Vol. 64, No. 11, February.
- Ripatti, A. (1992) Demand for money in Finland. Bank of Finland Bulletin. Vol. 66, No. 12, pp. 7-10.
- Starck, C. and Virén, M. (1992) Bankruptcies and aggregate economic fluctuations. Bank of Finland Discussion Papers 25/92.
- Swoboda, A. K. (1986) Ongoing changes in Finnish financial markets and their implications for Central Bank policy, Bank of Finland. A:62.
- Tarkka, J. and Åkerholm, J. (1993) Fiscal federalism and European monetary integration in Macroeconomic Modelling and Policy Implications. Edited by S. Honkapohja and M. Ingberg. Elsevier Science Publishers.
- Tanzi, V. (1987) Income taxes, interest rate parity, and the allocation of international savings in industrial countries. IMF Working Paper. International Monetary Fund, August.
- Tanzi, V. (1992) The need for tax coordination in an economically integrated world. International Monetary Fund. Draft.
- Tapio, M. (1993) Privatization in Finland. Ministry of Trade and Industry. 13.4.1993.
- Tyrväinen, T. (1989) A guide to the Finnish labour market. Finnish Economic Papers. Vol. 2, No. 2.
- Tyrväinen, T. (1993) Wages, prices and the exchange rate in Finland. Bank of Finland Bulletin. No. 1, pp. 2-7.

# Suomen talouskriisi

## Analyysi ja ehdotukset

David Currie  
London Business Schoolin kansantaloustieteen professori,  
vararehtori ja ennustelaitoksen johtaja

### Sisältö

Alkusanat	97
Tiivistelmä	98
1 Suomen kansantalouden nousu- ja laskukausi	104
2 Valuuttakurssipolitiikka	111
3 Rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkaminen	116
4 Finanssi- ja rahapolitiikan hoito	121
5 Muut talouspoliittiset kysymykset	123
Liite	127
Kirjallisuutta	134



# Tiivistelmä

1. Suomen talous on käynyt läpi epätavallisen rajun suhdannejakson korkeasuhdanteesta aallonpohjaan. Muutkin OECD-maat ovat samaan aikaan kokeneet nousu- ja laskusuhdanteen eli nousukauden, joka ajoittui 1980-luvun jälkipuoliskolle, ja taantumaa, joka ajoittui 1990-luvulle. Lähes missään muussa maassa suhdannevaihtelut eivät ole kuitenkaan olleet niin suuret kuin Suomessa. Syyt tähän piilevät Suomen talouden erityispiirteissä ja talouden hoidossa tapahtuneissa virheissä, joita ovat tehneet useat Suomen talouden osapuolet, mukaan lukien talouspolitiikan päättäjät, pankit, yritykset ja yksityiset ihmiset. Nykyisen taantumaa syvyys antaa talouspolitiikan päättäjille valtaisan haasteen ohjata talouden kehitys kohti elpymistä.
2. Olennainen kysymys Suomen talouspolitiikan hoidossa on se, oliko viime aikoihin asti jatkunut tavoite pitää markan valuuttakurssi kiinteänä Saksan markka- tai valuuttakorikytkennän avulla oikea ratkaisu vai olisiko markka tullut päästää kellumaan. Kiinteän valuuttakurssin ylläpitämiseen liittyvät vaikeudet ovat kahden viime vuoden aikana nousseet esiin useissa Euroopan maissa ja saaneet monet, usein jälkiviisaasti, kyseenalaistamaan siihen pyrkivän politiikan järkevyyden. Jotkin näistä vaikeuksista ovat johtuneet melko erityislaatuista olosuhteista. Nimittäin Saksan ja muiden Euroopan maiden suhdanteet ovat viime aikoihin asti poikenneet toisistaan, mikä on johtanut hyvin korkeisiin korkoihin Saksassa ja vahvaan Saksan markkaan juuri kun muu Eurooppa vajosi taantumaa. Yhtenä syynä vaikeuksiin on ollut dollarin heikkous samana ajanjaksona, mikä on lisännyt paineita Euroopan raha- ja valuuttajärjestelmän sisällä. Lisäksi vallalla on ollut poliittinen epävarmuus, jonka Maastrichtin ratifiointiprosessi on synnyttänyt.
3. Suomen taloudessa on kaksi erityispiirrettä, joiden vuoksi oli erityisen vaikeata ylläpitää kiinteää valuuttakurssia markan ja Saksan markan välillä. Ensinnäkin Suomen viennin riippuvuus paperin ja puutavaran viennistä merkitsee sitä, että Suomen vaihtosuhte vaihtelee enemmän kuin muiden maiden. Tätä vaikeutti dollarin kurssin heikkous, jonka seurauksena Pohjois-Amerikan tärkeimmät puutavaran ja paperituotteiden tuottajat ovat lisänneet tarjontaa, mikä on johtanut puutavaran ja paperin maailmanmarkkinahintojen laskuun Euroopan valuutoilla mitattuna. Kiinteään valuuttakurssiin pitäytymisen tilanteessa, jossa vaihtosuhte vaihtelee muusta Euroopasta poikkeavalla tavalla, saattaa johtaa tavallista jyrkempiin nousu- ja

laskukausiin; valuuttakurssin joustavuuden ylläpitäminen voi hyvinkin olla suotavaa tämän välttämiseksi.

4. Toiseksi Suomen talous on läpikäynyt merkittävän muutoksen pankkien luotonannossa. Nousukauden olosuhteista, joissa luottoa oli tarvittaessa hyvin vapaasti saatavilla, on siirrytty luottolamaan, jossa luoton saatavuutta rajoitetaan. Kuten tämän raportin liitteessä yksityiskohtaisesti osoitetaan, tällainen luotonannon vaihtelu merkitsee vastaavaa vaihtelua reaalisessa valuuttakurssissa, jota voidaan pitää yllä. Se vahvistuu, kun luoton saatavuus on hyvä ja heikentyy luottolaman aikana. Tämä reaalisena tasapainovaluuttakurssin vaihtelu teki kiinteän nimellisen valuuttakurssin ylläpitämisen paljon entistä vaikeammaksi: korkeaa reaalista valuuttakurssia, joka oli kestävä 1980-luvun jälkipuoliskon nousukauden olosuhteissa, ei voitu pitää yllä 1990-luvun alun lamassa. Niinpä markan ja Saksan markan välistä vaihtokurssia olisi voitu noudattaa vain kotimaisten hintojen epärealistisen jyrkän laskun kautta. Koska luottolaman vaikutukset tuntuvat melko pitkän aikaa, olisi epäviisasta odottaa reaalisena valuuttakurssin palaavan 1980-luvun tasoonsa ainakaan lähitulevaisuudessa.
5. Suomen talouden epävakaus viimeisten seitsemän tai kahdeksan vuoden aikana johtuu pitkälti rahoitusjärjestelmän säännöstelyn purkamisesta. Säännöstelemätön rahoitusjärjestelmä antaa yksityisille ihmisille ja yrityksille mahdollisuuden ottaa varsin vapaasti lainaa odotettuja tulevia tuloja vastaan. Tämä lisää suuresti talouden altistumista virheellisille käsityksille tulevaisuuden talousnäkymistä. Jos odotukset tulevasta voimakkaasta kasvusta yleistyvät, otetaan lainaa ja kulutetaan tulevaisuuden kasvuodotusten varassa ja siten osaltaan lisätään kysynnän ja tuotannon kasvua. Kun nousukausi loppuu ja kasvuodotukset osoittautuvat virheellisiksi, ihmisten on pakko vähentää jyrkästi kulutustaan voidakseen hoitaa aiempaa suuremmat velkansa pienentyneistä tuloistaan, ja tästä seuraava kulutuksen väheneminen syventää taantumaa. Samat vaikutukset ovat olemassa — joskin lievempinä — rahoitusjärjestelmässä, jossa luotonanto on rajoitetumpaa: rahoituksen säännöstelyn purkaminen mahdollistaa luotonoton jyrkemman kasvun nousukaudella ja vastaa-vasti sen voimakkaamman supistumisen taantumana aikana.
6. Edellisestä on kokemuksia myös muilla mailla — eritoten Isolla-Britanniassa — jotka ovat purkaneet säännöstelyn ja käyneet läpi samanlaisen luotonannon vaihtelun. Suomen viranomaiset eivät olisi voineet välttyä näiltä ongelmilta, koska markkinoiden paine säännös-

telyn purkamiseksi kävi ylivoimaiseksi. Viranomaiset eivät myöskään olisi voineet ottaa oppia muiden maiden kokemuksista, sillä noissa maissa, kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa, jotka purkivat säännöstelyn paljon Suomea aikaisemmin, luotonanto lisääntyi ja väheni pitkälti samaan aikaan kuin Suomessa.

7. Suomen tapauksessa on kuitenkin kaksi piirrettä, jotka erottavat sen muista maista. Ensinnäkin Suomen avokäiset verovähennykset, joiden perusteella luotonottaja on saanut vähentää korot tuloverosta, vaikka kuuluisi ankarimmin verotettavien ryhmään, ovat merkinneet huomattavaa verovääristymää, jonka vaikutusta säännöstelyn purkaminen on suuresti lisännyt. Tämän seurauksena luotonoton reaaliset kustannukset olivat paljon veroa maksaville efektiivisesti negatiiviset laskettuna suhteessa yleiseen hintaindeksiin ja reaalikorko suhteutettuna varallisuusarvojen hintakehitykseen oli selvästi negatiivinen, mikä on suurimittaisen luotonoton tärkein kannustin. Tästä seurannutta houkutusta ottaa lainaa varallisuusarvojen jatkuvan kohoamisen hyödyntämiseksi oli lähes ylivoimaista vastustaa. Jälkikäteen katsottuna luotonoton reaaliset kustannukset ovat tietenkin osoittautuneet erittäin suuriksi varallisuusarvojen romahdettua laman aikana, mutta tämä ei ollut tuolloin nähtävissä. Tämä verovääristymä lisäsi huomattavasti viimeaikaisen nousu- ja laskukauden välistä eroa.
8. Toinen Suomen tapauksen erityispiirre oli valuuttaluottojen harvinaisen räjähdysmäinen kasvu. Yksityishenkilöt ja yritykset alkoivat uskoa, että markan ja Saksan markan välinen vaihtokurssi oli rikkomaton ja päättivät tästä syystä ottaa matalakorkoista valuuttalainaa, selvästi ymmärtämättä, että markkakorot olivat korkeampia, koska markkinoilla tiedostettiin tulevan devalvaation mahdollisuus. Valuuttaluottojen ottaminen ei ollut viisasta käyttäytymistä. Pankkien toimenpiteet tällaisen luotonoton rohkaisemisessa olivat tuomittavimpia, koska alan ammattilaisina pankkien pitäisi osoittaa tarkempaa riskien arviointikykyä. Pankit eivät ainoastaan rohkaisseet asiakkaitaan ottamaan luottoa holtittomalla tavalla, vaan ne myös epäonnistuivat arvioidessaan riskejä, joita tällainen luotonanto aiheutti niiden omille luottosalkuille. Vaikka pankit tasapainottivat valuuttamääräisen luotonottonsa ja -antonsa, ne jäivät alttiiksi merkittäville luottotappioille mahdollisen devalvaation toteutuessa. Myös valvovat viranomaiset tekivät virheen, kun eivät vaatineet pankkeja tekemään varauksia asiakkaiden valuuttariskien varalta.
9. Valuuttamääräisen luotonoton räjähdysmäinen kasvu selittää suuren osan Suomen talouden tämänhetkisistä syvistä ongelmista. Markan

devalvaatio yhdessä varallisuusarvojen romahduksen kanssa on johtanut konkurssiaaltoon, suljetun sektorin kasvun pysähtymiseen ja rajusti lisääntyvään työttömyyteen. Nekin vientiyrietykset, joita devalvaation pitäisi auttaa, havaitsevat nyt, että niiden ottamien syndikoitujen ulkomaisten lainojen ehdot saavat niiden taseet epävarmoiksi. Jos sama luotonoton kasvu olisi ollut markka- eikä valuuttaehtoista, nykyinen taantuma olisi ollut paljon lievempi. Jos pankit lisäksi olisivat käyttäytyneet varovaisesti ja myöntäneet luottoa vain todellisia riskejä heijastavin ehdoin (riskivarauksen kustannukset mukaan lukien), luotonotto nousun aikana olisi ollut paljon vaimeampaa, sillä luottojen suuret kustannukset olisivat hillinneet sitä.

10. Finanssipolitiikkaa ei tiukennettu riittävästi nousukauden aikana: vaikka finanssipolitiikka oli suhdanteita lievästi tasoittavaa, se ei tasoittanut niitä riittävästi. Finanssipolitiikka heijasti toistuvia nousun voimakkuuden aliarviointeja ja siten valtion tulojen aliarviointia enemmän kuin erityistä pyrkimystä käyttää finanssipolitiikkaa suhdannepoliittisella tavalla nousun vaimentamiseksi. Kuten Isossa-Britanniassa, näyttää siltä, että viranomaiset Suomessakin katsoivat tuotannon voimakkaan kasvun ilmentävän pitkäaikaista kehitystä, ei siis väliaikaista nousukautta, ja suunnittelivat valtion menot ja verotuksen sen mukaisesti. Tämän seurauksena valtion menot kasvoivat nousukaudella liian nopeasti. Taantumassa sen sijaan budjettialijäämän on annettu paisua, mikä ilmentää suurtyöttömyyden ja pankkisektorin pelastusoperaation kustannuksia valtion budjetissa, ja tämä uhkaa johtaa valtion velan räjähdysmäiseen kasvuun. Jos nousukauden huipussa olisi edellytetty ylijäämäisempää budjettia, nykyinen vaje olisi pienempi ja valtion velkaongelma vähemmän uhkaava.
11. Pankkisektorin pelastaminen on tullut hyvin kalliiksi valtiontaloudelle, mutta on ollut välttämätöntä yksityisen pankkisektorin romahtamisen estämiseksi. Seurauksena on ollut valtion velan räjähdysmäinen kasvu: itse asiassa julkinen sektori on ottanut kantaakseen yksityisen sektorin vastuut, erityisesti valuuttavelat, estääkseen talouden romahduksen. On kuitenkin välttämätöntä, että tästä seuraava pankkisektorin saneeraus jatkuu ja että Suomen Pankki huolehtii siitä, että pankit ottavat käyttöönsä tehokkaat riskienhallintajärjestelmät, jotta voidaan välttää sekä pankeille aiemmin luonteenomainen aiheeton optimismi ja — mikä on tulevaisuuden kannalta tärkeämpää — liiallinen varovaisuus luotonannossa, mikä voisi estää tarpeellista investointien elpymistä. Tällä välin, koska aiemman kokemuksen perusteella ei toistaiseksi voida kovin hyvin luottaa pankkisektorin kykyyn seuloa investointiriskejä riittävästi, tulisi myös harkita sitä, että osa

tuesta jaettaisiin pankkisektorin sijaan suoraan yrityksille saneerausauttamiseksi. Tällaista tukea voitaisiin erityisesti ohjata niille vientiyrityksille, joiden valuuttalainavastuita devalvaatio on kasvattanut siinä määrin, että niillä on vaikeuksia pitää oman pääoman osuus suhteessa lainoihin riittävänä taseissaan, mihin ne ovat sitoutuneet tekemissään syndikoiduissa lainasopimuksissa. Yksi mahdollinen järjestely olisi valtion määräaikainen tuki äänioikeudettomana omana pääomana näille yrityksille.

12. Korkojen alentuminen syyskuussa 1992 alkaneen markan kelluttamisen jälkeen on antanut tervetulleeseen avun yrityksille, mutta ei ole ollut riittävää luodakseen pohjan talouden elpymiselle. Suomen Pankki on ollut huolissaan markan arvosta ja laskenut korkoja vain hitaasti. Reaalikorkojen on kuitenkin oltava huomattavasti alhaisemmat, jotta ne kykenevät tarjoamaan pohjan kestäväälle elpymiselle. On perusteltuja syitä ajatella, että markan reaalin tasapainokurssi on merkittävästi 1980-luvun tasoaan alempana (ks. pääraportin liite): vahvempi markka painaa kotimaisia hintoja alaspäin ja estää talouden elpymisen. Ulkomaisen velkaongelman hillitseminen edellyttää resurssien uudelleenjakoa kotimaiselta sektorilta vientisektorille, missä kilpailukykyinen markka on avainasemassa. Paperin ja puutavateollisuuden maailmanmarkkinahintojen elpyminen olisi tässä myös avuksi, mutta maailmantalouden epävarmuudet merkitsevät sitä, ettei talouspolitiikkaa voida perustaa tälle olettamukselle.
13. Nykyistä kevyemmän rahapoliittisen linjan vastapainona on syytä saada julkinen velanotto kuriin. Ilman tällaista finanssipolitiikan kiristämistä rahapolitiikan keventämisellä saattaisi olla huolestuttavia seurauksia. Julkisen velanoton suuruus on tällä hetkellä suurin makrotalouden vakauden uhka. Viranomaisten pitäisi etsiä sekä lisätulon lähteitä että julkisten menojen leikkauskeinoja. Lisätuloja voisi tulla veropohjan laajentamisesta poistamalla asteittain useita verovähennyksiä, mukaan lukien korkojen verovähennysoikeus kokonaisuudessaan. Julkisten menojen leikkaukset voisivat tulla määrällisistä leikkauksista (mm. maataloustuessa, joka Suomessa on erittäin suuri) tai julkisen sektorin palkkojen alennuksista. Palkkojen alennus auttaisi ylläpitämään julkisen sektorin työllisyyttä, vähentäisi työttömyyden kasvua ja lisäisi palkkaeroja vientisektorin hyväksi, mikä siten kannustaisi resurssien siirtymistä vientiin. Myös yksityistäminen saattaa auttaa vähentämään julkista velkaa ja siten alentamaan velanhoitokustannuksia lyhyellä aikavälillä. Kaiken kaikkiaan julkisen sektorin vajeen asteittaiseksi leikkaamiseksi tulisi luoda uskottava strategia. Tiukka finanssipoliittinen linja yhdessä nykyistä

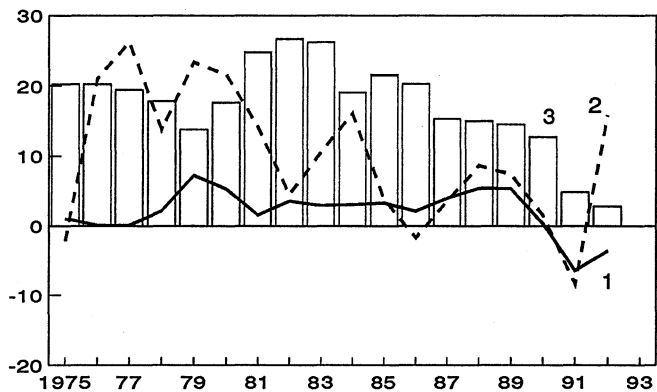
kevyemmän rahapolitiikan kanssa tarjoaa parhaat edellytykset talouden elpymiselle, maan sekä sisäisen että ulkoisen velkaongelman ratkaisemiselle ja kilpailukykyisen markan ylläpitämiselle viennin lisäämiseksi vaikeassa maailmankaupan tilanteessa.

14. Suomen keskitetty palkkaneuvottelurakenne ei ole ollut syynä nykyisiin talousvaikeuksiin, joiden syytä on selvitetty edellä. Voidaan itse asiassa väittää, että järjestelmä sai aikaan melko maltillisia palkan-  
korotuksia nousukauden aikana ja siten osaltaan auttoi välttämään inflaation tuntuvamman nopeutumisen 1980-luvun lopussa. Toisaalta tarve siirtää resursseja suljetusta avoimeen sektoriin samalla välttämällä lisäpainetta suljetulla sektorilla on kyllä haaste tälle järjestelmälle: voiko keskitetty neuvottelujärjestelmä saada aikaan tuloksen, joka erottelee avoimen ja suljetun sektorin edellistä suosien? Jos se tässä onnistuu siten, että yleiset palkankorotukset jäävät pieniksi, järjestelmä tulisi säilyttää, vaikka tämä saattaa edellyttää palkkojen jäädyttämistä tai alentamista suljetussa sektorissa. Muussa tapauksessa yritykset voivat hyvinkin päättää kaihtaa neuvotteluja ja käyttää hyväkseen ammattiyhdistysten heikkoa neuvotteluvoimaa erittäin suuren työttömyyden vallitessa luodakseen hajautetut yrityskohtaiset palkkaneuvottelut.
15. Suomen taloudessa on muitakin keskipitkän ajan rakenteellisia uudistuksia, jotka toisivat pitkän ajan kuluessa hyötyjä. Näitä ovat vero-  
vähennysten ja valtion avustusten uudistukset, erittäin huomattavan maataloustuen leikkaukset, kilpailun lisääminen hyödyke- ja työvoimamarkkinoilla sekä maahan suuntautuvien ulkomaisten suorien sijoitusten edistäminen. Hallituksen politiikan täytyy kuitenkin suuntautua nykyisen vakavan makrotaloustalouden ratkaisemiseen ja keskittyä yllä esitettyihin keskeisiin toimenpiteisiin. Merkittävät rakenteelliset uudistukset saattavat hyvinkin joutua odottamaan, kunnes talous on paremmassa kunnossa: liian laajan uudistussuunnitelman vaarana on epäonnistuminen näissä keskeisissä tekijöissä.

# 1 Suomen kansantalouden nousu- ja laskukausi

Suomen talous on käynyt läpi epätavallisen rajun suhdannejakson korkeasuhdanteesta aallonpohjaan. Muutkin OECD-maat ovat samaan aikaan kokeneet nousu- ja laskusuhdanteen eli nousukauden, joka ajoittui 1980-luvun jälkipuoliskolle, ja taantumun, joka ajoittui 1990-luvulle. Lähes missään muussa maassa suhdannevaihtelut eivät ole kuitenkaan olleet niin suuret kuin Suomessa. Syyt tähän piilevät Suomen talouden erityispiirteisissä ja talouden hoidossa tapahtuneissa virheissä, joita ovat tehneet useat Suomen talouden osapuolet, mukaan lukien talouspolitiikan päättäjät, pankit, yritykset ja yksityiset ihmiset. Nykyisen taantumun syvyys antaa talouspolitiikan päättäjille valtuisan haasteen ohjata talouden kehitys kohti elpymistä.

Kuvio 1. Tuotanto ja vienti, %



- 1 Reaalisen BKT:n kasvu
- 2 Tavaraviennin kasvu
- 3 Neuvostoliiton-viennin osuus koko viennistä

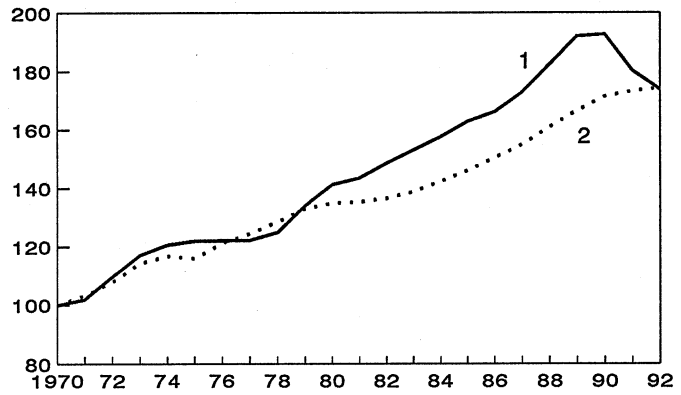
Nykyisen taantumun syvyys ilmenee kuvioista 1, joka esittää tuotannon vuotuista kasvua 1970-luvun puolivälistä lähtien. 1970-luvun jälkipuoliskon suhteellisen hitaan kasvun jälkeen Suomen kansantalous kasvoi nopeasti 1970-luvun lopussa ja 1980-luvulla, ja kasvuvauhti saavutti huippunsa vuosina 1988 ja 1989 (kuvio 1). Vuonna 1990 tuotannon kasvu pysähtyi, ja tuotanto alkoi vähetä jyrkästi vuosina 1991 ja 1992. Tämänhetkisten ennusteiden mukaan vuonna 1993 olisi odotettavissa pientä bruttokansantuotteen supistumista vuoteen 1992 verrattuna, mutta koska tuotannon odotetaan alkavan hitaasti elpyä tänä vuonna, bruttokansantuotteen ennustetaan kasvavan hitaasti vuosina 1994 ja 1995. Tästä hitaasta elpymisestä huolimatta bruttokansantuote tulee tänä aikana jäämään selvästi pienemmäksi kuin huippuvuosinaan 1989 ja 1990; huipputaso saavuttaa vasta 1990-luvun jälkipuoliskolla. Vaikka ennusteet siten tästä eteenpäin osoittaisivatkin elpymistä, Suomen talous tulee pysyneeksi paikallaan reilusti yli viisi vuotta.

Suomen bruttokansantuotteen ja OECD:hen kuuluvien Euroopan maiden bruttokansantuotteen keskiarvovertailu osoittaa, että tuotannon kasvu Suomessa ylitti OECD:n eurooppalaisten maiden vastaavan keskimääräisen kasvun vuosien 1979 ja 1989 välisenä vuosikymmenenä mutta että tämä etumatka menetettiin tuotannon sittemmin supistuessa (kuvio 2). Tämän Suomen talouden nousun ja laskun taustalla on useita tekijöitä. Kuviossa 1 näkyvät viennin kautta ilmenevät ulkoiset vaikutukset. Suomen talous nojautui liikaa entiseen Neuvostoliittoon ja käytti sitä heikkolaatuisten suomalaisten vientituotteiden helppona markkina-alueena. Tämän vientikohteen merkitys oli vähentynyt siten, että kun Neuvostoliiton-viennin osuus oli 1980-luvun alun huippuvuosina noin 25 % Suomen koko viennistä, se oli 1980-luvun lopussa noin 15 %. Neuvostoliiton hajotessa tämä markkina-alue romahti äkillisesti ja aiheutti vakavan ulkoisen häiriön Suomen taloudelle. Neuvostoliittoon vietyjen tuotteiden heikko laatu merkitsi sitä, että tätä vientiä ei voitu siirtää muun maailman vaativammille markkinoille. Niinpä noin 3–4 % tästä kokonaiskapasiteetista purettiin ja työpaikkoja menetettiin, mikä auttaa ymmärtämään, miksi Suomen bruttokansantuote ei tule nopeasti palautumaan entiselleen. Suomen suhdanteet osuivat yhteensä laajan, maailmanlaajuisen suhdannekehityksen kanssa siten, että nousukausi ajoittui 1980-luvun loppuun, minkä jälkeen maailman kaupan kasvuvauhti on rajusti hidastunut. Vaikka maailmankaupassa ei ollut mitään yleistä lamaa, lama kosketti erityisen kipeästi sekä Isoa-Britanniaa että Ruotsia, jotka ovat Suomen keskeisiä vientimarkkina-alueita. Näillä tekijöillä oli epäilemättä vaikutusta Suomen suhdannekehitykseen viennin kautta (kuvio 1). Vienti on sittemmin markan devalvoinnin ja kellutuksen sekä näitä seuranneen hintakilpailukyvyyn parantumisen ansiosta kasvanut nopeasti huolimatta hitaasta kasvusta muualla maailmassa, ja kasvu näyttää jatkuvan. Tämä on muuttanut Suomen taloudelle ominaisen epäterveen piirteen, joka on harvinainen OECD-maissa: nimittäin viennin osuus Suomen bruttokansantuotteesta on pieni pitkään koko 1980-luvun ajan (kuvio 3).



Kuvio 2.

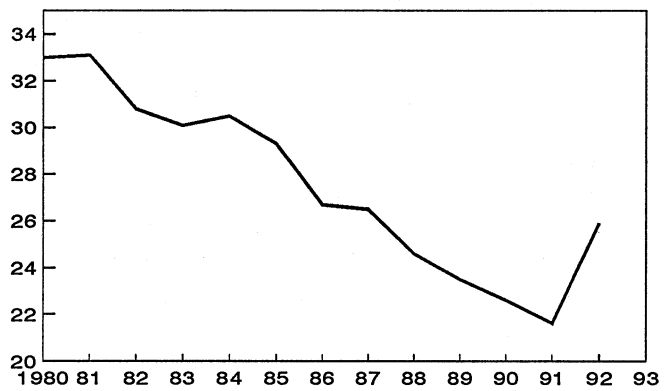
**Bruttokansantuote, volyymi 1970 = 100**



- 1 Suomi
- 2 Euroopan OECD-maat

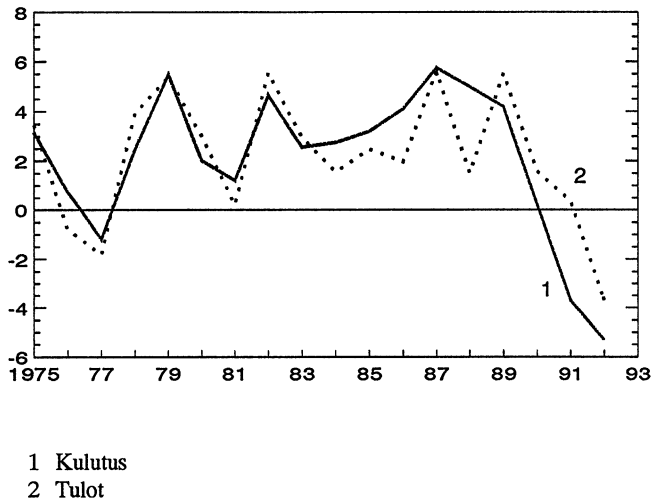
Kuvio 3.

**Viennin suhde bruttokansantuotteeseen Suomessa 1980–1992, %**



Kuvio 4.

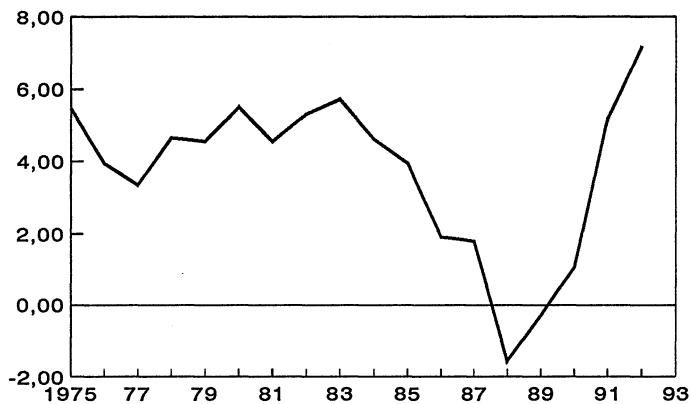
### Kotitalouksien käytettävissä olevat reaalitytulot ja kulutus, vuotuinen muutos, %



Laskukauden pääasiallinen syy oli kuitenkin sisäinen, ei ulkoinen. Kotitalouksien kulutuksen kasvu saavutti huippunsa vuonna 1987 ja alkoi hidastua (joskin korkealta tasolta) vuosina 1988 ja 1989, ennen kuin se romahti vuosina 1991 ja 1992 (kuvio 4). Kotitalouksien käytettävissä olevien reaalitytulojen kehitys oli samanlainen, joskin reaalitytulot pienenevät hitaammin. Kulutuksen ja käytettävissä olevien tulojen kehityksen ero selittyy kotitalouksien kohonneella säästämisasteella. Säästämisaste oli pudonnut erittäin alhaiseksi vuosina 1987 ja 1988 (kuvio 5). Investoinnit alkoivat myös vähentyä vuodesta 1989 lähtien ennen kuin vienti alkoi supistua. Investoinnit vähenivät yhtäjaksoisesti ja jyrkästi yli 40 % aiemmasta huipputasostaan (kuvio 6). Virallisten ennusteiden mukaan investointien odotetaan vähenevän edelleen vuonna 1993, minkä jälkeen ne tasaantuvat ja alkavat kasvaa vuonna 1994.

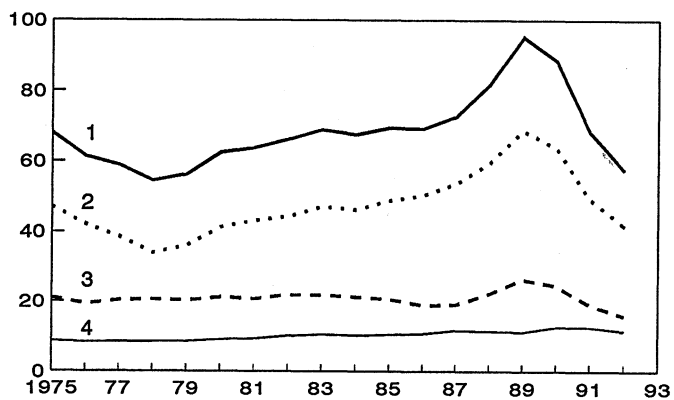
Kuvio 5.

**Kotitalouksien säästämistä, %**



Kuvio 6.

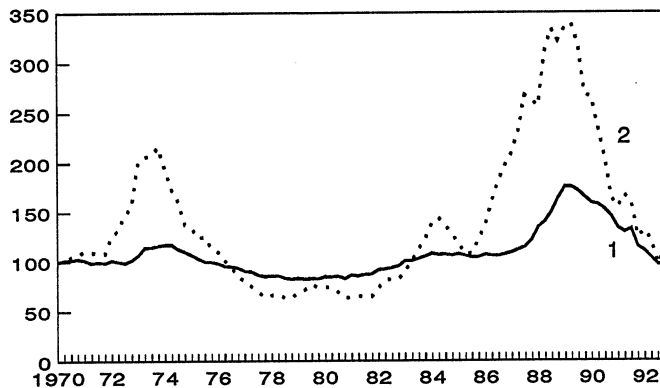
**Yksityiset ja julkiset kiinteät investoinnit vuonna 1985, mrd. mk**



- 1 Yksityiset investoinnit
- 2 Yksityiset investoinnit
- 3 Asuntoinvestoinnit
- 4 Julkiset investoinnit

Kuvio 7.

**Asuntojen ja osakkeiden reaali hinnat,  
indeksi 1970/I = 100**

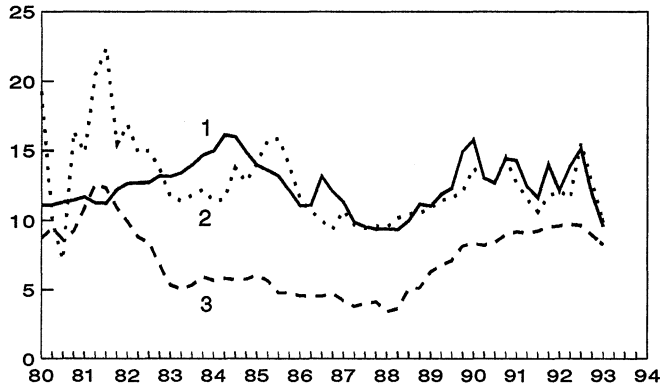


- 1 Asuntojen hinnat  
2 Osakkeiden hinnat

Tämä kotimaisen kysynnän supistuminen johtui pitkälti Suomen kotitalous- ja yrityssektoreiden rahoitusvaikeuksista, jotka olivat seurausta suurimittaisesta luotonotosta vuoteen 1988 jatkuneen pitkän nousukauden aikana. Näihin ongelmiin palataan tuonnempana. Mainittakoon tässä vain varallisuusarvojen romahtaminen, joka alkoi vuonna 1989. Asuntojen reaaliset hinnat laskivat yli 40 % vuoden 1989 huipusta; arvopapereiden reaaliset markkina-arvot alenivat 70 % ja painuivat alle kolmanneksen huippuarvostaan (kuvio 7). Tämä romahdus heijasti kasvukuplan säröilemistä: sijoittajat katsoivat, ettei kasvu voinut jatkua aiemmin odotetulla vauhdilla ja alensivat varallisuusarvoja vastaavasti. Tämä varallisuusarvojen romahtaminen nopeutti taantumaa siten, että vähenevä kysyntä ja alenevat varallisuusarvot ruokkivat toisiaan. Kasvukuplan välittömän puhkeamisen voidaan katsoa johtuneen korkotason noususta vuonna 1989; tuolloin 3 kuukauden heliborkorko nousi ylimmillään 16 prosenttiin. Tähän liittyi myös pitkäaikaisten korkojen kohoaminen (kuviot 8 ja 9). Korkotason nousu heijasti Saksojen yhdistymisestä johtunutta Saksan korkojen kohoamista sekä Saksan markkaan kohdistunutta nousupainetta. Korkotason nousu vaikeutti sekä kotitalouksien että yrityssektorin velanhoitoa ja johti kulutuksen supistumiseen. Laskukauden perimmäisenä syynä oli kuitenkin talouden nousun kestävä pohja: spekulatiivisen kasvukuplan oli vääjäämättä puhjettava ja ilman korkojen nousua jokin muu tekijä olisi lopettanut spekulatiivisen noususuhdanteen, joskin eri aikaan.

Kuvio 8.

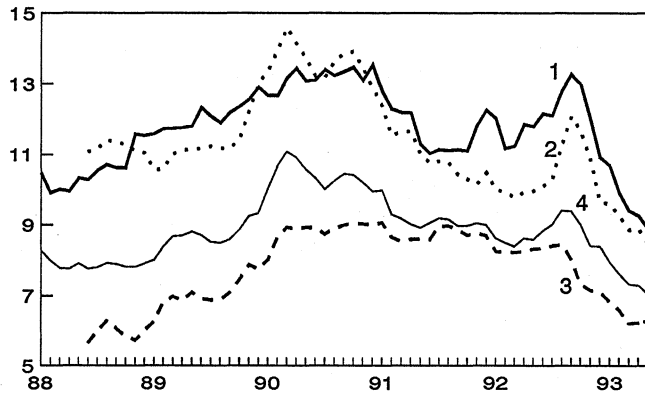
**Suomen, Ruotsin ja Saksan rahamarkkinakorot,  
%**



- 1 Suomi: 3 kuukauden heliborkorko
- 2 Ruotsi: 3 kuukauden stiborkorko
- 3 Saksa: Saksan markan 3 kuukauden eurokorko

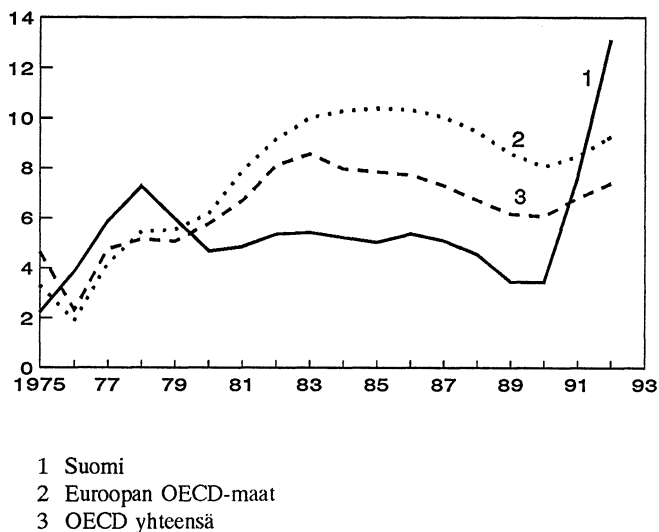
Kuvio 9.

**Joukkovelkakirjojen tuotot Suomessa, Ruotsissa  
ja Saksassa, %**



- 1 Suomi: 4-7 vuoden (verolliset) joukkolainat
- 2 Ruotsi
- 3 Saksa
- 4 ECU

Kuvio 10. Työttömyysaste, %



Suomen syvä taloudellinen taantuma on johtanut raskaaseen ongelmaan, joka näkyy vaikeana työttömyytenä. Suomen työllisyystilanne oli hyvä 1980-luvulla, jolloin työttömyysaste oli noin 5 % eli selvästi alle OECD:n ja jopa Euroopan keskiarvon (kuvio 10). Tämä tilanne on kuitenkin dramaattisesti muuttunut. Työttömyys lisääntyi noin 14 prosenttiin vuonna 1992 ja on tällä hetkellä 17–19 % sen mukaan, mitä virallista työttömyyskäsitettä käytetään. Mahdollisuudet saada työttömyys pikaisesti vähenemään näyttävät heikoilta. Työttömyyden kasvu on suuresti vaikuttanut kotitalouksien tuloihin ja käsityksiin tulevasta varallisuudesta ja vähentänyt kulutusta entisestään.

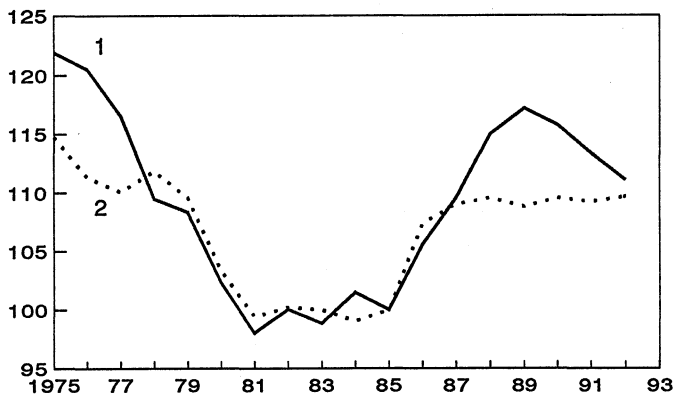
## 2 Valuuttakurssipolitiikka

Olellainen kysymys Suomen talouspolitiikan hoidossa on se, oliko viranomaisten tavoite – josta hiljattain jouduttiin luopumaan – pitää markkan valuuttakurssi kiinteänä Saksan markka- tai valuuttakorikytkennän avulla oikea ratkaisu vai olisiko markka tullut päästää kellumaan. Tällaisen politiikan mahdolliset hyödyt tunnetaan hyvin: pienen avoimen talouden, joka etsii nimellistä ankkuria inflaatiopaineiden hillitsemiseksi, on erittäin hyödyllistä kiinnittää valuuttakurssi hitaan inflaation maan, kuten Saksan, valuuttakurssiin. Tällainen kytkentä – mikäli se on uskottava – voi antaa

rahapolitiikasta vastaaville viranomaisille mahdollisuuden hyötyä ankkuri-  
maan keskuspankin uskottavuudesta, tässä tapauksessa siis Bundes-  
bankista. Tämä saattaa tarjota paremman vaihtoehdon kuin nojautuminen  
raha-aggregaatteihin tai muihin mahdollisiin kotimaisen inflaatio-  
kehityksen välitavoitteisiin erityisesti rahamarkkinoiden vapautuessa,  
jolloin raha-aggregaattien kehitys saattaa osoittautua erittäin epävakaaksi,  
kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa kävi. Sitä paitsi pienessä  
avoimessa taloudessa valuuttakurssi merkitsee tärkeää ja yleisesti  
tiedostettua hintaa, jonka kiinteys vaikuttaa selvästi muihin hinnoittelu-  
päätöksiin: kotimaiset tuottajat, jotka joutuvat kilpailemaan ulkomaisten  
tuottajien kanssa, eivät voi nostaa hintojaan ankkuriin hintoja  
nopeammin hinnoittelemaan itseään ulos markkinoilta. Siten valuut-  
takurssi saattaa hyvinkin merkitä inflaatioankkuria, joka on helpommin  
ymmärrettävissä kuin sitoutuminen raha-aggregaattitavoitteeseen.

Valuuttakurssitavoitteeseen liittyvät vaikeudet ovat kuitenkin nousseet  
esiin useissa Euroopan maissa kahden viime vuoden aikana ja saaneet  
monet, usein jälkiviisaasti, kyseenalaistamaan siihen pyrkivän politiikan  
järkevyyden. Jotkin näistä vaikeuksista ovat johtuneet melko erityislaa-  
tuisista olosuhteista. Nimittäin Saksan ja muiden Euroopan maiden  
suhdanteet ovat Saksojen yhdistymisen vuoksi viime aikoihin asti poiken-  
neet toisistaan, mikä on johtanut hyvin korkeisiin korkoihin Saksassa ja  
vahvaan Saksan markkaan juuri kun muu Eurooppa vajosi taantumaan.  
Yhtenä syynä vaikeuksiin on ollut dollarin heikkous samana ajanjaksona,  
mikä on lisännyt paineita Euroopan raha- ja valuuttajärjestelmän sisällä.  
Lisäksi vallalla on ollut poliittinen epävarmuus, jonka Maastrichtin  
ratifiointiprosessi on synnyttänyt.

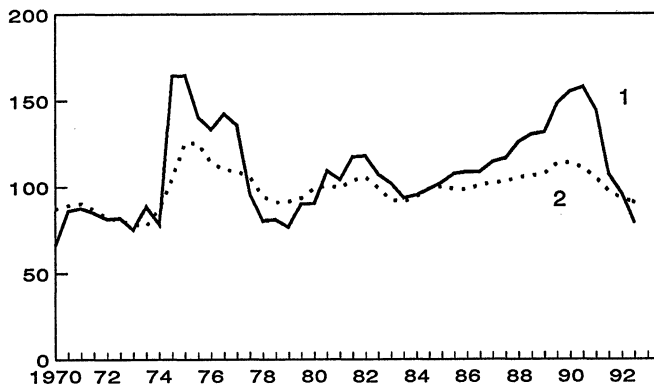
Kuvio 11. Vaihtosuhte, indeksi 1985 = 100



1 Suomi  
2 Euroopan OECD-maat

Kuvio 12.

**Puun suhteelliset kanto- ja vientihinnat,  
ind. 1980 = 100**



- 1 Suomen kanto hinnat suhteessa eräiden OECD-maiden (G5) vientihintoihin
- 2 Suomen vientihinnat suhteessa eräiden OECD-maiden (G5) vientihintoihin

Suomen taloudessa on kuitenkin kolme erityispiirrettä, joiden vuoksi oli erityisen vaikeata ylläpitää kiinteää valuuttakurssia markan ja Saksan markan välillä. Ensinnäkään Suomen talous ei 1980-luvun lopussa ollut aivan yhtä avoin kuin muiden samankokoisten Euroopan maiden taloudet: muista maista poiketen Suomen viennin osuus pieneni 1980-alun noin kolmanneksesta alle neljännekseen vuosikymmenen lopussa (kuvio 3). Tietenkin noin neljännes Suomen viennistä oli 1980-luvun alussa Neuvostoliiton kanssa käytävää vaihtokauppaa, joka oli sellainen ulkomaankaupan osa, joka ei juuri synnyttänyt kilpailupaineita (kuvio 1). Jos tämä osa jätetään pois, jää viennin osuudeksi bruttokansantuotteesta koko 1980-luvulla vain hieman yli 20 %, joka on melko pieni osuus Suomen kokoiselle maalle. Vähäinen vientiosuus heikentää valuuttakurssitavoitteen tehokkuutta inflaatioankkurina. Toiseksi Suomen vaihtosuhte on vaihdellut enemmän kuin muiden maiden (kuvio 11). 1970-luvun jälkipuoliskolla se pieneni paljon jyrkemmin kuin Euroopan OECD-maissa ja kasvoi paljon jyrkemmin 1980-luvun jälkipuoliskolla kunnes pieneni jälleen vuonna 1989. Suuri osa tästä epävakauudesta johtuu puutavaran ja paperituotteiden viennin tärkeästä asemasta, sillä näiden hintojen viimeaikaista alhaisuutta on kärjistänyt dollarin kurssin heikkous, jonka seurauksena Pohjois-Amerikan tärkeimmät puutavaran ja paperituotteiden tuottajat ovat lisänneet tarjontaa, mikä on johtanut puutavaran ja paperin maailmanmarkkinahintojen laskuun Euroopan valuutoilla



mitattuna. Kiinteään valuuttakurssiin pitäytyminen tilanteessa, jossa vaihtosuhte vaihtelee muusta Euroopasta poikkeavalla tavalla, saattaa johtaa tavallista jyrkempiin nousu- ja laskukausiin; valuuttakurssin joustavuuden ylläpitäminen voi olla suotavaa tämän välttämiseksi.

Kolmanneksi Suomen talous on läpikäynyt merkittävän muutoksen pankkien luotonannossa. Nousukauden olosuhteista, joissa luottoa oli tarvittaessa hyvin vapaasti saatavilla, on siirrytty luottolamaan, jossa luoton saatavuutta rajoitetaan. Kuten tämän raportin liitteessä yksityiskohtaisesti osoitetaan, tällainen luotonannon vaihtelu merkitsee vastaavaa vaihtelua reaalisessa valuuttakurssissa, jota voidaan pitää yllä. Se vahvistuu, kun luoton saatavuus on hyvä ja heikentyy luottolaman aikana. Tämä reaalisien tasapainovaluuttakurssin vaihtelu teki kiinteän nimellisen valuuttakurssin ylläpitämisen paljon entistä vaikeammaksi: korkeaa reaalista valuuttakurssia, joka oli kestävä 1980-luvun jälkipuoliskon nousukauden olosuhteissa, ei voitu pitää yllä 1990-luvun alun lamassa. Niinpä markan ja Saksan markan välistä vaihtokurssia olisi voitu noudattaa vain kotimaisten hintojen epärealistisen jyrkän laskun kautta. Koska luottolaman vaikutukset tuntuvat melko pitkän aikaa, olisi epäviisasta odottaa reaalisien valuuttakurssin palaavan 1980-luvun tasoonsa ainakaan lähitulevaisuudessa.

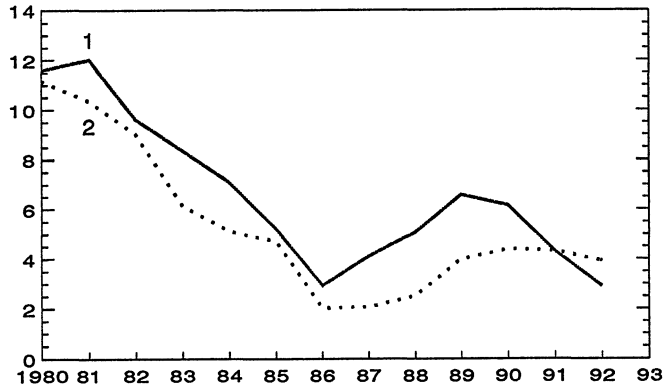
Nämä kolme tekijää yhdessä näyttävät viittaavan siihen, että vahvan markan politiikka, jolla markka kytkettiin Saksan markkaan, ei ehkä ollut kovin onnistunut keino aikaansaada hidas ja vakaa inflaatio. Niinpä inflaatio Suomessa ensin hidastui kuten muissa EY-maissa, vaikka markka jonkin verran devalvoituikin (kuvio 13). Vuodesta 1986 vuoteen 1990, nopean ja kestäättömän nousun aikana, inflaatio kiihtyi Suomessa nopeammaksi kuin EY-maissa. Sitten inflaatio on hidastunut, ja sen ennustetaan pysyvän suurin piirtein EY:n keskiarvon tuntumassa, vaikka markka on menettänyt noin kolmanneksen arvostaan kahden viime vuoden aikana. Tämä kehitys sopii yhteen reaalisien tasapainovaluuttakurssin kanssa, joka vahvistui 1980-luvun jälkipuoliskolla ja heikkeni sen jälkeen jyrkästi luotonannon vaihtelun mukana. Tämäntapaiset reaalisien tasapainovaluuttakurssin vaihtelut merkitsivät sitä, että oli sekä epätoivottavaa että mahdotonta pitää rahapolitiikan tavoitteena Saksan markan ja markan välistä valuuttakurssia.

Lisäksi kolme muuta tekijää toimi vahvan markan politiikkaa vastaan.

Koska Suomi ensinnäkään ei ole Euroopan yhteisön jäsen, vahvan markan politiikka oli vain varjomuoto Euroopan raha- ja valuuttajärjestelmän jäsenyydestä ilman täysjäsenyyden etuja. Täysjäsenyydestä on se hyöty, että jäsenmaat ovat virallisesti sitoutuneet intervenoimaan tukeakseen vaikeuksiin joutuneen jäsenmaan valuuttaa. Näiden virallisten sitoumusten ja keskinäisten velvoitteiden puuttuminen heikensi kytkennän uskottavuutta.

Kuvio 13.

## Inflaatio, %\*



\* Kuluttajahintojen vuotuinen muutos

- 1 Suomi
- 2 EY-maat

Toiseksi Pohjoismaiden keskinäinen vahva taloudellinen riippuvuus viittaa siihen, että nämä maat saattaisivat muodostaa taloudellisessa mielessä optimaalisen valuutta-alueen. Järjestelyllä, jossa kukin maa erikseen ja yksipuolisesti kytki valuuttansa muihin valuuttoihin, ei juuri ollut mahdollisuuksia aikaansaada tyydyttäviä tuloksia: yhden maan yksipuolisilla päätöksillä on merkittäviä muihin maihin ulottuvia välillisiä vaikutuksia. Pohjoismaiden yhteistyöhön perustuva valuuttakurssijärjestelmä, jossa nämä maat keskenään päättävät yhteisestä politiikasta muihin Euroopan valuuttoihin nähden, olisi todennäköisesti tuottanut parempia tuloksia. Tämä kuitenkin oli ja on edelleenkin vaikeaa lähinnä siksi, että EY:n jäsenmaiden ja sen ulkopuolisten maiden välinen yhteistyö on vaikeasti järjestettävissä.

Kolmanneksi viranomaisten päätös revalvoida markka vuonna 1989 oli taktinen virhe. Talous oli jo alkanut hidastua, ja korkojen alentaminen siinä vaiheessa olisi auttanut lieventämään talouden laskupaineita. Revalvaation vuoksi kävi selväksi, että Saksan markan ja markan kytkentä ei ollut rikkomaton, mikä heikensi uskottavuutta ja lisäsi spekulatiivisuuden mahdollisuutta markkaa kohtaan. Jos markan arvonnousu olisi ollut suurempi ja toteutunut paljon aikaisemmin nousukauden kiihtyessä, muistuttaen kulluvan valuuttakurssin käyttäytymistä, se olisi saattanut auttaa pitämään korot korkealla, hillitä ulkomaista luotonottoa ja hidastaa talouden kasvupaineita. Mutta kulluva valuuttakurssi yhdessä sopivan inflaatio- tai rahaaggregaattitavoitteen kanssa olisi todennäköisesti toiminut paremmin.

### 3 Rahoitusmarkkinoiden säännöstelyn purkaminen

Suomen talouden epävakaus viimeisten seitsemän tai kahdeksan vuoden aikana johtuu pitkälti rahoitusjärjestelmän säännöstelyn purkamisesta. Säännöstelemätön rahoitusjärjestelmä antaa yksityisille ihmisille ja yrityksille mahdollisuuden ottaa varsin vapaasti lainaa odotettuja tulevia tuloja vastaan. Tämä lisää suuresti talouden altistumista virheellisille käsityksille tulevaisuuden talousnäkymistä. Jos odotukset tulevasta voimakkaasta kasvusta yleistyvät, kuten Suomessa 1980-luvun jälkipuoliskolla, otetaan lainaa ja kulutetaan tulevaisuuden kasvuodotusten varassa ja siten osaltaan lisätään kysynnän ja tuotannon kasvua. Kun nousukausi loppuu ja kasvuodotukset osoittautuvat virheellisiksi, ihmisten on pakko vähentää jyrkästi kulutustaan voidakseen hoitaa aiempaa suuremmat velkansa pienentyneistä tuloistaan, ja tästä seuraava kulutuksen väheneminen syventää taantumaa. Samat vaikutukset ovat olemassa — joskin lievempinä — rahoitusjärjestelmässä, jossa luotonanto on rajoitetumpaa: rahoituksen säännöstelyn purkaminen mahdollistaa luotonoton jyrkemmän kasvun nousukaudella ja vastaavasti sen voimakkaamman supistumisen taantumana aikana.

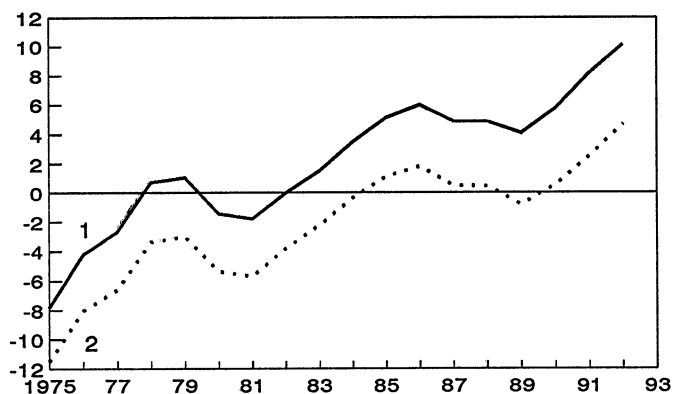
Edellisestä on kokemuksia myös muilla mailla — eritoten Isolla-Britanniassa — jotka ovat purkaneet säännöstelyn ja käyneet läpi samanlaisen luotonannon vaihtelun. (On havaittavissa, että Ison-Britannian 1980-luvun säästämisasteen kehitys heijastaa Suomen vastaavaa kehitystä (kuviot 5) eli säästäminen vähenee vuoteen 1988 asti ja kasvaa sitten taas jyrkästi.) Suomen viranomaiset eivät olisi voineet välttyä näiltä ongelmilta, koska markkinoiden paine säännöstelyn purkamiseksi kävi ylivoimaiseksi. Viranomaiset eivät myöskään olisi voineet ottaa oppia muiden maiden kokemuksista, sillä noissa maissa, kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa, jotka purkivat säännöstelyn paljon Suomea aikaisemmin, luotonanto lisääntyi ja väheni pitkälti samaan aikaan kuin Suomessa. 1980-luvun alussa ja puolivälissä Yhdysvalloissa ja Ison-Britannian kokemukset säännöstelyn purkamisesta olivat pääasiassa myönteisiä. Vasta 1980-luvun loppupuolella, samaan aikaan kuin Suomessa, jotkin haitoista kävivät ilmi. Näitä olivat ensinnäkin sekä Yhdysvalloissa että Isossa-Britanniassa esiin tullut vaara, joka liittyy varomattomaan luotonantoon ilman riittävää luottoriskin arviointia, ja toisaalta se selvimmin Isossa-Britanniassa esiin tullut mahdollisuus, että luotonoton ja menojen kasvu saattaa johtaa ylioptimististen kasvuodotusten toteutumiseen ainakin siihen asti, kunnes kasvukupla puhkeaa.

Suomen tapauksessa on kuitenkin kaksi piirrettä, jotka erottavat sen muista maista. Ensinnäkin Suomen avokätiset verovähennykset, joiden

perusteella luotonottaja on saanut vähentää korot tuloverosta, vaikka kuuluisi ankarimmin verotettavien ryhmään, ovat merkinneet huomattavaa verovääritysmää, jonka vaikutusta säännöstelyn purkaminen on suuresti lisännyt. Tämän seurauksena luotonoton reaaliset kustannukset olivat paljon veroa maksaville efektiivisesti negatiiviset laskettuna suhteessa yleiseen hintaindeksiin ja reaalikorko suhteutettuna varallisuusarvojen hintakehitykseen oli selvästi negatiivinen, mikä on suurimittaisen luotonoton tärkein kannustin.

Tämän verovääritysmän vaikutukset nähdään kuvioissa 14–16. Kuvio 14 osoittaa reaaliset otto- ja antolainauskorot ilman verovähennysten vaikutusta. Tällä tavalla mitattuna reaaliset antolainauskorot olivat jatkuvasti positiivisia vuosia 1980 ja 1981 lukuun ottamatta ja reaaliset ottolainauskorot positiivisia 1980-luvun jälkipuoliskolla vuotta 1989 lukuun ottamatta. Silmiinpistävää on se, että reaaliset lainakorot olivat tämän mukaan melko korkeat. Sitä vastoin kuviossa 15 esitetään reaalin lainakorko, jossa on otettu huomioon korkojen verovähennysten vaikutus keskimääräisen marginaaliveroasteen mukaan. Tämä osoittaa, että reaalin lainakorko verojen jälkeen oli negatiivinen nousukauden huipussa vuosina 1987–1989. Eniten veroja maksavien reaalin lainakorko verojen jälkeen kasvoi positiiviseksi vasta vuoden 1991 aikana, kun se oli ollut nolla tai negatiivinen vuodesta 1985 vuoteen 1990 ja laskenut vuonna 1989 noin -3 prosenttiin vanhojen ja noin -2½ prosenttiin uusien lainojen tapauksessa (kuvio 16). Näissä kuvioissa reaalista lainakorkoa on mitattu käyttämällä yleistä inflaatioastetta; varallisuusarvojen kehityksen perusteella mitattuna reaalin veronjälkeinen lainakorko oli huomattavan negatiivinen.

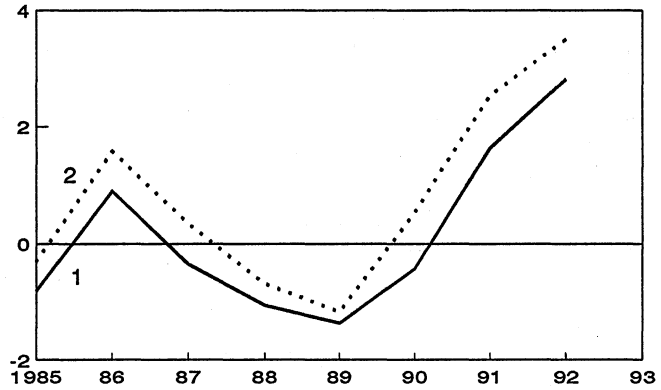
Kuvio 14. Reaaliset otto- ja antolainauskorot, %



- 1 Reaalinen antolainauskorko
- 2 Reaalinen ottolainauskorko

Kuvio 15.

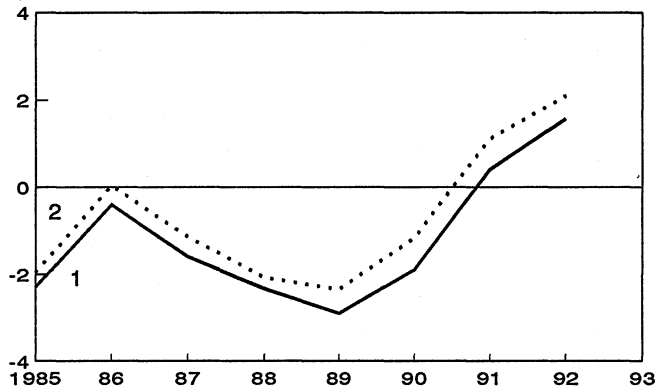
**Reaaliset antolainauskorot verojen jälkeen;  
kotitalouksien keskimääräiset marginaaliveroasteet,  
%**



- 1 Vanhat lainat
- 2 Uudet lainat

Kuvio 16.

**Reaaliset antolainauskorot verojen jälkeen;  
kotitalouksien korkeimmat marginaaliveroasteet,  
%**



- 1 Vanhat lainat
- 2 Uudet lainat

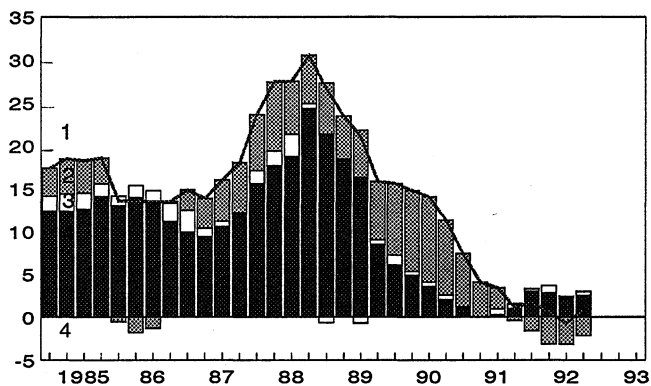
Tästä seurannutta houkutusta ottaa lainaa varallisuusarvojen jatkuvan kohoamisen hyödyntämiseksi oli lähes ylivoimaista vastustaa. Jälkikäteen katsottuna luotonoton reaaliset kustannukset ovat tietenkin osoittautuneet erittäin suuriksi varallisuusarvojen romahdettua laman aikana, mutta tämä ei ollut tuolloin nähtävissä. Verovääritymä kasvatti merkittävästi luotonottoa nousukaudella, joka vahvistui siitä. Tämä luotonotto puolestaan merkitsi valtavia velanhoidokustannuksia taantuman aikana. Kaikkiaan verovääritymä siis lisäsi huomattavasti viimeaikaisen nousu- ja laskukauden välistä eroa.

Toinen Suomen erityispiirre oli valuuttaluottojen harvinaisen räjähdysmäinen kasvu. Kuvio 17 kuvaa luotonoton paisumista vuosien 1987 ja 1988 nousukauden aikana, sitä seurannutta romahdusta ja valuuttalainojen merkitystä erityisesti nousukauden loppuvaiheessa vuosina 1989 ja 1990. Näyttää siltä, että yksityiset ihmiset ja yritykset uskoivat, että markan ja Saksan markan välinen vaihtokurssi oli rikkomaton ja päättivät tästä syystä ottaa matalakorkoista valuuttalainaa, selvästi ymmärtämättä, että markkakorot olivat korkeampia, koska markkinoilla tiedostettiin tulevan devalvaation mahdollisuus. Valuuttaluottojen ottaminen ei ollut viisasta käyttäytymistä. Pankkien toimenpiteet tällaisen luotonoton rohkaisemisessa olivat tuomittavimpia, koska alan ammattilaisina pankkien pitäisi osoittaa tarkempaa riskien arviointikykyä. Pankit eivät ainoastaan rohkaisseet asiakkaitaan ottamaan luottoa holtittomalla tavalla, vaan ne myös epäonnistuiivat arvioidessaan riskejä, joita tällainen luotonanto aiheutti niiden omille luottosalkuille. Pankkisektorin luottotappiot kasvoivat yli 5 prosenttiin pankkien luottokannasta (kuvio 18). Koska tappioita tullaan todennäköisesti vielä kirjaamaan lisää, kumulatiivinen yhteismäärä kasvaa vielä ja tulee kasvamaan huomattavasti yli 10 prosentin. Ongelma ei ole yhtä vaikea kuin Ruotsissa, mutta saattaa osoittautua suuremmaksi kuin muissa Pohjoismaissa. Vaikka pankit tasapainottivat valuuttamääräisen luotonottonsa ja -antonsa, ne jäivät alttiiksi merkittävälle luottotappioille mahdollisen devalvaation toteutuessa. Myös valvovat viranomaiset tekivät virheen, kun eivät vaatineet pankkeja tekemään varauksia asiakkaiden valuuttariskien varalta.

Valuuttamääräisen luotonoton räjähdysmäinen kasvu selittää suuren osan Suomen talouden tämänhetkisistä syvistä ongelmista. Markan devalvaatio yhdessä varallisuusarvojen romahduksen kanssa on johtanut konkurssiaaltoon, suljetun sektorin kasvun pysähtymiseen ja rajusti lisääntyvään työttömyyteen. Nekin vientiyritykset, joita devalvaation pitäisi auttaa, havaitsevat nyt, että niiden ottamien syndikoitujen ulkomaisten lainojen ehdot saavat niiden taseet epävarmoiksi. Jos sama luotonoton kasvu olisi ollut marka- eikä valuuttaehtoista, nykyinen taantuma olisi ollut paljon lievempi. Jos pankit lisäksi olisivat käyttäytyneet varovaisesti ja myöntäneet luottoa vain todellisia riskejä heijastavin ehdoin (riskivaruksen kustannukset mukaan lukien), luotonotto nousun aikana olisi ollut paljon vaimeampaa, sillä luottojen suuret kustannukset olisivat hillinneet sitä.

Kuvio 17.

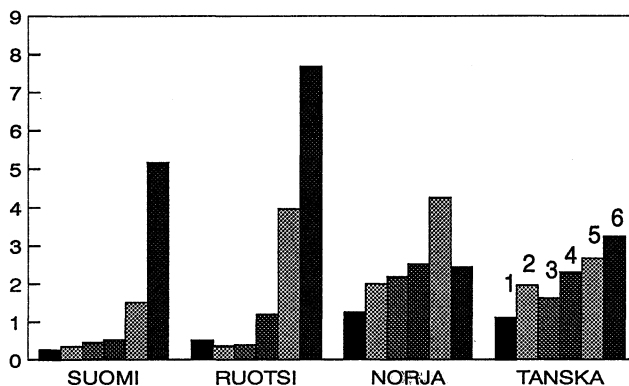
**Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille, prosentuaalinen muutos**



- 1 Luotonanto yhteensä
- 2 Valuuttalainojen osuus
- 3 Joukkovelkakirjojen osuus
- 4 Markkalainojen osuus

Kuvio 18.

**Talletuspankkien (emoyhtiöiden) luottotappiot, % luottokannasta**

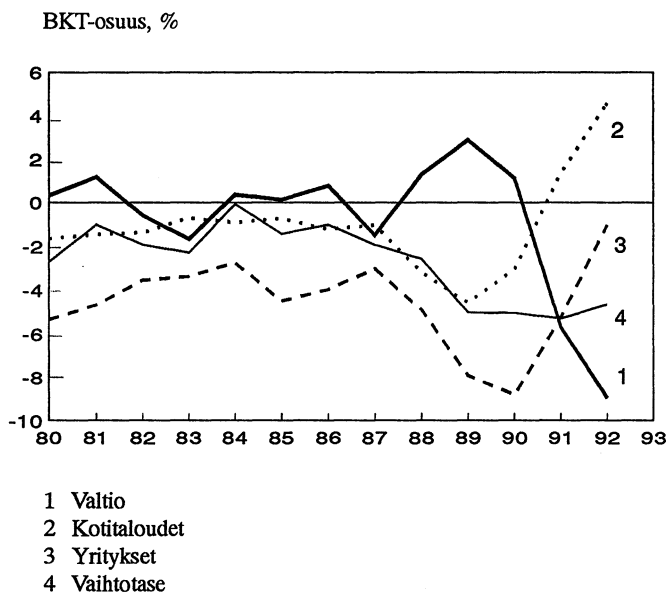


- 1 1987
- 2 1988
- 3 1989
- 4 1990
- 5 1991
- 6 1992

## 4 Finanssi- ja rahapolitiikan hoito

Finanssipolitiikkaa ei tiukennettu riittävästi nousukauden aikana: vaikka finanssipolitiikka oli suhdanteita lievästi tasoittavaa, se ei tasoittanut niitä riittävästi. Finanssipolitiikka heijasti toistuvia nousun voimakkuuden aliarviointeja ja siten valtion tulosten aliarviointia enemmän kuin erityistä pyrkimystä käyttää finanssipolitiikkaa suhdannepoliittisella tavalla nousun vaimentamiseksi. Kuten Isossa-Britanniassa, näyttää siltä, että viranomaiset Suomessakin katsoivat tuotannon voimakkaan kasvun ilmentävän pitkäaikaista kehitystä, ei siis väliaikaista nousukautta, ja suunnittelivat valtion menot ja verotuksen sen mukaisesti. Julkiselle sektorille muodostui lyhytaikaisesti ylijäämä nousukauden huipussa 1987 ja 1988, mutta sittemmin alijäämän on taantumana aikana annettu paisua (kuvio 19). Tämä ilmentää suurtyöttömyyden ja pankkisektorin pelastusoperaation kustannuksia valtion budjetissa ja uhkaa johtaa valtion velan räjähdysmäiseen kasvuun. Jos nousukauden huipussa olisi edellytetty ylijäämäisempää budjettia, mikä olisi ollut suhdanteita tasaavaa politiikkaa, nykyinen vaje olisi pienempi ja valtion velkaongelma vähemmän uhkaava.

Kuvio 19. **Nettorahoitussäästäminen sektoreittain 1980–1992**





Pankkisektorin pelastaminen on tullut hyvin kalliiksi valtiontaloudelle, mutta on ollut välttämätöntä yksityisen pankkisektorin romahtamisen estämiseksi. Seurauksena on ollut valtion velan räjähdysmäinen kasvu: itse asiassa julkinen sektori on ottanut kantaakseen yksityisen sektorin vastuut, erityisesti valuuttavelat, estääkseen talouden romahduksen. On kuitenkin välttämätöntä, että tästä seuraava pankkisektorin saneeraus jatkuu ja että Suomen Pankki huolehtii siitä, että pankit ottavat käyttöönsä tehokkaat riskienhallintajärjestelmät, jotta voidaan välttää sekä pankeille aiemmin luonteenomainen aiheeton optimismi ja — mikä on tulevaisuuden kannalta tärkeämpää — liiallinen varovaisuus luotonannossa, mikä voisi estää tarpeellista investointien elpymistä. Pankkien erittäin vähäinen luotonanto taantuman aikana on tässä suhteessa huolenaihe (kuvio 17). Tällä välin, koska aiemman kokemuksen perusteella ei toistaiseksi voida luottaa pankkisektorin kykyyn seuloa investointiriskejä riittävästi, tulisi myös harkita sitä, että osa tuesta jaettaisiin pankkisektorin sijaan suoraan yrityksille saneerauksen auttamiseksi. Tällaista tukea voitaisiin erityisesti ohjata niille vientiyrityksille, joiden valuuttalainavastuita devalvaatio on kasvattanut siinä määrin, että niillä on vaikeuksia pitää oman pääoman osuus suhteessa lainoihin riittävänä taseissaan, mihin ne ovat sitoutuneet tekemissään syndikoiduissa lainasopimuksissa. Yksi mahdollinen järjestely olisi määräaikainen tuki ääni-oikeudettomana omana pääomana näille yrityksille.

Korkojen alentuminen syyskuussa 1992 alkaneen markan kelluttamisen jälkeen (kuviot 8 ja 9) on antanut tervetulleen avun yrityksille, mutta ei ole ollut riittävää luodakseen pohjan talouden elpymiselle: reaali-korot ovat edelleen hyvin korkeat (kuviot 14 ja 15). Suomen Pankki on ollut huolissaan markan arvosta ja laskenut korkoja vain hitaasti. Reaali-korkojen on kuitenkin oltava huomattavasti alhaisemmat, jotta ne kykenevät tarjoamaan pohjan kestäväälle elpymiselle. On perusteltuja syitä ajatella, että markan reaali-inflaation tasapainokurssi on merkittävästi 1980-luvun tasoaan alempana (ks. liite): vahvempi markka painaa kotimaisia hintoja alaspäin ja estää talouden elpymisen. Ulkomaisen velkaongelman hillitseminen edellyttää resurssien uudelleenjakoa kotimaiselta sektorilta vientisektorille, missä kilpailukykyinen markka on avainasemassa. Paperin ja puutavarateollisuuden maailmanmarkkinahintojen elpyminen olisi tässä myös avuksi, mutta maailmantalouden epävarmuudet merkitsevät sitä, ettei talouspolitiikkaa voida perustaa tälle olettamukselle.

Näistä syistä Suomen Pankin tulisi käyttää hyväksi markkaan kohdistuvat vahvistuspaineet ja laskea korkoja edelleen, mikä pitäisi markan arvon alhaalla. Pankin tulisi jatkaa tätä politiikkaa siihen asti, kunnes kasvu selvästi jälleen käynnistyy. Kun inflaatiopaineita ei mainittavasti ole, rahapolitiikan keventäminen edelleen ei juuri aiheuta vaaroja. Suomen Pankin tulisi erityisesti torjua markan kaikki vahvistumispyrkimykset siinä vaiheessa, kun talous alkaa elpyä: tavoitteena pitäisi olla kilpailukykyisen valuuttakurssin

ja alhaisten korkojen ylläpitäminen, mikä edistäisi investointeja ja vientiä. Tällaisesta politiikasta on selvästi hyötyä vientisektorille. Ajan myötä edut tuntuvat myös suljetulla sektorilla, kun vientisektorin kasvu heijastuu kysyntään suljetulla sektorilla ja alhaiset korot tukevat varallisuushintojen kehitystä (erityisesti kiinteistöjen hintakehitystä) ja auttavat purkamaan velkaantuneen kotitaloussektorin paineita.

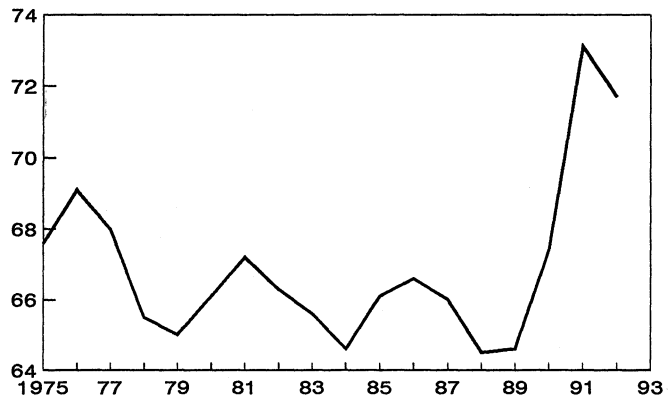
Nykyistä kevyemmän rahapoliittisen linjan välttämättömänä vastapainona on tarve saada julkisen velan otto kuriin. Ilman tällaista finanssipoliitiikan kiristämistä rahapolitiikan keventäminen saattaisi johtaa epävakautteen rahoitusmarkkinoilla, joilla kasvava velka synnyttää huolestuneisuutta. Suuri julkisen velan otto on tällä hetkellä makrotalouden vakauden suurin uhka. Viranomaisten pitäisi etsiä sekä lisätulon lähteitä että julkisten menojen leikkauskeinoja. Lisätuloja voisi tulla veropohjan laajentamisesta poistamalla asteittain useita verovähennyksiä, mukaan lukien korkojen verovähennysoikeus kokonaisuudessaan. Julkisten menojen leikkaukset voisivat tulla määrällisistä leikkauksista tai julkisen sektorin palkkojen alennuksista. Palkkojen alennus auttaisi ylläpitämään julkisen sektorin työllisyyttä, vähentäisi työttömyyden kasvua ja lisäisi palkkaeroja vientisektorin hyväksi, mikä siten kannustaisi resurssien siirtymistä vientiin. Myös yksityistäminen saattaa auttaa vähentämään julkista velkaa ja siten alentamaan velanhoidokustannuksia lyhyellä aikavälillä. Kaiken kaikkiaan julkisen sektorin vajeen asteittaiseksi leikkaamiseksi tulisi luoda uskottava strategia. Tiukka finanssipoliittinen linja yhdessä nykyistä kevyemmän rahapolitiikan kanssa tarjoaa parhaat edellytykset talouden elpymiselle, maan sekä sisäisen että ulkoisen velkaongelman ratkaisemiselle ja kilpailukykyisen markan ylläpitämiselle viennin lisäämiseksi vaikeassa maailmankaupan tilanteessa.

## 5 Muut talouspoliittiset kysymykset

Suomen keskitetty palkkaneuvottelurakenne ei ole ollut syynä nykyisiin talousvaikeuksiin, joiden syitä on selvitetty edellä. Voidaan itse asiassa väittää, että järjestelmä sai aikaan melko maltillisia palkankorotuksia nousukauden aikana ja siten osaltaan auttoi välttämään inflaation tuntuvamman nopeutumisen 1980-luvun lopussa. Niinpä kokonaispalkkamenojen osuus kansantulosta pieneni 1970- ja 1980-luvulla (kuvio 20), mikä kasvatti voittoja (kuvio 21). Vasta kun tuotanto supistui edellä analysoiduista syistä, palkkojen osuus kasvoi jyrkästi ja yritysten kannattavuus romahti. On mahdollista, että osa palkkojen ilmeisestä laskusuuntauksesta ja voittojen noususuunnasta perustui suhdannevaihteluun ja heijasti 1980-luvun lopun nopeaa nousukautta siten, että todellinen, taustalla oleva trendi oli loivempi. On kuitenkin vaikeata pitää palkkojen tämänhetkistä suurta osuutta kansantulosta nykyisen taantumän syynä — pikemminkin se on sen seuraus.

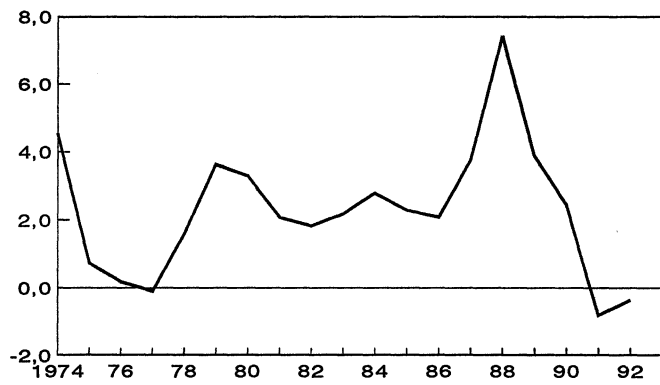
Kuvio 20.

**Palkkojen ja välillisten työvoimakustannusten osuus kansantulosta, %**



Kuvio 21.

**Teollisuustuotanto: voitto/liikevaihto, %**



Kuitenkin tarve siirtää resursseja suljetusta avoimeen sektoriin samalla välttämällä lisäpaineita suljetulla sektorilla on haaste tälle järjestelmälle: voiko keskitetty neuvottelujärjestelmä saada aikaan tuloksen, joka erottelee avoimen ja suljetun sektorin edellistä suosien? Jos se tässä onnistuu, järjestelmä tulisi säilyttää. Tämä edellyttää kuitenkin suljetun sektorin palkkojen jäädyttämistä tai alentamista, mikäli yleiset palkankorotukset halutaan pitää pieninä, ja saattaa hyvinkin olla, että keskitetty järjestelmä ei tätä pysty aikaansaamaan. Jos se ei onnistu, yritykset voivat hyvinkin päättää kaihtaa neuvotteluja ja käyttää hyväkseen ammattiyhdistysten heikkoa neuvotteluvoimaa erittäin suuren työttömyyden vallitessa saadakseen aikaan hajautetut yrityskohtaiset palkkaneuvottelut ja palkkaerojen tarkoituksenmukaisen sopeutuksen.

Suomen taloudessa on monia muitakin keskipitkän ajan rakenteellisia uudistuksia, jotka toisivat pitkän ajan kuluessa hyötyjä. Näiden tulisi sisältää edellä käsitelty verovähennysten uudistus, erityisesti korkojen vähennysoikeuden uudistaminen. Valtion avustusten huolellinen tarkastelu on myös tarpeen. Suomen erittäin huomattavaa ja tehotonta maataloustukea tulee myös uudistaa (taulukko 1). Ulkomaisten suorien sijoitusten merkittävä vähyys Suomessa (kuvio 22) on myös heikkous, kun erityisesti otetaan huomioon Suomen työvoiman korkea koulutustaso ja ammattitaito: tämä monikansallisten yritysten vähäinen merkitys rajoittaa kilpailupaineita, uuden teknologian siirtymistä ja omaksumista käytännön työssä sekä uusien johtamismenetelmien laajamittaista käyttöönottoa Suomen talouselämässä. Ulkomailta Suomeen suuntautuvien suorien sijoitusten edistämisen tulisi sen vuoksi olla etusijalla. Tämä ei edellytä nykyisten talousongelmien ratkaisemista ensin, kuten Itä-Euroopan maiden esimerkki osoittaa. Hallituksen politiikan täytyy kuitenkin suuntautua nykyisen vakavan makrotaloukskriisin ratkaisemiseen ja keskittyä yllä esitettyihin keskeisiin toimenpiteisiin. Merkittävät rakenteelliset uudistukset saattavat hyvinkin joutua odottamaan, kunnes talous on paremmassa kunnossa: liian laajan uudistussuunnitelman vaarana on epäonnistuminen näissä keskeisissä tekijöissä.

Taulukko 1.

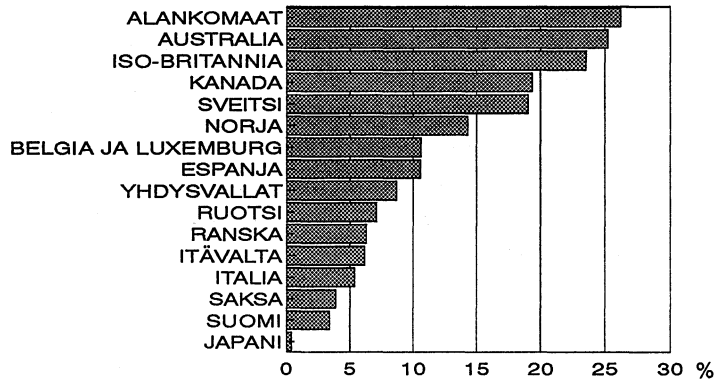
**Teollisuusmaat: maataloustuki;  
maataloustuottajan saama tuki prosentteina  
maataloustuotannon arvosta**

	1991
Australia	15
Euroopan yhteisö	49
Itävalta	52
Japani	66
Kanada	45
Norja	77
Ruotsi	59
Suomi	71
Sveitsi	80
Uusi-Seelanti	4
Yhdysvallat	30
OECD	45

Lähde: IMF World Economic Outlook,  
toukokuu 1993.

Kuvio 22.

**Ulkomaisten suorien sijoitusten kanta  
teollisuusmaissa vuonna 1991,\* % BKT:sta**



\* Tiedot Alankomaista ovat vuodelta 1990 ja Ranskasta vuodelta 1989.

# Liite.

## Luottomarkkinat ja ylläpidettävissä oleva reaalin valuuttakurssi

Suomen talouden keskeinen piirre kuuden tai seitsemän viime vuoden aikana on ollut luottomarkkinoilla ilmennyt merkittävä suhdanteiden vaihtelu. 1980-luvun jälkipuoliskon nousukaudella luottoa sai hyvin vapaasti. Reaalikorot olivat epätavallisen alhaiset tai verojen jälkeiset korot jopa negatiiviset (kuviot 15 ja 16), vakuuksia oli helppo antaa, kun kiinteistöjen ja arvopapereiden markkina-arvot olivat korkeita ja nousivat jatkuvasti (kuvio 7) ja luottojen riskipitoisuus arvioitiin pieneksi. Pankit myönsivät luottoja hyvin runsaasti (kuvio 17), eikä rahoitettavia projekteja arvioitu useinkaan riittävän huolellisesti.

Kuten Bernanke ja Blinder (1988) esittävät, IS/LM-mallin täydennettyä versiota voidaan käyttää havainnollistamaan lisääntyneen optimismin vaikutusta luottomarkkinoilla. Bernanke ja Blinder johtavat luottomarkkinoiden tasapainottumisehdon, joka on muotoa:

$$L(r, i, y) = l(r, i)D(1 - t) \quad (1)$$

Tässä  $L$  on luottojen määrä, joka riippuu negatiivisesti luotoille maksettavasta korosta  $r$  ja positiivisesti joukkovelkakirjoille maksettavasta korosta  $i$  ja BKT:sta  $y$ ;  $D$  on pankkitalletukset ja  $t$  vaadittu vähimmäisvaranto-osuus. Lausekkeessa  $l$  on se osuus talletuksista, jonka pankit haluavat käyttää luotonantoon täytettyään ensin vähimmäisvarantovaatimukset. Tämä osuus riippuu positiivisesti luottokorosta  $r$  ja negatiivisesti joukkovelkakirjojen korosta  $i$ .

Rahamarkkinoita kuvataan tavanomaisen LM-käyrän avulla seuraavasti:

$$D(i, y) = m(i)R \quad (2)$$

Tässä talletusten kysyntä riippuu negatiivisesti joukkovelkakirjojen korosta  $i$  ja positiivisesti tuloista  $y$ . Talletusten tarjonta riippuu varantojen määrästä  $R$  ja rahakertoimesta  $m$ , joka puolestaan on positiivisesti riippuvainen joukkovelkakirjojen korosta.

Lopuksi hyödykemarkkinat esitetään tiiviissä muodossa seuraavasti:

$$y = Y(i, r) \quad (3)$$

Tässä hyödykkeiden kysyntä riippuu negatiivisesti sekä luottojen että joukkovelkakirjojen korosta.

Tässä nimenomaisessa esitystavassa on tehty tiettyjä oletuksia yksinkertaistuksen vuoksi. Siinä ei oteta huomioon yleisön hallussa olevaa käteisrahaa, vaan pankkien varannot  $R$  edustavat keskuspankkirahan tarjontaa eli rahaperustaa ja pankkitalletukset laveaa rahaa. Siinä oletetaan, että pankkitalletuksille ei makseta korkoa. Malli ei ota huomioon reaali- ja rahoitusvarallisuuden kertymistä eikä valtion budjettirajoitteesta syntyvää dynamiikkaa. Kuitenkin se kuvaa yksinkertaistetusti niitä keskeisiä vaikutuksia, joita muutokset luottomarkkinoiden odotuksissa aiheuttavat. Mallin tulokset pysyvät voimassa silloinkin, kun nämä yksinkertaistavat olettamukset jätetään pois.

Lauseke (2) määrittelee tavanomaisen LM-käyrän. Tämä voidaan johtaa tapauksessa, jossa rahapolitiikan tavoitteena on rahaperusta  $R$ , tai tapauksessa, jossa tavoitteena on lavea raha  $D$ , jolloin lausekkeen 2 oikea puoli määräytyy valitun politiikan mukaan. Kumpikin tapaus tuottaa tavanomaisen nousevan LM-käyrän  $(y, i)$ -koordinaatistossa: rahaperustan ollessa tavoitteena LM-käyrä on loivempi, sillä rahakerroin aiheuttaa ylimääräistä korkojoustavuutta.

Kun tavoitteena on rahaperusta, IS-käyrän vastine, jota Bernanke ja Blinder Patinkinin esimerkin mukaan kutsuvat CC-käyräksi (commodities and credit, hyödykkeet ja luotot), saadaan eliminoimalla  $D$  lausekkeista (1) ja (2), jolloin

$$r = k(i, y, R) \quad (4)$$

Tässä  $r$  riippuu positiivisesti muuttujista  $i$  ja  $y$  ja negatiivisesti muuttujasta  $R$ . Sijoittamalla sitten yhtälö (4) yhtälöön (3) saadaan:

$$y = Y(i, k(i, y, R)) \quad (5)$$

Yhtälö (5) tuottaa tavanomaisen laskevan CC-käyrän. Huomattakoon, että IS-käyrän sijainti riippuu suoraan keskuspankkirahan tarjonnasta.

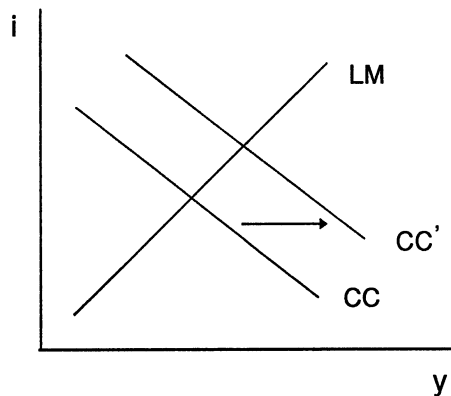
Lavean rahan ollessa tavoitteena voidaan  $r$  ratkaista suoraan, jolloin

$$r = k^*(i, y, D) \quad (4')$$

Tässä  $r$  jälleen riippuu positiivisesti muuttujista  $i$  ja  $y$  sekä negatiivisesti muuttujasta  $D$ , ja yhtälöstä (3) saadaan aiempaan tapaan seuraava muoto:

$$y = Y(i, k^*(i, y, D)) \quad (5')$$

Liitteen kuvio 1. **Luottomarkkinoiden häiriö, kun tavoitteena on rahamäärä: optimismi**



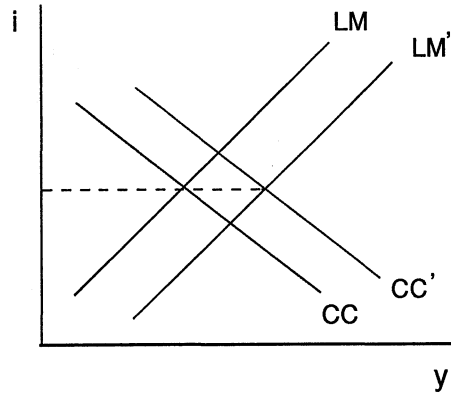
Tarkastellaan nyt toivotun luottosuhteen 1 eksogeenisen lisäyksen vaikutusta. Tämä muutos ei vaikuta LM-käyrään (2), mutta siirtää CC-käyrää oikealle. Pankkijärjestelmän entistä suurempi halukkuus myöntää luottoja kaventaa lainojen ja joukkovelkakirjojen välistä korkoeroa, mikä piristää kysyntää ja luotonottoa. (Tärkeä ylimääräinen, perusmallissa vain impliittisenä oleva vaikutuskanava syntyy siten, että riskiasiakkaille myönnettävien lainojen säännöstely vähenee.) Lisääntynyt optimismi pankkisektorilla johtaa siten CC-käyrän siirtymiseen oikealle, kuten liitteen kuvio 1 esittää. Tämä lisää tuotantoa ja aiheuttaa herkästi korkojen nousupaineita. Vastaavasti kasvava pessimismi pankkisektorilla siirtää CC-käyrää vasemmalle ja johtaa kysynnän ja tuotannon supistumiseen.

On selvää, että tämä malli auttaa selittämään ainakin osan siitä, mitä Suomessa (ja muissa maissa, mm. Isossa-Britanniassa) tapahtui nousukaudella vuosiin 1988 ja 1989 asti ja laskukaudella siitä lähtien. Kun rahapolitiikan tavoitteena on rahan määrän (suppean tai lavean) sijasta valuuttakurssi, syntyy vielä ylimääräinen vaikutus: koska joukkovelkakirjojen korkoa pitää alhaalla tarve ylläpitää valuutan ulkoinen arvo, CC-käyrän siirtymisestä oikealle seuraa LM-käyrän siirtyminen oikealle (liitteen kuvio 2), mikä lisää ekspansiivista vaikutusta. Vastaavasti lisääntynyt pessimismi edellyttää vastaavaa rahan määrän supistumista, mikäli kiinteä valuuttakurssi aiotaan säilyttää.



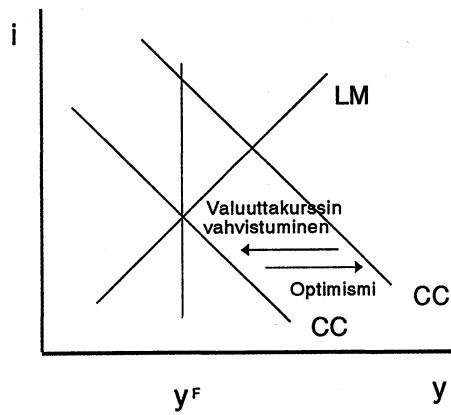
Liitteen kuvio 2.

**Luottomarkkinoiden häiriö, kun tavoitteena on valuuttakurssi: optimismi**



Liitteen kuvio 3.

**Luottomarkkinoiden suhdannevaihtelu ja valuuttakurssi**



Tarkastellaan nyt luottomarkkinoiden häiriöiden vaikutusta reaalisesta tasapainovaluuttakurssiin, joka määritellään siksi reaalisesti valuuttakurssiksi, joka on sopusoinnussa sisäisen tasapainon kanssa täystyöllisyys-tilanteessa. Tätä kuvaa liitteen kuvio 3. Suuri optimismi luottomarkkinoilla johtaa CC-käyrän siirtymiseen oikealle. Seurauksena on liikakysyntä, josta voidaan päästä eroon reaalisesta valuuttakurssin vahvistumisella, mikä vähentää nettovientiä ja siirtää CC-käyrän takaisin vasemmalle alkuperäiseen sijaintiinsa. Siten ekspansiivinen luottomarkkinoiden häiriö — jos oletetaan, että muut vaikutukset pysyvät ennallaan — johtaa reaalisesta valuuttakurssin vahvistumiseen. Tämä saattaa ilmetä nimellisen valuuttakurssin vahvistumisena tai hintojen nousuna siten, että kotimainen inflaatio jatkuu jonkin aikaa muun maailman inflaatiota nopeampana. Vastapainona vaikuttava finanssipolitiikan kiristyminen saattaa tietenkin estää tämän tasapainovaluuttakurssin vahvistumisen: Suomessa finanssipolitiikka ei kuitenkaan ollut erityisen kireää nousukaudella.

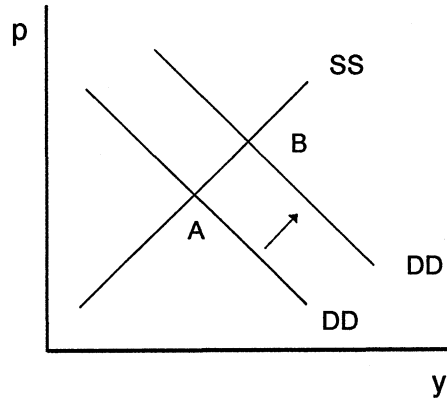
Tämän analyysin perusteella näyttää siltä, että Suomessa kuuden viime vuoden aikana koettu voimakas vaihtelu luottomarkkinoilla on heiluttanut reaalista valuuttakurssia merkittävästi. Nousukaudella luottomarkkinoiden suuri optimismi johti aiempaa korkeampaan tasapainokurssiin, kun taas sitä seurannut luottolama alensi sitä merkittävästi. Näin ollen heilahtelut luottomarkkinoilla vaikeuttivat huomattavasti Suomen viranomaisten mahdollisuuksia ylläpitää politiikkaa, jossa marka oli kytketty Saksan markkaan.

Sama voidaan ilmaista Artisin ja Currien (1981) esittämän kokonais-kysynnän ja -tarjonnan analyysin avulla. Luottomarkkinoiden häiriöt kiinteän valuuttakurssin vallitessa johtavat kokonaiskysyntäkäyrän DD:n siirtymiseen oikealle, mikä nostaa tuotantoa ja hintoja (tasapainopisteen siirtyessä pisteestä A pisteeseen B, liitteen kuvio 4). Rahamäärän ollessa tavoitteena valuuttakurssi vahvistuu, ja tällöin kokonaiskysyntäkäyrä siirtyy takaisin vasemmalle ja kokonaistarjonta kehittyy suotuisasti. Tasapainopiste siirtyy A:sta C:hen (liitteen kuvio 5), mutta tuotannon ja hintojen siirtymä on selvästi pienempi kuin valuuttakurssitavoitteen vallitessa. Kun luottomarkkinoilla on häiriöitä, saadaan tuotanto ja hinnat joustavan valuuttakurssijärjestelmän avulla vakaammiksi kuin noudatettaessa kiinteää valuuttakurssia.

Kaksi muutakin mahdollista seikkaa vaikuttaa ylläpidettävissä olevaan reaalisesta valuuttakurssiin pääomavirtojen kautta. Reaalista valuuttakurssia, jota voidaan pitää yllä pitkällä aikavälillä, kutsutaan usein perustasapainokurssiksi (FEER) (Williamson 1983). Perustasapainokurssin laskemisen lähtökohdaksi on maahan suuntautuvien nettopääomavirtojen määrä pitkällä aikavälillä: tämä määrää vaihtotaseen ylläpidettävissä olevan tason, jonka perusteella puolestaan perustasapainokurssi lasketaan. Ylläpidettävissä oleva pääomavirtojen määrä Suomeen oli kahdesta eri syystä todennäköisesti suurempi 1980-luvun lopun nopean kasvun kuin sitä seuranneen taantuman

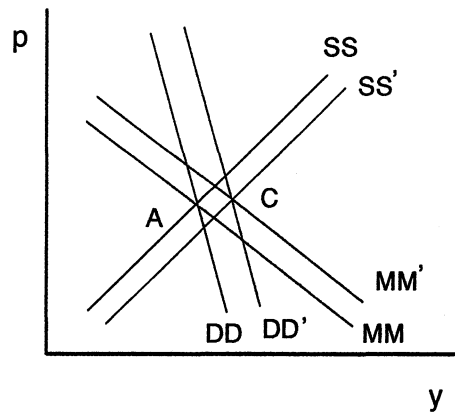
Litteen kuvio 4.

**Luottomarkkinoiden häiriö valuuttakurssin ollessa tavoitteena**



Litteen kuvio 5.

**Luottomarkkinoiden häiriö rahamäärän ollessa tavoitteena**



aikana. Ensimmäinen syy liittyy olosuhteisiin ja odotuksiin luottomarkkinoiden nousuvaiheessa: suomalaiset olivat hyvin halukkaita kantamaan ulkomaisen luoton ottoon liittyvän valuuttakurssiriskin pääasiassa siksi, että he eivät olleet siitä tietoisia. Nykyisissä oloissa, markan merkittävän devalvoitumisen jälkeen, he ovat hyvin haluttomia ottamaan kurssiriskiä. Ulkomaisten lainojen tarjonta kuitenkin pienenee huomattavasti, jos ulkomaalaisten täytyy heidän sijastaan kantaa kurssiriskiä. Niinpä ylläpidettävissä oleva pääoman nettotuonti on pienentynyt. Toinen syy liittyy vaikutuksiin, joita nopean kasvun odotuksilla on ylläpidettävissä olevaan pääoman tuontiin. Odotukset nopeasta kasvusta lisäsivät muun maailman halukkuutta lainata Suomelle, koska tarkoituksena oli hyötyä suuresta voiton kasvusta ja siihen liittyneestä alhaisesta luottoriskistä. Kun kasvunäkymät synkkenivät, ulkomaiset luotonantajat olivat haluttomampia lainaamaan.

Molemmat näistä kahdesta tekijästä — kotimaisten luotonottajien laimentunut into ottaa kurssiriskiä ja entistä heikommat kasvunäkymät — pienensivät Suomeen suuntautuvan ulkomaisen pääomavirran ylläpidettävissä olevaa määrää. Tämä puolestaan merkitsi perustasapainokurssin laskua. Koska molemmat tekijät todennäköisesti tulevat vaikuttamaan huomattavan pitkään, ei ole mitään syytä olettaa, että reaalin valuuttakurssi palaisi 1980-luvun tasolle lähivuosien aikana. Mikäli talouspolitiikka perustettaisiin tällaiselle olettamukselle, vaarana olisi ylikireä linja ja nykyisen taantumän pitkittyminen.

## Kirjallisuutta

Artis, Michael J. — Currie, David A. (1981) Monetary Targets and the Exchange Rate: A Case for Conditional Targets. *Oxford Economic Papers*, Supplement, pp. 176–200, reprinted in W.A. Eltis and A.P. Sinclair (eds.), *The Money Supply and the Exchange Rate*, Oxford University Press.

Bernanke, Ben S. — Blinder, Alan S. (1988) Credit, Money and Aggregate Demand. *American Economic Review*, Vol. 78, No. 2, Papers and Proceedings, pp. 435–439.

Williamson, John (1983) *The Exchange Rate System*. Institute for International Economics, Washington D.C.

# Suomen talouskriisi

## Syyt, luonne ja talouspolitiikan vaihtoehdot

Hans Tson Söderström<sup>1</sup>

Professori – Tukholman kauppakorkeakoulu

Toimitusjohtaja – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle

### Sisällys

1	Johdanto ja tiivistelmä	137
1.1	Tehtävä	137
1.2	Ulkopuolisen näkemys	137
1.3	Taloustieteen rajoitukset	138
1.4	Tutkimuksen pääpiirteet ja yhteenveto tuloksista	139
2	Kriisiin johtanut tie – mikä meni vikaan?	144
3	Nykytilanteen analyysi	154
3.1	Ylivelkaantuminen ja laman velka-deflaatioteoria	154
3.2	Yksityisen kotimaisen kysynnän, reaalisen valuuttakurssin ja talouden rakenteen vuorovaikutusta analyysoiva malli	159
4	Talouden kehitysnäkymät – kaksi skenaariota	163
4.1	Optimistinen skenaario – hyvä kierre	164
4.2	Pessimistinen skenaario – noidankehä	166
5	Talouspolitiikan suuntaviivat	169
5.1	Tavoitteiden tärkeyden määrittely	169
5.2	Rahoitusrakenteen vahvistaminen ja työllisyys	172
5.3	Reaalinen valuuttakurssi	175
5.4	Budjettivaje	181
6	Velka, inflaatio ja uskottavuusongelma	193
	Kirjallisuutta	202
	Liitteet	204

---

<sup>1</sup> Kiitokseni ekonomi Niclas Berggrenille Tukholman kauppakorkeakoulusta hänen arvokkaasta tutkimusavustaan.



# 1 Johdanto ja tiivistelmä

## 1.1 Tehtävä

Tammikuussa 1993 Suomen Pankki pyysi minua — yhtenä kolmesta ulkopuolisesta akateemisesta taloustieteilijästä — esittämään oman näkemykseni taloustieteilijänä

- Suomen tämänhetkisen epätydyttävän taloudellisen tilanteen lyhyen ja pitkän aikavälin syistä, talouspolitiikan osuus mukaan lukien
- vakaaseen rahanarvoon tähtäävän politiikan ja talouden rakennekehityksen välisistä yhteyksistä
- talouspolitiikasta, rahapolitiikka mukaan lukien, joka näyttäisi suositeltavalta tällä hetkellä ja keskipitkällä aikavälillä.

Näiden kolmen itsenäisen näkemyksen tarkoituksena oli antaa oma panoksensa valistuneeseen julkiseen keskusteluun, jossa käsitellään keskeisiä talouspoliittisia kysymyksiä, talouspolitiikan tärkeimpiä osatekijöitä ja vaihtoehtoja. Toimeksiannon mukaisesti mielipiteiden tuli olla ei-tekniisiä ja keskittyä vain talouden yleisiin kehityslinjoihin ja talouspolitiikan eri lohkojen osuuteen tässä yhteydessä.

Toimeksiantoa lukuun ottamatta Suomen Pankki (tai mikään muukaan osapuoli) ei ole millään tavoin pyrkinyt vaikuttamaan tutkimukseni suuntaan tai tutkimuksen perusteella tehtyihin johtopäätöksiin.

## 1.2 Ulkopuolisen näkemys

Suomen Pankki pyysi kolmelta ulkomaalaiselta taloustieteilijältä näkemyksiä Suomen taloustilanteesta. Perusteluksi pyyntöönsä Suomen Pankki ilmoitti, että ulkopuoliset osallistajat ja ulkopuolinen asiantuntemus voivat auttaa suuntaamaan keskustelun olennaisiin näkökohtiin, mikäli ulkopuolisten asiantuntijoiden panos on suuren yleisön mielestä asiantuntevaa, eivätkä sitä rasita Suomeen liittyvät sitoumukset ja lojaalisuussyyt. Tämän tutkimuksen kirjoittajan näkemyksiin ei myöskään ole vaikuttanut aiemmin Suomen taloudesta yleensä tai sen nykyisestä taluskriisistä erityisesti hankittu asiantuntemus. Korostettakoon, että koska tutkimus tehtiin hyvin lyhyessä ajassa, se ei voi ollakaan muuta kuin ulkopuolisen näkemys Suomen talouden tilasta.



Suomen Pankki mahdollisti kaksi tiedonkeruumatkaa Helsinkiin. Matkat järjestettiin 17. ja 18. maaliskuuta ja 28.–30. huhtikuuta. Näiden matkojen aikana minulla oli mahdollisuus keskustella Suomen Pankin ja valtiovarainministeriön virkamiesten, työmarkkinajärjestöjen ja liike-elämän etujärjestöjen edustajien sekä tutkimuslaitosten ja akateemisen yhteisön asiantuntijoiden kanssa. Olen saanut Suomen Pankilta runsaasti erilaisia tilastotietoja ja muita työssä tarvitsemiani tietoja.<sup>2</sup> Olen tutkinut Suomen talouden tilaa koskevia virallisia asiakirjoja ja ulkopuolisia analyyseja, mutta ajan puutteen vuoksi en ole voinut itseenäisesti ja perusteellisesti tutkia kaikkia asiaan liittyviä kysymyksiä perustietoihin ja niiden luotettavuuteen henkilökohtaisesti perehtyen.

Mahdollisuus käyttää ruotsin kieltä on jonkin verran helpottanut tietojen keruuta Suomen talouden nykytilasta. Koska kaikkea asiaan liittyvää materiaalia ei kuitenkaan ole ollut saatavilla englannin tai ruotsin kielellä, tutkimustani on rajoittanut kielimuuri, vaikka Suomen Pankki onkin tarjonnut auliisti käänösapua. Se, että olen ruotsalainen, voi jossain määrin edesauttaa Suomen poliittisten ja taloudellisten instituutioiden ymmärtämistä ja Suomen tämänhetkisten taloudellisten ongelmien luonteen tulkitsemista. On kuitenkin pidettävä mielessä, että Ruotsin ja Suomen instituutioiden, ongelmien ja politiikan välillä on tärkeitä eroja. Joissakin tapauksissa ruotsalainen näkökulma voi jopa haitata tilanteen todellisen luonteen näkemistä.

Huolellisista tarkistuksista huolimatta tutkimuksen ensimmäiseen luonnokseen jää aina virheitä, väärinkäsityksiä ja epäselvyyksiä. Tavalisesti näistä päästään suurimmaksi osaksi eroon kollegoiden kriittisten kommenttien ja keskusteluiden avulla. Suomen Pankin kanssa tehdyn sopimuksen mukaisesti tätä normaalikäytäntöä ei ole kuitenkaan voitu soveltaa tähän tutkimukseen. Suomen Pankki edellytti, että lausunnon sisältöä ei saa paljastaa Suomen Pankin ulkopuolisille ennen julkaisemista. Sen vuoksi pelkään pahoin, että tutkimukseeni sisältyy se määrä virheitä, väärinkäsityksiä ja epäselvyyksiä kuin ensimmäiseen luonnokseen keskimäärin.

### 1.3 Taloustieteen rajoitukset

Talusteoria voi auttaa todellisen maailman taloudellisten prosessien ymmärtämistä vain pelkistämällä maailman tilaa koskevaa valtaisa tietomäärää ja ottamalla esiin muutamia tutkittavan prosessin kannalta erityisen tärkeitä strategisia tekijöitä. "Paras" abstrahointi – tai malli –

---

<sup>2</sup> Kiitokseni erityisesti Heikki Koskenkylälle hänen suuresta avustaan.

vaihtelee tapaus tapaukselta tutkittavan ongelman luonteen mutta myös tutkimusta suorittavan taloustieteilijän — hänen ennakkokäsitystensä, ammattitaitonsa ja arvoarvostelmiensa — mukaan. Hyvä taloustieteilijä löytää mallin, joka pitää sisällään tilanteen olennaiset piirteet, ja hänen malliratkaisunsa voi antaa jotain osviittaa siitä, minkälaista talouspolitiikkaa tulisi noudattaa. Talouspoliittiselle päätöksenteolle ei ole olemassa parempaa tukea kuin hyvä talusteoria.

Tie talousmallien maailmasta politiikan toimeenpanoon on kuitenkin pitkä, mutkainen ja täynnä ansoja. Menestys talouspolitiikassa edellyttää paitsi taloudellisten ongelmien luonteen hyvää ymmärtämistä myös taloudellisten instituutioiden, poliittisen järjestelmän ja talouspolitiikan valtarakenteiden perinpohjaista tuntemusta. Lisäksi se edellyttää kykyä tulkita yleistä mielipidettä ja vaikuttaa siihen. Antaessaaan "käytännön toimenpidesuosituksia" näissä asioissa taloustieteilijä ei enää esiinny tiedemiehen roolissa.

Kuten seuraavasta selviää, Suomen talouskriisi on yhteen kietoutuneiden taloudellisten ongelmien ketju. Siihen liittyy sekä pitkäaikaisia rakenteellisia että lyhyen aikavälin ongelmia. Jotkut ongelmat ovat syntyneet Suomen talousjärjestelmän ja -politiikan ulkopuolella, jotkut kuuluvat järjestelmään luonnostaan tai ovat talouspolitiikan aikaansaamia. Jotkut niistä koskevat yksinomaan reaalityaloutta, jotkut ovat puhtaasti rahataloudellisia. Osa ongelmista liittyy tarjonta-, osa kysyntätekijöihin. Jotkut ongelmat ovat pikemminkin poliittisia kuin taloudellisia.

Sanomattakin on selvää, ettei ole olemassa mitään "yhdistävää teoriaa", joka kattaisi kaikki nämä kriisin osa-alueet. Se, mitä voidaan tehdä, on poimia kriisin olennaiset piirteet yhteen malliin ja analysoida kriisin ratkaisua mallin perusteella. Mallin ulkopuolelle jäävät piirteet, joita malli ei kata, tulee käsitellä erikseen. Näin olen menetellyt tutkimuksessani.

## 1.4 Tutkimuksen pääpiirteet ja yhteenveto tuloksista

Tutkimuksen seuraavassa luvussa käsitelen lyhyesti niitä erilaisia ulkoisia ja sisäisiä häiriöitä, jotka yhdessä ovat johtaneet Suomen talouden tämänhetkiseen lamaan. Talouspolitiikan osuutta tässä prosessissa käsitellään myös lyhyesti. Kolmannessa luvussa talouden nykytila kuvataan Irving Fisher -tyyppisen "velka-deflaatio" skenaarion avulla. Esittelen luvussa myös kotimaisten kysyntähäiriöiden, reaalisien valuuttaturssin ja talouden rakenteen suhteita analysoivan yksinkertaisen mallin. Neljännessä luvussa esitän kaksi skenaariota — optimistisen ja

pessimistisen — Suomen talouden lähivuosien kehityksestä. Viidennessä luvussa käsitelen varsin yksityiskohtaisesti finanssi- ja rahapolitiikan mahdollisuuksia nykyisessä taloudellisessa tilanteessa, ja sitä, millaisin toimenpitein olisi rationaalista reagoida Suomessa koetun kaltaiseen kotimaiseen kysyntähäiriöön. Lopuksi, kuudennessa luvussa, käsitelen politiikan uskottavuuden ongelmaa nykyisissä olosuhteissa.

Tutkimuksessani käsitellyt Suomen talouskriisin keskeiset piirteet ja näkemykseni talouspoliittisista vaihtoehdoista voidaan esittää 15 kohdan tiivistelmänä:

1. Suomen nykyisen talouslaman pääsyy on **yksityisen sektorin** (sekä yritysten että kotitalouksien) **ylivelkaantuminen**.
2. Odotukset inflaation hidastumisesta, korkeat reaalikorot, korkokuluja aiempaa vähemmän suosiva verokohtelu ja heikentyneet pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat kohottaneet optimaalista yksityistä säästämisastetta kohottamatta optimaalista pitkäaikaista investointiastetta ja näin johtaneet **kotimaisen yksityisen kysynnän pysyvään laskuun**.
3. Lisäksi taseiden vahvistamiseksi tarvittava yritysten ja kotitalouksien rahoitussäästämisen lisääntyminen on aiheuttanut **kotimaisen yksityisen kysynnän väliaikaisen vähenemisen**. Tämänhetkisen säästämisasteen vallitessa kotitaloussektorin sopeutumisaikaa voidaan arvioida kestäväksi vielä 2–4 vuotta.
4. Pitkän ajan kuluessa **pysyvästi** alhaisemman kotimaisen kysynnän vaikutus työllisyyteen on korvattava **nettoviennin olennaisella kasvulla**. Prosessi on jo alkanut, ja vaihtotase muuttuu ylijäämäiseksi ensi vuonna, jolloin Suomen ulkomainen nettovelka alkaa myös supistua. Vaihtotaseen on kuitenkin oltava ylijäämäinen useita vuosia. Pitkäaikaisen ulkoisen ja sisäisen tasapainon saavuttamiseksi Suomen talouden tuotantorakennetta on muutettava siten, että vienti- ja tuotimarkkinoilla kilpailevien sektoreiden osuus on 30–33 % kokonaistyöllisyydestä, kun se vuosina 1990 ja 1991 oli hieman yli 27 %. Tuotantorakenteen muuttaminen onnistuu vain, jos Suomen kansainvälinen kilpailukyky pidetään erittäin hyvänä ja avoimen sektorin **suhteellisten** palkkojen annetaan nousta.
5. **Väliaikaisesti** supistuneen kotimaisen kysynnän vaikutus työllisyyteen (samoin kuin ajallinen viivästymä ennen kuin nettoviennin kasvu johtaa työllisyyden paranemiseen avoimella sektorilla) voidaan lyhyellä aikavälillä korvata vain elvyttävällä finanssipolitiikal-

la. Se, että noin 5 % työvoimasta tulisi siirtää suljetulta sektorilta vienti- ja tuontimarkkinoilla kilpaileville sektoreille, ei ole mikään peruste 18 prosentin työttömyydelle.

6. Suomen valtion **budjettivaje** suhteessa talouden kokoon on nyt eräs OECD-maiden suurimpia (se on yli 10 % bruttokansantuotteesta, ja Suomi kuuluu tässä suhteessa samaan ryhmään kuin Kreikka, Italia ja Ruotsi). Päinvastoin kuin näissä muissa maissa Suomen **julkinen bruttovelka** on kuitenkin melko pieni suhteessa talouden kokoon. Vuoden 1993 loppuun mennessä se ei ylitä 60:tä prosenttia bruttokansantuotteesta, mikä on vähemmän kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa, Kanadassa ja Japanissa. Lisäksi **velan ja bruttokansantuotteen suhteen kasvu on aiheutunut** suurelta osin markan arvon heikkenemisestä ja reaalisen bruttokansantuotteen 10 prosentin laskusta vuosina 1990–1992. Se ei ole merkki perustavanlaatuisesta muutoksesta.
7. Pitkän ajan kuluessa julkisen sektorin velkaantumisen kasvua on hillittävä. Ponnistukset julkisen sektorin rahoitusaseman vahvistamiseksi voivat kuitenkin onnistua vain silloin, kun **kapasiteetin käyttöaste** on kohtuullinen. Yritykset pienentää budjettivajetta olennaisesti tämänhetkisen työttömyysasteen vallitessa voivat syventää lamaa vakavasti. Silloin todella annettaisiin hännän heiluttaa koiraa. Tällä hetkellä ensisijaisena tavoitteena tulee olla kapasiteetin käyttöasteen nostaminen takaisin nykyistä hyväksyttävämmälle tasolle.
8. Valtiovarainministeriön keskipitkän aikavälin katsaus, joka julkaistiin tämän vuoden helmikuussa, osoittaa, että nykyisellä politiikalla **työttömyys** säilyisi 12.5 prosentissa vuonna 1997. Tätä ei voida pitää riittävän kunnianhimoisena tavoitteena. Suuresta työttömyydestä aiheutuvien lyhyen ja pitkän aikavälin sosiaalisten ja taloudellisten kustannusten takia avoin työttömyysaste tulisi saada vähenemään alle 10 prosenttiin 1990-luvun puoliväliin mennessä. Jos tähän ei päästä yksityisen sektorin kasvun kautta, se on saavutettava työvoimapolitiittisilla toimilla (työllisyystöillä, koulutuksella, työharjoittelulla jne.).
9. On mahdollista, että markan heikkeneminen ja rahapolitiikan asteittainen keventäminen ovat jo lisänneet kysyntää tarpeeksi talouskehityksen vakaannuttamiseksi ja käynnistäneet vienti- ja investointivetoisen elpymisen. Mikäli näin on, elpymistä ei saisi häiritä kysynnän säätelypolitiikan suurilla muutoksilla. (Elpyminen vah-

vistaa julkista taloutta vähitellen veropohjan kasvun ja työttömyyskorvausmenojen laskun kautta.) Pikemminkin elpymistä tulisi tukea tehostetuin tarjontapoliittisin toimenpitein.

10. Tarjontapoliittisiin toimiin tulisi sisältyä:

- \* **Sääntelyn purkaminen** ja tukien vähentäminen talouden suojatuilla sektoreilla.
- \* Julkisten menojen suuntaaminen uudelleen — pois kulutuksesta ja tulonsiirroista opetus- ja koulutusinvestointeihin ja aineellisiin infrastruktuuri-investointeihin.
- \* Keskus- ja paikallishallinnon toiminnan **tehostaminen**.
- \* **Pankkien** pääomarakenteen vahvistaminen pankkikilpailun kannalta mahdollisimman neutraalein keinoin.
- \* Työmarkkinoiden joustavuuden, erityisesti työvoiman maantieteellisen ja ammatillisen liikkuvuuden, lisääminen. Tätä täytyy tukea aiempaa suuremmalla **suhteellisten palkkojen joustavuudella** ja palkkojen nykyistä paljon jyrkemmällä ikäprofiileilla (eli alentamalla nuorempien ikäryhmien palkkoja huomattavasti).

11. On selvästi olemassa riski, että viennin kasvu ei riitä pysäyttämään kokonaiskysynnän jatkuvaa pienenemistä, joka osittain aiheutuu pitkäaikaistyöttömyyden rajusta kasvusta (matalaan toimeentuloturvaan yhdistyneenä). Mikäli riski toteutuu, kapasiteetin käyttöasteen täytyy palautua hyväksyttävälle tasolle **kysyntä- ja tarjontapolitiikan yhtäaikaisen vuorovaikutuksen turvin**. Kysynnän lisääminen ilman uudistuksia tarjonnassa merkitsisi huomattavaa inflaationriskiä. Tarjontaan kohdistuvat uudistukset ovat kuitenkin taloudellisesti merkityksettä ja luultavasti poliittisesti mahdottomia ilman kokonaiskysynnän kasvua.

12. Kysynnän lisäämisen — mikäli sitä tarvitaan — on tapahduttava sekä finanssi- että rahapoliittisin toimenpitein.

- \* **Finanssipolitiikassa** hallituksen tulisi pitäytyä keskipitkän aikavälin ohjelmassa, jonka mukaan julkiset menot pidetään samansuuruisina kuin vuonna 1991. Työvoimapolitiittisten toimenpiteiden ja julkisten investointien aiheuttama julkisten menojen kasvu tulisi kompensoida leikkaamalla muita menoja. Julkisen sektorin nimellisen palkkasumman rajoittaminen ja kaikkien tulonsiirtojen indeksisidonnaisuuden poistaminen olisivat tärkeitä talouden nimellissuureiden ankkureita. Kysyntää tulisi kasvattaa veroleikkauksilla, joilla estetään käytettävissä olevien reaalityulojen jatkuva väheneminen. Veroleikkaukset tulee myös kohdentaa hyvin, jotta niiden vaikutukset tarjontaan olisivat toi-

votunlaiset. Arvonlisäverouudistus saattaa olla hyvin perusteltu pitkän aikavälin tehokkuusnäkökohtien kannalta, mutta sen ajoitus näyttää kyseenalaiselta, koska avointa sektoria on jo elvytetty rahapoliittisin toimenpitein ja työllisyyden on kasvetava pääosin yksityisellä palvelusektorilla.

- \* **Rahapolitiikassa** Suomen Pankin tulisi alentaa lyhyitä korkoja niin nopeasti kuin mahdollista ilman, että se aiheuttaa pitkien korkojen nousua. Raha-aggregaattien selkeät pitkän aikavälin kasvutavoitteet lisäävät todennäköisyyttä, että korkojen laskusta johtuvat lyhyen ajan valuuttakurssireaktiot kompensoituvat ajan mittaan valuutan vahvistumisodotuksilla. Myös muut nimellissuureiden ankkurit vaikuttaisivat samansuuntaisesti. Valuuttamarkkinoiden ylisuuria heilahteluja keskuspankki voisi lieventää intervenoimalla tasoittavasti "leaning against the wind"-toimintaperiaatteen mukaisesti.

13. Poliitiikan uskottavuus edellyttää, että kapasiteetin käyttöasteen nostamiseen tähtääviin lyhytaikaisiin finanssi- ja rahapoliittisiin toimenpiteisiin yhdistetään **pitkäaikainen sitoutuminen** talouden kokonaisvelkaantumisen vähentämiseen, jotta julkisen velan bruttokansantuoteosuuden kasvu saadaan katkaistua ja inflaatiovauhti pidettyä hitaana.
14. Tarve yhdistää yhtäältä kysyntä- ja tarjontapuolen toimenpiteet ja lyhyen ajan toiminta sekä toisaalta pitkän ajan talouspoliittinen sitoutuminen yhdeksi laajaksi kokonaisratkaisuksi aiheuttaa vakavan koordinaatio- ja uskottavuusongelman hallitukselle, eduskunnalle, Suomen Pankille ja työmarkkinajärjestöille. Jokaisella näistä on hallussaan jokin menestyksellisen kehityksen avaimista, mutta yksikään päätöksentekijöistä ei kykene yksinään ratkaisemaan nykyistä lukkiutunutta tilannetta. Asiaa saattaisi edesauttaa se, että presidentti käyttäisi perustuslaillisia valtaoikeuksiaan ja takaisi kaikille kotimaisille osapuolille sekä ulkomaisille lainanantajille, että toimenpideohjelman kaikki osat viedään läpi täydellisesti asianmukaisessa aikataulussa.
15. Varotoimista huolimatta laajaan kokonaisratkaisuun liittyy huomattavia taloudellisia ja poliittisia riskejä. Ohjelma talouden vakauttamiseksi voi epäonnistua. Pitkän ajan sitoumukset voivat osoittautua mahdottomiksi toteuttaa. Riskit eivät kuitenkaan ole mikään ratkaiseva peruste jättää kokonaisratkaisun toteuttaminen edes yrittämättä. Siihen liittyviä riskejä tulee punnita talouden romahduksen jatkumista tai nykytasaisen pysyvän työttömyyden aiheuttamia taloudellisia ja sosiaalisia kustannuksia vastaan. **Riskitöntä vaihtoehtoa ei ole olemassa.**

## 2 Kriisiin johtanut tie — mikä meni vikaan?

Tunnettu tarina kertoo matkailijasta, joka matkallaan Glasgow'hun eksyi Skotlannin maaseudulla. Hän pysähtyi pieneen kylään ja kysyi suuntaa vanhalta mieheltä. Pitkään mietittyään vanhus vastasi: "Jos minä haluaisin mennä Glasgow'hun, en lähtisi liikkeelle tästä."

Jotakin samankaltaista voitaisiin sanoa Suomen talouspoliittisista toimenpiteistä kriisiin johtaneella tiellä: suunnassa ei ollut vikaa, ongelmana oli sen lähtökohta.

Suomen pitkän ajan talouskehitystä on toki pidettävä menestyksellisenä aina 1980-luvun lopulle. Toisen maailmansodan jälkeinen talouskasvu on ollut nopeaa suhteessa Euroopan OECD-maiden keskiarvoon. Talouskasvun tärkeimpänä perustana oli suhteellisen korkea investointiaste (taulukko 1), jota tukivat yritysten suhteellisen suuret ja vakaat voitot.

Yksityisen sektorin suotuisan talouskehityksen ansiosta työttömyysaste pystyttiin pitämään kohtuullisen matalana ilman, että julkisen sektorin työpaikkojen määrä olisi kasvanut nopeasti kuten kävi muissa Pohjoismaissa. Julkisten kokonaismenojen (tulonsiirrot mukaan lukien) osuus bruttokansantuotteesta pidettiin verrattain pienenä — 1980-luvulla se oli noin 40 %. Siten voitiin noudattaa suhteellisen tiukkaa finanssipolitiikkaa — valtion budjetti pysyi keskimäärin tasapainossa — ilman, että verorasitus kasvoi kohtuuttoman raskaaksi.

Ajan mittaan tämä "Suomen malli" osoittautui kuitenkin kestävämmäksi. Matala työttömyysaste aiheutti inflaatiopaineita, jotka kiinteän valuuttakurssin vallitessa johtivat toistuviin kannattavuus- ja työllisyysongelmiin avoimella (kansainvälisesti kilpailevalla) sektorilla. Sen sijaan, että näitä ongelmia olisi yritetty ratkaista muiden Pohjoismaiden tapaan myötäilevällä finanssipolitiikalla (julkisen sektorin työllisyyttä lisäämällä), Suomessa valittiin keinoksi myötäilevä rahapolitiikka. Sodanjälkeisen ajan valuuttakurssimuutosten historia on varsin vaikuttava (taulukko 2). Tämä oli se väline, jolla työttömyys pidettiin vähäisenä yksityisen sektorin hyvän kannattavuuden ja nopean kasvun kautta.

Taulukko 1. Suomen suhteellinen talouskasvu

Lähde: Cairnfors.

Maa	(a)				(b)				(c)			
	60-68	68-73	73-79	79-87	60-67	68-73	74-79	80-87	60-67	68-73	74-79	80-87
Palkanmuodostusjärjestelmä												
<i>Keskiteitty</i>												
Itävalta	4.9	5.1	2.5	1.7	26.4	27.2	26.4	23.2	24.8	29.5	33.1	37.8
Tanska	3.0	3.0	1.2 <sup>d</sup>	0.8	23.4	24.4	22.1	17.7	29.4	27.7	29.4	34.9
Suomi	4.0	5.8	1.7	2.4	26.6	26.2	27.2	24.4	20.7	24.6	27.7	29.7
Norja	3.8	3.8 <sup>e</sup>	2.7	2.1	29.0	27.4	32.9	26.1	40.4	42.0	42.4	44.3
Ruotsi	3.9	2.9	0.5	1.3	24.1	22.6	20.6	19.0	21.9	24.0	29.0	33.0
Keskiarvo	3.9	4.1	1.7	1.6	25.9	25.6	25.8	22.1	27.4	29.6	32.3	35.9
<i>Välivuoto</i>												
Belgia	4.0	4.5	2.3	1.9	21.6	21.7	21.9	17.1	41.9	50.7	56.8	69.8
Saksa	4.2	4.1	2.9	1.4	25.2	24.4	20.8	20.5	18.5	21.4	25.5	29.5
Aiankomaat	3.7	4.4	2.2	1.2	25.1	24.9	21.0	19.3	43.9	44.3	49.4	57.2
Keskiarvo	4.0	4.3	2.5	1.5	24.0	23.7	21.2	19.0	34.8	38.8	43.9	52.2
<i>Hajautettu</i>												
Ranska	4.9	4.7	2.8	1.8	22.3	23.5	22.7	20.5	13.8	16.2	21.0	22.3
Irlanti	4.1	4.7	3.4	2.8	18.7	23.3	25.9	23.1	34.4	37.0	46.8	53.9
Italia	6.3	4.9	1.7	1.8	21.7	20.6	20.0	21.7	15.0	18.1	25.1	21.9
Espanja	6.8	5.7	3.7	2.9	20.2	22.7	21.6	20.4	10.4	13.4	14.4	20.2
Sveitsi	2.9	3.0	0.6	1.4	28.0	27.9	22.7	23.9	28.7	31.5	34.1	36.9
Yhdistynyt kuningaskunta	2.7	3.0	1.3	1.9	17.8	19.1	19.3	16.9	19.9	22.7	28.3	27.3
Keskiarvo	4.6	4.5	2.3	2.1	21.5	22.9	22.0	21.1	20.4	23.2	28.3	30.4

<sup>a</sup> Reaalisen BKT:n keskimääräinen vuosittainen prosentuaalinen muutos työllistettyä kohtaan.

<sup>b</sup> Kintteen pääoman bruttomuodostus prosentteina BKT:stä.

<sup>c</sup> Tavaroiden ja palvelusten vienti prosentteina BKT:stä.

<sup>d</sup> Tanskan tuottavuuden kasvusta ei ole tietoa vuodelta 1976; luku on arvioitu olettaen, että se on yhtä suuri kuin Euroopan keskiarvo plus Tanskan ja Euroopan tuottavuuden kasvun ero edeltävänä ja seuraavana vuonna.

<sup>e</sup> Luku on vuodelta 1973.

Lähteet: OECD *Historical Statistics* 1960-1986 taulukot 3.7, 6.8 ja 6.12; täydennyksenä on käytetty OECD Economic Outlook -julkaisua heinäkuulta 1989 ja OECD National Accounts 1960-1987 -julkaisua.



## Taulukko 2.

**Markan valuuttakurssimuutokset  
toisen maailmansodan jälkeen**

31.05.1945	42.9 prosentin devalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
27.07.1945	28.5 prosentin devalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
16.10.1945	11.2 prosentin devalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
04.07.1949	15 prosentin devalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
19.09.1949	30.8 prosentin devalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
16.09.1957	28.1 prosentin devalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
12.10.1967	23.8 prosentin devalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
21.12.1970	2.4 prosentin revalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
15.02.1973	5.1 prosentin revalvaatio Yhdysvaltain dollariin nähden
04.06.1973	Markan kellutus
05.04.1977	Kytkentä koriin ja 5.7 prosentin devalvaatio 14 valuutan koriin nähden
01.09.1977	3.0 prosentin devalvaatio
17.02.1978	8 prosentin devalvaatio
21.09.1979	1.3 prosentin revalvaatio
25.03.1980	2 prosentin revalvaatio
06.10.1982	4.3 prosentin devalvaatio
11.10.1982	6 prosentin devalvaatio
16.05.1986	1.6 prosentin devalvaatio vaihteluvälin rajoissa
17.03.1989	4 prosentin revalvaatio
07.06.1991	Ecukytkentä ilman valuuttakurssimuutosta
15.11.1991	12.3 prosentin devalvaatio
08.09.1992	Markan kellutus

Lähde: Suomen Pankki.

Hinta, joka hyvästä työllisyydestä ja nopeasta taloudellisesta kasvusta jouduttiin maksamaan, oli kiinteän valuuttakurssijärjestelmän heikko uskottavuus ja keskimääräistä nopeampi palkkainflaatio. Ajoittaiset tulopoliittiset kokeilut eivät muuttaneet tätä kuvaa, eikä niitä voida pitää onnistuneina. Reaalipalkat ovat reagoineet herkästi (avoimen) työttömyysasteen nousuun kaikissa Pohjoismaissa lukuun ottamatta ehkä Norjaa riippumatta siitä, onko maassa harjoitettu tulopolitiikkaa vai ei (Calmfors, s. 55). Suomessa tulopolitiikalla on mahdollisesti saatu aikaan **väliaikainen** pidättyvyys nimellispalkkojen korotuksissa, mutta sen (kovana) hintana on ollut työmarkkinoiden jäykkyyden lisääntyminen ja suhteellisten palkkojen joustamattomuus.

Lisäksi Suomen korkeaan investointiasteeseen ei liittynyt yhtä korkeaa kokonaissäätämistä. Kolme merkityksettömän pientä ylijäämää lukuun ottamatta Suomen vaihtotase on ollut alijääminen vuodesta 1960 lähtien. Kasvavan ulkomaisen **netto**velan lisäksi ulkomainen **brutto**velka on lisääntynyt rahoitusmarkkinoiden yhä tiiviimmän yhdentymisen ja ulkomaisten suorien sijoitusten kasvun vuoksi. 1980-luvun lopulle tultaessa Suomen ulkomaanrahan määräinen nettovelka oli noussut 200 miljardiin markkaan eli 40 prosenttiin bruttokansantuotteesta.

Jossain vaiheessa nämä kaksi kestäväntä suuntausta oli pakko saada katkaistua talouspolitiikan suuntaa muuttamalla. Inflaatio-odotukset oli vakautettava maltillisiksi siirtymällä aiemmasta myötäilevästä rahapolitiikasta "kovan valuutan" rahapolitiikkaan (joka aikanaan vaikutti ainoalta uskottavalta inflaationvastaiselta vaihtoehdolta). Yksityistä säästämistä oli lisättävä, ja tähän tavoitteeseen pyrittiin mm. heikentämällä lainanottajien veroetuja, parantamalla yksityisen säästämisen tuottoa ja lisäämällä rahoitussijoitusvaihtoehtoja.

Talouspolitiikan uuden suunnan ongelmana eivät olleet sen tavoitteet eivätkä käytetyt välineet vaan pikemminkin se, että suuntausta ryhdyttiin noudattamaan tosissaan vasta pitkään jatkuneen negatiivisen säästämistä ja nopean velankasvun kauden jälkeen 1980-luvun loppupuolella. Kehityksen taustalla oli 1980-luvun loppupuolelle ajoittunut rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkaminen (kuvio 1). Se käynnisti luotonannon nopean kasvun (kuvio 2), joka johti yleiseen varallisuusarvojen kohoamiseen (kuvio 3). Sekä yritysten että kotitalouksien velat kasvoivat nopeasti, mutta sitä ei pidetty hälyttävänä, sillä

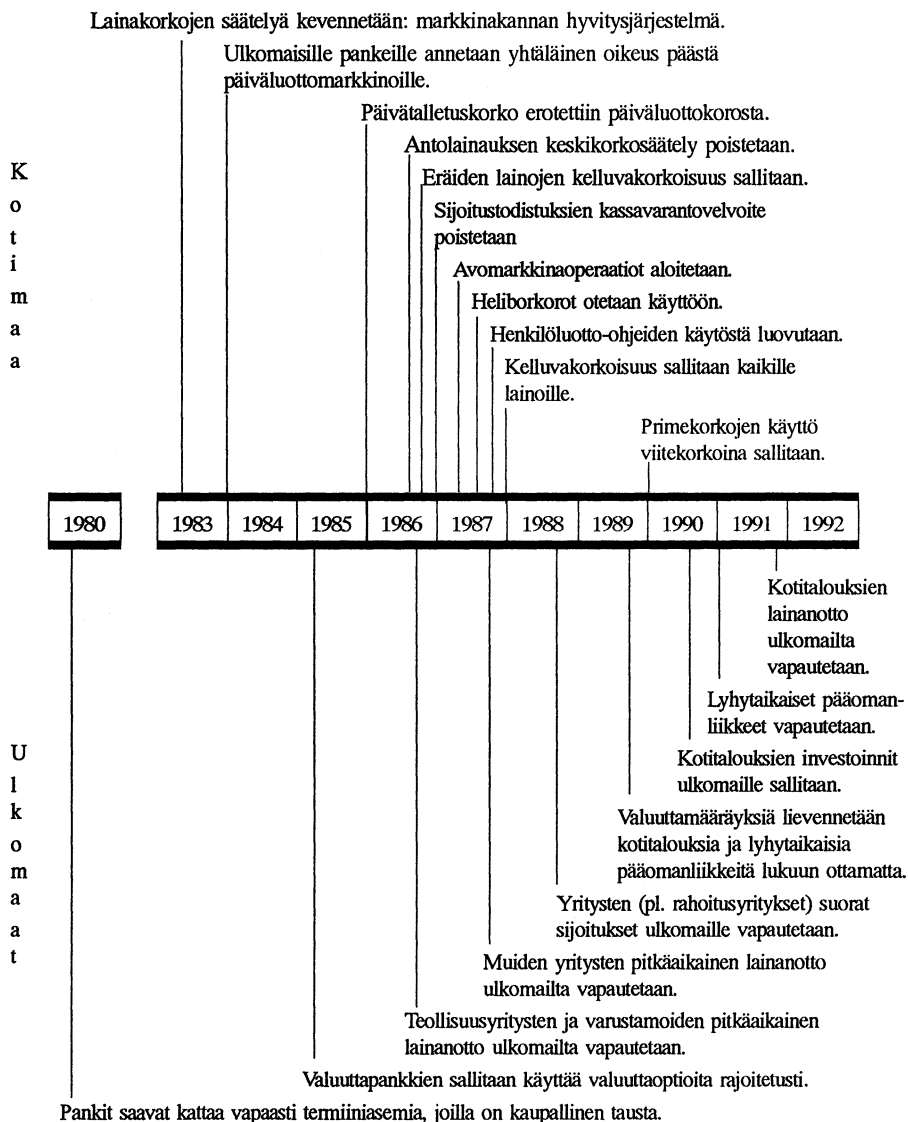
1. myös varallisuusesineiden arvot nousivat nopeasti,
2. reaalitylojen kasvunäkymiä pidettiin hyvinä ja
3. velkaantuneisuuden kasvua pidettiin merkinä portfolion koostumuksen tasapainottumisesta pitkään voimassa olleiden lainanannon määrällisten rajoitusten poistuttua.

Ja vaikka kehitystä olisikin pidetty hälyttävänä, rahapolitiikasta vastuussa olleet viranomaiset eivät olisi voineet tehdä kovin paljon asian hyväksi. Rahoitusmarkkinoiden sääntelyä oli pakko purkaa maailmassa, jossa rahoitusmarkkinoiden yhentyminen jatkui ja Euroopan maat pyrkivät aiempaa tiivimpään rahapoliittiseen yhteistyöhön. Vaihtoehtona olisi ollut tuotannon pako Suomesta. Ja kiinteän valuuttakursisjärjestelmän vallitessa luoton **tarjonnan** määrää lähes kokonaan kysyntä.

Jälkeenpäin tarkasteltuna voidaan erottaa kolme raha- ja finanssi-poliittista keinoa, joilla luoton **kysyntää** olisi voitu hillitä:

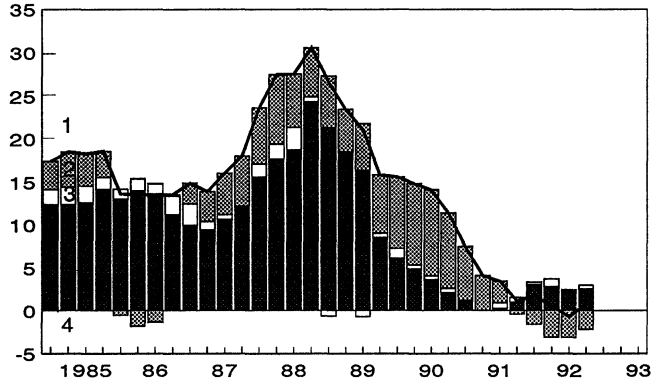
Kuvio 1.

## Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen Suomessa



Kuvio 2.

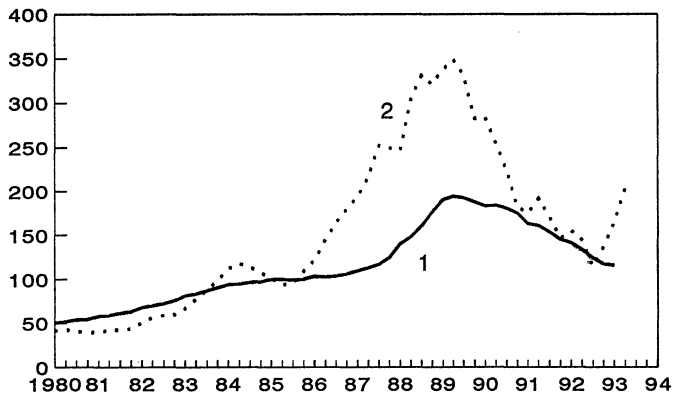
**Pankkien luotonanto yrityksille ja kotitalouksille,  
muutos edellisen vuoden vastaavasta  
neljänneksestä, %**



- 1 Kaikki luotot
- 2 Valuuttaluotot
- 3 Joukkovelkakirjat
- 4 Markkaluotot

Kuvio 3.

**Varallisuushinnat**



- 1 Asuntojen hinnat, indeksi, 1985 = 100
- 2 Osakehinnat, HEX-yleisindeksi, 1985 = 100

1. Valuutansääntelyn aikaisempi poistaminen. Suomalaisten kotitaloudet ja muiden sijoittajien varhaisempi pääsy kansainvälisille osake- ja kiinteistömarkkinoille olisi lieventänyt varallisuusarvojen kestäväntöntä kohoamista, joka johti mielikuvituksellisiin vakuusarvoihin kasvavan luotonkysynnän tyydyttämiseksi.
2. Verouudistuksen varhentaminen. Korkomenojen verovähennysoikeuden kiristäminen olisi nostanut velkarahoituksen verojen jälkeisiä kustannuksia.
3. Kireä finanssipolitiikka. Käytettävissä olleiden reaalitylojen kasvua olisi voitu hillitä pienentämällä julkisten menojen kasvua ja ehkä myös korottamalla joitakin veroja.

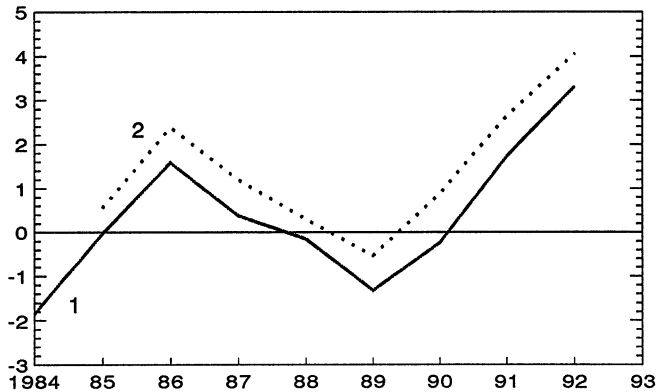
Ainoa vakava pyrkimys ylikuumentuneen kotimaisen talouskehityksen rauhoittamiseksi oli markan revalvoiminen 4 prosentilla maaliskuussa 1989. Tämä yritys epäonnistui ainakin kahdesta syystä.

1. Revalvaatio tehtiin liian myöhään. Jo vuoden 1988 lopulla nimelispalkkojen nousu oli kiihtynyt 10 prosenttiin. Vuoden 1987 lopulla tehty revalvaatio olisi saattanut jonkin verran hillitä tuolloin alkaneen vaihtosuhteen voimakkaan paranemisen vaikutusta.
2. Revalvaatio on tehoton keino hillitä kotimaista ylikuumentumista, kuten Ruotsi sai oppia jo vuonna 1946. Se pahentaa kilpailukyvyn ongelmia vaikuttamatta niiden varsinaiseen syyhyn. Revalvaatio on väline, jolla talous eristetään ulkopuolisilta inflaatiohäiriöiltä kiinteiden valuuttakurssien järjestelmässä. Tästä huolimatta revalvaatiosta voi olla enemmän haittaa kuin hyötyä. Se antaa nimittäin ymmärtää, että valuuttakurssia voidaan muuttaa myös vastakkaiseen suuntaan aina kun kotimainen inflaatiovauhti kiihtyy liiaksi. Näin valuuttakurssi menettää sen inflaatio-odotuksia kontrolloivan vaikutuksensa, joka sillä pitäisi olla kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä.

Kotimaiset tekijät olivat siis aivan selvästi taustalla, kun Suomen talouskehitys kääntyi jyrkkään alamäkeen vuonna 1990: luotonannon aiheuttama varallisuusarvojen (erityisesti asuntojen ja osakkeiden hintojen) kohoaminen ei voinut jatkua, kun epärealistiset inflaatio- ja reaalikasvuodotukset jäivät toteutumatta ja pääoman reaaliset kustannukset kääntyivät lopulta jyrkkään nousuun vuonna 1989 (kuvio 4). Kysynnän lasku alkoi kiinteistä investoinneista, mutta yksityinen kulutus seurasi nopeasti perässä, kun kotitalouksien säästämisaste nousi jyrkästi (kuviot 5 ja 6).

Kuvio 4.

## Luottojen verojenjälkeiset reaalikorot, %



- 1 Luottokanta  
2 Uudet luotot

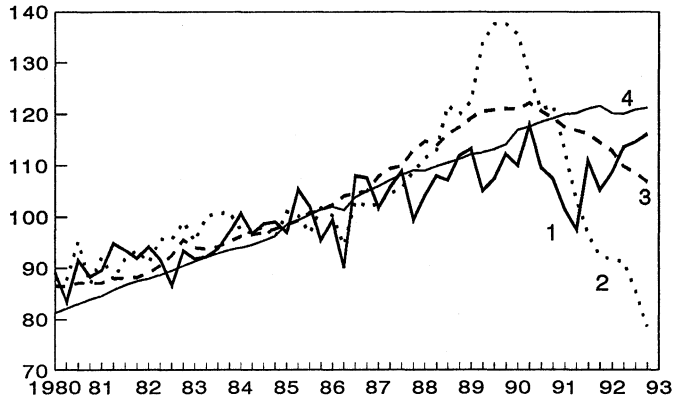
Käännettä alaspäin jouduttivat lisäksi ulkoiset tekijät. Viennin osuus bruttokansantuotteesta oli pienentynyt koko 1980-luvun ajan (vuonna 1980 se oli 33 % ja 23 % vuonna 1990), mutta tämä johtui siitä, että kotimaiset kysyntäerät olivat kasvaneet vientiä nopeammin. Vuoden 1990 loppupuolella viennin määrä alkoi pienetä monesta syystä. Yksi syy oli kansainvälisen kilpailukyvyyn heikkeneminen, joka johtui kotimaisesta palkkainflaatiosta yhdistettynä kiinteään valuuttakurssiin ja vuoden 1989 markan reevalvaatioon: vuosina 1987–1990 Suomen suhteelliset yksikkötyökustannukset nousivat yli 10 %.

Tämä ei vielä ollut kovin dramaattista. Merkittävät ulkoiset häiriöt tulivat vuonna 1991, jolloin maailmantalous joutui lamaan ja Suomen vienti Neuvostoliittoon romahti (sen osuus kokonaisviennistä väheni 13 prosentista 5 prosenttiin yhden ainoan vuoden aikana). Tämän lisäksi vuonna 1990 huipussaan ollut vaihtosuhte alkoi heikentyä.

Tätä taustaa vasten oli epärealistista (kuten jälkikäteen voidaan nähdä) kiinnittää markka yhä enenevässä määrin yliarvostettuun ecuun 7.7.1991. Ensimmäinen, hieman yli 12 prosentin tarkistus markan ulkoiseen arvoon tehtiin 15.11.1991. Spekulaatiiviset hyökkäykset markkaa vastaan kuitenkin jatkuivat levottomilla kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla vuoden 1992 loppupuolella, ja viimein markka laskettiin kellumaan 8.9.1992. Seuraavan puolen vuoden aikana efektiivinen vaihtokurssi laski 25–30 %.

Kuvio 5.

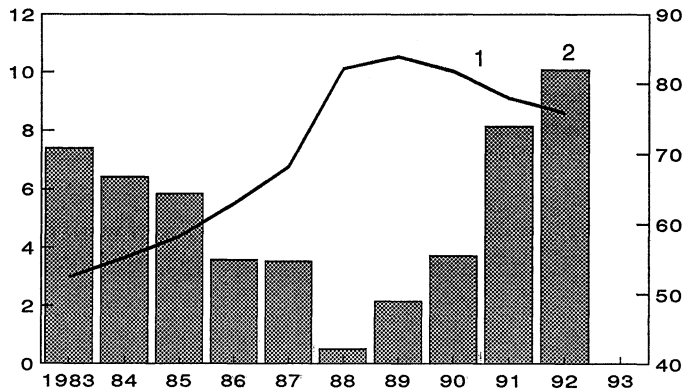
**Kysyntäerät, indeksi 1985 = 100**



- 1 Vienti
- 2 Kiinteät investoinnit
- 3 Yksityinen kulutus
- 4 Julkinen kulutus

Kuvio 6.

**Kotitalouksien velkaantuneisuus ja säästämistä, %**



- 1 Kotitalouksien velat / käytettävissä olevat tulot (oikea asteikko)
- 2 Säästämistä (vasen asteikko)

Ruotsiin ja Norjaan verrattuna Suomen ei voida sanoa antaneen "kovan valuutan" maan vaikutelmaa tämän prosessin aikana. Vuoden 1989 revalvaatio paljasti, että valuuttakurssi oli muutettavissa, ja vuoden 1991 devalvaatio vahvisti tätä vaikutelmaa. Kiinteästä valuuttakurssista luovuttiin ilman mainittavaa vastarintaa vuonna 1992. Ruotsi ja Norja sen sijaan pyrkivät monin tavoin tukemaan inflaationvastaisen politiikkansa uskottavuutta ennen kuin niiden oli lopulta seurattava Suomen esimerkkiä. Vain tulevaisuus osoittaa näiden kalliiden investointien kannattavuuden.

Reaalisen valuuttakurssin heikkeneminen (esimerkiksi suhteellisilla yksikkötyökustannuksilla mitattuna) on rationaalinen reaktio ei pelkäänsä kansainvälisen kilpailukyvyn ongelmiin vaan – kuten tämän selviytyksen seuraavassa luvussa käy ilmi – myös kotimaisen kysynnän vähenemiseen, silloin kun se ei ole vain tilapäinen. Suomen tapauksessa nimellisen efektiivisen valuuttakurssin heikkeneminen vaikeutti kuitenkin myös yksityisen sektorin velkaantuneisuusongelmaa. Kotitaloussektoriin se ei vaikuttanut kovin paljon, sillä kotitalouksien ulkomainen luotonotto vapautettiin vasta melko myöhäisessä vaiheessa (lokakuussa 1991). Yrityssektorilla sen sijaan valuuttalainojen osuus oli noin 40 % koko lainakannasta vuonna 1991. 1980-luvun lopulla yli puolet uusista valuuttamääräisistä yrityslainoista meni kotimarkkinoilla toimiville yrityksille.

Markan arvon erittäin tuntuva heikentyminen lisäsi näin ollen odottamatta yritysten velkaantuneisuutta, mikä nopeutti kiinteiden investointien supistumista. Tämä sattui aikaan, jolloin kulutuskysyntä heikkeni aikaisemman ylisuuren lainanoton ja jo vuonna 1989 alkaneen asuntojen hintojen laskun vuoksi (kuvio 3). Vuonna 1991 kaikkien kysyntäerien muutos oli negatiivinen, ja reaalinen bruttokansantuote laski 6.4 %. Vuonna 1992 vienti kasvoi 9 %, mutta tämä ei mitenkään riittänyt tasapainottamaan kotimaisen kysynnän 6 prosentin vähenemistä. Reaalinen bruttokansantuote pieneni edelleen 3.5 %. Vuoden 1993 ennusteen mukaan viennin kasvu jatkuu yhä nopeampana (13 %), mutta kotimaisen kysynnän jatkuva väheneminen (-4.5 %) kumooa tämän kasvun vaikutuksen. Bruttokansantuotteen pienemisen jatkumiselta ei siis voida välttyä. Viennin jatkuva voimakas kasvu vuonna 1994 yhdessä yksityisten investointien elpymisen kanssa saattaa johtaa bruttokansantuotteen pieneen kasvuun vuonna 1994. Kasvu lähtisi silloin kuitenkin liikkeelle reaaliarvoltaan yli 10 % vuonna 1989 saavutetun bruttokansantuotteen tason alapuolella.

Tuotannon voimakkaalla supistumisella oli tietysti suuri vaikutus työllisyyteen. Työllisten määrä väheni 400 000:lla eli 16 prosentilla vuosina 1989–1993. Työttömyysaste hyppäsi 3.5 prosentista 17 prosenttiin. Nuorimman ikäryhmän (15–24-vuotiaiden) työttömyysaste on



jo yli 30 %. Pitkäaikaistyöttömien (eli yli vuoden työttöminä olleiden) lukumäärän arvellaan nousevan yli 100 000:een vuoden 1993 loppuun mennessä.

Työllisyyden ei uskota paranevan nopeasti. Valtiovarainministeriön keskipitkän ajan katsauksen mukaan työttömyysaste tulee pysyttelemään yli 10 prosentissa vuoteen 1997 saakka. Koska työttömyyskorvausten suhde ansioihin on verrattain pieni (60 %), työttömyyden kasvu vaikuttaa väistämättä voimakkaasti kotitalouksien käytettävissä oleviin tuloihin. ETLAn laskelmien mukaan kotitalouksien käytettävissä olevan reaalitytulon odotetaan vähenevän 11 % vuosina 1991–1994. Koska ansiosidonnaisen työttömyyskorvauksen maksukausi päättyy 500 päivän kuluttua, työttömän tulot tulevat putoamaan edelleen. Kotitalouden käytettävissä olevat tulot ovat alle 50 % työntekijätalouksien käytettävissä olevista tuloista, jos kotitalouden päämies on pitkäaikaistyötön.

Lyhyesti sanottuna nykyisen laman tärkein syy on, ettei kotimaisen kysynnän voimakasta liikakasvua onnistuttu hillitsemään (finanssipoliittisin keinoin) sen jälkeen kun rahoitusmarkkinoiden säännöstely purettiin ja varallisuusesineiden hinnat lähtivät sen seurauksena nousuun. Tämä johti kotimaisen kysynnän romahtamiseen, joka ei sopinut yhteen kiinteän valuuttakurssin kanssa (varsinkin kun markka oli sidottu enenevästi yliarvostettuun ecuun). Romahduksesta ei tulisi syyttää pyrkimyksiä vakauttaa inflaatio-odotukset "kovan valuutan" politiikalla. Uskottavuusongelman aiheutti pikemminkin aikaisemmin noudatettu myötäilevä rahapolitiikka. Rahapolitiikan taakka kävi myös liian rasakaksi, koska finanssipoliitiikka oli epäonnistunut talouden vakauttamisessa 1980-luvun loppupuolella.

## 3 Nykytilanteen analyysi

### 3.1 Ylivelkaantuminen ja laman velka-deflaatioteoria

Kriisiin johtunut tie oli aivan ilmeisesti sekä kotitalous- että yrityssektorin kasvava velkaantuminen. Prosessi alkoi rahoitusmarkkinoiden vapauttamisella 1980-luvun puolivälissä. Vuoteen 1988 mennessä taseiden keskeisissä tunnusluvuissa ei kuitenkaan näkynyt mitään merkkejä velkaantuneisuuden kasvusta (ainakaan kotitaloussektorilla, ks. Liite A1), sillä velat kasvoivat samalla vauhdilla kuin varallisuusesineiden hinnat.

Varallisuusesineiden hintojen nousu oli kuitenkin kestänyt. Vuoden 1987 alun ja 1989 välillä asuntojen keskimääräiset hinnat nousivat 75 %. Ajanjakson lopulla kiinteistöistä maksetut hinnat olivat perusteltavissa ainoastaan odotuksilla edelleen kasvavista pääomavoitoista. Tässä mielessä kiinteistöjen hintojen kehitys oli vain kupla. Varallisuusesineiden hintojen kehityksen vuoteen 1989 ajoittuneen käänteen takana oli kuitenkin myös perustavanlaatuisia tekijöitä: OECD-maiden kasvun ennustettiin taantuvan vuonna 1990. Teollisuustuotanto oli saavuttanut kapasiteettinsa rajat, ja sen kasvu ja kannattavuuden koheneminen päättyivät. Lainanoton reaaliset kustannukset kääntyivät jälleen nousuun oltuaan laskussa vuodesta 1986.

Varallisuusesineiden hinnat olivat huipussaan vuoden 1989 alkupuolella. Sen jälkeen lasku on ollut pitkä ja jyrkkä. Kiinteistöjen keskimääräiset hinnat ovat laskeneet noin puoleen. Tämä on muuttanut dramaattisesti taseiden keskeisiä tunnuslukuja. Yksityisen sektorin talouskehitystä on vuodesta 1989 ohjannut tarve sopeuttaa taseet niin, että reaali- ja rahoitusomaisuuden ja velan suhteet palautuvat toivotunlaisiksi (ks. liite 1).

Tällä taseiden sopeuttamisella on kokonaistaloudellisia seurauksia siihen sisältyvän dynamiikan vuoksi. Taloustieteilijöistä tähän prosessiin on erityisesti perehtynyt Irving Fisher sekä teoksessaan "Booms and depressions" (1932) että myöhemmässä Econometrica-artikkelissaan "The debt-deflation theory of great depressions" (1933).

Irving Fisherin mukaan velka-deflaatioprosessi oli ainoa tarpeeksi voimakas prosessi selittämään kriisejä, jotka vakavuudeltaan ovat verrattavissa vuosien 1837, 1873 tai 1929–1933 kriiseihin. Fisherin sanoin prosessia voidaan lyhyesti kuvata seuraavasti:

"Jonakin ajankohtana vallitseva ylivelkaantuneisuus johtaa yleensä velan maksuunpanoon joko velallisten tai luotonantajien tai molempien huolestumisen vuoksi. Se johtaa seuraavaan yhdeksän kohdan seurausketjuun:

- (1) **Velan maksuunpano** johtaa pakkomyyntiin ja
- (2) **talletusten supistumiseen** ja rahan kierto nopeuden hidastumiseen pankkilainojen poismaksun vuoksi. Pakkomyyntien jouduttama talletusten supistuminen ja rahan kierto nopeuden hidastuminen aiheuttavat
- (3) **hintatason laskun**. Jos oletetaan, että hintojen laskuun ei yritetä vaikuttaa elvytyksellä tai millään muulla tavalla, siitä aiheutuu väijäämättä
- (4) **yrittysten nettoarvon vielä suurempi väheneminen**, joka jouduttaa yrittysten vararikkoja, ja
- (5) **samanlainen voittojen pienentyminen**, mikä saa tappiolliset yritykset
- (6) **vähentämään tuotantoaan, toimintaansa ja henkilöstöään**. Tappiot, vararikot ja työttömyys johtavat
- (7) **pessimismiin ja luottamuksen menetykseen**, jotka puolestaan johtavat

- (8) käteisvarojen suosintaan ja rahan kiertonopeuden hidastumiseen edelleen. Kaikki nämä kahdeksan muutosta aiheuttavat
  - (9) monimutkaisia häiriöitä korkotasossa, erityisesti nimellisen tai rahassa mitatun korkotason laskua ja reaalisen tai hyödykkeissä mitatun korkotason nousua."
- (Fisher 1933, 341–342)

Irving Fisherin kuvaama prosessi muistuttaa paljon Suomen kokonaistaloudellista kehitystä vuoden 1989 jälkeen. Prosesseissa on toki useita eroja, joista haluaisin erityisesti mainita seuraavat:

- (a) Irving Fisher käsittelee pääasiassa suljettua taloutta, jossa kokonaistaloudellinen toiminta määräytyy täysin yksityisen kotimaisen kysynnän pohjalta. "Avoimen sektorin" tasapainottava voima, jossa tuotanto ja työllisyys eivät määräydy kotimaisen kysynnän vaan kansainvälisen kilpailukyvyn perusteella, puuttuu melkein täysin hänen analyysistään. Fisher ei myöskään käsittele julkisen sektorin automaattisia vakauttajia.
- (b) Suomessa talletukset ovat todellakin supistuneet (M1 supistui suurimman osan vuotta 1991, ja laveammat raha-aggregaatit alkoivat supistua vuositasolla vuoden 1993 alussa, ks. kuvio 23). Se ei kuitenkaan ole laskenut, eikä sen myöskään odoteta laskevan yleistä hintatasoa. Tämä eliminoi yhden Fisherin analyysin tärkeän tekijän eli ajatuksen, että supistuminen johtaisi velan nousuun.

Herää kysymys, soveltuuko Irving Fisherin (melko yleisluonteinen) malli Suomen nykytilanteeseen näistä kahdesta erosta huolimatta. Mielestäni se soveltuu seuraavista syistä:

- (a) Avoin sektori on toki tärkeä osa Suomen taloutta, mutta sen osuus kokonaistuotannosta ja -työllisyydestä on alle kolmannes. Kotimaisen sektorin supistumista on sen vuoksi kompensoitava avoimen sektorin suhteellisesti hyvin suurilla muutoksilla, jotta kotimaisen sektorin supistumisesta ei tulisi itseään vahvistava.
- (b) Olennaista Fisherin mallissa ei ole niinkään velan reaaliarvon kasvu vaan pikemminkin se, että toteutuneet reaalikorot osoittautuvat paljon korkeammiksi kuin lainaa otettaessa odotettiin. Tämä pitää paikkansa Suomen tapauksessa ainakin kolmesta syystä:

1. Kansainväliset (nimelliset ja reaaliset) korot ovat nousseet.
2. Kotimainen inflaatiiovauhti on hitaampi kuin odotettiin lainaa otettaessa.
3. Verouudistus on nostanut velkarahoituksen verojenjälkeisiä kustannuksia.

Fisherin mallissa deflaatiosta aiheutuvaan yksityisen sektorin taseiden väääransuuntaista endogeenista sopeutumista syntyy Suomen tapauksessa

1. varallisuusarvojen romahduksesta, jota "pakkomyynnit" jouduttavat,
2. markan arvon heikkenemisestä, joka johtaa valuuttamääräisen velan markka-arvon kohoamiseen (tässä yhteydessä tulee huomata, että yli puolet kaikista yritysten valuuttalainoista on kotimarkkina-yritysten lainoja), ja
3. Suomen pankkisektorin ongelmista, jotka aiheuttavat vakavia häiriöitä luotonantotarjonnassa kotitalouksille ja yrityksille. (Fisherin teoksessa (1932) pankkien konkurssseilla oli merkittävä rooli, mutta myöhemmässä *Econometrica*-artikkelissaan Fisher ei korosta niitä.)

Yhtäältä Suomen tapauksessa on siis piirteitä, joita ei mainita Fisherin analyysissä ja jotka lieventävät supistusta. Näistä tärkeimmät ovat avoin ja julkinen sektori sekä se, ettei kotimainen hintataso ole laskenut.

Toisaalta Suomen tapauksessa on myös tärkeitä tekijöitä, jotka puuttuvat Fisherin analyysistä, mutta jotka ovat syventäneet Suomen lamaa. Näistä tärkeimpiä ovat varallisuusarvojen lasku, valuuttakurssin heikkenemisestä aiheutunut ulkomaisen velan markka-arvon kasvu ja Suomen pankkikriisi, joka on aiheuttanut vakavia häiriöitä rahoituksen välityksessä.

Näin Fisherin analyysin keskeisin piirre pätee Suomen tapauksessa:

"...useimpien, ellei peräti kaikkien, suurten talouslamojen pääsalaisuus: **mitä enemmän velalliset maksavat, sitä enemmän he ovat velkaa.**" (Fisher 1933, 344)

Nykykielellä sanoisimme, että yksityisten kotitalouksien ja yritysten pyrkimykset palauttaa varallisuuden koostumus tasapainoon johtavat sellaisiin kokonaistaloudellisiin prosesseihin, jotka pahentavat epätasapainoa entisestään. Sijoituskohteiden "pakkomyynti" johtaa yhä jyrkempään varallisuusarvojen laskuun, mikä pakottaa muita myymään sijoituskohteitaan. Varallisuusarvojen lasku johtaa pankkien konkursssei-

hin ja muihin häiriöihin rahoituksen välityksessä, mikä entisestään vaikeuttaa velkojen hoitoa. Toisaalta velan vähentäminen rahoitussäästämistä lisäämällä supistaa kotimaista kysyntää ja siten tuotantoa, työllisyyttä, voittoja ja kotitalouksien tuloja. Pyrkimykset vähentää velkaa voivat siten johtaa entistä suurempaan velkataakkaan varallisuusarvojen ja kokonaistulojen laskun kautta. Juuri tämä kumulatiivinen prosessi on Irving Fisherin analyysin ydin ja näyttää soveltuvan hyvin myös Suomen talouden nykytilaan.

Mainittakoon lopuksi, että Irving Fisherillä oli myös parannuskeino velka-deflaatioprosessiin:

"... jos edellä oleva analyysi on oikea, tällainen lama voidaan aina pysäyttää tai ehkäistä kansantaloudessa reflatoimalla ensin hinnat sille tasolle, jolla lainat on otettu ja annettu, ja sitten säilyttämällä tämä taso muuttumattomana." (Fisher 1933, 346)

Suomen tapauksessa voidaan siis sanoa, että yksi tapa selvittää talouden tämänhetkisestä ylivelkaantuneisuudesta ja sen kokonaistaloudellisista seurauksista olisi "yksinkertaisesti" kiihdyttää inflaatiovauhti (ja erityisesti odotettu inflaatio) sellaiseksi kuin se oli silloin, kun nykyinen velka otettiin, ja sen jälkeen varmistaa reaalisen korkotason pysyminen matalana, mahdollisesti inflaatiota kiihdyttämällä.

Harvat taloustieteilijät ovat kuitenkaan valmiita ehdottamaan tätä "yksinkertaista" ratkaisua. Inflaation parantava voima on Suomessa hyvin rajallinen ulkomaisen velan suuren suhteellisen osuuden vuoksi. Lisäksi inflaation uudelleen kiihtymisen pitkän ajan reaaliset kustannukset suomalaiselle yhteiskunnalle saattaisivat olla hirvittävät, sillä talouspolitiikan uskottavuus kärsisi ja teollisuus, kauppa ja rahoitus pakenisivat maasta menetettyään uskonsa tulevaisuuteen.

Ratkaisua on sen sijaan haettava kahdesta tärkeästä seikasta, jotka puuttuvat Fisherin analyysistä: avoimesta ja julkisesta sektorista. On analysoitava, miten näiden kahden sektorin pitäisi reagoida yksityisen kotimarkkinasektorin velkavetoisen kysynnän romahtamiseen. Tämän luvun seuraavassa jaksossa esitän yksinkertaisen kokonaistaloudellisen analyysimallin tätä varten.

### 3.2 Yksityisen kotimaisen kysynnän, reaalisen valuuttakurssin ja talouden rakenteen vuorovaikutusta analysoiva malli

Oletetaan, että yksityinen kotimainen kysyntä vähenee äkillisesti (pysyvästi tai väliaikaisesti) pienessä avoimessa taloudessa. Miten finanssi- ja rahapolitiikan tulisi reagoida? Tätä kysymystä käsitellään tutkimuksen tässä osassa selvittämällä, kuinka tasapainoinen työllisyysrakenne määräytyy pienessä avoimessa taloudessa reaalisen valuuttakurssin ja kotimaisen kysynnän suuruuden mukaan. Kokonaistyöllisyys ja -tulo pidetään mallissa vakioina.

Ensinnä reaalin valuuttakurssi,  $e$ , määritellään koti- ja maailmanmarkkinahyödykkeiden väliseksi suhteelliseksi hinnaksi. Seuraavaksi kotimarkkinahyödykkeiden hinnan,  $p_N$ , annetaan määräytyä suljetun sektorin yksikkötyökustannusten (yksinkertaisuuden vuoksi palkkatason  $w$ ) mukaan (mark-up-hinnoittelu). Maailmanmarkkinahyödykkeiden kotimainen hinta  $p_T$  määräytyy maailmanmarkkinahintojen  $p^*$  ja nimellisen efektiivisen valuuttakurssin  $E$  perusteella. Palkkatason oletetaan olevan sama molemmilla sektoreilla ja määräytyvän mallin ulkopuolella. Reaalinen valuuttakurssi

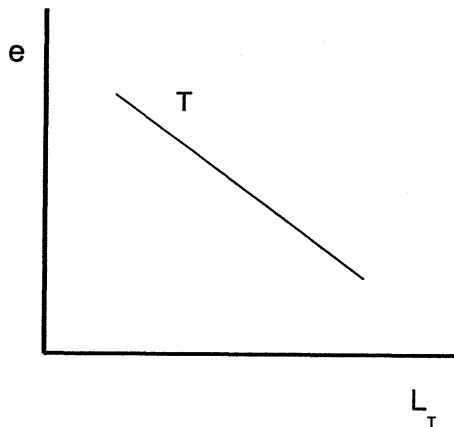
$$e = p_N(w)/Ep^*,$$

vahvistuu yhdestä tai useammasta seuraavasta syystä:

- rahapalkat nousevat
- nimellinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistuu (ulkomaanvaluutan hinta kotimaanvaluutassa laskee)
- maailmanmarkkinahinnat laskevat.

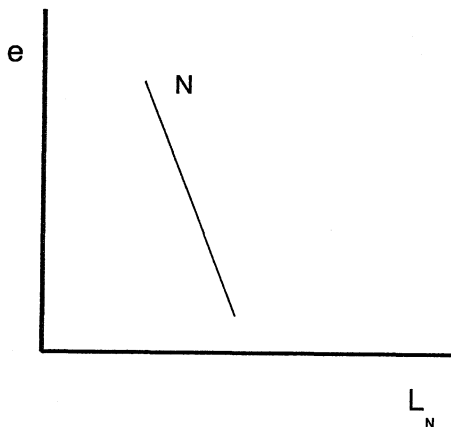
Nyt voimme piirtää käyrän  $T$ , joka kuvaa avoimen sektorin työllisyyttä  $L_T$  reaalisen valuuttakurssin funktiona (kuvio 7). Työllisyyskäyrä  $T$  on laskeva; jos reaalin valuuttakurssi vahvistuu (kotimaisten palkkojen nousun, efektiivisen valuuttakurssin vahvistumisen tai maailmanmarkkinahintojen laskun vuoksi), avoimen sektorin kannattavuus heikkenee ja työllisyysaste laskee. On syytä huomata, että avoimen sektorin työllisyydellä ei ole mitään tekemistä maailmanmarkkinahyödykkeiden **kotimaisen** kysynnän kanssa; kysynnän kasvu siirtyy yksinkertaisesti tuontiin, jos reaalin valuuttakurssi pysyy muuttumattomana. Toisaalta voimme kuvitella, että tarkasteltavan talouden tuotteiden **kansainvälisen** kysynnän kasvu (tai vaihtosuhteen paraneminen) voisi lisätä maailmanmarkkinahyödykkeiden kotimaista tuotantoa ilman maailmanmarkkinoiden hintatason muutosta. Tämä näkyisi sitten avoimen sektorin työllisyyskäyrän siirtymisenä ulospäin.

Kuvio 7.



Seuraavaksi piirretään käyrä N, joka kuvaa suljetun sektorin työllisyyttä,  $L_N$  reaalisesta valuuttakurssin funktiona (kuvio 8). Myös tämä työllisyyskäyrä on laskeva, mutta aivan eri syystä kuin edellinen käyrä. Suljetun sektorin koko tuotanto on määritelmän mukaan myytävä kotimaassa. Työllisyys määräytyy siten täysin kysynnän perusteella. Mikäli tulot pidetään vakiona, ne eivät voi vaikuttaa kysyntään. On kuitenkin olemassa substituutiovaikutus, joka riippuu kotimarkkina- ja maailmanmarkkinahyödykkeiden suhteellisesta hinnasta eli reaalisesta valuuttakurssista. Kotimarkkinahyödykkeiden suhteellisen hinnan noustessa kotimarkkinahyödykkeiden kysyntä heikkenee ja suljetun sektorin työllisyys heikkenee.

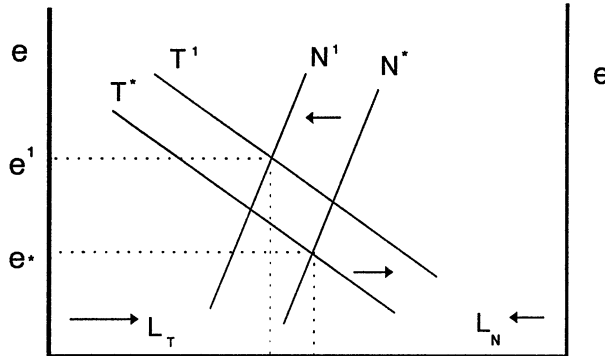
Kuvio 8.



Suljetun sektorin työllisyyskäyrä N voi siirtyä (tietyn kokonaistyöllisyyden ja -tulon vallitessa kuten olemme olettaneet), jos **rahoitussäästäminen** muuttuu. Olettakaamme aluksi, että rahoitussäästäminen on nolla sekä julkisella ( $G=T$ ) että yksityisellä sektorilla ( $I=S$ ). Julkisten menojen kasvu ilman verokertymän tai yksityisen rahoitussäästämisen

muutosta siirtää työllisyyskäyrää ulospäin eli lisää suljetun sektorin työllisyyttä tietyn reaalisen valuuttakurssin vallitessa. Samalla tavalla yksityisen sektorin rahoitussäästämisen lisäys (joka voi johtua investointien supistumisesta tai säästämisen lisääntymisestä tai molemmista) voi — jos sitä ei kompensoida julkisen sektorin rahoitussäästämisen vähenemisellä (budjettivaje) — siirtää N-käyrää sisäänpäin eli heikentää suljetun sektorin työllisyyttä tietyn reaalisen valuuttakurssin vallitessa.

Kuvio 9.



Avoimen ja suljetun sektorin vuorovaikutusta voidaan analysoida yhdistämällä kaksi edellistä kuviota. Kuviossa 9 vaaka-akseli esittää talouden kokonaistyövoimaa, ja pystyakselilla mitataan reaalista valuuttakurssia kuten aikaisemminkin. Avoimen sektorin työvoimaa mitataan vasemmalta oikealle ja suljetun sektorin työvoimaa oikealta vasemmalle. Kuvion 7 työllisyyskäyrä T voidaan siirtää kuvioon 9 suoraan, ja työllisyyskäyrä N kuvioista 8 voidaan siirtää yksinkertaisesti kääntämällä se toisinpäin.

T- ja N-käyrien leikkauskohta antaa **tasapainoisen reaalisen valuuttakurssin** eli sen reaalisen valuuttakurssin, jolla vallitsee samanaikaisesti täystyöllisyys ja vaihtotaseen tasapaino. Korkeamman reaalisen valuuttakurssin vallitessa työttömyys olisi näiden kahden työllisyyskäyrän välistä vaakatasoista etäisyyttä vastaavalla tasolla ja (olettaen, että työttömyys ei laske kokonaisreaalituloja) vaihtotaseen vaje tasolla, joka vastaisi tämän työttömän työvoiman potentiaalista tuotantoa. Tilannetta voitaisiin korjata nimellistä valuuttakurssia heikentämällä, palkkoja alentamalla ja maailmanmarkkinahintoja nostamalla; nämä kaikki alen-taisivat reaalista valuuttakurssia. Tasapainokurssia alemman reaalisen valuuttakurssin vallitessa työvoimasta on liikakäsyntää ja vaihtotase on vastaavasti ylijäämäinen.

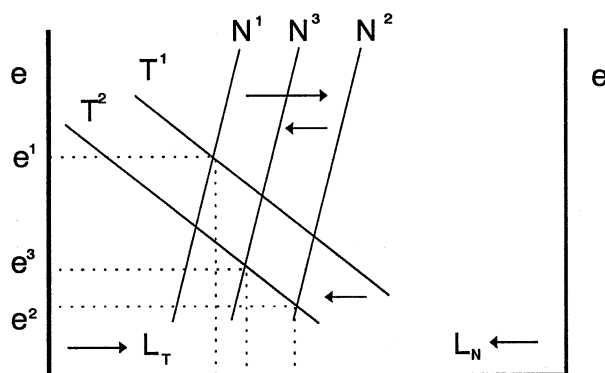
Voimme nyt tutkia Suomen talouskehityksen viimeaikaisia piirteitä tämän yksinkertaisen kaavion avulla. T- ja N-käyrien leikkauskohta voi



edustaa tasapainoisen reaalisen valuuttakurssin  $e^*$  tilannetta vuonna 1985, jolloin vallitsi lähes täystyöllisyys ja vaihtotase oli tasapainossa. Kotimaista velkavetoista kysyntäbuumia ( $I > S$ ) edustakoon  $N$ -käyrän siirtyminen vasemmalle  $N^1$ :een. Yhtaikaa tämän kanssa Suomen vaihtosuhte parani yli 15 %, mitä kuvaa  $T$ -käyrän siirtyminen oikealle  $T^1$ :een.

Nämä kaksi siirtymää aiheuttivat reaalisen valuuttakurssin vahvistumispaineita  $e^1$ :een, ja kurssien vahvistuminen toteutettiin pääasiassa nostamalla (suhteellisia) yksikkötyökustannuksia tietyn nimellisen valuuttakurssin vallitessa. Kotimainen vaikutus oli voimakkainta, kuten esityksestä ilmenee. Suljetun sektorin työllisyys syrjäytti avoimen sektorin työllisyyttä. Tämä oli tilanne vuonna 1989.

Kuvio 10.



Senjälkeistä kehitystä tähän päivään saakka voidaan kuvata työllisyyskäyrän siirtymillä (kuten kuviossa 10), jotka kasvattivat käyrien välistä etäisyyttä vaakatasossa uudella reaalisella valuuttakurssilla  $e^1$ . Neuvostoliiton-viennin jyrkkää laskua ja vaihtosuhteen heikkenemistä voidaan kuvata  $T$ -käyrän siirtymisellä vasemmalle  $T^2$ :een; reaalisen valuuttakurssin oli heikennyttävä, jotta avoimen sektorin työllisyys pysyisi alkuperäisen suuruisena. Yksityisen sektorin kysynnän jyrkkää supistumista, joka johtuu yksityisen rahoitussäästämisen kasvusta, kuvaa  $N$ -käyrän siirtyminen oikealle  $N^2$ :een. Tästä seurannut työttömyys sopeuttamisen puuttuessa näkyy reaalisen valuuttakurssin  $e^1$  vallitessa  $T^2$ :n ja  $N^2$ :n välisenä etäisyytenä vaakatasossa.

Reaalisen valuuttakurssin olisi pitänyt heiketä  $e^2$ :een täystyöllisyyden palauttamiseksi, jos se olisi ollut ainoa käytettävissä oleva keino. Vaaka-akselilta näkyy, kuinka paljon työvoimaa olisi vastaavasti täytynyt siirtyä suljetulta avoimelle sektorille. Kotimaisen kysynnän heikkeneminen on kuitenkin osittain tilapäinen ja palautuu  $N^3$ :een, kunhan portfolion koostumuksen sopeuttaminen on ohi. Tasapainoinen reaalisuvaluuttakurssi olisi silloin  $e^3$ , ja työvoimaa olisi siirrettävä

takaisin suljetulle sektorille, millä olisi mahdollisesti inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Sen vuoksi osa sopeutumistaakasta ( $N^3 - N^2$ ) olisi hoidettava finanssipolitiikalla. Reaalisen valuuttakurssin tulisi antaa pudota vain pitkäaikaisen tasapainotilansa tasolle, ja kotimainen kysyntä tulisi vakauttaa säätelemällä julkisen sektorin (negatiivista) rahoitussäästämistä ( $G > T$ ).

## 4 Talouden kehitysnäkymät — kaksi skenaariota

Suomi tasapainoilee tällä hetkellä kuin veitsenterällä elpymisen ja entistä syvemmän laman välillä. On vaikeaa päätellä, riittääkö korkojen laskun, kansainvälisen kilpailukyvyn paranemisen ja suuren budjettivajeen elvyttävä vaikutus vastapainoksi kotimaisen talouskehityksen synkille näkymille, Euroopan maiden syvenevälle lamalle ja yksityisen sektorin jatkuville pyrkimyksille supistaa velkojaan.

Taloudelliset ennusteet arvioivat usein väärin taloudellisen toiminnan käännekohdat ja aliarvioivat uusien suuntausten vahvuuden. Sen vuoksi ei ole viisasta perustaa talouspolitiikkaa jonkin yksittäisen talousennusteen varaan. Nykyisessä epävarmassa tilanteessa talouspoliittisen päätöksenteon pitäisikin pyrkiä sopeutumaan talouden kehitykseen mahdollisimman joustavasti. Luottamusta kokonaistalouden pysyvään elpymiseen voidaan luoda vain sillä, että poliitikot osoittavat valmiutta tukea alkavaa noususuhdannetta, siinä tapauksessa, että tämä osoittaisi ennenaikaisen päättymisen merkkejä.

Hyvä strategia on laatia erilaisia suunnitelmia vaihtoehtoisten kehitysurien varalle ja valmistautua toteuttamaan erilaisia toimintamalleja sen mukaan, mikä vaihtoehto toteutuu. (Tai paremminkin, mitä skenaariota lähinnä toteutunut kehitys on.) Hahmottelen tässä luvussa kaksi varsin äärimmäistä skenaariota, joista toinen on positiivinen ja toinen negatiivinen; teen tämän vain osoittaakseni, kuinka paljon epävarmuutta kehityksen ennustamiseen sisältyy ja kuinka monet parametrit määräävät varsinaisten tapahtumien suunnan.

Skenaarioiden tarkoituksena on myös osoittaa, kuinka itseään vahvistavia makrotaloudelliset prosessit voivat olla. Jos edellytykset alkavat parantua, talous voi elpyä todella nopeasti ja voimakkaasti. Jos talouden kehitys taantuu, se voi taantua todella pahasti. Taloustieteilijöillä on tapana ajatella tasapainotiloja, mutta Suomen talouden nykyisessä perustavanlaatuisessa epätasapainotilassa tulee ottaa huomioon paitsi tasapainoon johtavat prosessit myös **kumulatiiviset** (itseään vahvistavat) prosessit.

Tarkoituksena ei ole antaa sellaista käsitystä, että lopputulos olisi jossain näiden kahden vaihtoehdon "välissä". Tapahtumat kulkevat aivan varmasti eri suuntaan jo senkin takia, että molemmat vaihtoehdot perustuvat oletukseen, ettei tämänhetkistä politiikkaa muuteta. Uusia ongelmia, joita voidaan tänään vain aavistella, tulee kuitenkin esiin, ja politiikan suuntaa **muutetaan** tavalla tai toisella. Mutta kunakin ajan-kohtana politiikan täytyy perustua jonkinlaiseen käsitykseen siitä, mitä tulevaisuus tuo tullessaan. Ja tarkasteltavat kaksi skenaariota voivat osoittaa, kuinka erilaisia kaksi yhtä todennäköistä — tai epätodennäköistä — vaihtoehtoa voivat olla.

## 4.1 Optimistinen skenaario — hyvä kierre

Optimistisen skenaarion lähtökohtana täytyy olla kohtuullinen taloudellinen elpyminen OECD:n alueella. Manner-Euroopan maiden taloudellisesta elpymisestä ei voida elätellä suuria toiveita parin seuraavan vuoden aikana, mutta anglosaksinen maailma, Aasia ja Itä-Eurooppa voivat tarjota pohjan OECD-maiden taloudelliselle elpymiselle tänä aikana. Sen lisäksi onnistunut EY-prosessi voi avata suomalaisille tuotteille ja erityisesti palveluille uusia markkinoita. Kansainvälisen kilpailukyvyn voimakkaan paranemisen ansiosta Suomen tavaroiden ja palveluiden vienti voivat myös voittaa uusia markkinaosuuksia tärkeillä markkina-alueilla.

Voimakkaan kasvun ansiosta vienti- ja tuontimarkkinoilla kilpailevien yritysten kapasiteetin käyttöaste nousee nopeasti, mikä johtaa suuriin voittoihin ja avoimen sektorin rahoitusaseman nopeaan paranemiseen. Tämän sektorin yritysten osakkeiden hinnat nousevat, ja näiden yhtiöiden on helppo hankkia uutta riskipääomaa koti- ja ulkomaisista lähteistä.

Kun vienti kasvaa nopeasti kotimaisen sektorin ollessa vielä lamas- sa, vaihtotase paranee nopeasti. Tasapaino voidaan saavuttaa jo tämän vuoden loppupuolella, ja ensi vuonna vaihtotase on huomattavasti ylijäämäinen. Kun teollisuuden kannattavuus paranee ja vaihtotaseen ylijäämä kasvaa, Suomi alkaa varmasti houkutella ulkomaista yksityistä pääomaa. Tämä — yhdessä Manner-Euroopan korkojen laskun kanssa — mahdollistaa Suomen lyhytaikaisten korkojen huomattavan laskun vahingoittamatta valuuttakurssia tai pitkäaikaisia korkoja.

Kapasiteetin käyttöasteen kohoaminen, kannattavuuden paraneminen ja korkojen aleneminen yhdessä työvoiman runsaan tarjonnan kanssa luovat Suomeen mielenkiintoisen investointi-ilmaston. Investoinnit eivät välttämättä lähde liikkeelle suomalaisista yrityksistä; sen sijaan suuret monikansalliset yhtiöt voisivat hyvinkin käyttää hyväkseen Suomen taloudellista tilannetta samoin kuin Suomen strategista

sijaintia Baltian ja Itä-Euroopan markkinoiden lähellä ja tehdä mittavia aluevaltauksia Suomessa. Näin voitaisiin myös monipuolistaa Suomen melko yksipuolista elinkeinorakennetta.

Investoinnit parantavat työllisyystilannetta riippumatta siitä, mistä ne tulevat. Kun avoimen sektorin yritysten kapasiteetti on lähes täydessä käytössä, ne voivat toimia hyvinkin nopeasti varmistukseen pätevän työvoiman saannin. Investoinnit johtavat myös vakautumiseen rakennusosalalla, missä asuntorakentamisen jatkuvat lomautukset voivat osittain korvautua teollisuus- ja liikerakentamisen vilkastumisen kautta.

Korkojen lasku, kasvavat voitot ja yleisesti paremmat taloudellisen kehityksen näkymät auttavat vakauttamaan varallisuusesineiden hintoja, erityisesti kiinteistömarkkinoilla. Tämä puolestaan lopettaa pankkisektorin luottotappiot. Sen ansiosta hallitus voi vahvistaa pankkisektorin pääomarakennetta ilman, että siihen joudutaan sitomaan ylettömän paljon lisävaroja; valtio voi jopa saada takaisin osan jo käyttämistään varoista. Kun rahoitussektori toimii ja yksityisen sektorin taseet paranevat, joidenkin sijoituskohteiden hinnat alkavat muodostua hyvinkin houkutteleviksi, ei vähiten ulkomaisten sijoittajien kannalta.

Taloudellisen toiminnan vilkastuminen ja työllisyysrakenteen vakiintuminen johtavat veropohjan laajenemiseen. Samalla luottotappioiden ja työttömyyskorvausmenojen pieneneminen johtavat valtion menojen supistumiseen. Sitä seuraava valtion budjettitilanteen kohentuminen auttaa laskemaan korkoja vielä enemmän. Korkojen laskun vaihtoehtona on markan hidastuminen. Tämä taas hillitsee inflatorisia palkkavaatimuksia, mutta erityisesti se vähentää yrityssektorin ja erityisesti kotimarkkinayrityksien ulkomaanvelan taakkaa.

Kun taseet kaikista näistä syistä alkavat päästä tasapainoon, yksityinen kotimainen kysyntä alkaa elpyä. Tämä luo lopulta lujan pohjan paluulle täystyöllisyyteen ilman julkisen sektorin pysyvää laajenemista. Euroopasta katsottuna Suomen keskimääräinen verorasitus tulee silloin näyttämään aika houkuttelevalta huolimatta siitä, että valtion velan korkotaakka on suurempi kuin ennen kriisiä.

Tähän skenaarioon liittyy luonnolliset omat talouspoliittiset ongelmansa. Kaksijakoisen talouden ongelmaa, johon elpymisen varhaisessa vaiheessa liittyy nopeasti kasvava avoin sektori ja supistuva suljettu sektori, on käsiteltävä hyvin huolellisesti inflatoristen vaikutusten välttämiseksi. Avoimella sektorilla tuskin pystytään välttämään melko suurta palkkaliukumaa, jos työvoimaa halutaan saada siirtymään sille muilta sektoreilta. Avoimen sektorin voittojen on pysyttävä melko suurina useiden vuosien ajan ilman neuvoteltuja palkankorotuksia, jotka leviäisivät muille sektoreille. Näissä olosuhteissa tulopolitiikka osoitautuisi hyvin todennäköisesti melko haitalliseksi.

Talouspolitiikan ongelmat osoittautuvat yleensä kuitenkin melko helposti ratkaistaviksi silloin, kun asiat menevät hyvin verrattuna siihen, kun ne menevät huonosti. Jälkimmäistä tapausta tarkastellaan tarkemmin tämän luvun seuraavassa jaksossa.

## 4.2 Pessimistinen skenaario – noidankehä

Ei ole vaikeaa kuvitella vähemmän suotuisaa kansainvälistä taloudellista ilmastoja kuin se, joka oli optimistisen skenaarion perustana. Taloudellisen kehityksen taantuma Manner-Euroopassa voi olla aika vakava ja johtaa levottomuuden lisääntymiseen (jäljellä olevassa) Euroopan raha- ja valuuttajärjestelmässä. Tämä voi estää korkoja laskemasta niin nopeasti kuin reaalityaloudellisesti olisi mahdollista.

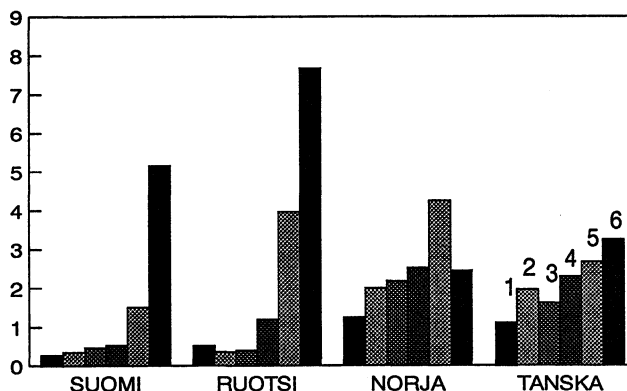
Japanin rahoitusongelmat voivat muuttua nykyistä vaikeammiksi, ja tällöin ne voisivat vakavasti vahingoittaa kansainvälistä maksujärjestelmää. Yhdysvaltain talouspolitiikka voi johtaa pikemminkin inflaation kiihtymiseen kuin tuotannon kasvuun. Itä-Euroopan taloudelliset ja poliittiset uudistukset voivat kohdata monia odotettuja ja odottamattomia esteitä, ja entinen Neuvostoliitto voi joutua taloudelliseen kaaokseen tai jopa sisällissotaan. Maahanmuuttajien paine Suomen rajoilla voi kasvaa tämän vuoksi.

Tällainen kielteinen kansainvälinen kehitys estää Suomen viennin määrää kasvamasta noin 10 prosentin vuosivauhdilla keskipitkän ajan kuluessa, mitä vientivetoinen elpyminen edellyttäisi. Mutta ei tarvitse mennä kansainväliseen ympäristöön löytääkseen mahdollisia tekijöitä edellä kuvattua huomattavasti pessimistisempään skenarioon. Vaikka maailmantalous kehittyisikin melko hyvin, kotimaan tapahtumat voivat ratkaisevasti syventää lamaa edelleen.

Yksi tekijä, joka voisi laukaista uuden laskukierteen, on pankkien luottotappioiden mittava edelleen kasvaminen. Suomalaisten pankkien luottotappioiden kehitys (prosentteina lainakannasta) näyttää toistaiseksi seuranneen Ruotsin kehitystä yhden vuoden jäljessä. Suomen tilanne vuonna 1992 (5 %) oli melko samanlainen kuin Ruotsin tilanne vuonna 1991 (4 %). Jos Suomen luottotappiot suhteessa lainakantaan vuonna 1993 ovat yhtä suuret kuin Ruotsin ja vuonna 1992 (7.5 %), luottotappiot kasvaisivat noin 35 miljardiin markkaan. Kannattaa kuitenkin panna merkille, että Norjassa – jossa pankki-ongelmat tulivat esiin aikaisemmin kuin muissa Pohjoismaissa – luottotappiot olivat suurimmillaan vuonna 1991, jolloin niiden osuus oli 4 % luottokannasta.

Kuvio 11.

**Talletuspankkien (emoyhtiöiden) luottotappiot,  
% luottokannasta**



- 1 1987
- 2 1988
- 3 1989
- 4 1990
- 5 1991
- 6 1992

Kuuden vuoden aikana 1987–1992 Norjan luottotappioiden kokonaismäärä oli noin 15 % lainoista. Ruotsin vastaava luku on 14 %, Tanskan 12.5 % ja Suomen 8 % (kuvio 11). Jos ei ole mitään erityistä syytä olettaa, että näiden maiden lopulliset luottotappioluvut olisivat hyvin erilaiset (esimerkiksi 18 %), tämä antaisi aiheutta uskoa, että jäljelle jäävät luottotappiot (vuoden 1992 jälkeen) kasvaisivat Suomessa noin 40 miljardiin markkaan.

Valtion budjetissa olevat varaukset pankkien pääomarakenteen vahvistamiseksi voivat siten osoittautua täysin riittämättömiksi. Tämä voi aiheuttaa epävarmuutta hallituksen kyvystä pelastaa yksittäisiä pankkeja, mikä vahingoittaisi rahoituksen välitystä ja siten häiritseisi vakavasti yksityisten taseiden vahvistamista. Lisäksi se johtaisi valtion talouden rahoitustarpeen kasvuun, mikä aiheuttaisi korkoihin nousupaineita. Jos hallitus sen sijaan päättäisi, että pankkitukimenot olisi korvattava muita julkisia menoja karsimalla, leikkauksilla olisi vakavia deflatorisia vaikutuksia Suomen talouteen.

Toinen mahdollinen tekijä, joka mahdollisesti saattaisi kääntää talouden kehityksen uudelleen huonoon suuntaan, voisi olla kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen väheneminen ansiosidonnaisen työttömyyskorvauksen maksukauden päättyessä. Työttömyyskorvausta, jonka suuruus on 60 % aikaisemmasta palkasta, maksetaan 500 päivän ajan; pitkäaikaistyöttömät saavat ainoastaan toimeentulotukea, joka tällä hetkellä on vain 117 markkaa päivässä (lapsikorotus voi suurentaa sitä hieman). Työttömyys lisääntyi huomattavasti 1991 ja 1992. Vuosina 1993 ja 1994 melko suuri osa työttömistä menettää työttömyyskorvauksensa. Tästä seuraa käytettävissä olevien tulojen huomattava väheneminen. Koska työttömien säästämisaste on todennäköisesti aika matala, vaikutus yksityiseen kulutukseen on suuri ja välitön.

Tämänkaltaisten, toistuvien deflatoristen häiriöiden vaikutus talouteen riippuu paljolti keskuspankin reaktiosta. Molemmat häiriötyypit johtavat negatiivisiin valuuttamarkkinareaktioihin; markan efektiivinen valuuttakurssi alkaa taas laskea. Jos Suomen Pankki intervenoi markkinoilla valuuttakurssin vakauttamiseksi ja kiristää rahan saatavuutta kotimaassa nostamalla lyhytaikaisia korkoja, se voi laukaista deflatorisen kierteen, jossa korkeat korot johtavat jatkuvaan kysynnän romahtamiseen, joka johtaa budjettivajeen kasvuun ja aiheuttaa markan arvolle laskupaineita, mikä pakottaisi Suomen Pankin kiristämään rahapolitiikkaa edelleen.

Samanlainen noidankehä voi olla seurauksena finanssipolitiikan reaktioista kasvavaan pankkituen tarpeeseen. Mikäli hallitus päättäisi kompensoida pankkituen muita julkisia menoja leikkaamalla (jotta valtion talouden rahoitustarve pysyisi muuttumattomana), se veisi kotimaisen taloudellisen toiminnan entistä pahempaan lamaan. Tämä taas johtaisi "pakkomyyntien" lisääntymiseen, joka puolestaan laskisi varallisuusesineiden hintoja entisestään ja johtaisi luottotappioiden kasvuun ja lisäksi pankkituen tarvetta entisestään.

Elvyttävä finanssi- ja rahapolitiikka saattavat tuntua sopivilta välineiltä estää itseään vahvistava deflaatiokierre. Jossain määrin näin onkin. Tällaiseen politiikkaan liittyy kuitenkin myös monia vaaroja. Kasvava budjettivaje aiheuttaa varmasti heikkenemispaineita markkaa kohtaan ja johtaa Suomen ulkomaisen velan korkojen nousuun. Heikenevällä markalla on negatiivinen vaikutus sellaisten pahasti velkaantuneiden teollisuusyritysten taseisiin, joiden velasta suuri osa on ulkomaista. Varsinainen painajainen olisi palkkainflaation kiihtyminen kokonaistaloudessa työttömyyden pysytellessä yhä 20 prosentin paikkeilla.

# 5 Talouspolitiikan suuntaviivat

## 5.1 Tavoitteiden tärkeyden määrittely

Suomen tämänhetkisen talouskriisin voidaan katsoa johtuvan ristiriitaisista lyhyen ja pitkän ajan talouspoliittisista tavoitteista. Lyhyen ajan tavoitteena on taloudellisen toiminnan vakauttaminen ja elvyttäminen, jotta kohtuullinen osa työvoimasta saataisiin jälleen työllistettyä. Pitkän ajan talouspoliittisia tavoitteita ovat ulkomaisen velkaantumisen ongelman ratkaiseminen, julkisen sektorin rahoitusaseman vahvistaminen, inflaatiovauhdin uudelleenkihtymisen ehkäiseminen, yksityisen sektorin taloudellisten resurssien uudelleenkohdentaminen ja edellytysten luominen tuotantokapasiteetin nopealle kasvulle. Talouspoliittisia vaihtoehtoja käsittelevässä keskustelussa on nykytilanteessa lähdeittävä liikkeelle määrittelemällä tavoitteiden tärkeysjärjestys. Vasta tämän jälkeen on syytä päättää, millä välineillä tavoitteet yritetään saavuttaa.

Tavoitteiden ja niiden tärkeysjärjestyksen on kuitenkin osittain määrittävä sen perusteella, mitä talouspolitiikalla ylipäänsä voidaan saada aikaan. Talouspolitiikan vaikutukset määräytyvät suuren yleisön (kotitalouksien, yritysten ja järjestöjen) **odotusten** ja viranomaisten talouspoliittisten **toimien** monimutkaisen vuorovaikutuksen kautta. Talouspoliittisten toimien lopputulos voi olla ei-toivottu, jos toimet ovat ristiriidassa odotusten kanssa tai jos ne vaikuttavat odotuksiin odottamattomalla tavalla. Lisäksi viranomaisten on vaikea muuttaa suuren yleisön odotuksia systemaattisesti. Yleisö seuraa pikemminkin sitä, mitä viranomaiset todellisuudessa tekevät (ja mitä niiden on rationaalista odottaa tekevän seuraavaksi) kuin sitä, mitä ne sanovat aikovansa tehdä.

Tämän vuoksi nykyisessä talousajattelussa usein vähätellään **harkinnanvaraisen** talouspolitiikan mahdollisuuksia. Tapanana on pikemminkin korostaa **talouspolitiikan vakauden** merkitystä. Tällöin viitataan viranomaisten johdonmukaisesti noudattamaan toimintasäännöstöön, joka on yleisesti tunnettu ja uskottava joko olemassa olevien instituutioiden tuen tai vakiintuneen käytännön perusteella. Hallituksen oman edun mukaista on laatia ja vahvistaa mahdollisimman nopeasti talouspolitiikalleen sellaiset uskottavat kehukset, joissa hallituksen toimet (edellyttäen, että ne ovat valitun talouspolitiikan linjan kanssa johdonmukaisia) vaikuttavat talouden kehitykseen ennustetulla tavalla ja jossa on mahdollisimman vähän talouspolitiikkaa koskevien odotusten epävakauudesta johtuvia kotimaisia häiriötä.

Vakaa talouspolitiikka voi periaatteessa perustua mihin tahansa johdonmukaiseen talouspoliittiseen säännöstöön. "Keynesiläisyyttä" voidaan



pitää talouspolitiikkana, joka rakentuu täystyöllisyysnormin ympärille ja jossa työllisyyden ulkoisia ja sisäisiä häiriöitä pyritään lieventämään elvyttävällä finanssi- tai rahapolitiikalla. Tämä talouspolitiikan peruslinjaus on käytännössä osoittautunut epävakaaaksi, koska siihen sisältyy taipumus inflaatioon ja koska se usein paisuttaa julkista velkaa sekä aiheuttaa kotimaisia kustannushäiriöitä.

On olemassa ainakin kaksi hyvää syytä, miksi useimpien OECD-maiden talouspolitiikka rakentuu nykyään rahan vakauden normin ympärille (vakaa hintataso / alhainen inflaatio). Ensinnäkin rahapolitiikka tarjoaa suuret houkutukset poliitikoille, joiden mielestä lyhyen ajan työllisyystilanne vaikuttaa voimakkaasti vaalitulokseen. Kapasiteetin käyttöastetta voidaan aina nostaa (ja siten myös parantaa työllisyyttä ja nopeuttaa kasvua hetkellisesti) kiihdyttämällä inflaatiota yllättäen. Yleisö näkee tämän houkutuksen ja sen vuoksi odottaa inflaatiota ja valmistautuu siihen. Odotettu inflaatio ei toisaalta vaikuta talouteen millään hyödyllisellä tavalla, mutta sen poistaminen käy kalliiksi tuotannon ja työllisyyden kannalta. Vakaaseen talouspolitiikan linjaukseen täytyy sen vuoksi sisältyä osia, jotka selkeästi osoittavat suurelle yleisölle, etteivät viranomaiset antaudu inflaation houkutuksille.

Toinen syy siihen, miksi Suomen kaltaisen maan talouspolitiikan tulisi perustua rahan arvon vakauteen, on OECD-maiden ja niiden rahoitusmarkkinoiden jatkuva yhdentyminen ja keskeisissä OECD-maissa — Yhdysvalloissa, Japanissa ja Saksassa — noudatettu inflaationvastainen politiikka. Inflaatiouvauhdin erot luovat eri maissa erilaisia talouspoliittisia odotuksia. Valitusta politiikasta seuraa väistämättä tärkeitä reaalisia vaikutuksia (kuten Norjan, Suomen ja Ruotsin tapaukset 1990-luvulla ovat selvästi osoittaneet). Sen vuoksi rahapolitiittinen epävakaisuus keskeisiin teollisuusmaihiin nähden haittaa reaali-investointeja ja kasvua reuna-alueen maissa.

Vakaiden rahataloudellisten olojen luominen voi edellyttää, että siirtymävaiheessa joudutaan väliaikaisesti hyväksymään korkeampi työttömyysaste kuin myötäilevän rahapolitiikan aikana aikaisemmin. Koska instituutiot yleensä eivät koskaan ole täysin uskottavia, uuden politiikan uskottavuuden on osittain perustuttava käytännön kokemuksiin eli on osoitettava, ettei inflatorisiin häiriöihin mukauduta. **Väliaikaisesti** korkeampi työttömyysaste saattaa olla hyväksyttävä uhraus sellaisen politiikan aikaansaamiseksi, joka mahdollistaa — heti kun se on uskottavaa — pysyvästi paremman työllisyyden ja nopeamman kasvuvauhdin.

Tästä syystä rahan arvon vakautta on siirtymävaiheessa pidettävä politiikan ensisijaisena tavoitteena ja muita tavoitteita (työllisyys, kasvu, tulonjako) toissijaisina, kunnes uusi rahapolitiikka on muodostunut täysin uskottavaksi. Lisäksi tarvitaan tiettyä sinnikkyyttä, kun inflaatiopaineet ja yhteiskunnan intressiristiriidat panevat uuden politiikan koetukselle.

Tulee kuitenkin pitää mielessä, että rahan arvon vakaus on näissä perusteluissa vain keino, jolla pyritään päämäärään, ei itse päämäärä. Normiin perustuvan ei-myötäilevän politiikan kannattajat perustelevat politiikkaansa sillä, että se on suotuisa pysyvästi hyvän työllisyyden ja nopean talouskasvun kannalta. Se myös estäisi nopeasta ja vaihtelevasta inflaatiovauhdista aiheutuvan tulojen ja varallisuuden mielivaltaisen uudelleenjaon. Pysyvästi hyvän työllisyyden kanssa tämä auttaisi saavuttamaan poliittisesti houkuttelevan tuotannontekijätulojen jakauman.

Suomen taloudellinen tilanne on tällä hetkellä hyvin erilainen kuin se, mitä ei-myötäilevän politiikan akateemisilla kannattajilla oli näköpiirissään. Nämähän ajattelivat, ettei rahapolitiikan pitäisi mukautua inflatorisiin palkkahäiriöihin. Inflatorisen palkkahäiriön seurauksena avoimen sektorin kannattavuus heikkenisi ja sitä seuraisi noin 2–3 prosentin väliaikainen avoimen työttömyysasteen nousu.

Miltei 20 prosentin työttömyysaste on aivan eri asia. Se on yhteiskunnallinen ja taloudellinen katastrofi. Siitä aiheutuu valtavia välittömiä hyvinvointitappioita ja — ns. hystereesi- eli viivästymisvaikutusten kautta — se heikentää huomattavasti mahdollisuuksia parantaa tulevaa työllisyyttä ja pitkän ajan kasvumahdollisuuksia. Samanlaisia seurauksia on Suomen pankkijärjestelmän romahtamisesta ja julkisen velan jatkuvasta kasvattamisesta.

Näistä syistä on äärimmäisen tärkeää palauttaa kansantalouden kapasiteetin käyttöaste kohtuulliseksi. Tämän täytyy nyt olla talouspolitiikan kaikkien pyrkimysten tärkein tavoite. Mikäli tämä päämäärä poikkeaa aikaisemmin julkistetusta talouspolitiikan linjasta (jonkinlainen poikkeamahan on väistämättä edessä) viranomaisten tulisi ilmaista muutos avoimesti.

Joskus väitetään, keskuspankki menettää uskottavuutensa, jos rahaja finanssipoliittisia välineitä käytetään kapasiteetin käyttöasteen uudelleen kohottamiseksi. Tällöinhän keskuspankki "luopuisi" rahan arvon vakaudesta rahapolitiikan tärkeimpänä ja ainoana tavoitteena. On useita syitä, miksi tällaiselle ajattelulle ei pitäisi panna paljon painoa Suomen tämänhetkisessä talouspoliittisessa keskustelussa.

1. Kuten luvussa 2 esitettiin, Suomen nykyisen talouslaman syynä ei ollut pyrkimys vakaaseen rahan arvoon. Pikemminkin syynä oli kotimaisen kysynnän romahdus. Tämä aiheutui edeltäneestä rahataloudellista epävakaudesta (liian suuresta lainanotosta ja sitä seuranneesta "velka-deflaatiosta"), jota pahensi ei-inflatoristen ulkoisten häiriöiden (reaalikorot, vaihtosuhte, Neuvostoliiton-kauppa ja maailmanlaajuinen taantuma) poikkeuksellinen yhdistelmä. Syntynyt tilanne oli hyvin erilainen kuin se, jossa (aivan oikein) päädyttiin ei-myötäilevään rahapolitiikan linjaan. On aivan aiheellista analysoida

jälkikäteen, miten lainanoton paisuminen olisi voitu estää. Mikään osapuoli ei kuitenkaan menetä arvoaltaansa, vaikka talouspolitiikan tämänhetkisen linjan annetaan määräytyä niiden täysin uusien haasteiden mukaan, jotka ylivelkaantuneisuus ja "velka-deflaatio" ovat luoneet talouspolitiikalle.

2. Rahan arvon vakaus on keino, jolla pyritään siihen, etteivät rahoitustekijät häiritse **reaalitalouden** vakautta. Tämänhetkisessä äärimmäisen epävakaaassa reaalitaloudellisessa tilanteessa "rahan arvon vakauden" tarkoitus ei ole hyvin määritelty. Kaiken talouspolitiikan lopullisena tarkoituksena täytyy luonnollisesti olla reaalitalouden vakauden tukeminen hyvän ja vakaan työllisyystilanteen ja nopean talouskasvun avulla.
3. Talouspolitiikka muodostuu uskottavaksi vain, jos viranomaisilla ei ole ylivoimaista houkutusta suuren yleisön mielestä poiketa ilmoitetusta talouspolitiikan linjasta. Talouspolitiikalla, johon kuuluu tiukka raha- ja finanssipolitiikka tilanteessa, jossa noin 20 % työvoimasta on työttömänä, ei voi juuri vaikuttaa uskottavalta demokraattisessa yhteiskunnassa. Pikemminkin se voi viedä inflaationvastaisen politiikan maineen ja vahingoittaa vakavasti mahdollisuuksia palata vakaan rahan arvon politiikkaan sitten, kun taloudessa ollaan pääsemässä kapasiteetin täyskäyttöön.

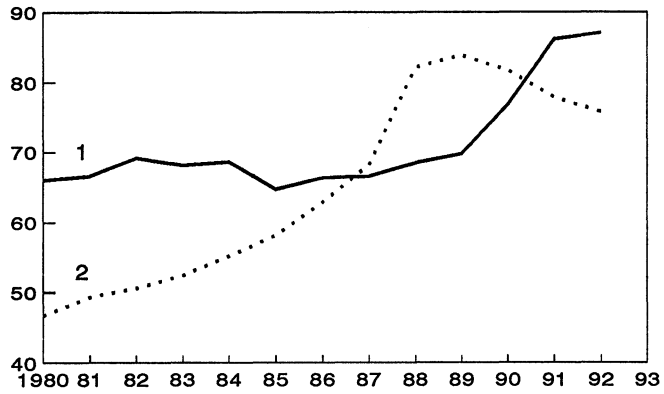
Raha- ja finanssipolitiikan tärkein tavoite Suomessa on nyt siis ehdottomasti nostaa kapasiteetin käyttöaste takaisin normaalitasolle. Kysymys on lähinnä siitä, kuinka välineitä tulisi käyttää tavoitteen saavuttamiseksi. Tätä kysymystä käsitellään tämän luvun seuraavissa kappaleissa.

## 5.2 Rahoitusrakenteen vahvistaminen ja työllisyys

Kuten edellä on esitetty, Suomen tämänhetkisessä talouskriisissä on tarve vahvistaa yksityisen sektorin — sekä yritysten että kotitalouksien — taseita (kuviot 12 ja 13). Velka on saatava vastaamaan sijoituskohdeiden arvoja, jotka ovat laskeneet inflaation hidastumisen, verojenjälkeisten lainakustannusten nousun (kuvio 4) ja reaalkasvun heikentyneiden tulevaisuuden näkymien vuoksi. Velkojen sulautumiskausi näkyy kokonaistaloudessa yksityisen rahoitussäästämisen kasvuna, ts. kulutuksen ja investointien vähenemisenä tuloihin nähden. Tämä merkitsee kotimaisen efektiivisen kokonaiskysynnän heikkenemistä.

Kuvio 12.

### Kotitalouksien ja yritysten velkaantuneisuus



- 1 Yritysten bruttovelka suhteessa BKT:seen, %
- 2 Kotitalouksien bruttovelka suhteessa käytettävissä olevaan tuloon, %

Kuvio 13.

### Kotitalouksien lainanhoitokulut suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin, %



Korkomenot ja velan lyhennykset suhteessa käytettävissä olevaan tuloon, %

Voisi tuntua houkuttelevalta harkita "oikoteitä" yksityisten taseiden vahvistamiseksi, jotta vältyttäisiin heikon kotimaisen kysynnän kaudelta (tai ainakin lyhennettäisiin sitä). Oikotienä voisi olla esimerkiksi varallisuusesineiden (lähinnä kiinteistöjen) hintojen uudelleen nostaminen tukipalkkioilla, verotusta muuttamalla ja elvyttävällä rahapolitiikalla, joka johtaa suuriin inflaatio-odotuksiin ja — väliaikaisesti — nykyistä matalampiin lyhytaikaisiin reaalikorkoihin. Samantyyppisin toimenpitein voitaisiin pyrkiä lisäämään myös yksityisen sektorin velkaantuneisuuden optimaalista tasoa.

Mielestäni oikoteiden mahdollisuutta ei tulisi täysin sulkea pois. Sekä pitkän ajan että rakenteelliset näkökohdat kuitenkin aivan ilmeisesti rajoittavat talouspolitiikan vaihtoehtoja huomattavasti. Lisäksi väliaikaisilla poliittisilla toimenpiteillä on vain vähäinen vaikutus varallisuusesineiden arvoihin ja velkaantuneisuuteen ja samalla ne levittävät huomattavaa epävarmuutta pitkän ajan politiikan suunnasta. Yksityisen sektorin taseiden on sen vuoksi annettava vahvistua paljolti omalla painollaan.

Laskelmien perusteella (ks. liite 1) näyttäisi siltä, että kotitaloussektorin taseiden vahvistuminen jatkuisi vuoden 1994 loppuun ennen kuin nykyisen säästämisasteen vallitessa päästään taseiden kohtuulliseen tasapainoon. Yrityssektorin taseiden vahvistumiskauden kesto on vaikeampi arvioida. Se riippuu mm. yrityslainojen valuuttasidonnaisuudesta ja kannattavuusnäkökymistä, jotka ovat erilaisia avoimella ja suljetulla sektorilla. Näyttää varmalta, että menee ainakin vielä vuosi ennen kuin yrityssektori keskimäärin on saavuttanut tyydyttävän velan ja pääoman suhteen.

Kuten edellä (luku 3.2) yksityiskohtaisesti käytiin läpi, kotimaisen yksityisen kysynnän heikkenemisen vaikutukset kotimaiseen tuotantoon ja työllisyyteen voidaan korvata nettoviennin kasvulla (vienti miinus tuonti) tai valtion nettomenojen kasvulla (valtion menot miinus valtion tulot) tai molemmilla. "Oppikirja-ratkaisu" tilanteeseen olisi siten reaalisen valuuttakurssin heikentäminen (mikä parantaa Suomessa valmistettujen tuotteiden kilpailukykyä kotimaan ja ulkomaan markkinoilla) ja budjettivajeen kasvattaminen (mikä ylläpitää kotimaisen kysynnän tasoa). Mikäli kumpakaan näistä ei voida toteuttaa, eli jos reaalisen valuuttakurssin ei anneta heiketä ja valtion budjetti pyritään saamaan tasapainoon, efektiivisessä kysynnässä alkuun tapahtuva väheneminen käynnistää väistämättä keynesiläisen laskukierteen, jota on edellä kuvattu "noidankehäksi".

Periaatteessa nämä kaksi talouspoliittista valinnanmahdollisuutta ovat kokonaisyksyntään kohdistuvan vaikutuksensa osalta toistensa vaihtoehtoja. Ääritapauksia ovat reaalisen valuuttakurssin jyrkkä heikkeneminen ilman budjettivajeen kasvua ja budjettivajeen suuri kasvu reaalisen valuuttakurssin pysyessä muuttumattomana. Käytännössä tarvitaan jonkinlainen yhdistelmäratkaisu, jonka painopisteen tulee määräytyä sekä pitkäaikaisten että rakenteellisten seikkojen perusteella. Käsittelem tätä tarkemmin tämän luvun kahdessa seuraavassa kappaleessa.

## 5.3 Reaalinen valuuttakurssi

Reaalinen valuuttakurssi on endogeeninen muuttuja, joka määräytyy nimellisen efektiivisen valuuttakurssin, avoimen sektorin keskimääräisen palkkatason ja avoimen sektorin tuottavuuden tason mukaan. Mikään näistä tekijöistä ei ole talouspolitiikan varsinainen parametri kelluvan valuuttakurssijärjestelmän vallitessa. Pitkän ajan kuluessa ne ovat kaikki toisistaan riippuvia endogeenisiä muuttujia. Lyhyen ajan kuluessa reaalista valuuttakurssia voidaan kuitenkin heikentää ekspansiivisella rahapolitiikalla samalla kun palkat ja tuottavuus ovat annettuja suureita. Voidaan myös ajatella, että reaalista valuuttakurssia voitaisiin heikentää sopimalla avoimen sektorin palkkojen leikkauksista ja pitämällä rahapolitiikka ennallaan.

Kuinka suuri reaalisen valuuttakurssin heikennys pitäisi ottaa talouspolitiikan tavoitteeksi? Vastaus on: reaalinen valuuttakurssi ei voi kovin paljon heiketä pitkäaikaisen tasapainonsa alle. Reaalisen valuuttakurssin pitkäaikainen tasapaino määritellään tällöin siksi ulkoisen kilpailukyvyyn tilaksi, jolla saavutetaan yhtäaikaa täystyöllisyys ja ulkomaisen nettolainauksen haluttu kehitys taseiden vahvistamiskauden jälkeen eli kun yksityisen sektorin kokonaissäätäminen ja kokonaisinvestoinnit ovat palautuneet normaaleiksi.

Jos ulkoiseen nettovelkaan ei toivota muutosta, vaihtotaseen tavoitteena on nolla. Reaalisen valuuttakurssin pitkäaikainen tasapaino ylläpitää sellaista kannattavuutta avoimella sektorilla, että maailmanmarkkinahyödykkeiden kokonaistuotanto kotimaassa vastaa täsmälleen maailmanmarkkinahyödykkeiden kotimaista kokonaiskysyntää **täystyöllisyyden vallitessa**. Jos taloudessa ei vallitse täystyöllisyys, vaihtotaseen pitäisi pitkän ajan reaalisen valuuttakurssin tasapainotilassa olla ylijäämäinen.

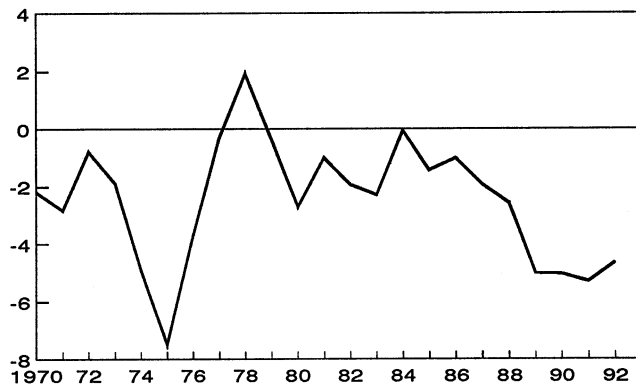
Seuraavat tekijät osoittavat, että reaalisen valuuttakurssin pitkän ajan tasapaino on Suomessa nykyisin huomattavasti vuosien 1982–1991 kurssia heikompi.

1. Vaihtotaseessa oli rakenteellinen vaje 1970- ja 1980-luvulla (kuvio 14).
2. Vaihtosuhte on jälleen muuttunut Suomelle negatiiviseksi vuosien 1986–1990 hyvin suotuisan kauden jälkeen (kuvio 15).
3. Vienti entiseen Neuvostoliittoon, jonka osuus kokonaisviennistä oli noin 15 % juuri ennen kriisiä, on tyrehtynyt miltei täysin (kuvio 16), ja se on korvattava kasvattamalla markkinaosuuksia muilla kansainvälisillä markkinoilla.
4. Täystyöllisyyden vallitessa kotimainen kysyntä tulee hyvin todennäköisesti olemaan heikompi 90-luvulla kuin 80-luvulla säästämisasteen pysyvän kohoamisen vuoksi myös taseiden vahvistamiskau-

den jälkeen. Ei ole mitään syytä olettaa, että tämä korkeampi säästämistä johtaisi automaattisesti korkeampaan investointiasteeseen. Säästämisen lisääntymisestä seuraava kotimarkkinahyödykkeiden kysynnän pysyvä väheneminen on kompensoitava avoimen sektorin tuottamien hyödykkeiden tuotannon lisäyksellä, jotta paluu täystyöllisyyteen olisi mahdollinen.

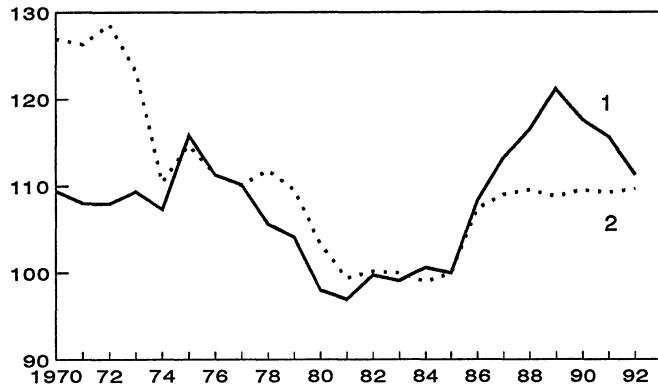
5. Ulkomaisen nettovelan 1980-luvun lopulla tapahtuneen kasvun jälkeen nykyisen talouspolitiikan tulee tähdätä valuuttamääräisen nettovelan takaisinmaksuun (vaihtotaseen ylijäämään) usean vuoden ajaksi, jotta Suomen kansainvälinen luottokelpoisuus palautuisi entiselleen ja tätä kautta toimintavapaus kansainvälisillä pääomamarkkinoilla lisääntyisi.
6. Heikko reaalin valuuttakurssi voi suunnata yksityistä pääomaa
  - a) Suomen osakemarkkinoille nettomääräisinä ulkomaisina portfoliosijoituksina (avoimen sektorin suotuisat voitonäkymät)
  - b) Suomeen tehtävien ulkomaisten suorien sijoitusten kautta (reaalisijoituskohteiden edullisuus). Tällainen yksityinen nettopääomavirta saattaisi vähentää huomattavasti Suomen tuntuvaan ulkomaiseen nettovelkaantuneisuuteen liittyviä rahoitusongelmia.

Kuvio 14. Vaihtotase suhteessa BKT:seen, %



Kuvio 15.

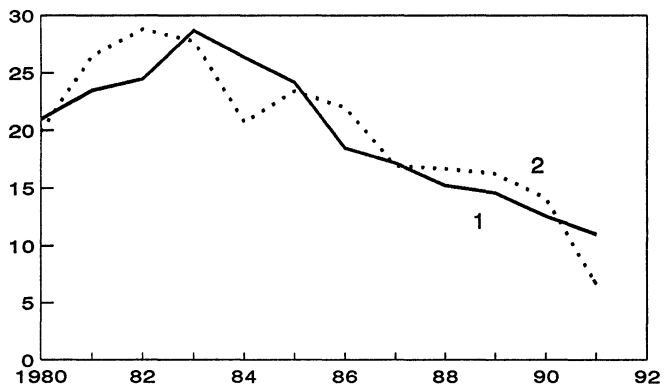
**Vaihtosuhte, indeksi 1985 = 100**



- 1 Suomi
- 2 OECD-maat

Kuvio 16.

**Suomen kauppa entisen Neuvostoliiton kanssa, osuus koko kaupasta, %**



- 1 Tuonti
- 2 Vienti



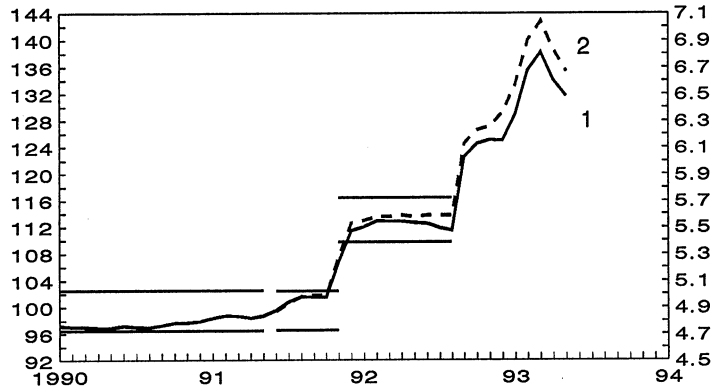
Vuoden 1991 puolivälistä vuoden 1993 puoliväliin Suomen reaalin valuuttakurssi on heikentynyt yli 30 % (kuviot 17 ja 18). Onko tämä liian vähän, tarpeeksi vai liian paljon pitkäaikaisen tasapainotason saavuttamiseksi? Vastaus piilee maailmanmarkkinahyödykkeiden kysynnän ja tarjonnan pitkäaikaisissa joustoissa reaalin valuuttakurssin suhteen. Näistä luvuista on vain vähän tietoa. Sen sijaan voidaan esittää seuraava väite: Liitteessä 2 esitettyjen laskelmien mukaan avoimen sektorin työllisyyden osuuden työvoimasta tulee kasvaa noin 5 prosenttiyksikköä, jotta ulkomaisen nettovelan asemassa saavutettaisiin pitkäaikainen tasapaino täystyöllisyyden vallitessa. Huolimatta avoimen sektorin nykyistä huomattavasti suuremmasta koosta uuden toimipaikan on kuitenkin selviydyttävä kansainvälisesti määräytyvästä pääoman tuottovaatimuksesta, riskikorvaus mukaan luettuna. Jotta uusi toimipaikka voitaisiin luoda (ja se selviäisi), avoimen sektorin nykyisten toimipaikkojen kannattavuuden on oltava poikkeuksellisen hyvä pitkän aikaa. Ne toimipaikat, jotka vuoden 1990 puolivälissä juuri ja juuri täyttivät tuottovaatimukset, ovat nyt varmasti erittäin kannattavia. Toisin sanoen, reaalin valuuttakurssin täytyy olla sellainen, että taantuvat toimialat pysyvät hengissä kunnes koko avoin sektori on saavuttanut halutun koon ja lakkautettavat toimipaikat voidaan korvata uusilla.

Hintojen vakauden kannalta reaalin valuuttakurssin muutos tulisi toteuttaa mahdollisimman suurelta osin palkkojen maltillisen kehityksen ja tuottavuuden kasvun avulla. Pääosin muutoksen on kuitenkin pakko tulla nimellisen efektiivisen valuuttakurssin laskun kautta. Koska ei ole olemassa tarkkaa (tai edes karkeaa) kuvaa siitä, kuinka joustavia avoimen sektorin tuotteiden pitkän aikavälin kysyntä ja tarjonta ovat reaalin valuuttakurssin suhteen, valuuttakurssille ei kannata asettaa tavoitetta. Nimellisen efektiivisen valuuttakurssin täytyy määräytyä markkinoilla. Rahapolitiikan tulisi etupäässä määräytyä kotimaisten näkökohtien perusteella; näistä erityisen tärkeä on yksityisen sektorin rahoitusaseman vahvistamisen helpottaminen ja nopeuttaminen. Tämä tarkoittaa lyhytaikaisten korkojen leikkaamista mahdollisimman paljon ilman, että syntyy pitkäaikaisten korkojen nousupaineita aiheuttavia inflaatio-odotuksia.

Voidaan hyvällä syyllä kysyä, eikö uutta pitkän ajan tasapainovaluuttakurssia tuli lähestyä vähitellen, jotta lievitettäisiin talouden suhteellisten hintojen muutoksen aiheuttamaa häiriötä. Asteittaisuutta puoltavat väitteet vaikuttavat kuitenkin melko heikoilta. Vuoden 1991 devalvaation ja syyskuussa 1992 alkaneen markan kellutuksen vuoksi kaikki vakaan valuutan edut on (väliaikaisesti) menetetty. On selvää, ettei valuuttakurssi voi tällä hetkellä toimia talouden nimellissuureiden ankkurina samalla tavalla kuin sen oletetaan toimivan kiinteän valuuttakurssin oloissa.

Kuvio 17.

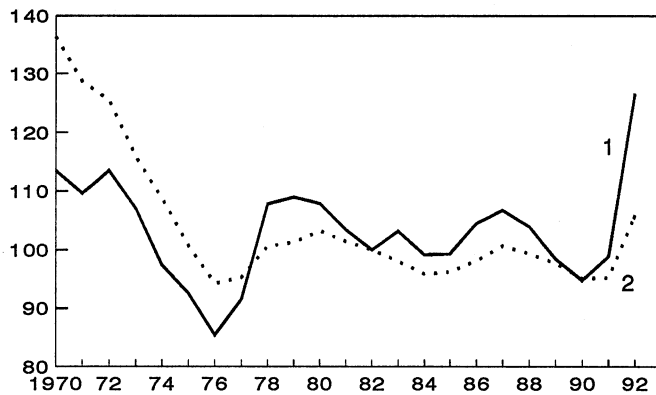
### Valuuttaindeksi ja ecun markkakurssi



- 1 Valuuttaindeksi, 1982 = 100
- 2 FIM/ECU (oikea asteikko)

Kuvio 18.

### Suhteelliset yksikköyökustannukset, 14 kilpailijamaata/Suomi, 1982 = 100



- 1 Samana valuuttana
- 2 Kansallisina valuuttoina

Ei ole mitään syytä jättää käyttämättä hyväksi tarjolla olevaa tilaisuutta tehdä valuuttakurssiin suuri, kertakaikkinen muutos, jotta siirtymävaiheesta tulisi mahdollisimman lyhyt; tämän jälkeen palattaisiin vakaaseen rahan arvoon mahdollisimman nopeasti. On tietysti odotettavissa, että korkojen radikaali leikkaus johtaa valuuttakurssin "yli"reaktioon. Nimellisen efektiivisen valuuttakurssin ylisuuri heikkeneminen kompensoituu kuitenkin vahvistumisodotuksilla, joista voi olla apua inflatoristen palkkavaatimusten hillitsemisessä, jos talouden muut nimellissuureiden ankkurit pitävät inflaatio-odotukset kurissa. Nimellissuureiden ankkureina voisivat olla raha-aggregaattien kasvuvauhtitavoite ja julkisen sektorin nimellisen palkkasumman rajoittaminen.

Tähän rahapolitiikan strategiaan liittyy Suomessa erityisongelmana eräiden huomattavien suomalaisyritysten suuret valuuttalainat. Jos markan arvo heikkenee edelleen, vaarana on näiden yritysten velkaantuneisuuden kasvaminen niin suureksi, että lainanantajat voivat sopimusehtojen mukaisesti vaatia lainat takaisin maksettaviksi. Tämä ongelma voidaan kuitenkin ratkaista rahoitusmarkkinoilla tai, jos tämä ei onnistu, julkisella, pankkitukijärjestelmää muistuttavalla (vaikkakin huomattavasti pienempimuotoisella) takuujärjestelmällä. Ei olisi viisasta antaa tällaisten mikrotaloudellisten seikkojen rajoittaa rahapolitiikan strategian valintaa.

Toinen kysymys on, pitäisikö rahapolitiikan tavoitteena olla reaalin valuuttakurssin pitäminen sen pitkäaikaista tasapainoarvoaan **heikompana** muutaman vuoden ajan poikkeuksellisen heikon kotimaisen kysynnän kompensoimiseksi taseiden vahvistamisen aikana. Tällaisella strategialla tuskin kuitenkaan voitettaisiin kovin paljon. Avoimen sektorin kapasiteetin kasvu reagoi reaalin valuuttakurssin muutoksiin oletettavasti noin vuodesta viiteen vuoden viivästymän jälkeen. Reaalin valuuttakurssin ylisopeutuminen voi johtaa avoimen sektorin liika-kapasiteettiin juuri kun kotimainen kysyntä palautuu normaaliksi siirtymäkauden jälkeen. Siirtymäkautta olisi sen vuoksi hoidettava finanssi-politiikalla. Tätä käsitellään tämän luvun seuraavassa kappaleessa.

## 5.4 Budjettivaje

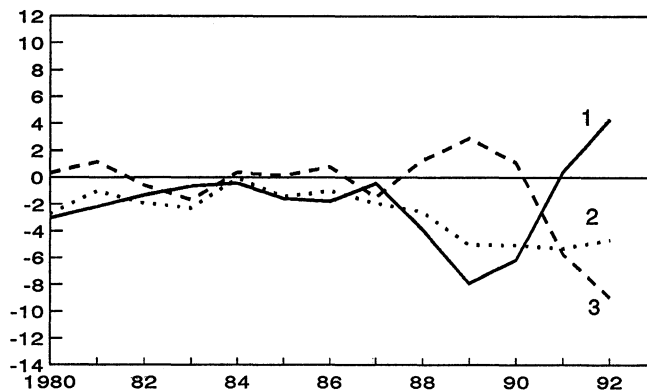
Finanssipolitiikan linjan järkevyyttä koskevan keskustelun on hyvä lähteä tunnetusta säästämissyhtälöstä

$$(S - I) = (G - T) + (X - M), \quad (1)$$

jonka täytyy aina pitää paikkansa kansantalouden tilinpidossa missä tahansa maassa. Yhtälössä S on yksityinen säästäminen (käytettävissä olevat tulot miinus kulutus), I yksityiset investoinnit (kotitalouksien ja yritysten), G julkisen sektorin menot, T verotulot ja (X-M) vaihtotase.

Taseiden vahvistaminen edellyttää yksityisen sektorin rahoitussäästämisen (S-I) kasvua. Yksityisen sektorin rahoitussäästämisen kasvu voitaisiin kanavoida kahteen suuntaan. Ensimmäinen on muualta maailmasta ulkomaisten saatavien lisääminen – tai Suomen tapauksessa pikemminkin yksityisen ulkomaisen nettovelan vähentäminen – mikä on yhtä kuin vaihtotaseen ylijäämä. Jos tämä toteutuu, yksityisen kotimaisen kysynnän väheneminen kompensoituu nettoviennin lisäyksellä, kuten yllä on selitetty. Vaihtoehtoisesti yksityinen rahoitussäästäminen voidaan kanavoida saatavien lisäämiseen julkiselta sektorilta, mikä voidaan toteuttaa vain budjettivajeen avulla (kuvio 19).

Kuvio 19. **Nettorahoitussäästäminen sektoreittain, osuus BKT:sta, %**



- 1 Yksityinen sektori
- 2 Vaihtotase
- 3 Julkinen sektori

Kun vaihtotase on tasapainossa, budjettivajeen alijäämä — suuruudestaan riippumatta — merkitsee "vain" kotimaisen nettovarallisuuden uudelleenjakoa julkiselta yksityiselle sektorille. Tämä ei tietenkään ole ongelmatonta, koska suuri valtion velka merkitsee suurta verorasitusta ja siten suurempia verokiiloja millä tahansa "ensisijaisten" julkisten menojen tasolla. Valtion velan kasvattaminen vähentää siis tulevia kasvumahdollisuuksia. On kuitenkin tärkeää ymmärtää, että reaalisen valuuttakurssin ollessa annettu, pyrkimys vähentää budjettivajetta johtaa vääjäämättömästi kokonaistuotannon ja työllisyyden heikkenemiseen, jos yksityinen rahoitussäästämiskäyttäytyminen ei muutu. Tästä näkökulmasta katsottuna tuotannon ja työllisyyden elpyminen Suomessa edellyttää jatkuvaa elvyttävää finanssipolitiikkaa.

Elvyttävän finanssipolitiikan käyttöä talouden vakauttajana Suomen ja muiden Pohjoismaiden nykyisissä taloudellisissa oloissa vastustetaan usein kolmella väitteellä. Käsittelen niitä seuraavaksi yksi kerrallaan.

## 1 Ricardon ekvivalenssi

Ricardon ekvivalenssiteorian mukaan yksityinen sektori "näkee julkisen sektorin verhon läpi" sisällyttämällä kaikkien tulevien veronmaksujen nykyarvon omaan taseeseensa. Julkisen sektorin velkaantuneisuuden muutokset merkitsevät muutosta tulevaisuuden verotaakassa, ja tämä otetaan välittömästi huomioon kompensoivilla muutoksilla yksityisessä säästämiskäyttäytymisessä. Budjettivajeen kasvu korvataan siten samansuuruisella yksityisen rahoitussäästämisen lisäyksellä, eikä sillä sen vuoksi ole elvyttävää vaikutusta talouden toimeliaisuuteen.

Samalla tavalla Ricardon ekvivalenssin kannattajien mukaan budjettivajeen pienentäminen ei myöskään supista kokonaistuloja eikä työllisyyttä, koska sitä seuraa yksityisen rahoitussäästämisen väheneminen (yksityisen säästämisen vähenemisen tai yksityisten investointien lisääntymisen tai molempien kautta).

Ricardon ekvivalenssi on kuitenkin äärimmäisen teoreettinen tarkastelutapa, joka ei ole menestynyt empiirisissä kokeissa hyvin. Rakenteelliset empiiriset testit ovat poikkeuksetta osoittaneet, että finanssipolitiikalla on merkittäviä välittömiä ja keskipitkän ajan vaikutuksia. Näihin empiirisiin tuloksiin on monia hyviä teoreettisia syitä.

Ensinnäkin Ricardon ekvivalenssin väitteet perustuvat siihen, mitä tapahtuisi, jos julkinen sektori yhtäkkiä laatisi alijäämäisen budjetin tilanteessa, jossa aluksi vallitsee tasapaino. Tällä ei ole mitään yhtymäkohtia Suomen nykytilanteeseen (eikä myöskään moniin muihin tilanteisiin, joissa ryhdytään finanssipoliittiseen elvytykseen). Suomen tapauksessa alkuhäiriönä ei ollut budjettivaje, vaan yksityisen kysynnän

äkillinen ja odottamaton väheneminen. Budjettivaje on kehittynyt suurelta osin endogeenisesti vastauksena tähän kokonaistaloudelliseen häiriöön.<sup>3</sup> Talouspoliittiset toimet budjettivajeen välittömäksi pienentämiseksi laukaisisivat uuden deflatorisen kierteen, joka alentaisi tuloja, vähentäisi työpaikkoja ja saattaisi kaikki talouden osapuolet entistä huonompaan asemaan. Tämä pätee erityisesti budjettivajeen suhdanneosaan eli taloudellisesta taantumasta aiheutuvaan verotulojen vähentämiseen ja julkisten menojen "automaattiseen" kasvuun (työttömyyskorvaukset jne.).

Toiseksi Ricardon ekvivalenssiväitteissä tulisi ottaa huomioon yksityisen sektorin tulevan verotaakan lisäksi myös julkisin menoin luodun varallisuuden tuotot. Näitä voivat olla esimerkiksi entistä parempi aineellinen infrastruktuuri, parempi terveydenhuolto, tehokkaampi hallinto tai korkeampi koulutustaso. Siinä määrin kuin julkisten menojen kasvun odotetaan tämän seurauksena johtavan suurempiin (julkisiin tai yksityisiin) kokonaistuloihin, yksityisellä sektorilla ei ole mitään syytä lisätä säästämistään varautuessaan raskaampaan verorasiin tulevaisuudessa.

Näiden kahden syyn perusteella harkinnanvaraisilla budjettivajeen vaihteluilla on vaikutusta talouden kokonaistoimintaan, eivätkä ne ole neutraaleja, kuten Ricardon ekvivalenssi olettaa. Kaikkien kehittyneiden talouksien rahoitussäästämisen huomattavaa symmetriaa, jossa julkinen ja yksityinen säästäminen ovat usein toistensa peilikuvia, ei tulisi pitää osoituksena Ricardon ekvivalenssin toteutumisesta vaan pikemminkin seurauksena siitä, että näiden maiden finanssipolitiikka reagoi (automaattisten vakauttajien ja harkinnanvaraisten toimien kautta) yksityisen ja ulkomaan sektorin kysyntähäiriöihin. On erittäin todennäköistä, että Suomen budjettivajeen harkinnanvarainen pienentäminen supistaisi kokonaiskysyntää nykyoloissa tuntuvasti.

Ricardon ekvivalenssin jälkimmäinen perustelu kiinnittää kuitenkin nykyisen laman oloissa huomion julkisen sektorin kulutuksen rakentamiseen yleensä ja harkinnanvaraisen kulutuksen lisäyksen tavoitteisiin erityisesti. Julkisen kulutuksen lisätehokkuuden painottaminen, siirtyminen julkisesta kulutuksesta (kustannus- ja hyötykriteereiden perusteella) huolella valittuihin julkisiin investointeihin, koulutus ja työharjoittelu perinteisten työllistämistoimien rahallisen tukemisen sijasta ovat kaikki keinoja, joilla on hyödyllisiä pitkäaikaisia vaikutuksia. Ne myös nopeuttavat poispääsyä nykytilasta pienentämällä yksityisen sektorin tarvetta valmistautua käytettävissä olevien tulojen vähenemiseen tulevaisuudessa.

---

<sup>3</sup> OECD:n Economic Outlook 53-julkaisun (kesäkuu 1993) mukaan suhdannekomponentin osuus Suomen budjettivajeesta 1992, 1993 ja 1994 on vastaavasti 89, 91 ja 96 %.

## 2 Kelluva valuuttakurssi

Taloustieteen oppikirjojen mukaan finanssipolitiikka on pienessä avoimessa taloudessa tehottomampaa kelluvan valuuttakurssin kuin kiinteän valuuttakurssin vallitessa. Tämä johtuu siitä, että finanssipoliittisten toimien elvyttävä vaikutus nostaa korkoja alussa, mikä puolestaan valuuttakurssin kelluessa johtaa kotimaanvaluutan arvon vahvistumiseen. Valuutan vahvistumisen supistava vaikutus pyrkii mitätöimään budjettivajeen kasvusta alussa aiheutuvan elvyttävän vaikutuksen.

Tämän perustelun jyrkän version mukaan korkeampien korkojen ja vahvistuvan valuuttakurssin supistava vaikutus mitätöi budjettivajeen elvyttävän vaikutuksen **kokonaan**, joten finanssipolitiikka on **täysin tehoton** kelluvan valuuttakurssin järjestelmässä. Tätäkin tiukemman tulkinnan mukaan korkovaikutus on hallitseva, joten budjettivajeen harkinnanvaraisella **pienentämisellä** on itse asiassa kaiken kaikkiaan **elvyttävä** vaikutus kotimaantalouteen.

Väitteen jyrkin versio voidaan helposti hylätä teoreettisesti. Perustana olevassa teoriassa korkojen nousu (joka puolestaan johtaa valuutan vahvistumiseen) on seurausta rahan kysynnän kasvusta taloudellisen toiminnan vilkastuessa finanssipolitiikan elvyttävän vaikutuksen ansiosta. Jos taloudellista toimintaa ei onnistuta vilkastuttamaan finanssipoliittisin keinoin, rahan kysyntä säilyy muuttumattomana samoin kuin korot ja valuuttakurssi. Siten väitteen, että finanssipoliittinen elvytys voi supistaa taloudellista toimintaa kelluvan valuuttakurssin vallitessa, on perustuttava erilaisiin teoreettisiin lähtökohtiin kuin tavanomainen yleisen tasapainon makromalli.

Mitä tulee väitteen lievempään versioon, jonka mukaan finanssipolitiikalla on **vähemmän** vaikutusta muuttuvan kuin kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä, tulee — jälleen — pitää mielessä, että tarkastelun lähtökohta on alussa vallitseva **tasapainotilanne**, jossa ryhdytään äkillisiin finanssipoliittisiin toimiin. Suomen tapauksessa häiriö ei aiheudu finanssipolitiikasta, vaan yksityisen sektorin kysynnän heikkenemisestä. Rahapolitiikan säilyessä muuttumattomana taloudellisen toiminnan ja rahan kysynnän väheneminen johtavat korkojen laskuun ja valuutan heikkenemiseen. Tässä tilanteessa finanssipoliittisellä elvytyksellä (budjettivajetta kasvattamalla) voidaan estää kokonaistaloudellisen toiminnan väheneminen ja pitää korot ja valuuttakurssi entisellään.

Finanssipolitiikan voidaan siten olettaa olevan varsin tehokas väline vahvistaa kokonaiskysyntää Suomen nykyisissä taloudellisissa oloissa. Sinnikkäät pyrkimykset pienentää budjettivajetta ennen kuin taseiden vahvistamisesta johtuva heikon kotimaisen kysynnän kausi on ohi johtavat vääjäämättä tuotannon, tulojen ja työpaikkojen menetyksiin; pahimmassa tapauksessa ne voivat laukaista kokonaistaloudellisen toi-

minnan laskukierteen, joka on vahvempi kuin nettoviennistä aiheutuva nousukierre.

Tulee tietysti pitää mielessä finanssi- ja rahapolitiikan keskinäisestä vaikutuksesta johtuva yhteisvaikutus kokonaistaloudelliseen toimintaan kelluvan valuuttakurssijärjestelmän vallitessa. Finanssipolitiikan elvyttävä vaikutus voi mitätöityä samanaikaisen monetaarisen supistuksen vuoksi. Tilanne on erilainen kuin kiinteän valuuttakurssijärjestelmän ja pääomien vapaan liikkuvuuden vallitessa, jolloin rahapolitiikalla ei juuri ole näkyvää vaikutusta kokonaistuotantoon. Tästä syystä välineiden valinta tavoitteiden saavuttamiseksi on erityisen tärkeää kelluvan valuuttakurssijärjestelmän vallitessa. Väärin tehdyllä valinnalla voi olla tuhoisat seuraukset. Ajatellaanpa esimerkiksi tilannetta, jossa finanssipolitiikan tavoitteena on täystyöllisyys ja rahapolitiikka rahan arvon vartijana ryhtyy "ojentamaan" finanssipolitiikkaa reagoimalla kasvaviin budjettivajeisiin rahapolitiikan kiristämällä. On helposti ymmärrettävissä, että yksityisen sektorin negatiivinen kysyntähäiriö voi tällaisessa tapauksessa helposti laukaista kiihtyvän laskukierteen, kuten edellä kappaleessa 4.2 hahmoteltiin.

### 3 Kestävyys ja uskottavuus

Suomen valtion budjetti oli pääosin tasapainossa vuonna 1990. Vuonna 1991 vaje oli 32 miljardia markkaa, ja vuonna 1992 se oli kasvanut 64 miljardiin markkaan eli yli 12 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Valtiovarainministeriön laskelmien mukaan valtion velka (ml. Valtion vakuusrahaston rahoitus) nousee 250 miljardiin markkaan eli 50 prosenttiin bruttokansantuotteesta vuonna 1993.

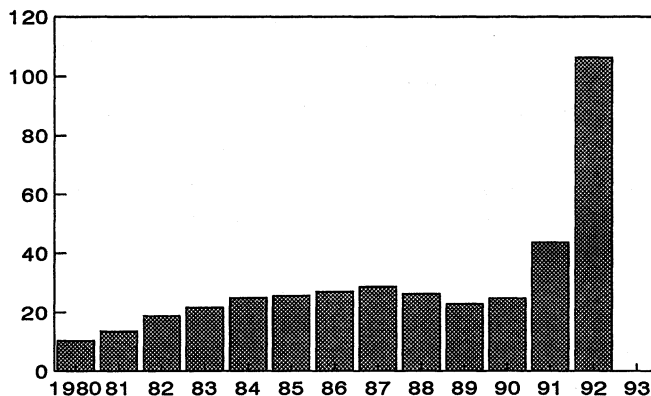
Julkisen sektorin lainanotto ulkomailta on lisääntynyt vielä huikaisevampaa vauhtia. Valtion ulkomainen velka lähes kaksinkertaistui 1990 ja 1991 ja kasvoi yli kaksinkertaiseksi 1991 ja 1992. Vuonna 1993 sen odotetaan kasvavan 50 % ja nousevan 180 miljardiin markkaan, mikä on 38 % bruttokansantuotteesta (kuvio 20).

On aivan selvää, ettei julkisen velan kasvu voi jatkua tätä vauhtia kovin kauan. Julkisen sektorin rahoitusaseman nopea heikkeneminen vähentää nopeasti talouspoliittista toimintavapautta, lisää inflaatio-odotuksia, nostaa valtion lainarahan hintaa ja vähitellen jäytää yleistä luottamusta poliittisen järjestelmän kykyyn ratkaista maan taloudelliset ongelmat.



Kuvio 20.

## Valtion ulkomainen velka, mrd. mk



Niin kotimaiset kuin ulkomaisetkin lainanantajat tietävät, että on olemassa vain kolme tapaa vakauttaa julkinen velka:

- (a) vähentää budjettivajetta,
- (b) vähentää julkisen velan reaalista taakkaa hyperinflaation avulla, ja
- (c) laiminlyödä lainan maksaminen.

Lainaa ottavan hallituksen edun mukaista on aivan ilmeisesti vakuuttaa lainanantajat siitä, ettei se turvaudu (b)- ja (c)-ratkaisuun.

Mitä suurempi osuus valtion kokonaisvelasta on ulkomaista velkaa, sitä pienempi on mahdollisuus vähentää velan reaaliarvoa kotimaisen inflaation avulla (ratkaisu b). Tässä mielessä Suomen julkisen velan rakenteesta on etua: noin kaksikolmasosaa valtion velasta on nyt valuuttavelkaa. Sen vuoksi hallituksella ei ole mitään ylllykettä kiihdyttää tahallisesti ja yllättäen inflaatiota velan reaalista taakkaa vähentääkseen.

Lainan maksun laiminlyöntitapauksessa Suomen hallitus joutuisi neuvottelemaan uudelleen ulkomaisten lainojensa ehdot. Suomalaisia velkainstrumentteja kaupattaisiin alennuksella maailman pääomamarkkinoilla, jos velan maksamatta jättämisellä olisi nollaa suurempi todennäköisyys. Tällaisessa tilanteessa lisälainanotto kansainvälisiltä markkinoilta tulee hyvin kalliiksi, ei ainoastaan Suomen valtiolle, vaan kaikille suomalaisille kotitalouksista yrityksiin. Jotta mitään tämänsuuntaisia spekulatioita ei pääse syntymään, hallituksen tulee välttämättä esittää uskottava suunnitelma julkisen velan kasvun vähentämiseksi.

Tästä huolimatta on tärkeää painottaa, että budjettivajeen supistamisen tulisi odottaa yksityisen sektorin tuotannon ja työllisyyden elpymistä. Tämä tulee tapahtumaan ajallaan, kun heikentynyt reaalin valuuttakurssi kasvattaa avoimen sektorin tuotantoa ja yksityisellä sektorilla kohtuullisena säilynyt tulotaso on riittävästi vahvistanut taseita. Kuten yllä esitettiin, ennenaikaiset yritykset supistaa budjettivajetta saattaisivat vakavasti häiritä yksityisen sektorin elpymistä.

Tässä esittämäni ajattelutapa poikkeaa jyrkästi näkemyksestä, jonka mukaan julkisen sektorin rahoitusaseman vahvistaminen on yksityisen sektorin elpymisen **edellytys**. Tämän näkemyksen mukaan julkisen lainanoton jatkuminen on kestävä, ja sen vuoksi politiikan uskottavuus vaatii selkeää näyttöä, että vallitseva kehityssuunta ehdottomasti katkaistaan. Jälkimmäinen näkemys ei monestakaan syystä päde Suomen nykyiseen tilanteeseen.

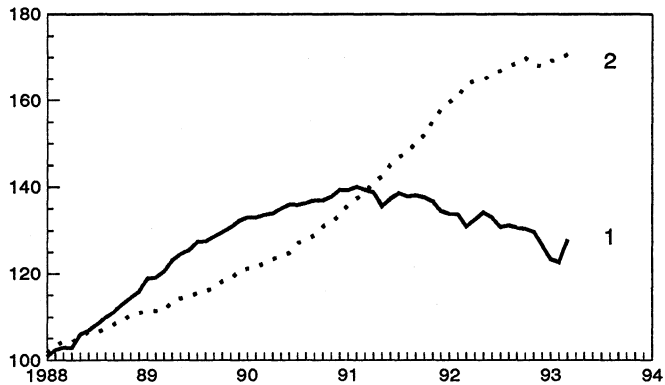
1. Budjettivaje ei ole syntynyt vastuuttomien harkinnanvaraisten kuluuspäätösten tai veroleikkausten vuoksi. Suurimmaksi osaksi vaje on passiivista heijastusta talouden kriisistä. Julkisten menojen viimeaikaista äkillistä nousua 40 prosentista 55 prosenttiin bruttokansantuotteesta tulee pitää yksinomaan taloudellisen toiminnan romahduksen seurauksena: tulonsiirrot ovat kasvaneet rajusti, ja bruttokansantuote on pienentynyt. Samoin verotulojen väheneminen johtuu supistuvasta veropohjasta (kuvio 21).

Laskelmat vajeen "suhdanneperäisistä" ja "rakenteellisista" eristä antavat vaihtelevia tuloksia ja ovat melko epävarmoja. Huomattakoon kuitenkin, että OECD:n viimeisimpien laskelmien (1993) mukaan yli 90 % Suomen budjettivajeesta johtuu suhdanteesta. Pohjoismaiden kokemukset osoittavat myös, että budjettitasapainon heikkenemistä aliarvioidaan aina laskusuhdanteessa ja sen kohene- mistä noususuhdanteessa.

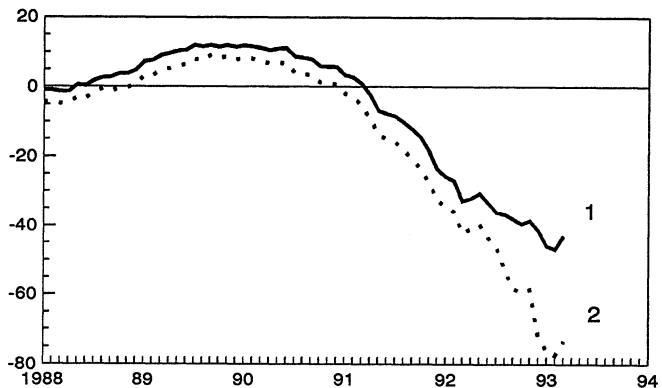
2. Ennen kriisin alkua Suomen julkinen bruttovelka oli kehittyneiden maiden pienimpiä suhteessa talouden kokoon. EY-maita ja EY:hyn pyrkiviä Itävaltaa, Suomea ja Ruotsia koskevat alustavasti standardoidut vertailukelpoisiksi tehdyt luvut osoittavat, että vuonna 1990 vain seitsemän näistä maista täytti sen Maastrichtin konvergenssi-kriteerin, jonka mukaan julkisen bruttovelan tulisi olla alle 60 % bruttokansantuotteesta. Näistä seitsemästä maasta vain Suomen ja Luxemburgin julkinen velka oli alle 20 % bruttokansantuotteesta.

Kuvio 21.

**Valtion budjetti,  
12 kuukauden liukuva summa, mrd. mk**



1 Tulot  
2 Menot



1 Tuloylijäämä, mrd. mk  
2 Valtiontalouden nettoraahoitustarve, mrd. mk

Vuosien 1991–1993 suurista budjettivajeista huolimatta Suomen julkinen velka pysyy Euroopan ja OECD-maiden keskiarvoa pienempänä vuoden 1993 loppuun saakka (taulukko 3). Vertailun vuoksi voidaan mainita, että Belgian julkinen bruttovelka oli yli 130 % bruttokansantuotteesta vuonna 1992. Siitä huolimatta Belgian korkotaso oli jokseenkin sama kuin Saksan, ja Moody antoi Belgian valtion pitkän ajan velalle paremman luokituksen (Aa1) kuin Suomen vastaavalle velalle (Aa2).

Taulukko 3. Julkinen bruttovelka<sup>a</sup>, % nimellisestä BKT:stä

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Yhdysvallat	45.2	48.3	51.3	52.6	53.2	54.0	56.2	59.8	63.2 <sup>b</sup>	65.1	65.9
Japani	67.9	68.7	72.3	74.9	72.8	70.6	69.8	68.2	66.2 <sup>b</sup>	66.0	65.9
Saksa	41.7	42.5	42.5	43.8	44.4	43.2	43.6	42.0	43.2 <sup>b</sup>	46.6	49.6
Ranska <sup>e</sup>	43.8	45.4	45.7	47.2	46.8	47.5	46.6	48.6	51.6 <sup>b</sup>	56.7	61.4
Italia	77.4	84.3	88.2	92.6	94.8	97.9	100.5	104.0 <sup>b</sup>	108.1	114.5	116.3
Yhdistynyt kuningaskunta	54.4	52.7	51.1	48.6	42.2	36.8	34.7	35.4	41.0 <sup>b</sup>	47.8	52.5
Kanada	59.1	65.0	68.9	70.1	69.3	69.5	71.9	77.6 <sup>b</sup>	83.0	86.2	87.1
Yllä olevat maat yhteensä <sup>d</sup>	53.1	55.5	57.9	59.4	59.0	58.6	59.5	61.2	63.3	65.9	67.3
Australia <sup>a</sup>	..	..	..	31.1	27.3	27.0	25.5	26.3 <sup>b</sup>	29.4	34.4	39.0
Itävalta <sup>c</sup>	47.9	49.6	53.8	57.3	57.6	56.9	56.4	57.0	55.8 <sup>b</sup>	56.2	56.2
Belgia	118.5	122.6	127.0	131.8	133.2	130.5	131.2	133.2 <sup>b</sup>	135.3	140.0	141.5
Tanska <sup>e</sup>	65.9	64.1	58.3	55.9	58.0	58.5	59.5	60.7 <sup>b</sup>	62.4	65.7	68.4
Suomi <sup>c</sup>	19.0	19.0	18.8	20.0	18.6	16.4	16.8	22.4 <sup>b</sup>	31.4	41.4	49.8
Kreikka <sup>c</sup>	49.5	57.9	58.6	64.7	71.5	76.3	88.7	95.9	92.4 <sup>b</sup>	90.9	90.8
Irlanti	104.8	107.9	119.9	120.6	118.2	108.0	101.7	99.8 <sup>b</sup>	96.8	95.1	93.3
Alankomaat	64.5	67.9	69.6	73.5	76.2	76.3	76.1	75.8 <sup>b</sup>	77.0	79.7	80.6
Norja <sup>c</sup>	38.7	40.7	51.1	42.7	42.6	42.7	39.1	40.1 <sup>b</sup>	43.3	47.1	49.9
Espanja <sup>c</sup>	43.8	48.8	49.9	49.4	45.7	47.0	46.8	49.3	51.9 <sup>b</sup>	55.7	59.1
Ruotsi	67.0	67.6	67.1	59.1	53.5	48.4	44.2	45.7 <sup>b</sup>	52.9	65.8	76.4
Yllä olevat pienet maat yhteensä <sup>d</sup>	56.1	58.6	59.9	59.9	58.8	58.0	57.5	59.2	61.9	66.6	70.1
Yllä olevat Euroopan maat yhteensä <sup>d</sup>	54.6	56.7	57.7	58.5	57.8	57.1	57.1	58.3	61.3	66.3	69.8
Yllä olevat OECD-maat yhteensä <sup>d</sup>	53.5	55.8	58.1	59.5	59.0	58.5	59.2	60.9	63.2	65.9	67.7

<sup>a</sup> Viittaa julkisen sektorin velkaan.

<sup>b</sup> Tästä vuodesta lähtien tiedot ovat OECD:n arvioita.

<sup>c</sup> Julkisen sektorin keskinäisiä velkoja ei ole nettoitettu.

<sup>d</sup> Vuoden 1987 BKT:n painot ja valuuttakurssit.

<sup>e</sup> Velkatiedot viittaavat 30. kesäkuuta päättyviin tilivuosiin. Sisältää paikallishallinnon velkaantuneisuuden muille valtionhallinnon tasoille.

Lähde: OECD.

Koko sodanjälkeisen ajan Suomi — päinvastoin kuin muut Pohjoismaat — on osoittanut huomattavaa finanssipoliittista kuria. Nyt on aika poimia tämän hedelmiä.

3. Arvioitaessa julkisen velan taakkaa on harhaanjohtavaa katsoa vain taseen vastattavaa-puolta. Toisella puolella ovat reaali- ja rahoitusomaisuus. Julkisen sektorin reaaliomaisuutta on tietysti vaikea muuttaa rahaksi ja arvioida. Julkisen sektorin saatavat yksityiseltä sektorilta voivat myös olla arvoltaan epävarmoja rahoituksellisesti tiukkoina aikoina. Täytyy kuitenkin ottaa huomioon, että julkinen **nettovelka** on huomattavasti **bruttovelkaa** pienempi (taulukot 4 ja 5).
4. Kansantalouden velkaantuneisuuden kasvu yliarvioidaan tuntuvasti velkaantuneisuuden tavanomaista mittaa käytettäessä eli kun lasketaan nimellisvelan suhdetta varsinaiseen bruttokansantuotteeseen. Velan ollessa valuuttamääräistä, valuuttakurssien heikkeneminen antaa väärän kuvan nopeasti kasvavasta velkaantuneisuudesta. (Ulkomaisen lainan reaalista taakkaa aliarvioitiin silloin kun lainaa otettiin yliarvostetulla valuutalla.) Bruttokansantuotteen suhdanteesta johtuva lasku vahvistaa myös vaikutelmaa velkaantuneisuuden nopeasta kasvusta. Liitteessä 3 pyritään korjaamaan näitä kahta optista harhaa.
5. Valtion nopeasti lisääntyntä ulkomaista lainanottoa (kuvio 20) ei tulisi pitää edes karkeana julkisen sektorin rahoitustarpeen mittana. Se päinvastoin heijastaa julkisen sektorin halukkuutta ottaa vastuulleen osa yksityisen sektorin valuuttariskistä markan ulkoisen arvon epävarmoina aikoina. Se edustaa pikemminkin portfoliosiirtymää yksityisen ja julkisen sektorin välillä kuin julkisen sektorin tai koko kansantalouden nettolainanottoa.
6. Julkisen kulutuksen osuus bruttokansantuotteesta on ollut perinteisesti Suomessa pieni erityisesti muihin Pohjoismaihin verrattuna. Koko 1980-luvun julkiset menot pidettiin noin 40 prosentissa bruttokansantuotteesta (kuvio 22). Jos kapasiteetin käyttöaste Suomessa saadaan takaisin normaaliksi, "ensisijaisten" julkisten menojen osuuden pitäisi palautua 1980-luvulla vallinneelle tasolle ilman merkittäviä poliittisia päätöksiä menojen leikkauksista. Tämä jättäisi tilaa nykyistä paljon suuremman julkisen velan hoitokustannuksille ilman, että verokiilat kasvaisivat niin suuriksi, että ne vakavasti haittaisivat talouden kasvua.

Taulukko 4. Julkinen nettovelka<sup>a</sup>, % nimellisestä BKT:sta

	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
Yhdysvallat	24.9	27.0	29.4	30.9	30.9	30.4	33.1	34.7	38.0 <sup>b</sup>	39.9	40.7
Japani <sup>c</sup>	27.1	26.7	26.4	21.5	17.8	14.9	9.7	6.2	4.2 <sup>b</sup>	4.0	3.9
Saksa <sup>c</sup>	21.3	21.8	21.1	23.2	24.2	22.7	22.8	23.2	24.4 <sup>b</sup>	27.8	30.7
Ranska <sup>c</sup>	21.1	22.9	25.5	24.5	24.7	24.8	25.0	27.1	30.1 <sup>b</sup>	35.2	39.9
Italia	74.6	81.5	85.9	90.5	92.9	96.1	98.9	101.2 <sup>b</sup>	105.3	111.6	113.5
Yhdistynyt kuningaskunta	47.1	45.8	44.7	42.0	35.3	30.1	28.5	30.2 <sup>b</sup>	35.8	42.6	47.4
Kanada	26.7	33.0	37.0	38.3	36.9	40.3	43.5	49.2 <sup>b</sup>	54.7	57.8	58.7
Yllä olevat maat yhteensä <sup>d</sup>	29.7	31.3	32.9	32.7	31.7	30.7	30.9	31.5	33.6	36.2	37.6
Australia <sup>e</sup>	..	..	..	19.1	16.6	12.2	11.6	12.4 <sup>b</sup>	15.4	20.5	25.1
Belgia	108.6	112.2	116.7	121.2	122.5	120.0	119.7	121.7 <sup>b</sup>	123.9	128.5	130.0
Tanska	36.8	34.4	28.5	25.6	26.8	26.1	26.5	27.7 <sup>b</sup>	29.4	32.7	35.4
Suomi <sup>f</sup>	0.7	0.9	0.0	2.4	0.6	-1.6	-1.8	3.8 <sup>b</sup>	12.9	22.8	31.2
Alankomaat <sup>f</sup>	38.9	42.0	45.4	51.7	54.9	56.6	57.0	56.7	58.0	60.6	61.5
Norja <sup>f</sup>	-12.5	-16.0	-21.1	-21.4	-21.3	-20.3	-21.4	-20.4 <sup>b</sup>	-17.2	-13.4	-10.6
Espanja	22.9	27.6	29.9	31.2	31.0	30.5	31.3	33.6	36.2 <sup>b</sup>	40.0	43.4
Ruotsi	15.2	15.6	14.2	7.8	1.5	-4.5	-5.4	-3.9 <sup>b</sup>	3.2	16.2	26.8
Yllä olevat pienet maat yhteensä <sup>d</sup>	33.7	35.7	36.8	37.8	37.5	35.9	36.2	37.8	40.5	45.2	48.8
Yllä olevat Euroopan maat yhteensä <sup>d</sup>	37.6	39.5	40.9	41.7	41.4	40.5	40.9	42.5	45.5	50.6	54.0
Yllä olevat OECD-maat yhteensä <sup>d</sup>	30.2	31.9	33.4	33.3	32.4	31.3	31.5	32.2	34.5	37.2	39.0

<sup>a</sup> Viittaa julkisen sektorin velkaan.

<sup>b</sup> Tästä vuodesta lähtien tiedot ovat OECD:n arvioita.

<sup>c</sup> Rahoitusomaisuus, pl. osakkeet ja osuudet.

<sup>d</sup> Vuoden 1987 BKT:n painot ja valuuttakurssit.

<sup>e</sup> Velkateidot viittaavat 30. kesäkuuta päättyviin tilivuosiin.

<sup>f</sup> Sisältää Iävalian, Kreikan ja Irlannin bruttorahoitusvelat.

Lähde: OECD.

Taulukko 5.

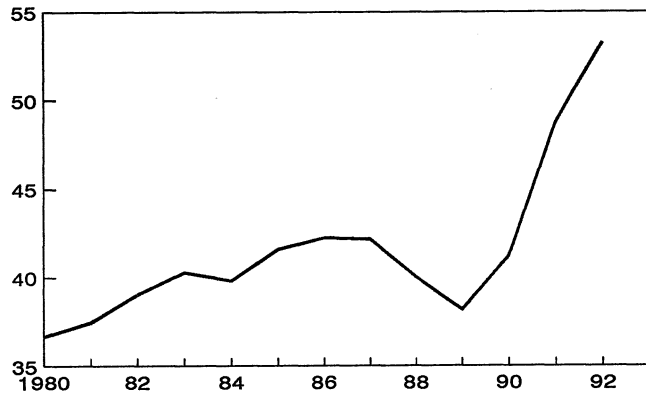
**Julkisten bruttoinvestointien osuus  
julkisen sektorin kokonaismenoista eri  
OECD-maissa, %**

	1980	1985	1987	1988	1989	1990	1991
Suomi	10,4		8,8	8,7	8,1	8,7	
Ruotsi	5,4		4,0	4,1	4,1	5,1	
Norja	9,0				7,3		
Tanska	6,5		4,5	4,5	4,5		
Saksa		4,9	5,2	5,0	5,2	5,1	
Itävalta					4,7	4,7	4,5
Yhdistynyt kuningas- kunta	5,6	4,5				5,3	
Espanja	5,6	9,0				12,4	12,0
Italia	7,6	7,3				6,4	
Kanada	6,7						4,8

Lähde: OECD.

Kuvio 22.

**Julkisen sektorin menot suhteessa BKT:seen, %**



7. Lopuksi on mietittävä, mikä nykyisen kapasiteetin käyttöasteen vallitessa on suuren — tai jopa kasvavan — budjettivajeen vaihtoehto Suomen taloudessa. Länsieurooppalaisten kokemusten perusteella tiedämme, että suuresta työttömyydestä aiheutuu ns. **hystereesi-** eli viivästymisvaikutuksia eli että kysynnän kasvu ei vähennä työttömyyttä samassa määrin kuin kysynnän pieneneminen lisää työttömyyttä. Mittava työttömyys jättää työmarkkinoille jälkiä vuosikymmeniksi sen jälkeen, kun häiriön alkuperäinen lähde on kadonnut. Tämän pysyväisilmiön takana on pitkäaikaistyöttömyyttä aiheuttavia yhteiskunnallis-taloudellisia syitä.

Pysyvä 10 prosentin — tai jopa korkeampi — työttömyysaste ei pelkästään aiheuttaisi sodanjälkeisessä Suomessa ennenkokemattomia taloudellisia ja sosiaalisia ongelmia ja valtavia hyvinvoinnin menetyksiä koko yhteiskunnalle. Se myös tekisi paluun julkisen talouden kohtuulliseen tasapainoon hyvin vaikeaksi. Se vähentäisi verotuloja veropohjan supistumisen vuoksi ja aiheuttaisi uusia työvoima- ja sosiaalimenoja. Näin vaikean pitkäaikaisen ongelman luominen budjettivajeen nopean pienentämisen vuoksi olisi hyvin kova hinta maksettavaksi lyhyen ajan uskottavuuden saavuttamisesta.

## 6 Velka, inflaatio ja uskottavuusongelma

Koko talouden ja julkisen velan ongelmat vähentävät vähitellen Suomen talouspolitiikan toimintavapautta ja lisäävät epävarmuutta Suomen talouspolitiikan suunnasta. Samoin vaikuttaa pelko siitä, että Suomi luisuu lopulta takaisin aikaisempaan inflatoriseen politiikkaan. Talouspolitiikan uskottavuuden puute voi aiheuttaa vakavia reaali vaikutuksia, koska riskipreemiot rahoitusmarkkinoilla kasvavat suuriksi ja yksityinen sektori on haluton tekemään pitkäaikaisia taloudellisia sitoumuksia. Seuraavien elementtien tulee sen vuoksi kuulua Suomen talouspolitiikan keskipitkän ajan tavoitteisiin:

1. Talouden kokonaisvelkaantuneisuuden vähentäminen vaihtotaseen jatkuvilla ylijäämillä.
2. Julkisen sektorin velkaantuneisuuden kasvun pysäyttäminen tasapainoisen budjetin avulla.
3. Julkisten menojen bruttokansantuoteosuuden palauttaminen noin 40 prosentin suuruiseksi.



4. Inflaation pitäminen tasolla, joka mahdollistaa taloudellisen yhden-  
tymisen jatkumisen ja liittymisen Euroopan talous- ja rahaliittoon  
tulevaisuudessa.

Mihin tahansa makrotaloudelliseen kokonaisratkaisuun päädytäänkään, siihen tulisi liittyä entistä tehokkaampi sääntelyn purkaminen ja tarjontapuolen uudistuksia, jotka

- lisääisivät reaalityuloja, koska elintarvikkeiden ja monien palveluiden hinnat laskisivat
- loisivat monia uusia investointimahdollisuuksia yksityiselle liiketoiminnalle ja uusia työtilaisuuksia työttömille
- vähentäisivät talouden taipumusta inflaatioon
- tehostaisivat talouden voimavarojen kohdentumista ja pitkän ajan kasvumahdollisuuksia.

Kohtaa 1 lukuun ottamatta talouspolitiikan keskipitkän ajan tavoitteita on miltei mahdotonta saavuttaa nykyisen erittäin heikon työllisyyden ja kapasiteetin matalan käyttöasteen vallitessa. Näiden keskipitkän ajan tavoitteiden ottaminen talouspolitiikan **välittömiksi** tavoitteiksi pitää sisällään suuren riskin, että lama syvenee edelleen. Kokonaistaloudellisen politiikan ensisijaisena tavoitteena on sen vuoksi oltava työllisyyden ja kapasiteetin käyttöasteen palauttaminen kohtuullisiksi. Tämä on kiireellinen tehtävä, sillä pitkäaikaistyöttömyys on muissa Euroopan maissa osoittautunut erittäin vaikeaksi vähentää.

Olen edellä esittänyt, että Suomen koko kansantalouden ja julkisen velkaantuneisuuden nykyinen tila ja suuntaus **eivät** ole sellaisia, että velan vähentämisen pitäisi olla talouspolitiikan ensisijainen välitön tavoite. Supistavista finanssipoliittisista toimenpiteistä vaihtotaseen parantamisen nopeuttamiseksi tai budjettialijäämän pienentämiseksi aiheutuu aivan selvästi vaara, että talous joutuu vielä syvempään lamaan. Silloin todellakin "annettaisiin hännän heiluttaa koiraa".

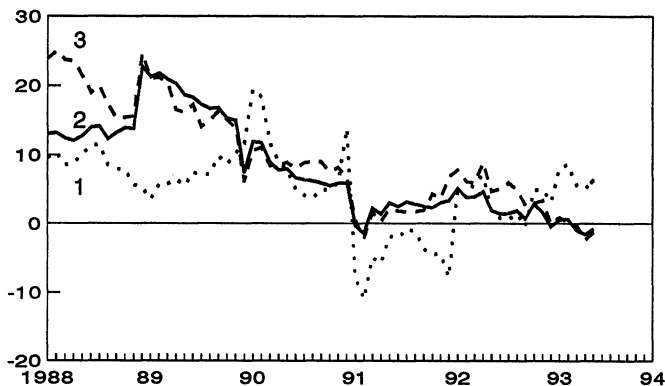
Jos velkatilanteen perusteella päädytään yönkiristämispoliikkaan laman ollessa syvimmillään, tästä aiheutuu monenlaisia kielteisiä vaikutuksia. Budjettivajeen kasvu jatkuisi supistustoimien aiheuttaman kotimaan talouden romahduksen vuoksi. Kotimaantalouden laman syveneminen vaarantaisi myös poliittiset mahdollisuudet toteuttaa rakenteellisia uudistuksia. Tarjontapuoleen kohdistuvat talouspoliittiset toimet vaikuttavat merkitykseltömiltä silloin, kun kysyntäpuoli romahtaa.

Inflaatoriskejä ei myöskään tulisi pitää niin uhkaavina, että ne estäisivät käyttämästä rahapolitiikkaa reaalityalouden vakauttamisessa. Johtava periaate kelluvan valuuttakurssin vallitessa täytyy olla rahan tarjonnan kasvutrendin pitäminen kohtuullisena. Rahoitusmarkkinoita tulisi varjella rahapoliittisilta häiriöiltä pitäytymällä ehdottomasti sel-

keästi määritellyissä rahapoliittisissa tavoitteissa. Mutta rahan tarjonnan kaksi vuotta kestäneen supistumisvaiheen jälkeen (kuvio 23) kaivatun rahapoliittisen elvytyksen epäminen valuuttamarkkinoiden inflatorisen ylireagoinnin pelon vuoksi vaikuttaisi kielteisesti. Jos tällainen reaktio osoittautuisi väliaikaista pidemmäksi, sitä olisi pidettävä sellaisena maailmanmarkkina- ja kotimarkkinahyödykkeiden hintojen suhteellisenä muutoksena, jonka markkinat katsovat tarpeelliseksi, jotta tarvittava rakenteellinen sopeutuminen saadaan aikaan. Todellinen inflaation uhka ei piile valuuttamarkkinoilla vaan palkanmuodostuksen reaktioissa näihin suhteellisten hintojen muutoksiin.

On mahdollista, että Suomen talous on jo elpymässä. Jos näin on, varovaiset julkisten menojen leikkaukset ja rahapolitiikan asteittainen keventäminen tukevat yksityisen sektorin vienti- ja investointivetoista nousua. Talouspolitiikan tulisi keskittyä tarjontapuolen uudistuksiin (ei vähiten työmarkkinoilla) auttaakseen taloutta vastaamaan yksityisen kysynnän kasvuun lisäämällä tuotantoa ja työllisyyttä pikemmin kuin nostamalla hintoja ja palkkoja. Rajut kysyntään kohdistuvat talouspoliittiset muutokset voisivat häiritä elpymistä, minkä vuoksi niitä tulisi välttää.

Kuvio 23. **Rahan tarjonta**



- 1 Suppea raha (M1)
- 2 Lavea raha (M2)
- 3 M3 = M2 + yleisön hallussa olevat pankkien sijoitustodistukset

Muutos edellisen vuoden vastaavasta kuukaudesta, %

On kuitenkin otettava huomioon sekin mahdollisuus, että kansainvälisen kilpailukyvyyn huomattava paraneminen ei riitäkään vakauttamaan taloutta ja kääntämään päinvastaisiksi tuotannon ja työllisyyden nykyisiä negatiivisia kehityssuuntia. Välittömät pyrkimykset vähentää koko kansantalouden ja julkisen sektorin velkaantuneisuutta voisivat silloin johtaa "noidankehään", jossa työttömyys kasvaa, varallisuusarvot laskevat, luottotappiot ja budjettivaje kasvavat kuten edellä (jakso 4.2) esitettiin.

Toivoakseni olen edellä onnistunut osoittamaan (luku 5), että Suomen on mahdollista palata hyvään työllisyyteen ja taloudelliseen kasvuun, vaikka talous pyrkiikin nyt vaipumaan entistä syvemmälle lamaan. Jotta "noidankehästä" päästäisiin pois, lyhyen ajan talouspolitiikkaa olisi muutettava siten, että välittömänä ongelmana olevalle kotimaisen kysynnän romahdukselle etsitään ratkaisu. Tärkeimmät parannuskeinot ovat seuraavat:

1. Nykyistä elvyttävämpi rahapolitiikka, joka
  - nopeuttaisi yksityisten taseiden vahvistamista vakauttamalla varallisuusesineiden hinnat ja vähentämällä velkataakkaa
  - nostaisi osakkeiden pörssikursseja ja siten parantaisi suurehkojen yksityisyriyten mahdollisuuksia lujittaa pääomapohjaa uudella osakepääomalla
  - vähentäisi markkamääräisen lainanoton luottotappioita ja vähitellen mahdollistaisi pankkien pääomarakenteen uudelleenvahvistamisen
  - parantaisi maailmanmarkkinahyödykkeiden tuotannon kannattavuutta (tilapäisesti) heikomman valuuttakurssin kautta
  - elvyttäisi varastojen kasvattamista ja yksityisiä kiinteitä investointeja
  - vähentäisi budjettivajetta verotulojen kasvun vuoksi, kun veropohjan supistuminen pysähtyisi työttömyyskorvausmenojen ja markkamääräisen julkisen velan korkomenojen vähenemisen kautta
  - ohjaisi yksityistä pääomavirtaa Suomeen kannattavuusnäkömiin parantuessa, rahoitusriskien vähentyessä ja markan vahvistamisodotusten kasvaessa.
2. Jatkuva elvyttävä finanssipolitiikka, joka
  - vakauttaisi yksityisen sektorin käytettävissä olevan tulon ja siten kulutuksen nykyiselleen
  - estäisi julkisen sektorin henkilöstöleikkaukset työmarkkinatilanteessa, jossa vaihtoehtoisia työtilaisuuksia ei ole tarjolla
  - mahdollistaisi julkisen kulutuksen jatkuvan tehostamisen yhdistettynä mittaviin infrastruktuuri-investointeihin.

Kieltämättä tällaiseen elvytyspolitiikkapakettiin sisältyy tietty riski. Riskin olemassaolo ei kuitenkaan ole ratkaiseva peruste elvytyspolitiikkaa vastaan. Vientivetoisen kokonaistaloudellisen elpymisen puuttuessa vaara, että talous vajoaa entistä syvempään lamaan on vielä suurempi. Ainakin politiikan tuleva suunta olisi äärimmäisen epävarma. Sekä koti- että ulkomaisten taloudenpitäjien olisi tällöin etukäteen otettava huomioon poliittisesta epävarmuudesta aiheutuvat riskit, työmarkkinoiden levottomuus, äkilliset rahapolitiikan muutokset, odottamattomat verojen korotukset, valmisteverot, ylimääräiset maksut tai määräykset.

Toisaalta elvyttävään politiikkaan liittyviä riskejä olisi pyrittävä rajaamaan mahdollisimman paljon. Kaksi tärkeintä riskiä ovat seuraavat:

1. kevennetty rahapolitiikka johtaa inflaatioon eikä reaalityalouden elpymiseen,
2. kevennetty finanssipolitiikka johtaa "lainaloukkuuun", jossa julkisen velan hoitokustannusten kasvava rasitus saa budjettivajeen kasvaamaan hallitsemattomasti.

Ensimmäisen kohdan osalta on pidettävä huoli siitä, etteivät tuontihinnojen kohoamisesta ja vienti- ja tuontimarkkinoilla kilpailevien sektoreiden paremmasta kannattavuudesta aiheutuvat inflatoriset sysäykset palkanmuodotumisprosessin kautta välity muualle talouteen. Tämä voidaan estää vain, jos palkanmuodostuksessa täyttyy kolme vaatimusta.

- a) Pidättyvyys nimellispalkoissa. Reaalipalkkojen lisäleikkaukset on hyväksyttävä ilman kompensatiovaatimuksia, jos markka heikkenisi rahapolitiikan kevennyksen vuoksi. Palkkojen reaalinousun täytyy tulla tuotannon kasvusta ja markan vähittäisestä vahvistumisesta sen jälkeen kun on ilmeistä, että talous elpyy hintatason vakaudesta tinkimättä.
- b) Suhteellisten palkkojen lisäjoustavuus ja palkkojen entistä suurempi hajonta. Vienti- ja tuontimarkkinoilla kilpailevien sektoreiden kysynnän mukaan määräytyvät suuremmat suhteelliset palkat eivät saa siirtyä kustannuksia kohottavasti muiden sektoreiden työvoimakustannuksiin. Nuorille, ammattitaidottomille ja kokemattomille työntekijöille maksettavat suhteellisesti pienemmät palkat voivat rajoittaa näiden ryhmien pitkäaikaistyöttömyyden estämiseksi tarvittavaa kokonaiskysyntää. Alemmat suhteelliset palkat lisäävät kaikkien työntekijäryhmien kiinnostusta koulutusta ja ammatillista kehittämistä kohtaan.

- c) Poliittisten uudistusten hyväksyminen työmarkkinoiden joustavuuden lisäämiseksi. Työpaikan varmuudesta ja muista ei-rahallisista eduista on tingittävä työllisyyden uudelleen parantamiseksi.

Toisen riskin ("velkaloukku") kannalta taas on tärkeää, että sitovat pitkän ajan päätökset julkisten menojen rajoittamisesta yksityisen sektorin elpymisen päästyä alkuun tehdään nyt. Ei riitä, että esitetään melko yksityiskohtainen keskipitkän ajan suunnitelma valtion rahoitusaseman vahvistamiseksi talouden elpyessä (kuten on tehty), vaan tällaisen suunnitelman on myös saavutettava laajojen poliittisten piirien hyväksyminen.

Hallituksella ja Suomen Pankilla on molemmissa kohdin edessään vakavia uskottavuusongelmia. Ammattiliitot ovat toistaiseksi osoittaneet kantavansa huolta kokonaistyöllisyydestä, mistä on ollut osoituksena pidättyvyys nimellispalkoissa. Ne saattaisivat ehkä olla valmiita luopumaan joistakin aiemmista kannoistaan (b)- ja (c)-kohdissa, jos ne voisivat olla varmoja, että ne voisivat näin "ostaa" huomattavan työllisyyden paronemisen. Työllisyyden koheneminen nykyisin toimin on kuitenkin hyvin epävarmaa. Ei ole olemassa mitään takuita siitä, että ammattiliitot saisivat jotakin myönnytyksensä vastineeksi. Ne saattavat joutua huomaamaan, että ne ovat luopuneet keskeisistä ammattiyhdistysliikkeen kannoista saamatta mitään vastaavaa hyötyä työllisyyden ja kasvun kannalta.

Finanssi- ja rahapolitiikan päätöksentekijät ovat toisaalta haluttomia muuttamaan politiikkaansa niin kauan kuin ne pelkäävät, että elvyttävämpi politiikka johtaisi inflatorisiin palkkavaatimuksiin ja työmarkkinoiden joustavuuden vähenemiseen. Tässä mielessä tilanne muistuttaa ns. vangin ongelmaa eli yhden kerran pelattavaa, ei-kooperatiivista peliä viranomaisten ja liittojen välillä. Molemmat osapuolet ymmärtävät, että ne voisivat hyötyä yhteisratkaisusta, johon yhtäältä liittyisi elvyttävä talouspolitiikka sekä toisaalta maltillinen palkkaratkaisu ja joustavuus. Luottamuspuolan takia kumpikaan osapuoli ei kuitenkaan ole valmis valitsemaan strategiaa, jolla tähän ratkaisuun päästäisiin, sillä kumpikin pelkää, että toinen käyttäisi valintaa epäreilusti hyväkseen. Siksi viranomaiset jatkavat säästöpäätöksiään ja liitot edelleen vastustavat palkkojen joustavuuden lisäämistä ja työmarkkinoiden uudistuksia.

Sama koskee toisaalta finanssi- ja rahapolitiikan viranomaisten välistä suhdetta ja toisaalta rahoitusmarkkinoita — viime kädessä ulkomaisten ja suomalaisten lainaajien suhdetta Suomen hallitukseen. Suomen valtion obligaatioiden ostajilla ei selvästi ole mitään voitettavanaan kotimaisesta romahduksesta, joka jäytää veropohjaa, vähentää tuotantokapasiteettia, heikentää rahoitusjärjestelmän toimintakykyä ja luo monia muita pitkäaikaisia sosiaalisia ja taloudellisia ongelmia, jotka kaikki heikentävät hallituksen lainanhoitomahdollisuuksia tulevaisuudes-

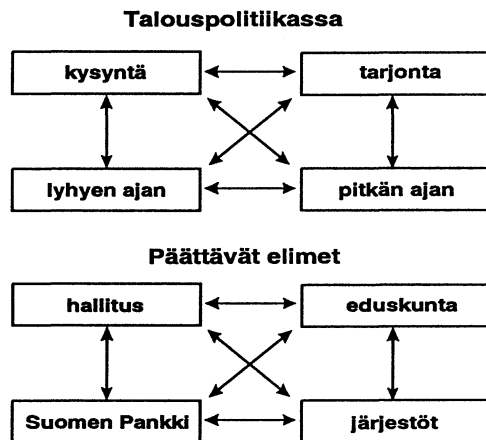
sa. Sen vuoksi niiden tulisi suhtautua suotuisasti elvyttävää politiikkaan edellyttäen, että ne saisivat jonkinlaisen takuun siitä, ettei elvyttävän politiikan anneta johtaa inflaation pysyvään kiihtymiseen tai pitkäaikaiseen velan kasvuun.

Viranomaiset eivät kuitenkaan voi antaa tällaisia takuita. Inflaation vaara riippuu suurelta osalta työmarkkinoiden reaktiosta, ja velan kasvu tulevaisuudessa on tulevien hallitusten käsissä, eikä näitä hallituksia ole vielä valittu. Sen vuoksi markkinat voivat kaihtaa suomalaisia velkainstrumentteja, jos talouspolitiikassa harjoitetaan nykyistä elvyttävämpää linjaa, näin voi käydä siitäkin huolimatta, että näin tuleva lainanhoitokyky vahvistuisi. Tämä puolestaan voi pakottaa viranomaiset noudattamaan nykyistä lamaa syventävää deflatorista politiikkaa.

Tämä "vangin ongelma" -tyyppinen tilanne on kokonaistalouspoliittisen ongelman ydin, mikäli vakaa elpyminen ei ole jo käynnissä Suomen taloudessa. Ajan mittaan kyseessä on politiikan uskottavuus ja johdonmukaisuus, ja näihin ei ole mitään yksinkertaista tai itsestään selvää ratkaisua (kuvio 24). Se, voidaan sanoa, että uskottavuus riippuu suurelta osin poliittisista **instituutioista**: vaalitapasäännöistä, virkakausien pituuksista, eduskunnan päätöksentekosäännöistä, keskuspankin itsenäisyydestä, kansainvälisistä sopimuksista, jne. Kirjoitukseni päätteeksi kommentoin lyhyesti yhtä institutionaalista näkökohtaa ja esitän oman näkemykseni siitä, kuinka uskottavuusongelmaa voitaisiin käsitellä.

Kuvio 24.

### Koordinaatio ja uskottavuus



Suomessa on ollut eduskunnan päätöksentekoon liittyviä sääntöjä, joiden mukaan eräitä verotukseen ja julkisiin menoihin liittyviä päätöksiä ei voida tehdä äänten yksinkertaisen enemmistön turvin kuten monissa muissa maissa. Tämä on osoittautunut hankalaksi hallitukselle, jonka olisi viime aikoina täytyntä saada päätökset julkisten menojen leikkauksista nopeasti aikaan. Eduskunnassa on otettu käyttöön yksinkertaistettu päätöksentekomenettely. Se tuntuu kovin kalliilta hinnalta maksettavaksi julkisten menojen leikkausten nopeuttamisesta saadusta lyhytaikaisesta edusta. Kuten aikaisemmin mainittiin, Suomen finanssipolitiikka on 1980-luvun lopulle saakka erottunut hyvin edukseen useimpien muiden OECD-maiden finanssipolitiikasta: julkisten menojen osuus bruttokansantuotteesta säilyi vakaana ja suhteellisen pienenä, eikä julkista nettovelkaa käytännössä ole juuri ollut. Tämä täytyy jossain määrin lukea sen ansioksi, että eduskunnassa vaadittiin määränemmistö veroasioista ja julkisista menoista päätettäessä. Määränemmistösääntöjä täytyy tässä mielessä pitää talouspolitiikalle hyödyllisenä ja politiikan uskottavuutta huomattavasti vahvistaneena. Tämä pitäisi ottaa huomioon eduskunnan päätöksentekosääntöjä uudistettaessa.

Jos Suomen talouden taantuma jatkuu ja työttömyysaste pysyy itsepintaisesti yli 10 prosentin lukemissa vielä vuoden 1994 jälkeen, nykyistä talouspolitiikkaa täytyy muuttaa. Jotta talouspolitiikan muutos olisi uskottava, sen täytyy muodostaa **kokonaispoliittinen ratkaisu**, joka kattaa 3–5 vuoden ajanjakson ja johon kuuluvat selkeästi määritellyt finanssi- ja rahapolitiittiset tavoitteet sekä rakennemuutokseen, työmarkkinapolitiikkaan ja palkkojen muodostukseen liittyvät tavoitteet.

Julkisen sektorin uudistusten luonne ja julkisten menojen tulevien leikkausten suuruus ja ajoitus on määriteltävä kokonaisratkaisussa tarkasti. Uudistuksiin tulisi sisältyä myös julkisten menojen uudelleenkohdentaminen: julkista kulutusta ja tulonsiirtoja on karsittava, opetukseen, työvoiman liikkuvuuteen ja työharjoitteluun sekä aineelliseen infrastruktuuriin on kohdennettava lisää varoja. Menoihin tulisi sisältyä joitakin nimellissuureiden ankkureita, esimerkiksi julkisen sektorin palkkasumma, tulonsiirrot kunnille ja sosiaaliturvajärjestelmän indeksisidonnaisuuden poistaminen. Ratkaisun tulisi sisältää verotuksen uudistuksen jatkoon tarkat tavoitteet; verouudistuksen ajoituksen pitäisi kuitenkin seurata talouden elpymistä.

Kokonaisratkaisuun täytyy sisältyä myös selvästi määritellyt rahapolitiittiset tavoitteet, erityisesti raha-aggregaattien pitkän ajan kasvutavoitteet. Jos rahapolitiikan keventämisen voidaan osoittaa olevan sopusoinnussa näiden tavoitteiden kanssa, sillä on paljon paremmat mahdollisuudet tulla uskottavaksi ja siirtää koko tuottokäyrää alaspäin kuin ad hoc -toimenpiteillä, jotka saattavat antaa sen vaikutelman, että Suomen Pankki antaa periksi ulkoisille paineille.

Elvyttävään talouspoliittiseen kokonaisratkaisuun täytyy kuulua kiinteänä osana tarjontapuolen uudistusohjelma. Tarpeellisia uudistuksia ovat mm. pankkien pääomarakenteen vahvistaminen ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan tehostaminen. Verotuksessa tulisi jossain määrin ottaa huomioon uudistusten ajoitus lyhyen ajan tilanteeseen nähden. Eräiden pitkän ajan kuluessa tarpeellisten uudistusten (esimerkiksi korkomenoja vähemmän suosiva verokohtelu ja kotimaisen palvelusektorin veropohjan laajentaminen) välittömät seuraukset voivat olla nykyisissä taloudellisissa oloissa vähemmän haluttuja.

Tarjontapuolen uudistuspakettiin täytyy sisältyä myös työmarkkinauudistuksia, jotka mahdollistavat suhteellisten palkkojen nykyistä suuremman joustavuuden ja työvoiman liikkuvuuden lisäämisen. Työmarkkinaosapuolten on hyväksyttävä nämä uudistukset, muuten koko ratkaisun uskottavuus kärsii. Uudistusten luonteesta tulisi sen vuoksi ehkä päättää työmarkkinajärjestöjen kanssa käytyjen neuvottelujen jälkeen. Tätä ei kuitenkaan ole tarkoitettu perinteisen keskitetyn "tulopoliitikan" puolustukseksi. Aikaisemmat tulopoliittiset kokeilut Pohjoismaissa ovat osoittaneet, että lyhyen aikavälin pidättyvän palkkapolitiikan hintana on ollut suhteellisten palkkojen jäykkyys pitkällä aikavälillä. Pidättyvyys nimellisten kokonaispalkkojen korotuksilta on nyt Suomessa kaikkien osapuolten edun mukaista, eikä sen tulisi kostautua suhteellisten palkkojen joustavuuden vähenemisenä.

On aivan luonnollista, että rahoitusmarkkinat asettavat tämänluonteisen vakauttamisratkaisun kestävyuden kyseenalaiseksi, sillä ohjelman tulee ulottua usean vuoden päähän. Sinä aikana käydään eduskuntavaaleja ja solmitaan tulopoliittisia sopimuksia, ja ne saattavat häiritä ohjelman toteuttamista. Jos ohjelman läpiviemisestä ei ole takuita, pyrkimykset palauttaa kapasiteetin käyttöaste kohtuulliselle tasolle voivat päättyä inflaation kiihtymiseen ja julkisen sektorin vajoamiseen aiempaa syvemmälle velkaloukkun.

Voitaisiin kysyä, eikö presidentti (virassa oleva presidentti, jolla olisi tärkeimpien presidenttiehdokkaiden täysi tuki) voisi tässä poikkeuksellisessa tilanteessa toimia eri osapuolten välittäjänä neuvotteluissa, jotta edellä kuvatun kaltainen vakauttamisratkaisu saataisiin toteutettua. Hän voisi käyttää perustuslaillisia valtaoikeuksiaan ja toimia takuumiehenä koti- ja ulkomaisille osapuolille talouspoliittisen kokonaisratkaisun läpiviemisestä. Tämä voisi auttaa löytämään ulospääsyn poliittisesti vaikeasta tilanteesta ja vahvistaisi politiikan uskottavuutta, niin että Suomen talous saataisiin takaisin täystyöllisyyden ja hyvinvoinnin kasvun tielle.



# Kirjallisuutta

- Bank of Finland (1993) Main Indicators for the Finnish Economy. Various issues, mimeo.
- Bank of Finland (1992) Survey of Direct Investment in 1991. Press release, November 26.
- Bank of Finland (1992) Year Book 1992.
- Bank of Finland (1993) Finnish Direct Investment Abroad and Foreign Direct Investment in Finland in 1992. Press release, January 28.
- Bank of Finland Bulletin, various issues 1991–1993.
- Brunila, A. — Takala, K. (1993) Private Indebtedness and the Banking Crisis in Finland. Bank of Finland discussion paper.
- Calmfors, L. (ed.) (1990) Wage Formation and Macroeconomic Policy in the Nordic Countries. SNS Förlag, Stockholm.
- Central Organization of Finnish Trade Unions SAK (1993) A Programme for Restarting the Finnish Economy. Mimeo.
- Commission of the European Communities (1993) European Economy: Annual Economic Report for 1993. No. 54. EEC, Brussels.
- Confederations of Unions for Academic Professionals in Finland, Employers' Confederation of Service Industries, Central Organization of Finnish Trade Unions, Confederation of Technical Employee Organizations in Finland & Confederation of Finnish Industry and Employers (1993) Labour-Market Organizations: Unemployment and the Threat of Inflation Must Be Controlled. Press release, March 12.
- ETLA (1993) The Finnish Economy 1993/1.
- ETLA (1993) De ekonomiska utsikterna för åren 1993–1997. Suhdanne 1993/2. Press release, June 2.
- Fisher, I. (1932) Booms and Depressions. Adelphi Company, New York.
- Fisher, I. (1933) The Debt-Deflation Theory of Great Depressions. *Econometrica*, vol. 1, No. 4, pp. 337–357.
- Haaparanta, P. — Holmström, B. — Honkapohja, S. — Koskela, E. — Paunio, J. (1992) Proposal for an Economic Programme. *Finnish Economic Journal*, No. 4, (translation).
- Honkapohja, S. — Koskela, E. — Paunio, J. (1993) The Crisis of the Finnish Economy. Appendix 13 in *Nya villkor för ekonomi och politik: Ekonomikommisionens förslag*. Allmänna Förlaget, Stockholm.
- Kirves, H. (1993) Stimulansinjektion genom räntesänkning? *UNITAS*, No. 1, pp. 18–19.
- Koskenkylä, H. — Pekonen, K. (1993) How Should Wages Be Determined in Finland? *Economic Review*, No. 1.

- Ministry of Finance (1992) Economic Survey 1992 Finland.
- Ministry of Finance (1993) Economic Policy and Prospects in Finland 1993–1997. Mimeo.
- Ministry of Finance (1993) Konjunkturöversikt. Press release, May 7.
- Moody's Investor Service (1993) Moody's Sovereign Credit Report, Finland. May 1993.
- Nyberg, P. – Vihriälä, V. (1993) The Finnish Banking Crisis and Its Handling. Mimeo, Bank of Finland.
- OECD (1992) Economic Outlook 52. December 1992. OECD, Paris.
- OECD (1992) Economic Surveys. Finland. OECD, Paris.
- OECD (1993) Economic Outlook 53. June 1993. OECD, Paris.
- Pellervo Economic Research Institute (1992) Economic Forecasts. Mimeo.
- Tyrväinen, T. (1989) A Guide to the Finnish Labour Market. Finnish Economic Papers. Vol. 2, No. 2.
- Tyrväinen, T. (1993) Wages, Prices and the Exchange Rate in Finland. Bulletin, vol. 67, No. 1.
- Vanhala, M. (1993) Penning- och valutapolitiska perspektiv i Finland. Capital '93.
- Willner, J. (1993) Inbesparingar räddar inte Finlands ekonomi. Ekonomiska Samfundets Tidskrift, år 46, tredje serien, No. 1.

Yllä olevan kirjallisuuden lisäksi tutkimuksessani on käytetty lehtiartikkeleita, OECD:n, Kansainvälisen valuuttarahaston ja Ruotsin valtiovarainministeriön aineistoa.

# Liite 1.

## Kotitaloussektorin taseiden sopeuttamisen tarve

Tässä liitteessä pyritään vastaamaan seuraaviin kysymyksiin: kuinka suuri on kotitalouksien taseiden sopeuttamisen (vahvistamisen) vähimmäistarve, jos tavoitteena on palata 1980-luvun alussa ja puolivälissä vallinneeseen tilanteeseen, ja kuinka kauan sopeuttamisprosessin voidaan odottaa kestävän kotitaloussektorin nykyinen rahoitussäästäminen huomioon ottaen?

Etsittäessä vastausta ensimmäiseen kysymykseen tarkastellaan kolmea taseen tunnuslukua ja niiden kehitystä tietyn ajanjakson aikana.

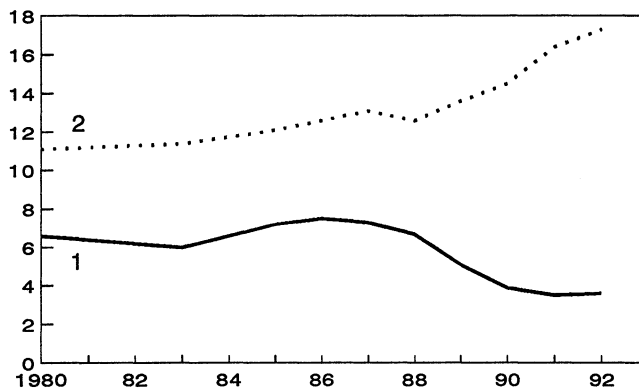
Taulukko A1. Eräitä taseen tunnuslukuja vuosina 1980–1992

	1980	1983	1985	1986	1987
Nettorahoitusvarallisuus/ nettovarallisuus	6.6 %	6.0 %	7.2 %	7.5 %	7.3 %
Velka/bruttovarallisuus	11.1 %	11.4 %	12.1 %	12.6 %	13.1 %
Rahoitusvarallisuus/ velat	152.5 %	146.4 %	152.6 %	151.7 %	148.3 %
	1988	1989	1990	1991	1992
Nettorahoitusvarallisuus/ nettovarallisuus	6.7 %	5.1 %	3.9 %	3.5 %	3.6 %
Velka/bruttovarallisuus	12.6 %	13.6 %	14.5 %	16.4 %	17.3 %
Rahoitusvarallisuus/ velat	146.1 %	132.6 %	123.1 %	118.0 %	117.0 %

Huom: Nettorahoitusvarallisuus = rahoitusvarallisuus – rahoitusvelka;  
nettovarallisuus = omaisuus – velat

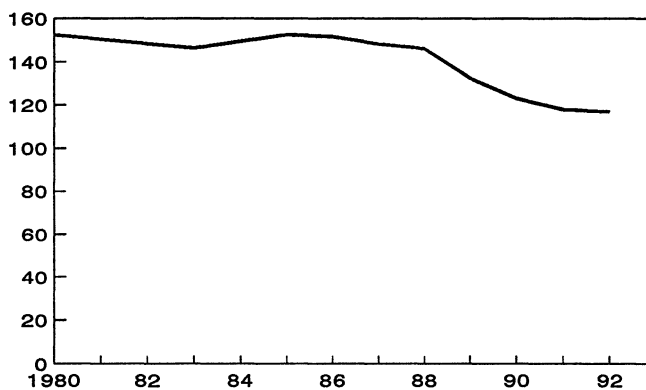
Seuraavat kaksi kuviota havainnollistavat taulukoissa kuvattua kehitystä.

Kuvio A1. Taseen tunnuslukuja, %



1 Nettorahoitusvarallisuus/nettovarallisuus  
2 Velat/bruttovarallisuus

Kuvio A2. Rahoitusvarallisuus/velat, %



Kuten taulukosta A1 ilmenee, tunnuslukujen arvot olivat suunnilleen seuraavat 1980-luvun alussa ja puolivälissä:

- (1) Nettorahoitusvarallisuus/nettovarallisuus: 7 %
- (2) Velat/bruttovarallisuus: 12–13 %
- (3) Rahoitusvarallisuus/velat: 145–150 %

Seuraavassa lasketaan, kuinka paljon sopeutumista tarvitaan, jotta päästään takaisin kriisiä edeltäneille tasoille:

(1) Nettorahoitusvarallisuus/nettovarallisuus:

$$1992: 37479 / 1054719 = 3.6 \%$$

– Jos nettorahoitusvarallisuuden puoli on sopeutuva puoli:

$$x / 1054719 = 7.0 \% \rightarrow x = 73830$$

$$\text{Sopeutumistarve: } 73830 - 37479 = 39.1 \text{ mrd. mk.}$$

(2) Velat/bruttovarallisuus

$$1992: 220427 / 1275146 = 17.3 \%$$

– Jos velkapuoli on sopeutuva puoli:

$$y / 1275146 = 12.5 \% \rightarrow y = 159393$$

$$\text{Sopeutumistarve: } 220427 - 159393 = 61 \text{ mrd. mk.}$$

(3) Rahoitusvarallisuus/velat

$$1992: 257906 / 220427 = 117.0 \%$$

– Jos rahoitusvarallisuuden puoli on sopeutuva puoli:

$$x / 220427 = 150 \% \rightarrow x = 330640$$

$$\text{Sopeutumistarve: } 330640 - 257906 = 72.7 \text{ mrd. mk.}$$

– Jos velan puoli on sopeutuva puoli:

$$257906 / y = 150 \% \rightarrow y = 171937$$

$$\text{Sopeutumistarve: } 220427 - 171937 = 48.5 \text{ mrd. mk.}$$

Sopeutumisen tarve näyttää olevan 50–70 mrd. mk.

Kotitalouksien rahoitussäästäminen oli 24.5 miljardia markkaa vuonna 1992 (vuonna 1993 se on valtiovarainministeriön arvion mukaan 21.6 miljardia markkaa). Tätä taustaa vasten (jäljellä oleva) sopeutumisaika näyttää olevan **2–4 vuotta** vuoden 1992 lopusta lukien (sopeutumistarve jaettuna rahoitussäästämisen tasolla); tällöin sopeutuminen päättyisi **aikaisintaan** vuoden 1994 loppuun mennessä, jos säästäminen on nykyisellään.

Tässä liitteessä laskettu kotitaloussektorin sopeutumistarve edustaa kuitenkin mitä todennäköisimmin sopeutumisen **vähimmäistarvetta**. Kotitaloudet luultavasti haluavat vahvistaa taseitaan enemmän kuin yllä olevat luvut antavat ymmärtää neljästä syystä. Ensiksikin epävarmuus tulevaisuudesta ja mm. sosiaaliturvajärjestelmän luotettavuudesta on suurempi. Toiseksi talouden tulevat kasvunäkymät eivät ole kovin optimistiset. Kolmanneksi inflaatio-odotukset ovat pienemmät ja reaali-korko-odotukset vastaavasti korkeammalla. Neljänneksi velan kohtelu verotuksessa on kiristynyt. Tässä ei yritetäkään laskea, kuinka nämä neljä tekijää ovat vaikuttaneet optimaaliseen velkaantuneisuuteen; kannattaa kuitenkin ottaa huomioon, että sopeutumisen tarve on yllä mainittua tarvetta suurempi.

Tässä esitettyjen laskelmien perustana olevat taseet on esitetty alla (luvut on ilmaistu miljoonina Suomen markkoina).

Lähde: Suomen Pankki.

### 1980/IV

BRUTTOVARALLISUUS		VELAT, NETTOVARALLISUUS	
Reaalivarallisuus, pl. asunnot	197467.5	Asuntolainat	28146.6
Asunnot	180995	Luotot	8462.6
Rahoitusvarallisuus	77305.1	Muut luotot	14090.8
		= Velat yhteensä	<b>50700</b>
		Nettovarallisuus	405067.6
= Yhteensä	<b>455767.6</b>	= Yhteensä	<b>455767.6</b>

### 1983/IV

BRUTTOVARALLISUUS		VELAT, NETTOVARALLISUUS	
Reaalivarallisuus, pl. asunnot	265189.1	Asuntolainat	47453.1
Asunnot	335855.5	Luotot	13102.9
Rahoitusvarallisuus	120779.5	Muut luotot	21943.4
		= Velat yhteensä	<b>82500</b>
		Nettovarallisuus	639324.1
= Yhteensä	<b>721824.1</b>	= Yhteensä	<b>721824.1</b>

**1985/IV**

BRUTTOVARALLISUUS		VELAT, NETTOVARALLISUUS	
Reaalivarallisuus, pl. asunnot	335108.5	Asuntolainat	61406.2
Asunnot	395540.6	Luotot	18435.3
Rahoitusvarallisuus	165468.3	Muut luotot	28558.5
		= Velat yhteensä	<b>108400</b>
		Nettovarallisuus	787717.4
= Yhteensä	<b>896117.4</b>	= Yhteensä	<b>896117.4</b>

**1986/IV**

BRUTTOVARALLISUUS		VELAT, NETTOVARALLISUUS	
Reaalivarallisuus, pl. asunnot	358395.7	Asuntolainat	68769.6
Asunnot	428709.8	Luotot	22211
Rahoitusvarallisuus	186409.1	Muut luotot	31919.4
		= Velat yhteensä	<b>122900</b>
		Nettovarallisuus	850614.6
= Yhteensä	<b>973514.6</b>	= Yhteensä	<b>973514.6</b>

**1987/IV**

BRUTTOVARALLISUUS		VELAT, NETTOVARALLISUUS	
Reaalivarallisuus, pl. asunnot	380322.9	Asuntolainat	79915.7
Asunnot	514070.8	Luotot	27664
Rahoitusvarallisuus	216713.3	Muut luotot	38520.3
		= Velat yhteensä	<b>146100</b>
		Nettovarallisuus	965017
= Yhteensä	<b>1111117</b>	= Yhteensä	<b>1111117</b>

**1988/IV**

BRUTTOVARALLISUUS		VELAT, NETTOVARALLISUUS	
Reaalivarallisuus, pl. asunnot	461921.7	Asuntolainat	100940.6
Asunnot	749719.3	Luotot	37800.5
Rahoitusvarallisuus	273692.4	Muut luotot	48558.9
		= Velat yhteensä	<b>187300</b>
		Nettovarallisuus	1298033.4
= Yhteensä	<b>1485333.4</b>	= Yhteensä	<b>1485333.4</b>

**1989/IV****BRUTTOVARALLISUUS****VELAT, NETTOVARALLISUUS**

Reaalivarallisuus, pl. asunnot	455595.3	Asuntolainat	117617.5
Asunnot	826790.1	Luotot	42595.9
Rahoitusvarallisuus	282701	Muut luotot	52986.6
		= Velat yhteensä	<b>213200</b>
		Nettovarallisuus	1351886.4
= Yhteensä	<b>1565086.4</b>	= Yhteensä	<b>1565086.4</b>

**1990/IV****BRUTTOVARALLISUUS****VELAT, NETTOVARALLISUUS**

Reaalivarallisuus, pl. asunnot	476133	Asuntolainat	122572
Asunnot	793198.1	Luotot	44071.5
Rahoitusvarallisuus	275477.1	Muut luotot	57056.5
		= Velat yhteensä	<b>223700</b>
		Nettovarallisuus	1321108.2
= Yhteensä	<b>1544808.2</b>	= Yhteensä	<b>1544808.2</b>

**1991/IV****BRUTTOVARALLISUUS****VELAT, NETTOVARALLISUUS**

Reaalivarallisuus, pl. asunnot	445605.6	Asuntolainat	125636.5
Asunnot	669974.7	Luotot	45746.7
Rahoitusvarallisuus	267181	Muut luotot	55016.8
		= Velat yhteensä	<b>226400</b>
		Nettovarallisuus	1156361.3
= Yhteensä	<b>1382761.3</b>	= Yhteensä	<b>1382761.3</b>

**1992/III****BRUTTOVARALLISUUS****VELAT, NETTOVARALLISUUS**

Reaalivarallisuus, pl. asunnot	439000	Asuntolainat	124493.2
Asunnot	578240	Luotot	43516.9
Rahoitusvarallisuus	257906	Muut luotot	52416.9
		= Velat yhteensä	<b>220427</b>
		Nettovarallisuus	1054719
= Yhteensä	<b>1275146</b>	= Yhteensä	<b>1275146</b>



## Liite 2.

### Avoimen sektorin kasvutarve

Ulkomaisen nettovelkaantuneisuuden pitkäaikaisen tasapainon saavuttaminen edellyttää välttämättä, että avoin sektori on tarpeeksi suuri tuotamaan riittävästi vientiä. Kysymys kuuluukin: kuinka paljon avoimen sektorin kokonaistuotannon ja työllisyyden täytyy kasvaa, jotta vaihtotase olisi pysyvästi (ainakin) nolla?

Seuraavasta taulukosta ilmenee vaihtotaseen eri erien kehitys ja odotettu kehitys.

Taulukko A2. **Vaihtotaseen eri erät vuosina 1992–1994, mrd. mk**

	1992	1993E	1994E
Vienti	105.6	128	145
– Tuonti	<u>93.4</u>	<u>106</u>	<u>111</u>
= Kauppatase	= 12.2	= 22	= 34
+ Palvelutase	-6.5	-5	-2
+ Pääomakorvaukset, tulonsiirrot ja muut erät	<u>-28.5</u>	<u>-32</u>	<u>-29</u>
= <b>Vaihtotase</b>	= <b>-22.8</b>	= <b>-15</b>	= <b>+3</b>
(prosenttia BKT:sta)	(-4.6 %)	(-3 %)	(-0.3 %)

Lähde: ETLA

Tässä kohden täytyy mainita kaksi seikkaa. Ensinnäkin ennusteiden mukaan näyttäisi siltä, että vaihtotase olisi ylijäämäinen vuonna 1994 ja sen jälkeen. Toiseksi tehdasteollisuuden kapasiteetin käyttöasteluvut (ks. alla) näyttäisivät osoittavan, että yritykset pystyvät kasvattamaan vientiään käyttämällä vapaata kapasiteettia eli keinoa, jota tällä hetkellä vahvistaa kotimaisen kysynnän heikkous. Näyttää siltä, että kapasiteettia tarvitaan lisää vuoden 1994 jälkeen, jotta viennin kasvu jatkuisi melko nopeana.

Taulukko A3. **Tehdasteollisuuden kapasiteetin käyttöaste vuosina 1985–1994, %**

85	86	87	88	89	90	91	92	93E	94E
87	85	86	88	88	88	82	80	83	86

Huom: Luvut viittaavat kunkin vuoden kuuteen ensimmäiseen kuukauteen.

Lähde: Suomen Pankki.

Vaikuttaa siis siltä, että nykyisen kokoinen avoin sektori, jonka osuus arvonlisästä on 23.8 % ja työllisyydestä 27.1 %, riittää ylläpitämään vaihtotasetta ylijäämäisenä ainakin muutaman seuraavan vuoden (luvut ovat vuodelta 1991, ja ne ovat tuoreimmat käytettävissä olevat; lähde: Suomen Pankki).

Jos viennin pitäisi kuitenkin kasvaa vuoden 1994 jälkeen joko niin kuin tähän mennessä tai kuin on ennustettu – 9.1 % vuonna 1992 ja 12.5 % vuonna 1993 sekä 9.5 % vuonna 1994 – eli saman verran kuin vaihtotase näyttää kehittyvän ylijäämäiseksi, jos oletetaan, että muut erät ovat ennusteiden mukaiset – tai nopeammin, täytyy avoimen sektorin kasvaa. Tämä pitää erityisesti paikkansa, kun otetaan huomioon, että kotimainen kysyntä luultavasti vahvistuu keskipitkällä aikavälillä (vuoden 1994 jälkeen).

Avoimen sektorin kasvutarpeen määrittelyn taustaksi on ohessa tietoja vaihtotaseen kehityksestä ja avoimen sektorin koosta ja sen osuudesta bruttokansantuotteesta ja kokonaistyöllisyydestä erään ajanjakson aikana.

Taulukko A4. Suomen vaihtotase vuosina 1980–1993

Vuosi	Mrd. mk	% BKT:sta
1980	-5.2	-2.7
1981	-2.2	-1.0
1982	-4.7	-1.9
1983	-6.3	-2.3
1984	-0.2	-0.1
1985	-4.8	-1.4
1986	-3.6	-1.0
1987	-7.6	-1.9
1988	-11.3	-2.6
1989	-24.9	-5.0
1990	-26.5	-5.0
1991	-26.7	-5.3
1992	-22.8	-4.6
1993E	-14.1	-2.9

Lähde: Suomen Pankki.

Luvuista käy selvästi ilmi, että vaihtotase on ollut alijäämäinen koko 1980-luvun ajan, mikä on selvä merkki siitä, että avoin sektori on ollut ja on edelleen liian pieni.

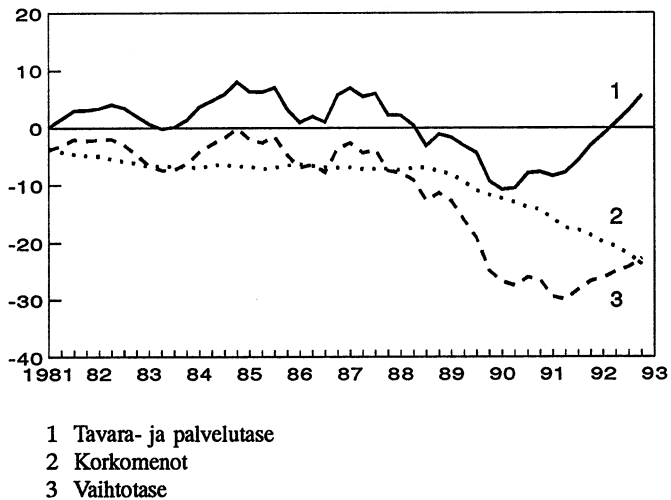
Taulukko A5. **Avoim sektori**

Vuosi	Osuus arvonnalisäyksestä, %	Osuus työllisyydestä, %
1980	32.6	32.0
1985	30.0	30.0
1988	28.9	28.3
1989	27.8	27.7
1990	26.0	27.3
1991	23.8	27.1

Lähteet: OECD ja Tilastokeskuksen luvut vuodelta 1991.

Taulukoiden A3, A4 ja A5 perusteella voidaan päätellä, että avoimen sektorin täytyisi kasvaa niin, että se työllistää ainakin 30 % työvoimasta (mikä tarkoittaa ainakin kolmen prosenttiyksikön tai ainakin 11 prosentin kasvua). Tämä on arvion mukaan se avoimen sektorin vähimmäiskoko, jonka vallitessa voidaan ylläpitää ei-alijäämäistä vaihtotasetta täystyöllisyyden vallitessa.

Kuvio A3. **Vaihtotaseen vaje, 12 kuukauden liukuva summa, mrd. mk**



## Liite 3.

### Vaihtoehtoisia laskelmia Suomen ulkomaanvelan kasvusta

Raportissa viitataan kahteen "optiseen harhaan", jotka liittyvät ulkomaisen nettovelan tavanomaiseen raportointitapaan (eli nimellisvelan ja varsinaisen nimellisen bruttokansantuotteen käyttöön), ja tässä liitteessä esitetään joitakin vaihtoehtoisia laskentatapoja. Tavanomaiseen tapaan lasketut tilastotiedot esitetään seuraavassa taulukossa.

**Taulukko A6. Suomen ulkomainen nettovelka vuosina 1989–1992, mrd. mk**

	1989	1990	1991	1992	1993E	Prosentti- muutos 1989–1993	Prosentti- muutos 1989–1992	Prosentti- muutos 1990–1992
Nimellinen ulko- mainen nettovelka	108	141	180	235	260	+140.7 %	+117.6 %	+66.7 %
Nimellinen BKT	497	526	504	491	481	—	—	—
Nimellinen ulko- mainen nettovelka/ Nimellinen BKT	21.7 %	26.8 %	35.7 %	47.9 %	54.0 %	+148.8 %	+120.7 %	+78.7 %

Lähde: Suomen Pankki.

Ensimmäisen "harhan" korjaamiseksi nimellisvelkaluvut deflatoidaan kauppapainotetulla valuuttakurssi-indeksillä. Tuloksena on seuraava taulukko.

**Taulukko A7. Suomen oikaistu ulkomainen velka**

	1989	1990	1991	1992	1993E	Prosentti- muutos 1989–1993	Prosentti- muutos 1989–1992	Prosentti- muutos 1990–1992
Oikaistu ulkomainen nettovelka	147	194	238	270	260	+76.9 %	+83.7 %	+39.2 %

Huom. Kauppapainotettu valuuttakurssi-indeksisarja: 73.4 (1989), 72.6 (1990), 75.7 (1991), 86.9 (1992) ja 100 (huhtikuu 1993). Lähteet: Suomen Pankki ja omat laskelmat.

Näiden laskelmien taustalla on ajatus, että nimellisvelan kasvu johtuu osittain markan arvon heikkenemisestä. Kun velkaluvut oikaistaan valuuttakurssivaikutuksella, saadaan parempi kuva talouden "reaalisen" velkataakan kehityksestä.

Moodyn<sup>4</sup> nykyiset Suomen ulkomaanvelkaa koskevat luvut dollareina:

Taulukko A8. Suomen ulkomainen nettovelka 1989–1992, mrd. doll.

1989	49	
1990	67	
1991	73	Prosenttimuutos 1989–1992: +51 %
1992	74	Prosenttimuutos 1990–1992: +10 %

Luvut vahvistavat näkemystä, että vaikka Suomen "reaalinen" velka- taakka onkin kasvanut, se on kasvanut paljon vähemmän kuin tavan- omaiseen tapaan käytettyjen nimellisten markkalukujen perusteella voisi päätellä.

Toisen "harhan" korjaamiseksi on ymmärrettävä, että velan ja bruttokansantuotteen suhteen raju kasvu voidaan selittää viime vuosien talouden taantumasta johtuvan bruttokansantuotteen huomattavan supis- tumisen avulla. Sen vaikutuksen kompensoimiseksi lasketaan "brutto- kansantuotteen trendikasvun mukaisen" arvon. Se tarkoittaa seuraavaa: aloitetaan vuoden 1987 nimellisestä bruttokansantuotteesta (392 mil- jardia markkaa) ja lasketaan vuosien 1988–1993 nimellisen brutto- kansantuotteen luvut kahden erilaisen keskimääräistä vuoden 1987 jäl- keistä bruttokansantuotteen reaalikasvua koskevan oletuksen pe- rusteella.<sup>5</sup> "Bruttokansantuotteen trendikasvun mukaisen" arvon laske- minen kutakin vuotta varten perustuu siihen ajatukseen, että brutto-

<sup>4</sup> Moody's Investor Service, "Moody's Sovereign Credit Report, Finland, May 1993"

<sup>5</sup> Ensimmäinen laskelmissa käytetty reaalikasvuluku on 2.5 % vuodessa. Tämä on ETLAn (raportti 2/1993) keskimääräisen reaalikasvun ennuste vuosiksi 1993–1997. Toinen reaali- kasvuluku on 1.5 % vuodessa. Tämä luku on vuosittainen keskimääräinen kasvuvauhti, joka tuottaa saman reaali bruttokansantuotteen vuonna 1997 kuin Suomen valtiovarain- ministeriön raportissa "Economic Policy and Prospects in Finland 1993–1997" on arvioi- tu. Näihin kunkin vuoden reaalikasvulukuihin lisätään varsinainen implisiittinen BKT-def- laattori (inflaation mitta) ja saatuja lukuja kutsutaan **nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun** mukaiseksi arvoksi, koska oletetaan, että pohjalla oleva reaalikasvuvauhti noudattaa kasvutrendiä kussakin tapauksessa. BKT-deflaattori oli + 6.9 % (1988), + 6.8 % (1989), + 5.5 % (1990), + 2.3 % (1991), + 2.0 (1992) ja + 2.8 % (1993E). Lähde: OECD.

kansantuotteen pieneneminen on aiheutunut taantumasta, ja tarkistetut luvut antavat kuvan velan ja bruttokansantuotteen suhteen kehityksestä "normaalioloissa".<sup>6</sup>

Taulukko A9. **Nimellinen bruttokansantuote ja nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun mukainen arvo vuosina 1989–1992, miljardia markkaa**

	1989	1990	1991	1992	1993E
Nimellinen brutto-kansantuote	497	526	504	490	480
Nimellisen brutto-kansantuotteen trendikasvun mukainen arvo (2.5 % vuodessa)	468	506	530	554	583
Nimellisen brutto-kansantuotteen trendikasvun mukainen arvo (1.5 % vuodessa)	460	492	511	528	551

Lähde: Suomen Pankki ja omat laskelmat.

Kolmannessa vaiheessa lasketaan tarkistetut suhteet, jotka esitetään seuraavissa taulukoissa.

<sup>6</sup> Esimerkkinä laskelmista voidaan katsoa vuoden 1989 nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun mukaista arvoa olettaen, että reaalisen bruttokansantuotteen trendikasvu on vuosittain 3.4 %. Aloitetaan vuoden 1987 nimellisestä bruttokansantuotteesta (391 597 markkaa) ja kerrotaan sen  $(1+0.034+0.069)$ :llä, jolloin saadaan vuoden 1988 nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun mukaiseksi arvoksi = 431 931. Vuoden 1989 luku saadaan kertomalla 431 931  $(1+0.034+0.068)$ :lla = 475 989.

**Taulukko A10. Nimellisen ulkomaisen nettovelan suhde nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun mukaiseen arvoon vuosina 1989–1993**

	1989	1990	1991	1992	1993	Prosentti- muutos 1989–1993	Prosentti- muutos 1989–1992	Prosentti- muutos 1990–1992
Nimellinen ulko- mainen nettovelka/ nimellisen brutto- kansantuotteen trendikasvun mukai- nen arvo (2.5 %)	23.1 %	27.9 %	34.0 %	42.4 %	44.6 %	+93.1 %	+83.5 %	+52.0 %
Nimellinen ulko- mainen nettovelka/ nimellisen brutto- kansantuotteen trendikasvun mukai- nen arvo (1.5 %)	23.5 %	28.7 %	35.2 %	44.5 %	47.2 %	+100.9 %	+89.4 %	+55.0 %

**Taulukko A11. Oikaistun ulkomaisen nettovelan ja nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun mukaisen arvon suhteet vuosina 1989–1993**

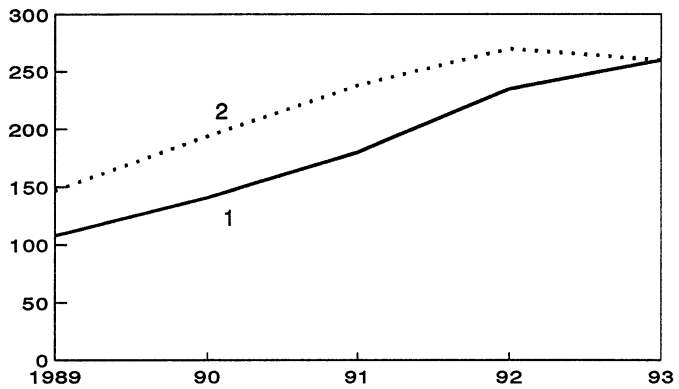
	1989	1990	1991	1992	1993E	Prosentti- muutos 1989–1993	Prosentti- muutos 1989–1992	Prosentti- muutos 1990–1992
Oikaistun ulko- maisen nettovelan suhde nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun mukai- seen arvoon (2.5 %)	31.4 %	38.4 %	44.9 %	48.8 %	44.6 %	+42.0 %	+55.4 %	+27.1 %
Oikaistun ulko- maisen nettovelan suhde nimellisen bruttokansantuotteen trendikasvun mukai- seen arvoon (1.5 %)	32.0 %	39.4 %	46.6 %	51.1 %	47.2 %	+47.5 %	+59.7 %	+29.7 %
Oikaistu ulkomainen nettovelka / nimellinen BKT	29.6 %	36.9 %	47.3 %	55.0 %	54.0 %	+82.4 %	+85.8 %	+49.1 %

Mielenkiintoisia eivät ole niinkään itse luvut vaan suhteiden prosentti-  
muutokset ajan mittaan.

Lopuksi esitetään muutamia käyriä.

Kuvio A4.

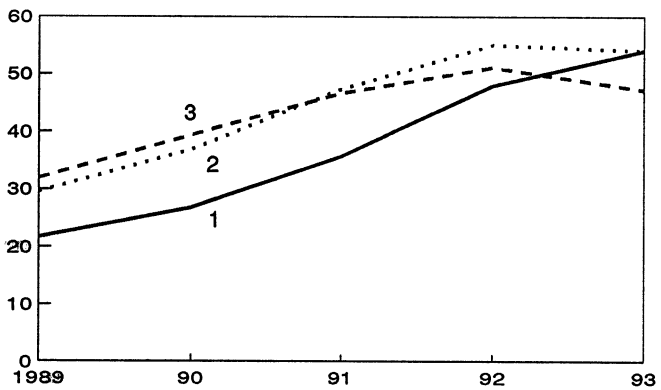
**Nimellinen ja oikaistu ulkomainen nettovelka, mrd. mk**



- 1 Nimellinen ulkomainen nettovelka
- 2 Oikaistu ulkomainen nettovelka

Kuvio A5.

**Ulkomainen nettovelka / BKT-suhde, %**



- 1 Nimellinen ulkomainen nettovelka / nimellinen BKT
- 2 Oikaistu ulkomainen nettovelka / nimellinen BKT
- 3 Oikaistu ulkomainen nettovelka / nimellisen BKT:n trendikasvun mukainen arvo (1.5 %)

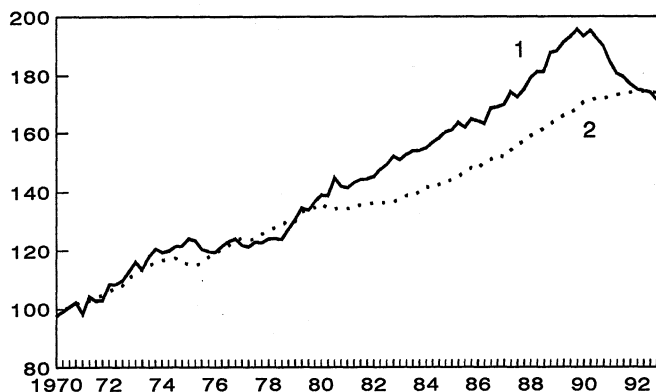


# Liite 4.

## Taustatietoja

Kuvio A6.

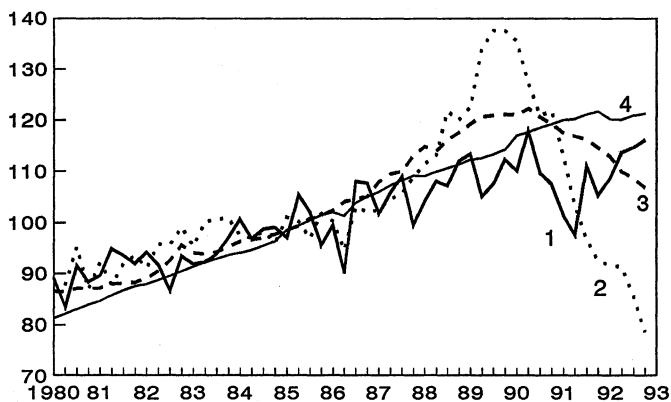
**Bruttokansantuote**



- 1 Suomi
- 2 Euroopan OECD-maat

Kuvio A7.

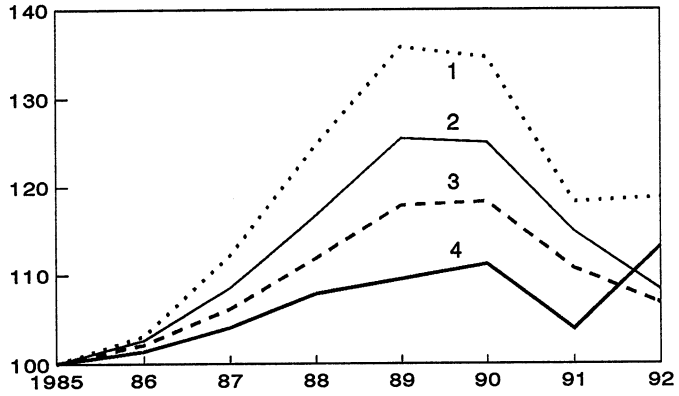
**Kysyntäerät 1980–1992**



- 1 Vienti
- 2 Kiinteät investoinnit
- 3 Yksityinen kulutus
- 4 Julkinen kulutus

Kuvio A8.

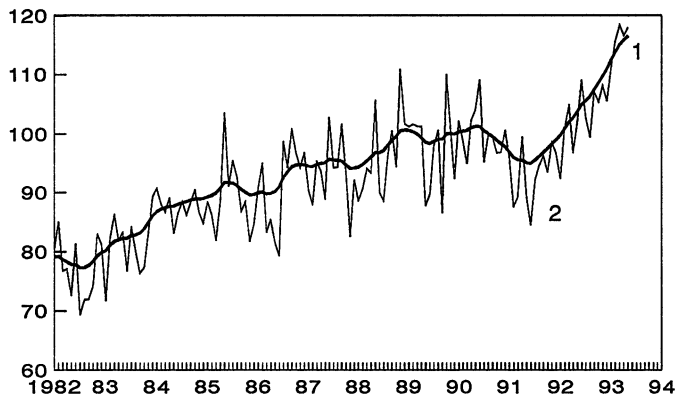
**Tärkeimmät kysyntäerät**



- 1 Tuonti
- 2 Kotimainen kysyntä
- 3 BKT
- 4 Vienti

Kuvio A9.

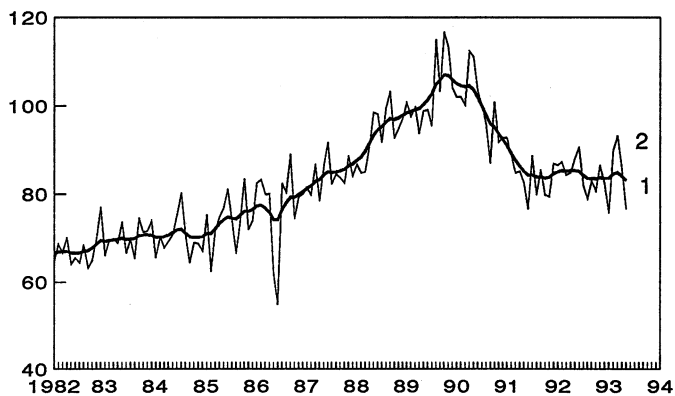
**Tavaravienti, määrän ind. 1990 = 100**



- 1 Trendi
- 2 Kuukausittain (kausivaihtelusta puhdistettu)

Kuvio A10.

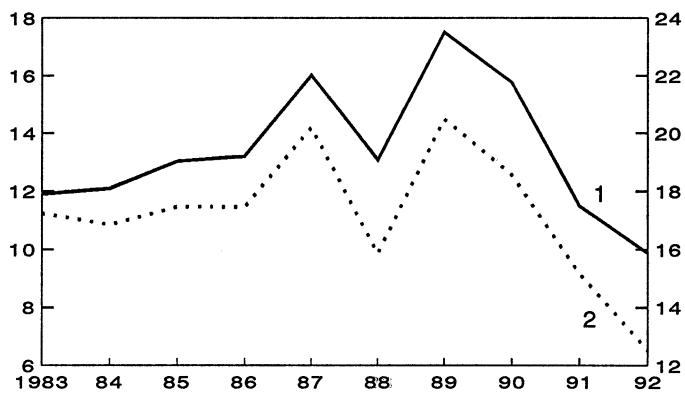
**Tavaroiden tuonti, määrän ind. 1990 = 100**



- 1 Trendi
- 2 Kuukausittain (kausivaihtelusta puhdistettu)

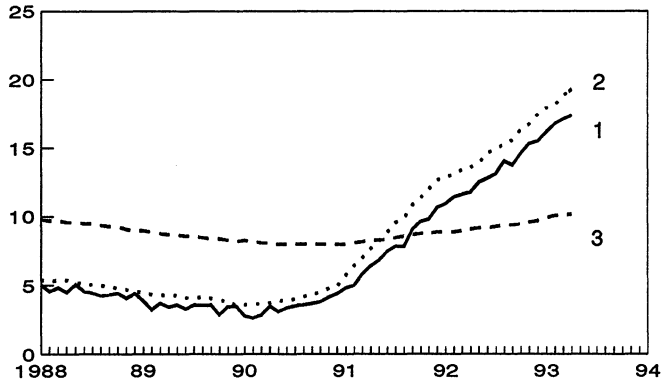
Kuvio A11.

**Tehdasteollisuuden investoinnit, mrd. mk**



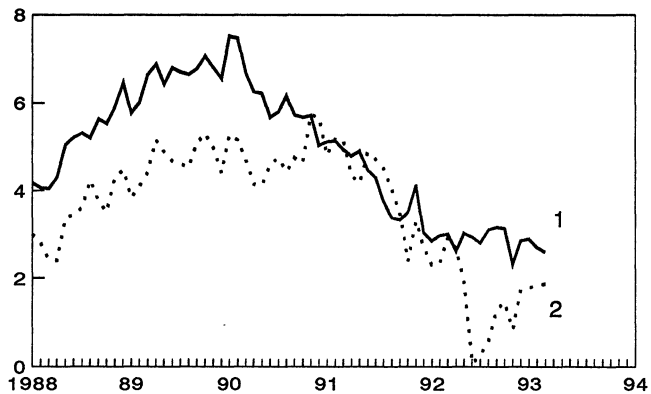
- 1 Investoinnit vuoden 1985 hinnoin
- 2 Investointien suhde arvonlisäykseen (oikea asteikko)

Kuvio A12. Työttömyysaste (kausivaihtelusta puhdistettu)



- 1 Tilastokeskuksen mukaan
- 2 Työministeriön mukaan
- 3 EY-maat

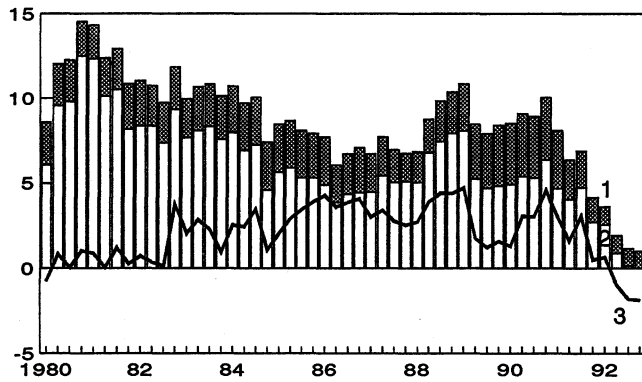
Kuvio A13. Inflaatio, %



- 1 Kuluttajahintojen 12 kuukauden prosenttimuutos
- 2 Pohjaininflaatioindikaattori  
(Kuluttajahintaindeksin muutos; indeksistä on poistettu välillisten verojen ja omistusasunnoista aiheutuvien pääomakustannusten vaikutus eli lainojen korot ja poistot.)

Kuvio A14.

**Tulot, muutos edellisen vuoden vastaavasta neljänneksestä, %**



- 1 Palkkaliukuma
- 2 Sopimuspalkat
- 3 Reaalipalkat

## Kirjoittajat

**Christian Bordes** on Ranskan kansalainen ja syntynyt vuonna 1946. Hän on toiminut kansantaloustieteen professorina vuodesta 1973 lähtien, Bordeaux'n yliopistossa vuodesta 1991 lähtien. Kansantaloustieteen tohtorin tutkinnon hän suoritti Poitiersin yliopistossa vuonna 1972. Bordes on toiminut myös Ranskan keskuspankin ekonometrisen tutkimusyksikön neuvonantajana vuosina 1987–1990, ja nykyisin hän on jäsenenä keskuspankin tieteellisessä neuvostossa sekä taloudellisten ja rahapoliittisten julkaisujen toimitusneuvostossa. Samoin hän on ollut jäsenenä useissa Ranskan talouspolitiikkaa suunnittelevissa valiokunnissa. Hän on myös jatkuvasti toiminut asiantuntija-avustajana useissa tieteellisissä aikakausjulkaisuissa. Christian Bordesin tutkimustoiminta ulottuu makrotaloustieteen koko alueelle ja sisältää mm. rahapolitiikan teoriaa ja sen empiirisiä sovellutuksia sekä rahoitusjärjestelmiä ja rahoitusmarkkinoiden vapauttamista koskevia tutkimuksia. Viime aikoina hän on selvittänyt myös integraatioon ja erityisesti Euroopan valuuttajärjestelmän toimivuuteen sekä Euroopan rahaunionin onnistumisen edellytyksiin liittyviä kysymyksiä. Näistä aihepiireistä Bordes on kirjoittanut useita kirjoja ja lukuisia artikkeleita kansainvälisiin aikakauskirjoihin ja kokoomateoksiin.

**David Currie** on Ison-Britannian kansalainen ja syntynyt vuonna 1946. Hän on kansantaloustieteen professori (1981 alkaen ensin Queen Mary Collegessa Lontoossa ja sitten 1988 lähtien London Business Schoolissa) ja toimii nykyisen London Business Schoolin vararehtorina (1992 alkaen) sekä taloudellisen ennustelaitoksen johtajana (1988 alkaen). Kansantaloustieteen tohtoriksi hän valmistui Lontoon yliopistosta vuonna 1978. Ennen nykyisiä toimiaan Currie työskenteli erilaisissa opetus- ja tutkimustehtävissä Lontoon yliopistossa sekä tutkimuslaitoksissa Centre for Economic Policy Research ja National Institute for Economic and Social Research. Hän on niin ikään työskennellyt vierailevana tutkijana Kansainvälisessä valuuttarahastossa, Englannin keskuspankissa sekä Manchesterin ja Cambridgen yliopistoissa. Lisäksi hän on toiminut erilaisissa toimitus- ja konsultointitehtävissä sekä lukuisissa asiantuntijaryhmissä ja säätiöissä. Currien tutkimukset ovat koskeneet lähinnä talouspolitiikan suunnittelua, uskottavuutta ja kansainvälistä koordinoitua, Euroopan rahataloudellista integraatiota sekä teollisuus- ja kehitysmaiden välisiä makrotaloudellisia vuorovaikutussuhteita. Hän on osallistunut aktiivisesti sekä Englannin että kansainvälisen talouden ennusteiden laadintaan. David Currien kirjallinen toi-

minta käsittää useita julkaisuja ja kymmeniä kansainvälisiä aikakauslehti- ja kokoomateosartikkeleita.

**Hans Tson Söderström** on Ruotsin kansalainen ja syntynyt vuonna 1945. Hän toimii tutkimuslaitoksen SNS – Studieförbundet Näringsliv och Samhälle toimitusjohtajana (1985 alkaen) ja Tukholman kauppakorkeakoulussa makrotaloudellisen analyysin ja politiikan apulaisprofessorina (1992 alkaen). Söderström väitteli kauppatieteiden tohtoriksi Tukholman kauppakorkeakoulussa vuonna 1974. Hän on aikaisemmin työskennellyt erilaisissa tutkimustehtävissä Tukholman kauppakorkeakoulussa ja Tukholman yliopiston kansainvälisen taloustutkimuksen laitoksessa sekä myös vierailevana tutkijana Princetonin ja Stanfordin yliopistoissa ja Yhdysvaltain liittovaltion keskuspankissa. Sivutoimisia asiantuntija- ja luottamustehtäviä Söderströmillä on ollut runsaasti sekä tieteen, talouspolitiikan että elinkeinoelämän piirissä. Tutkimustyössään Söderström on selvittänyt lähinnä tuotantoon ja tuottavuuteen, työmarkkinoihin ja palkanmuodostukseen sekä stabilisaatiopolitiikkaan liittyviä kysymyksiä. Näistä aihepiireistä hän on kirjoittanut useita artikkeleita kansainvälisiin aikakauslehtiin ja kokoomateoksiin. 1970-luvulta lähtien hän on osallistunut erittäin aktiivisesti Ruotsin talouspoliittiseen keskusteluun. SNS:n talouspoliittisen ryhmän (Konjunkturrådet) puheenjohtajana hän on vuodesta 1985 lähtien vastannut laitoksen vuosikatsauksista, jotka käsittelevät Ruotsin taloudellista kehitystä ja talouspolitiikkaa.







# Suomen Pankin julkaisuja

Sarja C (ISSN 0781-4429)

(Ulkopuolisten tutkijoiden erityistutkimuksia  
n:ot 1–6 ISSN 0081-9492)

- C:1 **Euroopan talousyhteisön perustamissopimus.** 1962. 159 s.
- C:2 Torgny Lindgren **"Til Finska Allmogens mera trygghet"**. En studie kring finska språket på Rikets Ständers Banks sedlar. 1963. 72 s.  
Suomenkielinen laitos: **"Suomen Yhteisen-Cansan suuremmaxi vacuudexi"**.  
**Tutkielma Valtakunnan Säätyjen Pankin seteleissä käytetystä suomen kielestä.** 1963. 72 s.
- C:3 Nils Meinander **Penningpolitik under etthundrafetio år.** Finlands Bank 1811–1961. 1963. 156 s.  
Suomenkielinen laitos: **Sataviisikymmentä vuotta rahapolitiikkaa.** Suomen Pankki 1811–1961. 1964. 145 s.
- C:4 Erik Dahmén **Ekonomisk utveckling och ekonomisk politik i Finland.** En undersökning av åren 1949–1962 samt några framtidsperspektiv. 1963. 202 s.  
Suomenkielinen laitos: **Suomen taloudellinen kehitys ja talouspolitiikka.**  
Vuodet 1949–1962 sekä tulevaisuuden näkymiä. 1963. 188 s.
- C:5 Lauri Heikinheimo – Kullervo Kuusela – Sampsa Sivonen **Metsätalouden hinta-, kustannus- ja kannattavuusarvio.** 1967. 70 s.
- C:6 **Euroopan talousyhteisö.** 1969. 82 + 164 s.
- C:7 Erik Dahmén **Ekonomi i omvandling.** Utländska och finländska erfarenheter. 1984. 209 s. ISBN 951-686-094-X.  
Suomenkielinen laitos: **Taloudellinen kehitys ja muutospaineet.** Kokemuksia Suomesta ja muualta. 1984. 176 s. ISBN 951-686-095-8.
- C:8 Homa Motamen-Scobie – Christian C. Starck (toim.) **Economic Policy Coordination in an Integrating Europe.** 1992. 244 s. ISBN 951-686-333-7.
- C:9 Christian Bordes – David Currie – Hans Tson Söderström **Three Assessments of Finland's Economic Crisis and Economic Policy.** 1993. 224 s. ISBN 951-686-375-2.  
Suomenkielinen laitos: **Kolme arviota Suomen talouskriisistä ja talouspolitiikasta.** 1993. 224 s. ISBN 951-686-376-0.



PAINATUSKESKUS OY  
Helsinki 1993

ISBN 951-686-376-0  
ISSN 0781-4429