

# Kansallisesta säännöstelystä Euroopan talous- ja rahaliittoon<sup>1</sup>

15.11.2010

Suomen Pankin rahapolitiikan toimintaympäristö muuttui syvällisesti menneen vuosisadan viimeisinä vuosikymmeninä. Sodan jälkeen niin Suomessa kuin yleensä Euroopassa sääntely oli laajaa monilla talouselämän alueilla. Erityisen vahvasti säännösteltiin rahoitus- ja valuuttamarkkinoita.

Joissakin maissa markkinoiden vapauttamisessa oli kuitenkin edetty pitkälle jo 1970-luvulla. Lopullisesti markkinat oli liberalisoitu kaikkialla Länsi-Euroopassa 1980-luvulla. Säännöstelyn perusteet ja kyky kansalliseen säännöstelyyn murtuivat hiljalleen. Usko säännöstelyn etuihin ja mahdollisuuksiin heikkeni, ja samalla epäilykset vapaiden markkinoiden epävakaudesta vähenivät. Muutokseen vaikuttivat erityisesti talouksien kansainvälistyminen sekä talous- ja rahaliiton valmistelu.

## Säännöstely 1970-luvulla

Suomen talous oli varsin kansallinen vielä 1970-luvulla. Yritykset olivat kotimaisessa omistuksessa ja toimivat lähes kokonaan kotimaassa. Ulkomaankauppa oli kuitenkin valtaosin vapaata ja laajaa, joten Suomi oli avoin kansantalous. Metsäteollisuuden painottuneen viennin melko voimakas yksipuolisuus aiheutti epävakautta. Talous kasvoi 1970-luvun

Vuosituhaten viimeisellä vuosikymmenellä Eurooppa koki syvällisiä poliittistaloudellisia muutoksia. 1990-luvun alussa itäisen Euroopan valtiojohtoinen talousjärjestelmä sortui, ja sosialistiset maat siirtyivät osin lähes kaaoksen kautta markkinatalouteen. Länsi-Eurooppa integroitui, ja vuonna 1999 yksitoista maata muodosti talous- ja rahaliiton.

Suomen talouskehitykseen ja rahoitusmarkkinoihin näillä muutoksilla oli erityisen suuria vaikutuksia. Suomen 1990-luvun alkuvuosia leimasi odottamaton ja Euroopan oloissa poikkeuksellisen syvä talouslama. Siitä kuitenkin toivuttiin varsin hyvin vuosikymmenen loppupuolella, joten talous- ja rahaliittoon voitiin valmistautua vakaan talouskehityksen oloissa.

alussa ja lopussa nopeasti, mutta joutui syvään lamaan vuosikymmenen puolivälin jälkeen. Vuonna 1973 alkanut öljykriisi nopeutti Suomen inflaation lähes 20 prosenttiin, ja vuosikymmentä leimasi keskimäärin 10 prosentin vauhtia laukannut inflaatio.

Rahoituksellisesti Suomen talous oli suljettu kansainvälisiltä markkinoilta. Ulkomaiset pääomanliikkeet olivat Suomen Pankin säännöstelemiä. Yli vuoden mittaiset yksittäiset rahoitustoimet vaativat keskuspankin luvan. Lyhytaikainen kaupan rahoitus sallittiin vapaasti yleislupien pohjalta



Tapio Korhonen

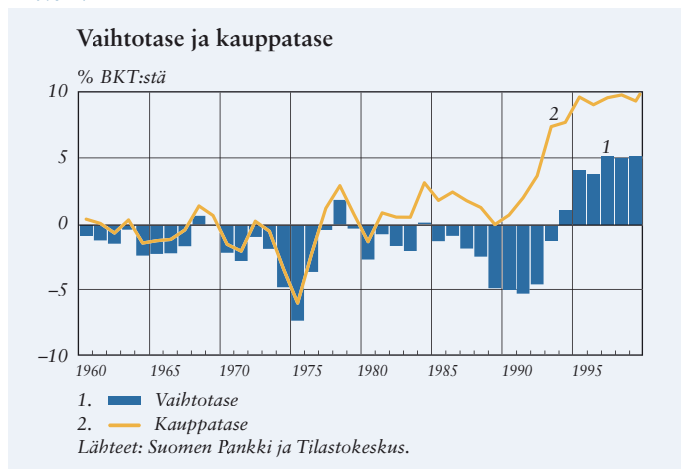
*Kirjoittaja on rahapolitiikka- ja tutkimusosastolta eläkkeelle jäänyt neuvonantaja.*

<sup>1</sup> Artikkelin perustuu kirjoittajan lähiaikoina ilmestyneeseen Suomen Pankin yleistajuiset selvitykset -sarjan julkaisuihin Säännöstelystä markkinoille ja Talouskriisistä rahaliittoon. Artikkelissa esitetyt näkemykset ovat kirjoittajan omia, eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

yleensä 3–6 kuukauden rajoissa normaalien rahoituskäytäntöjen mukaisena. Kaupallisesta taustasta erilliset ulkomaiset rahoitustoimet, kuten talletukset ja muut sijoitukset, olivat melko kattavasti kiellettyjä.

Yritysten ulkomaiset sijoitukset olivat säännöstelyaikana vähäisiä. Rahoituksen ylikysynnän vuoksi säännöstely kohdistuikin lähinnä pääoman tuontiin. Yleensä lupia hakeneet yritykset saattoivat kattaa tasapuolisesti osan investoinneistaan ulkomaisella luotolla. Kireän säännöstelyn kaudella 1970-luvun jälkipuolella sovellettiin välineenä ns. rahoitusbudjettia, jossa vaihtotaseen vajeen rajaamiseksi pääoman nettotuonti ja Suomen Pankin koti- ja ulkomainen nettoasema kiinnitettiin. Ylisuuren, 7 prosenttiin BKT:stä kasvaneen vajeen leikkaaminen syvensi lamaa mutta myös taittoi nopean ulkomaisen velkaantumisen (kuvio 1). Maan ulkomainen velka vakaantui vuosikymmeneksi 15–20 prosenttiin BKT:stä.

Kuvin 1.



Suomen markan valuuttakurssi oli poliittisesti ohjattu, periaatteessa kiinteä kurssi. Kansainvälinen dollari-pohjainen Bretton Woods -järjestelmä sortui vuonna 1971, ja Suomi siirtyi pian markan kelluntaan. Käytännössä markka sidottiin melko kiinteästi kauppapainoiseen valuuttaindeksiin. Indeksii ja sen vaihtelurajat vakiinnutettiin rahalakiin vuonna 1977. Eri aikoina vaihtelualue oli joko 4,5 % tai 6 %. Öljykriisiä seuranneen inflaation vietyä Suomen hintakilpailukyvyyn markkaa heikennettiin 1970-luvun lopulla lähes 20 %, mutta vuosikymmenen vaihteessa sitä myös vahvistettiin. Markka oli devalvoitu sodan jälkeen nopean kustannuskehityksen vuoksi noin 10 vuoden välein. Devalvointia jatkettiin vuonna 1982.

Valuutansäännöstelyllä kyettiin vielä 1970-luvulla turvaamaan erillinen kotimainen rahoituskehitys ja itsenäinen rahapolitiikka. Suomen rahoitusmarkkinat olivat suppeat ja pankki-keskeiset. Tosin markkinat toimivat vain rajoitetusti, sillä korko ei ensisijaisesti ohjannut rahoitusta. Järjestelmä perustui poliittisesti päätettyyn peruskorkoon, johon talletusten ja luottojen korot oli sidottu. Järjestelmä oli siten vaihtuvakorkoinen, tosin rajallisesti, koska peruskorko pidettiin matalana. Peruskorko reagoi heikosti inflaatioon, ja reaalikorot pysyivät 1970-luvulla yleensä selvästi negatiivisina.

Markkinoilla korostui asiakasuskollisuus, ja sen myötä kehittyi eräänlainen rahoituksen vaihtokauppa. Luoton saannin ehtona oli yleisesti

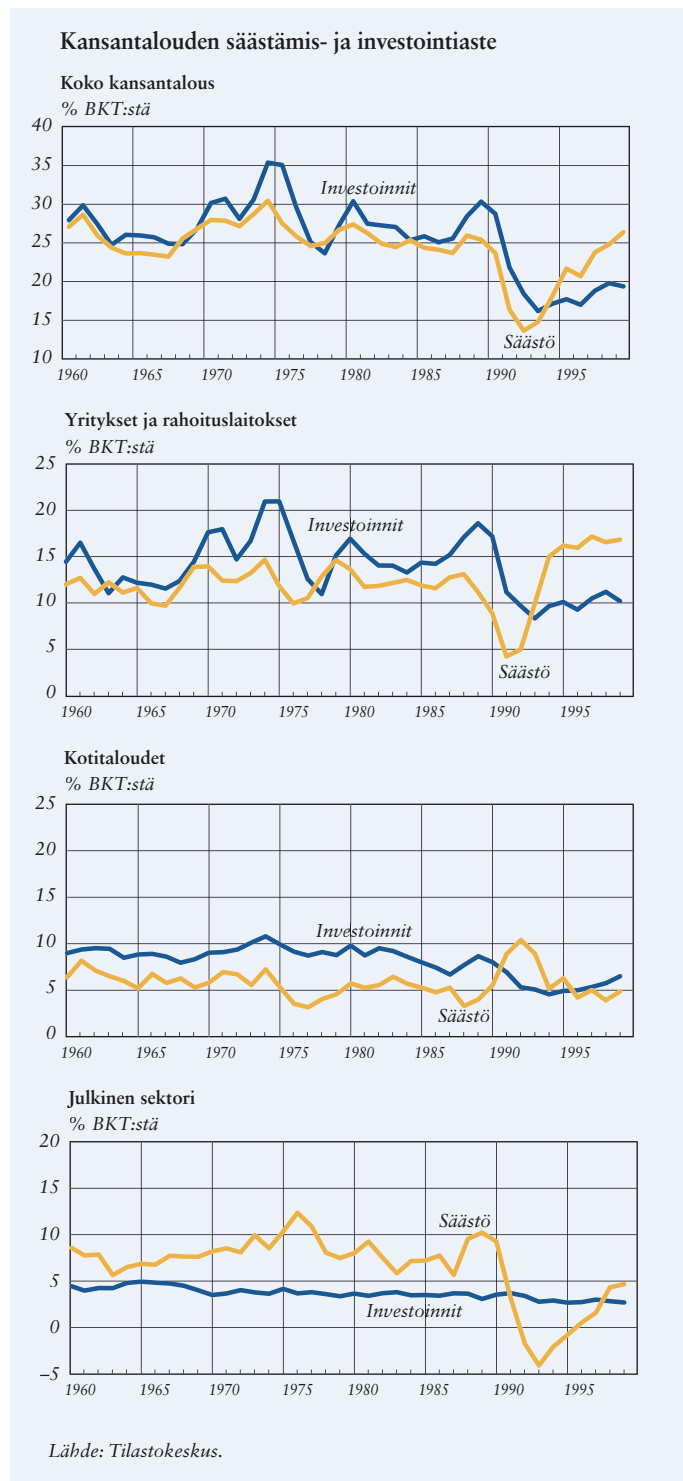
etukäteissästäminen – tätä Suomen Pankkikin usein korosti antamissaan luottopoliittisissa ohjeissa – ja toisaalta inflaatiosta kärsinyt säästäjä edellytti korvaukseksi luoton saantia. Yritykset vaativat luottoa vastineena pankkipalveluiden käytöstä ja vakuutus sopimuksista.

Tällainen rahoitusjärjestelmä syntyi säännöstelyn, matalan koron, inflaation ja verotuksen vaikutuksesta. Suomen rahoitusrakenteisiin syntyi mm. se kansainvälisesti katsoen erikoinen piirre, että yrityssektori pysyi raskaasti alijäämäisenä, kun taas julkinen talous oli ylijäämäinen (kuvio 2). Valtion bruttovelka säilyi vähäisenä, vain 5–10 prosentissa BKT:stä. Valtio sijoitti ylijäämää yrityksiinsä ja asuntotuotantoon. Inflaation vuoksi yritystenkin velka pysyi kohtuullisena. Investointiaste oli Suomessa kansainvälisesti korkea, neljännes tai jopa kolmannes BKT:stä.

Eri sektoreissa myös säästettiin paljon, mutta se ei riittänyt investointien rahoitukseen. Säännöstelty rahoitusjärjestelmä tuki tehottomuudettaan huolimatta Suomen varsin nopeaa talouskasvua.

Säännöstelykaudella Suomen Pankilla ei ollut johdonmukaista rahapolitiikan strategiaa. Kiinteä kurssi rajoitti periaatteessa rahapolitiikkaa, mutta koska kurssi ei pysynyt kiinteänä, rahapolitiikan tavoite vaihteli. Korostettiin vaihtelevasti kasvua, maksutaseen tasapainoa, maan maksuvalmiutta ja muitakin muuttujia. Hintavakautta ei erityisesti korostet-

Kuvio 2.



*Säännöstelyssä rahoitusjärjestelmässä rahoitus ei mennyt tehokkaimpiin kohteisiin.*

tu. Inflaation katsottiin riippuvan tulopoliitikasta. Suomessa tehtiin laajoja tulopoliittisia kokonaisratkaisuja, joihin välillä liitettiin myös korkotaso koskevia sitoumuksia.

Rahapolitiikassa painotettiin välitavoitteena rahoituksen määrällistä kehityksen rajaamista ilman, että asetettiin prosenttimääräisiä luottojen kasvurajoja. Suomen Pankki sääteli rahoituksen laajenemista pankkien ”sakotusjärjestelmällä”. Järjestelmän edellytyksenä olivat verotukseen perustuva talletusten peruskorkosidonnaisuus ja Suomen Pankin asettama pankkien luottojen keskikorko. Koska pankkien korkomarginaali oli näin pääosin rajattu, Suomen Pankki saattoi keskuspankkivelan kustannuksia säädellen liian nopeasti kasvavien pankkien tulosta. Tämä tehtiin asettamalla keskuspankista nostetulle lisärahoitukselle asteittain nouseva marginaalikorko, ”sakko-korko”. Se liikkui kireän politiikan vaiheissa usein 20–25 prosentissa.

Tässä järjestelmässä Suomen Pankin taseella oli keskeinen merkitys, koska pankkien keskuspankkivelan määrä määräytyi siinä. Eniten pankkien asemaan vaikutti valuuttavarannon kehitys. Jonkin verran rahapoliittista merkitystä oli myös Suomen Pankkiin ajoittain jäädytetyillä erilaisilla valtion ja yleisön talletuksilla sekä Suomen Pankin erityisillä luottojärjestelmillä. Setelistö ja Suomen Pankin oma pääoma kehittivät vakaasti, eikä niillä ollut rahapoliittista merkitystä.

Säännöstelyyn rahoitusjärjestelmään liittyi vakavia heikkouksia. Rahoitus ei yleisesti mennyt tehokkaimpiin kohteisiin. Edellä mainittu pankkien ja niiden asiakkaiden välinen vaihtokauppa jarrutti rahoituksen tukkumarkkinoiden kehitystä. Epäterve piirre oli pankkien mahdollisuus välttää luottotappiot hyödyntämällä ongelmaluottojen nollakorkoisuutta. Keskikorkosäätelyn myötä pankki saattoi asettaa ongelmaluoton korottomaksi ja periä vastaavan koron muilta velallisilta. Näin inflaatiotaloudessa velallinen pääsi nopeasti velkaongelmastaan.

Säännöstelyjärjestelmä oli pankkien kannalta turvallinen. Pankkien konttoriverkosto ja työntekijöiden määrä paisuivatkin suppeista markkinoista ja Suomen Pankin rajoitusyrityksistä huolimatta Suomessa suhteettoman suuriksi.

Säännöstelykauden erikoisuuksiin kuului Suomen ja Neuvostoliiton kaupassa 1990-luvun alkuun saakka sovellettu clearingjärjestelmä. Siinä ulkomaankaupan maksut hoidettiin Suomen Pankin kautta. Koska maksut eivät pysyneet tavoitteen mukaisesti lähellä tasapainoa erityisesti öljyn hinnan nousuvaiheissa, clearingtilin kehitys heilutteli pankkien maksuvalmiutta. Epävakaas lisääntyi, kun Neuvostoliitto alkoi maksaa clearingtilin kautta ennakkomaksuja. Tosi-asiassa Suomen Pankki maksoi markoilla yrityksille nämä lähinnä laiva-kauppojen ennakot. Luodun löysän rahoituksen tilapäinen sijoittaminen

myötävaikutti rahamarkkinoiden syntyyn Suomessa.

### **Valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen**

Euroopan rahoitusmarkkinoiden vapauttamisessa merkittävä askel oli Ison-Britannian valuutansäännöstelyn poistaminen ”yhdessä yössä” vuonna 1979. Yleensä maat kuitenkin vapauttivat markkinoitaan asteittain ja toisiaan seurailen. Suomessa elettiin 1980-luvun alkaessa vielä täysin säännöstelyn tunnelmissa. Rahoitusmarkkinoiden vapauttamisessa Suomi eteni Euroopan keskitasoa hitaammin, hiukan muiden Pohjoismaiden jäljessä, mutta nopeammin kuin Etelä-Euroopan maat.

Suomessa liberalisointi alkoi valuuttatermiinisopimusten hinnoittelun ja katteen vapauttamisesta keväällä 1980. Termiinisopimuksilla valuuttaa ostetaan tai myydään sopimushetkellä sovitavaan kurssiin, mutta vaihto toteutuu vasta (yleensä kuukausien kuluttua) tulevaisuudessa. Ratkaisussa painotettiin pikemminkin kurssisuojausta ja markkinoiden kehittämistä kuin pääomanliikkeiden vapauttamista. Vapaus koski vain hyväksytyjen valuuttatoimien suojausta. Pankit ja yritykset saattoivat hinnoitella termiinisopimukset vapaasti, ja pankit saivat samalla oikeuden (ja velvollisuudenkin) katkaa kurssiriskit ulkomaisella rahoituksella. Ratkaisu koettiin rahapolitiikan kannalta vähäiseksi, ja niin se alkuvuosina olikin. Kuitenkin mark-

kinoiden kehittyessä valuuttatermiinien ja niiden katteen likviditeettivaikutusten merkitys kasvoi nopeasti.

Termiinisopimusten hinnoittelu oli ongelmallista, koska Suomessa ei ollut toimivia rahamarkkinoita eripuisine korkoineen. Termiinikurssihan poikkeaa avistakurssista valuuttojen korkoeron verran. Hinnoittelu vaati markkinakorkojen syntyminen. Termiinisopimusten yleistyminen vaikutikin pääomanliikkeiden ohella korkojärjestelmän kehittämiseen.

Jo vuonna 1975 Suomen Pankki oli luonut keskuspankkirahoitusta varten päiväluottomarkkinat. Niiden korko oli yhden päivän korko, eikä tämän koron vaikutus välittynyt sellaisenaan markkinoille, mutta päivämarkkinat olivat merkittävä periaatteellinen askel rahamarkkinoiden kehityksessä.

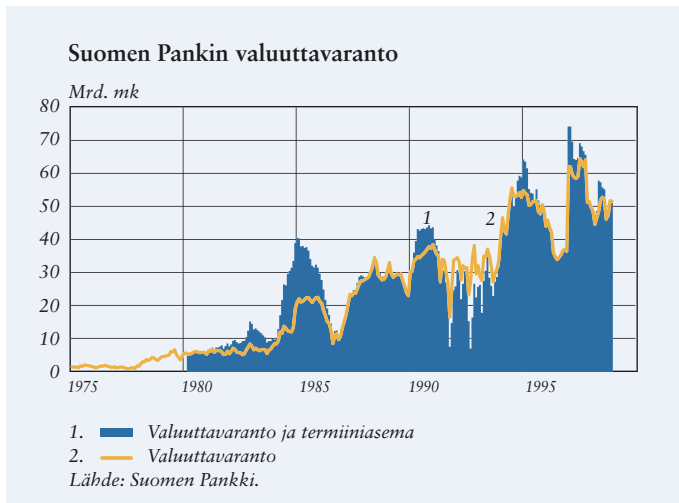
Kansainvälistymisen, institutionaalisten muutosten, teknisen kehityksen ym. tekijöiden myötä rahamarkkinoiden kehitys nopeutui 1980-luvun alussa. Suomeen syntyi hankala kaksikorkojärjestelmä. Markkinakorot nousivat korkeammiksi kuin säännöstellyt korot. Korkojen ero kärjisty talouden lähtiessä vakaaseen kasvuun 1980-luvun alkuvuosina. Suomen Pankki painoi Suomen hintojen nousua kohti vaimenevaa kansainvälistä inflaatiota. Rahamarkkinakoron nousua yli 15 prosentin oudosta Suomen markasta tuli yllättäen sijoituskohde myös ulkomailla.

Korkeasta korosta seurannut runsas pääomantuonti – paljolti ter-

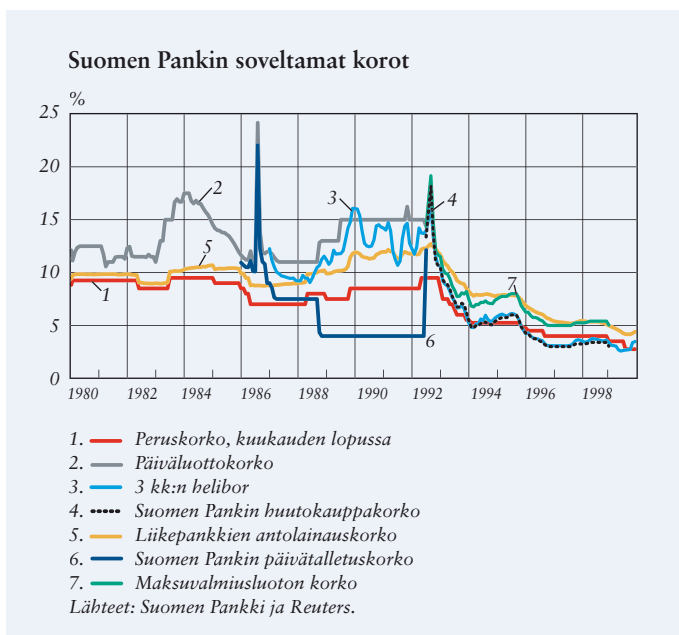
*Valuutta- ja rahoitusmarkkinat vapautettiin Suomessa vähitellen 1980-luvulla.*

miinisopimusten katteena – vuonna 1984 mursi Suomen säännöstelyjärjestelmän. Suomen Pankin valuuttavaranto ja termiinipositio kasvoivat moninkertaisiksi (kuvio 3). Vaikka muita merkittäviä pääomanliikkeiden vapautustoimia ei ollut vielä tehty,

Kuvio 3.



Kuvio 4.



säädöksissä oli niin paljon joustonvara kansainvälistyville yrityksille, ettei maan maksuvalmiuden turvaaminen ollut enää säännöstelytoimin taattavissa. Myös pankkien luotonannon ohjaus perinteisellä sakotusjärjestelmällä alkoi olla ongelmallista.

Korkojen vapauttaminen oli aloitettu vuonna 1983 lieventämällä kaksikorkojärjestelmää. Markkinakorkojen annettiin asteittain siirtyä säännöstelyihin luottokorkoihin. Rahapolitiikan tehon säilyttämiseksi pääomanliikkeissä otettiin toisaalta taka-askelia; vuonna 1985 kiellettiin markkaobligaatioiden myynti ulkomaille ja täsmennettiin valuuttatermiinisopimusten ehtoja. Liberalisoinnin tarkoituksenmukaista toteuttamista selvitettiin. Yhä uskottiin herkimpien erien säännöstelyn säilyvän.

Vaikka talous kasvoi 1980-luvulla pääosin vakaasti, markkinat jouduttiin vapauttamaan rauhattomissa rahoitusoloissa. Vuoden 1984 pääomantuontiryntäys kääntyi pian pääoman vienniksi. Valuuttatilanne muuttui taas huolestuttavaksi kesällä 1986. Suomen Pankki nosti päiväkoron hetkellisesti jopa 40 prosenttiin (kuvio 4). Tilanne ei rauhoittunut. Pakkodevalvaatio häilyi lähellä, mutta vuoden 1987 alussa tuli suhdannekäänte, ja myös pääomanliikkeiden suunta muuttui.

Tässä tilanteessa säännöstelykaudelta periytynyt rahapolitiikan ohjausjärjestelmä todettiin puutteelliseksi. Ongelmana oli mm. se, että Suomen Pankki asetti päivittäin sekä koron että käytännössä paljolti myös

valuuttakurssin. Järjestelmää ryhdyttiin nopeasti muuttamaan markkinaehtoiseksi. Erityisesti päivittäisen koron muodostuminen haluttiin saada vapaammaksi.

Vuoden 1986 lopulta alkaen siirryttiin asteittain avomarkkinaoperaatioiden käyttöön. Päiväluotto- ja päivätalletuskorot eriytettiin selvästi toisistaan pankkien välisten rahamarkkinoiden kehittämiseksi. Pankkien likviditeettiä ohjattiin pääpiirteissään (vuonna 1979 käyttöön otetuilla) kassavarannoilla. Toisaalta nyt alettiin toteuttaa – alkuvuosina melkein päivittäin – lähinnä kuukauden maturiteetissa avomarkkinaoperaatioita käyden kauppaa pankkien tai Suomen Pankin sijoitustodistuksilla. Lisäksi pankit saivat tehdä Suomen Pankkiin päivätalletuksia tai ottaa päiväluottoja (vuodesta 1992 viikon pituista maksuvalmiusluottoa) epäedullisilla koroilla. Rahamarkkinoiden keskeisin instrumentti oli pankkien sijoitustodistus. Ongelmana oli siihen liittynyt pankkiriski.

Vuonna 1986 toteutettiin kaksi merkittävää liberalisointitoimenpidettä. Säännöstelyn kannalta keskeinen pankkien luottojen keskikorkosäätely päättyi. Siten koron muodostus luotomarkkinoilla vapautui. Koska poliittisesti ei ollut mahdollista vapauttaa talletuskorkoja, sallittiin pankkikilpailun lisäämiseksi lähinnä teollisuusyrityksille vapaa pitkäaikaisten ulkomaisten luottojen käyttö. Ratkaisun perussyynä oli kuitenkin yleinen liberalisointi muissa maissa.

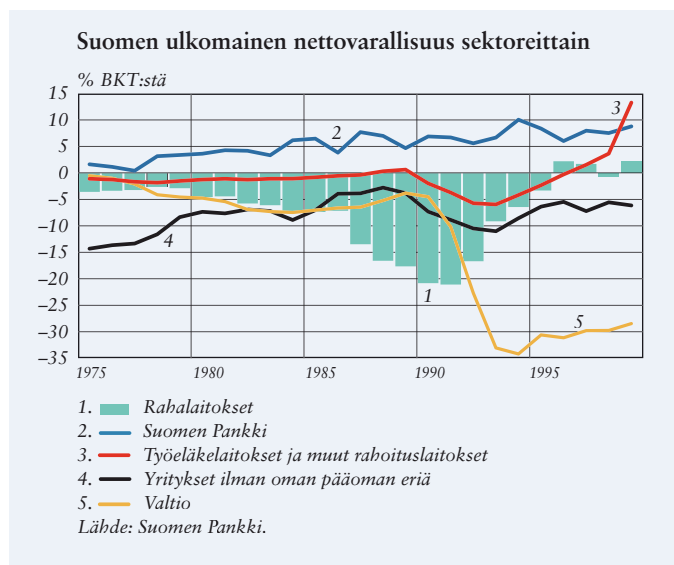
Vaikutus teollisuuden pääomantuontiin jäi vähäiseksi.

Liberalisoinnin merkittävimmäksi ja kohtalokkaimmaksi ratkaisuksi osoittautui pitkäaikaisten ulkomaisten luottojen vapauttaminen kotimarkkinayrityksille syksyllä 1987. Se aikaansai pankkien välityksellä odottamattoman vahvan rahoitusvirran kiinteistö- ja palvelualoille. Markkinaosuudeltaan noin neljänneksen suuruinen säästöpankkiryhmä toimi valuuttaluottojen välittämisen veturina. Seuraavina vuosina valuuttaluottoja välitettiin määrä, joka vastasi lähes 20:tä prosenttia BKT:stä (kuvio 5).

Kansainvälisessä taloudessa toteutui 1980-luvun lopulla maltillinen noususuhdanne. Suomessa kasvu kiihtyi nopeammaksi, joskaan ei poikkeuksellisen vahvaksi. Kasvu painottui asunto- ja muihin kiinteistöinvestointeihin. Samalla varallisuushin-

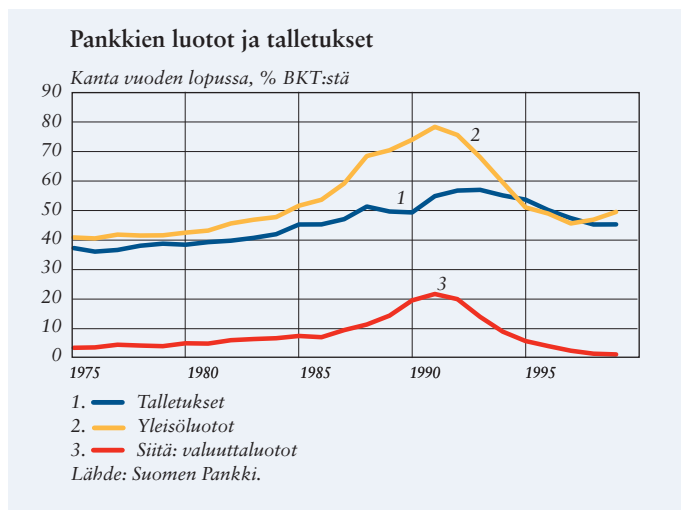
*Merkittävä ratkaisu oli ulkomaisten luottojen vapauttaminen yrityksille syksyllä 1987.*

Kuvio 5.



nat inflatoituivat nopeasti valuutta- ja markkaluottojen kasvun myötä. Suomen vaihtotase heikkeni, mutta suhteellisen vähän vahvaan investointitoimintaan nähden. Kauppatase pysyi lähimain tasapainossa.

Kuvio 6.

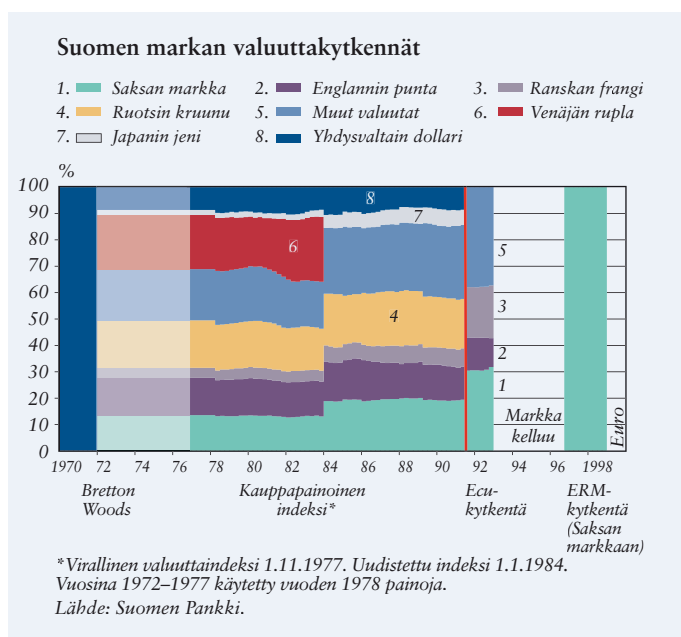


Suomen Pankille syntyi markkinoiden vapauduttua vaikea ristiriita. Määrällisestä rahapolitiikasta oli siirrytty korko-ohjautuvaan politiikkaan, mutta kiinteän valuuttakurssin vallitessa koron noston vaikutus jäi heikoksi, sillä se vain kiihdytti valuuttaluottojen käyttöä. Pankkien luottojen kasvuvauhti kiihtyi – eräiden veroratkaisujen vauhdittamana – lähes 30 prosenttiin vuonna 1988, mikä kasvatte nopeasti velka-astetta (kuvio 6). Korkopolitiikan ohella turvauduttiin säännöstelykauden menetelmiin keräämällä keskuspankkiin runsaasti yksityisiä ja julkisia suhdannevarauksia. Vuonna 1989 pankkien luottojen kasvulle asetettiin sanktioidut kasvurajat.

Maaliskuussa 1989 toteutettiin lisäksi pieni 4 prosentin revalvaatio. Koska kurssin vahvistaminen toteutettiin tilanteessa, jossa ulkomainen hintakilpailukyky oli jo heikko, revalvaatio käänsi pääomanliikkeet vienniksi. Rahoitusmarkkinat kiristyvät, ja varallisuushinnat alkoivat laskea.

Euroopan integraatio tiivistyi samoihin aikoihin. EY:n rahapolitiikka, käytännössä Saksan keskuspankin politiikka, tuli melko väistämättömäksi ohjenuoraksi myös EY:n ulkopuolisille maille. Pohjoismaissa tämä johti siihen, että kurssikytkennäksi muutettiin kauppakorin sijasta EY:n valuutoista muodostettu ecukori. Suomi toteutti ecukytkenän Norjan ja Ruotsin jälkeen kesällä 1991. Kilpailukyyn kannalta valuuttakorin muuttamisella ei ollut suurta merkitystä (kuvio 7). Oleellisempaa oli, että

Kuvio 7.





ecukytkentä merkitsi korostunutta suuntautumista kohti eurooppalaista rahapolitiikkaa. Vuonna 1991 poistettiin viimeiset ulkomaisten pääomanliikkeiden rajoitukset.

### Talous- ja pankkikriisi 1990-luvun alussa

Ylikuumenemisen jälkeen Suomessa osattiin ennakoida selvää laskusuhdannetta. Ennusteet pyörivätkin nol-lakasvun tuntumassa. Lama syveni kuitenkin yllättävän rajusti etenkin vuonna 1991 (kuvio 8). Kokonaistuotanto supistui Suomessa vuoteen 1993 mennessä lähes 15 % ja kotimainen kysyntä, lähinnä investoinnit, vähenivät vielä paljon enemmän.

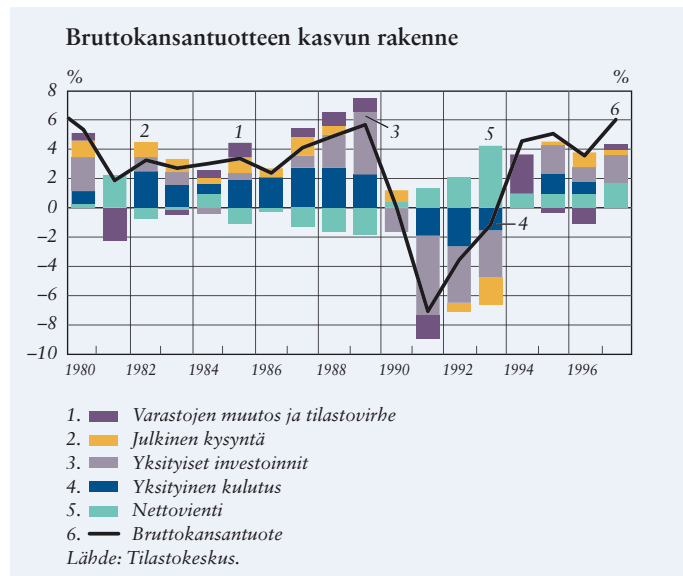
Laman syiksi on Suomessa yleisesti esitetty liberalisointiin ja yliarvostettuun valuuttakurssiin liittyvät tekijät, mutta nämä eivät yksin selitä lähestulkoonkaan näin syvää lamaa. Suomen markkinoiden liberalisointi ei poikennut ratkaisevasti muualla toteutetusta, eikä markan valuuttakurssi ollut poikkeuksellisen vahva. Ruotsissa, Italiassa ja Espanjassa oli suunnitteen samansuuruinen noin 10–20 prosentin valuutan yliarvostus. Kuitenkaan näissä maissa ei tullut läheskään Suomen talouden tapaista pudotusta, vaikka maat sinnittelivät kurssinsa kanssa pitempään. Ruotsi koki tosin pankkikriisin. Suomen lamaa kärjistänyt Euroopan korkea korkotaso rasitti muitakin heikon valuutan maita.

Tärkeä Suomen talouteen iskenyt erityistekijä oli Neuvostoliiton hajoamista ja talouden romahdusta seurannut itäviennin pudotus murto-osaan.

Tämän vaikutus BKT:hen arvioitiin 2–3 prosentiksi, ja vaikka välillisiä vaikutuksia ehkä oli paljonkin, myös tämän tekijän selitys jää rajalliseksi.

Suomen taloudessa vaikutti säännöstely- ja inflaatiokauden jäljiltä koko joukko taloudellisia, institutionaalisia ja asenteellisia erityistekijöitä, jotka johtivat rakenteelliseen murrokseen. Keskeinen syy oli säännöstelyn ja inflaation heikentämä yritysten rahoitusrakenne. Osa yrityksistä oli raskaasti velassa, omaa pääomaa oli vähän ja kotimarkkinayrityksiä uhkasi iso valuuttariski. Talousyksiköiden maksuvalmius oli yleisesti heikko. Pankit eivät säännöstelykauden tapaan varautuneet luottotappioihin. Yhä odotettiin inflaation hoitavan velkaongelmat, ja verotus suosi velkaantumista. Toisaalta ei yrityssektorin eikä varsinkaan koti-

Kuvio 8.



talouksien velka suhteessa BKT:hen ollut kansainvälisesti katsoen huomiota herättävän suuri. Siihen nähden kriisin syvyys yllätti. Pankkikriisiin vaikuttivat myös rahapolitiikan ohjausjärjestelmän puutteet, mm. vakuusjärjestelmän heikkoudet sekä pankkipapereiden riskien aliarviointi.

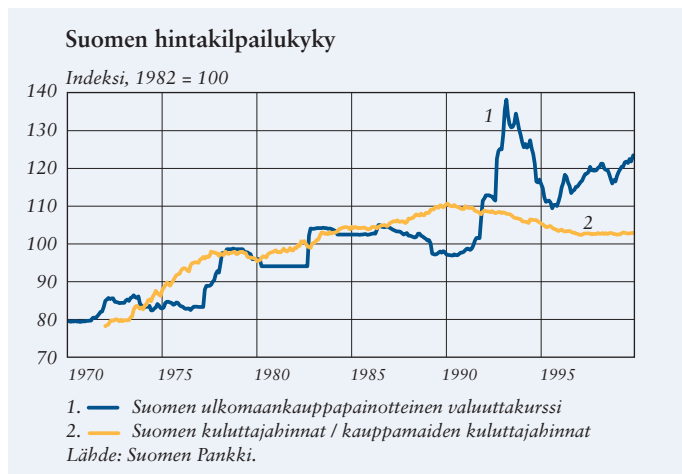
Markan devalvointivaatimuksia alkoi esiintyä syksyllä 1990. Viranomaiset torjuivat vaatimukset monis-

ta syistä. Markan kurssi oli yliarvostettu mutta ei poikkeuksellisen paljon, sillä 10–20 prosentin yliarvostukset olivat olleet Suomessa ja kansainvälisesti yleisiä. Kustannukset olivat 1980-luvun lopulla taas vyöryneet ja markkaa oli vahvistettu, mutta markan vaihtelualueella oli 4–5 prosentin heikentämisvara (kuvio 9). Länsi-Euroopassa pidettiin kiinteät kurssit, eikä markan pitänyt avata kurssien epävakautta. Harkinnanvaraisia kurssimuutoksia oli jo lähes mahdoton hallita. Kotimaassa oli suhteettoman paljon valuuttavelkaa. Kauppataase oli tasapainossa, ja vaihtotase oli tasapainottumassa investointien pudotessa. Inflaatio paheni, ja devalvaatiosykli jatkuivat.

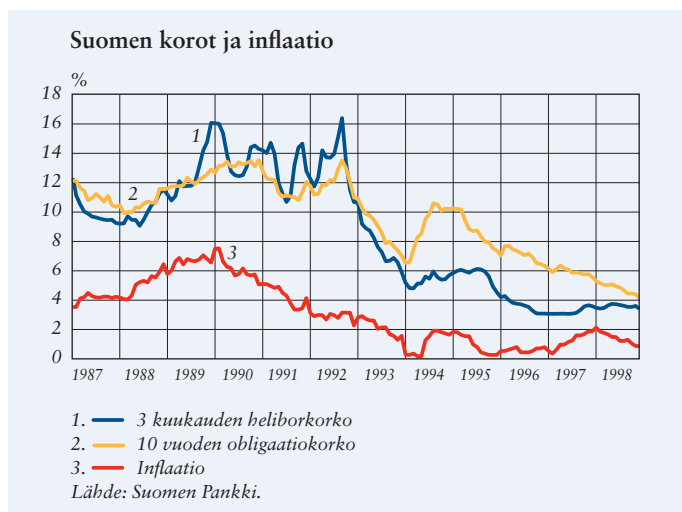
Talouden syöksyn käytyä ilmeiseksi kurssispekulaatiot kiihtyivät ecukytkenän yhteydessä kesäkuussa 1991. Kuitenkaan kurssia ei muutettu; tosin esillä oli mahdollisuus sopeuttaa kurssia vaihtelualueella. Kuitenkin vasta kesän kuluessa kurssi liu'utettiin vaihtelualan heikkoon laitaan, ja korotkin painuivat hetkeksi lähelle 10:tä prosenttia (kuvio 10). Syksyllä 1991 yritettiin saada aikaan 7 % palkkakustannuksia alentava tulopoliittinen sopimus, ns. Sorsan sopimus.

Kurssipaine kävi kuitenkin ylivoimaiseksi kotimaisten yritysten spekulatiiviseksi vuoksi (kuvio 11). Nämä yritykset muuttivat termiinipositionsa markan vastaiseksi vuonna 1991 jopa parin kuukauden tuonnin ja viennin arvon verran, lähes 40 mrd. markkaa,

Kuvio 9.



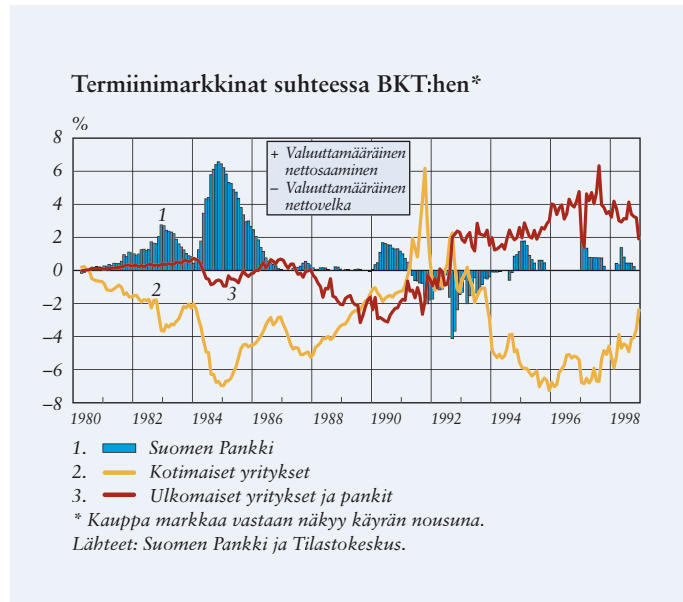
Kuvio 10.



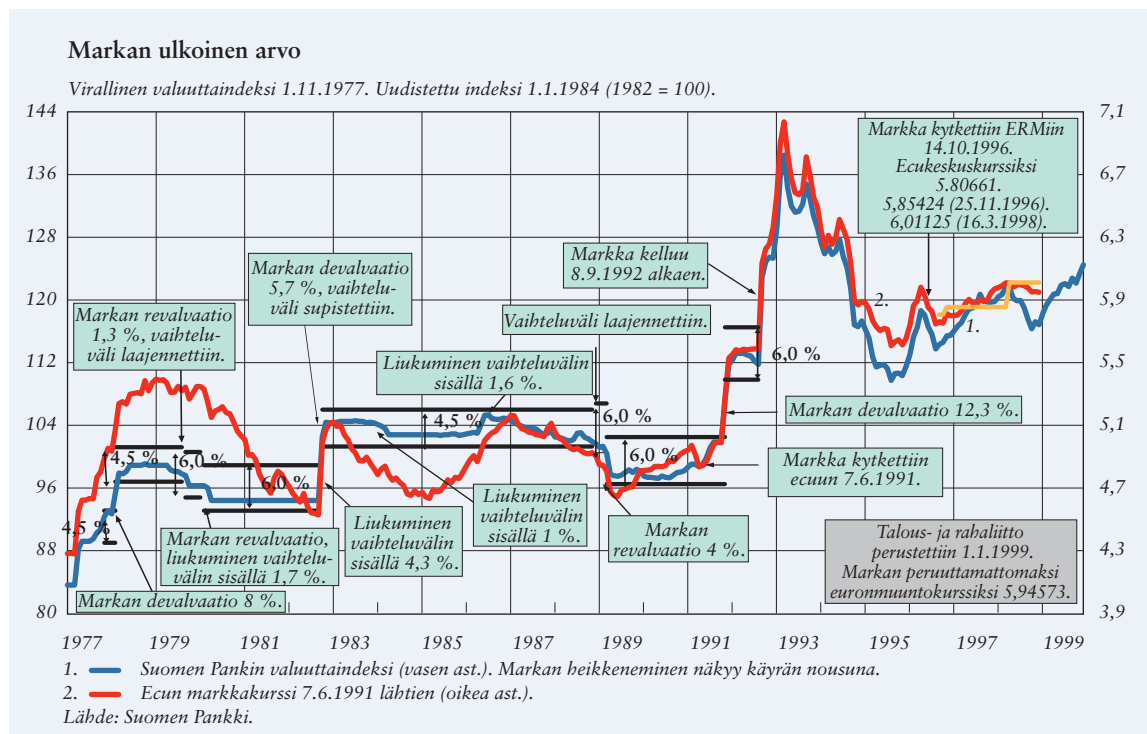
eli suunnilleen Suomen Pankin valuuttavarantoa vastaavasti. Ulkomaiset sijoittajat uskoivat markan kurssiin melkein loppuun saakka.

Marraskuussa 1991 markka devalvoitiin 12 %. Spekulaatiot kuitenkin jatkuivat, ja markka ajautui väistämättömään kelluntaan syyskuussa 1992 (kuvio 12). Markan arvo putosi heti noin 15 %. Näiden ratkaisujen myötä ulkomaanvaluuttojen kurssit – ja valuuttavelkojen markka-arvo – nousivat enimmillään noin 40 % eli markka devalvoitui 30 %. EY:n valuuttakurssimekanismi (ERM) ajautui kurssisopeutuksiin heti markan kellunnan alettua. Kesällä

Kuvio 11.



Kuvio 12.



1993 EY-valuuttojen vaihteluvälit jouduttiin laajentamaan  $\pm 15$  prosenttiin.

Suomen vienti sai kurssimuutoksista vahvan sysäyksen, mutta toisaalta kurssiriskin realisoituminen ja korkea korkotaso aiheuttivat syvän taantumalan kotimarkkinatuotannossa.

Maan ulkomainen velka ylitti 50 % BKT:stä. Työttömyys paheni lähes 20 prosenttiin. Pankkien luottotappiot kasvoivat noin 15 prosenttiin (yhden vuoden) BKT:stä. Säästöpankkiryhmä lähes katosi, ja sen osat myytiin muille pankeille. Reilu kolmannes pankkitoimihenkilöistä menetti työpaikkansa. Luottotappioista karkeasti neljännes katettiin säästöpankkien omista pääomista, neljännes muiden pankkien omistajilta ja lähes puolet jäi veronmaksajien maksettaviksi.

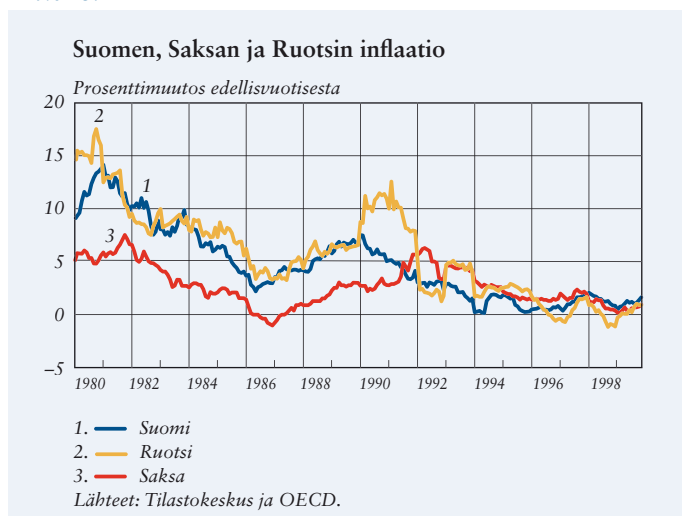
Suomen Pankin mahdollisuudet vaikuttaa talouteen ja rahoitusmarkkinoihin olivat kriisin aikana vähäiset. Valuuttakurssiratkaisut tulivat

ulkopuolisista paineista, joskin Suomen Pankki pyrki pitämään markkan heikkenemisen vähäisenä. Raskas korkotaso määräytyi perusosaltaan Saksan korkeista koroista, ja tämän päälle tulivat Suomen talouden riskilisiä sekä ajoittainen devalvaatio-spekuloinnin vaikutus. Kellutukseen ajautumista seurasi valuuttapolitiikkaa koskenut hämmennys, mutta pian päädyttiin jatkamaan kelluntaa ”toistaiseksi”. Rahapolitiikan strategia vakautettiin omaksumalla 2 prosentin inflaatiotavoite vuonna 1993, ns. pohjainflaatiota koskevana (kuvio 13). Näin Suomi kytkeytyi uudelleen Saksan rahapolitiikkaan.

Suomen Pankkia vaadittiin yleisesti painamaan voimakkaasti ohjauskorkoa alas. Kuitenkin Suomen Pankissa katsottiin kansainvälisesti uskottavan ohjauskoron vakauttavan taloutta paremmin kuin epävarmat korkokokeilut. Melko pian kriisin jälkeen Suomen korkotaso alkoi laskea nopeasti. Vuosikymmenen loppupuolella Suomi pääsi selkeästi siirtymään korkotasoltaan Euroopan ns. laitemaista Keski-Euroopan maiden ryhmään. Inflaatio ei vaihtunut raskaista koroista huolimatta deflaatioksi.

Suomen Pankki ei pystynyt kriisissä vaikuttamaan paljon edes Suomen ulkomaiseen maksuvalmiuteen. Erityisesti valuuttaluottoihin liittynyt katastrofi johti pankkien ulkomaisen velan takaisinmaksupakkoon. Se vei Suomen kansainvälisen maksuvalmiuskriisin partaalle. Eduskunta joutui takaamaan kaikki pankit ns.

Kuvio 13.

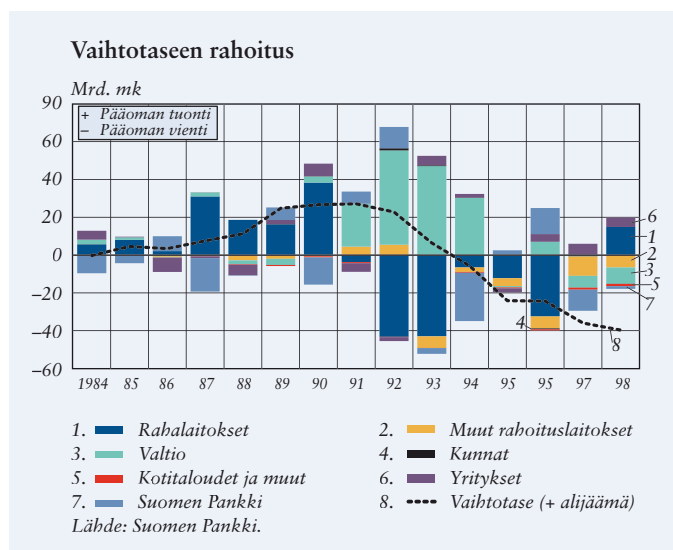


pankkiponnella. Tilanteesta selviydyttiin vain valtion tavattoman suuren luotonoton ansiosta. Valtio toi kolmessa vuodessa ulkomaista pääomaa määrän, joka vastasi yli 20:tä prosenttia BKT:stä (kuvio 14). Tällä rahoitettiin paitsi valtion suuri alijäämä myös kotimarkkinasektorin valuuttaluottojen ulkomaiset maksut.

Lama kesti vuoteen 1994. Kehitys jatkui pitkään kaksijakoisena: vienti veti mutta kotimarkkinatuotannon elpyminen viipyi. Viennin kasvu ei johtunut pelkästään valuuttakursista. Tuottavuus parani erittäin paljon, ja kotimaan lama vapautti resursseja vientiin. Viennissä tuntui myös teknologiayhtiö Nokian poikkeuksellinen maailmanvalloitus.

Taluskriisi aiheutti pitkäaikaisen suurtyöttömyyden ja oli monille väestöryhmille raskas, mutta sillä oli talouteen myös myönteisiä vaikutuksia. Rakenteet uudistuivat. Tuottavuus erityisesti teollisuudessa parani selvästi, yritysten kannattavuus kohe- ni ennätystasolle – vähitellen myös kotimarkkinayrityksissä – ja sektorin alijäämäisyydestä päästiin velkojen takaisinmaksuun. Kotitalouksien rahoitusasema toisaalta kärsi. Sektorien rahoitus normalisoitui kansainvälisesti vertaillen: ylijäämä yksityisessä sektorissa ja alijäämä julkisessa sektorissa. Suurimmillaan julkinen alijäämä kävi yli 10 prosentissa suhteessa BKT:hen (lainanottotarve vielä suurempanakin). Kulujen kasvun ja talouden elpymisen myötä alijäämä alkoi kuitenkin nopeasti

Kuvio 14.



supistua. Heikko markka, tuottavuuden koheneminen sekä maltilliset tulosopimukset paransivat kilpailukyvyn sodan jälkeiselle huipputasolle. Vaihtotaseeseen kertyi suuri ylijäämä.

## Tie talous- ja rahaliittoon

Talouden uudistuminen helpotti ratkaisevasti Suomen sopeutumista talous- ja rahaliittoon. Tämä koski sekä siirtymävaihetta että jäsenyyttä pitkän ajan kuluessa. Tosin taluskriisin aikana EMU oli vielä hämärä ja kaukainen kohde. Suomi haki EY:n jäsenyyttä keskellä kriisiä vuonna 1992 ja tuli EU:n jäseneksi vuoden 1995 alusta (Euroopan yhteisöt muuttui tuossa välissä Euroopan unioniksi). Vuonna 1994 perustettiin Euroopan rahapoliittinen instituutti valmistelemaan talous- ja rahaliittoa. Suomen Pankki oli mukana valmistelutyössä, ensin tarkkailijana.

*Suomen  
taloudellinen  
kilpailukyky oli  
talous- ja  
rahaliittoon  
liittymisen aikana  
erittäin hyvä.*

Rahaliittoa varten oli tarpeen uudistaa rahapolitiikan välineistöä ja rahoitusinstituutioita. Rahapolitiikan välineet oli jo aikaisemmin kehitetty markkinapohjaisiksi, joten niitä ei sen enempää talous- ja pankkikriisin kuin rahaliiton valmistelun yhteydessä enää perusteiltaan muutettu. Useita sopeutuksia kuitenkin tehtiin. Vuonna 1992 avomarkkinaoperaatioissa siirryttiin huutokauppoihin. Kassavarannot korvattiin vähimmäisvarantojärjestelmällä vuonna 1993. Vähimmäisvarantojen määrittelyssä siirryttiin vakiomäärästä kuukausikeskiarvoon vuonna 1995, mikä muutti järjestelmän osaksi pankkien päivittäistä maksuvalmiuden hoitoa. Jo hyvissä ajoin ennen talous- ja rahaliiton alkua järjestelmät vastasivat Euroopan keskuspankin tulevia järjestelmiä.

Saksan johdolla Euroopan korot laskivat selvästi vuonna 1993, ja Suomen koroissa päästiin jo lähelle Saksan tasoa. Yhdysvalloista alkoi kuitenkin jyrkkä korkojen nousu keväällä 1994, jolloin Suomen ja Saksan korkoero taas kasvoi. Markka vahvistui, ja pankkien likviditeetti parani vuosina 1994–1995. Suomen Pankki sitoi likviditeettiä omilla sijoitustodistuksillaan. Suomen Pankki piti rahapoliittisen koron melko matalana, mm. koska inflaatiopaineet olivat vähäiset ja kasvu oli epävarmaa.

Markan rauhallista kellutusta jatkettiin Suomen tultua EU-jäseneksi vuoden 1995 alussa. Talouden vahvis-

tuessa markan kurssi vahvistui vuonna 1995 kelluntaa edeltäneelle tasolle, mutta alkoi heiketä sen jälkeen. Kiinnittymistä EU:n valuuttakurssimekanismiin (ERM) viivytettiin lähes viimeiseen mahdolliseen ajankohtaan. Toisaalta EU:n piirissä esiintyi pitkään epäilyjä markan ERM-kelpoisuudesta. Markan kurssi oli EMU-kriteereistä ainoa, joka koettiin ongelmaksi Suomen kannalta. Kuluttajahinnat, julkinen vaje ja velka sekä pitkäaikainen korko täyttivät vaatimukset melko helposti.

Vasta lokakuussa 1996 markka kytkettiin ERMiin. Nimellinen kurssitaso vastasi edellisten vuosien keskitasoa, mutta oli reaalisesti matala. Suomen kilpailukyky oli talous- ja rahaliittoon valmistauduttaessa ja sen alkaessa erittäin hyvä. Sen pelättiin aiheuttavan inflaatiopaineita. Kaikkiaan 1990-luvulla markka heikkeni nimellisesti noin 20 %. ERM-kytkennän yhteydessä Suomen Pankki ilmoitti säilyttävänsä 2 prosentin inflaatiotavoitteen. Tästä kahden tavoitteen strategiasta olisi helposti voinut tulla ongelmia, mutta inflaatio pysyi hallinnassa eikä vakavaa tavoiteteristiiriitaa syntynyt.

Se, että valittu kurssitaso oli hyvin matala, aikaansai kuitenkin vuoden 1997 alussa erittäin runsaan ulkomaisen markkasijoitusvirran. Suomen Pankki reagoi todella suurilla interventioilla, jotka kaksinkertaistivat valuuttavarannon muutamassa viikossa. Talous- ja rahaliiton varmistuessa tulevien euromaiden korot ja

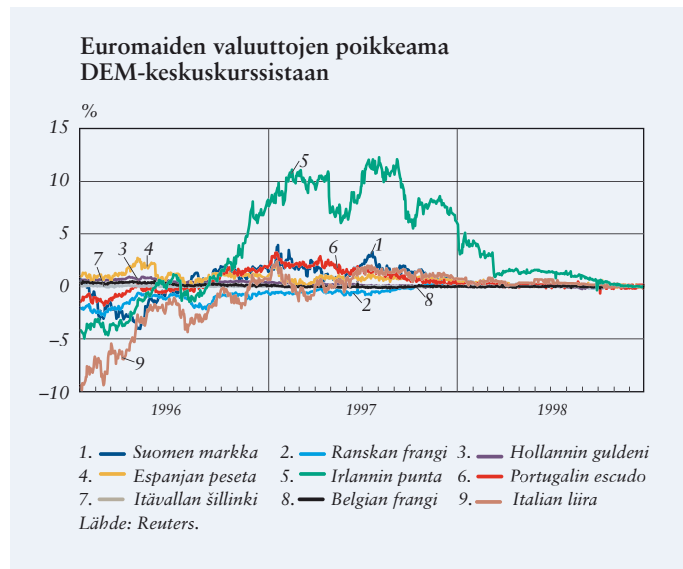
valuuttakurssit vakiintuivat pääosin jo vuonna 1997 aivan lähelle toisiaan (kuvio 15).

Lainsäädäntö, mm. Suomen Pankkia koskeva laki, uusittiin pankin poliittista itsenäisyyttä korostavaksi. Poliittinen peruskorko oli jo menettänyt asemansa, ja talous- ja rahaliiton vuoksi siitä luovuttiin lopullisesti. Sääntelyjärjestelmään oli kuulunut myös muita Suomen Pankin viitekorkoja. Nyt Suomen Pankki lopetti nämä tai siirsi korkojen määrittelyn ja laskennan markkinainstituutioiden hoidettavaksi. Maksuliikkeen järjestelmät uusittiin yhteensopiviksi eurojärjestelmän kanssa.

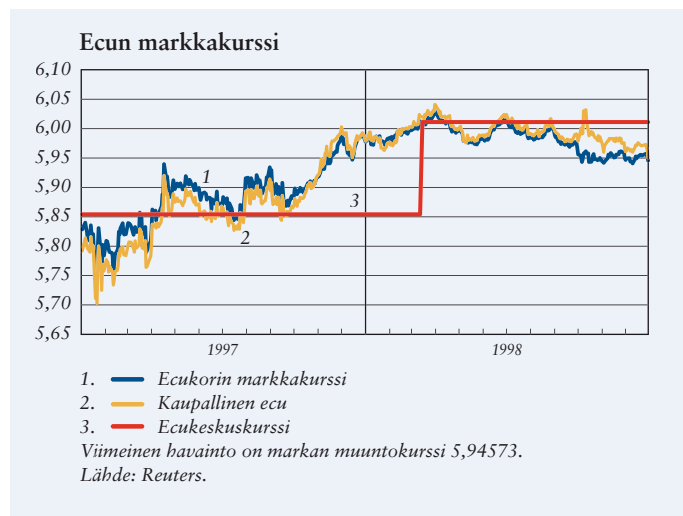
Keväällä 1998 valittiin talous- ja rahaliittoon vuoden 1999 alusta tulevat maat ja kiinnitettiin keskinäiset valuuttakurssit. Eräät Suomelle tärkeät maat, erityisesti Ruotsi, jäivät pois, mikä koettiin pettymyksenä. Muuntokursseja ecuksi ei voitu vielä määrittellä, koska ecukorin valuutat eivät olleet samoja kuin rahaliittoon mukaan tulevat. Varsinkin punta heilutteli ecun arvoa (kuvio 16).

Vuosi 1998 kului talous- ja rahaliittoon tulevien maiden talouksien osalta rauhallisesti mm. Aasian ja Venäjän kriiseistä huolimatta. Joulukuun viimeisenä päivänä 1998 keskuspankit toimittivat valuuttansa dollarikurssin kuuden merkitsevän numeron tarkkuudella Brysseliin, jossa Euroopan komissio määritteli valuuttojen muuntokurssit euroiksi. Suomen markka poistui kertoimella 5,94573.

Kuvio 15.



Kuvio 16.



*Asiasanat: rahapolitiikka, Suomen Pankki, säännöstely, liberalisointi, talouskriisi, pankkikriisi, talous- ja rahaliitto*