

Haastatteluja

Laman anatomia – Pertti Kukkonen haastattelu

KARI PUUMANEN

KTT, johtokunnan neuvonantaja

Suomen Pankki

Professori Pertti *Kukkonen* syntyi 26. joulukuuta 1931 Hiitolassa. Hän valmistui valtiotieteen kandidaatiksi Helsingin yliopistosta vuonna 1959 pääaineinaan tilastotiede sekä kansantaloustiede ja väitteli tohtoriksi vuonna 1968. Hänen akateemiseen uraansa kuuluu mm. vuosi Asla-Fulbright-tutkijana USA:ssa (University of California, Berkeley). Hän on myös toiminut dosenttina Turun kauppakorkeakoulussa vuosina 1972–1983 sekä Helsingin yliopistossa vuodesta 1971 lähtien. Pertti Kukkonen ehti toimia työuransa aikana mm. Posti- ja lennätinhallituksen matemaatikkona 1959–1960, Suomen Pankin taloustieteellisen tutkimuslaitoksen tutkijana 1961–1969, osastopäällikkönä 1969 ja johtajana 1970–1972. Vuodet 1973–1982 hän toimi Suomen Pankin atk-suunnittelujohtajana. Ennen eläkkeellejäämistään Pertti Kukkonen oli Pellervon taloudellisen tutkimuslaitoksen (PTT) toimitusjohtaja vuosina 1982–1997.

Suomen lama, sen syyt ja politiikan vaihtoehdot ovat tulleet yhä kriittisemmän tarkastelun kohteeksi. Professori Pertti Kukkonen kuuluu tässäkin asiassa aktiivisten keskustelijoiden joukkoon.¹ Monen muun tavoin hän näkee virheellisen rahapolitiikan – säännöstelyn liian nopean purkamisen ja olosuhteisiin nähden liian jäykän valuuttakurssipolitiikan – laman aiheuttajana. Joissakin kohdin Pertti Kukkonen analyysi kuitenkin eroaa siitä, mikä nyt näyttäisi olevan »main stream» doktriini.

Kari Puumanen: *Joku luonnehti Norjan pankkikriisiä kolmella termillä: »bad policy, bad banking, bad luck». Mielestäsi Suomen osalta ei huonosta onnesta tarvitse puhua, sillä vientijohteisesta suhdanneshokista ei ylikuumentumisessa ollut kysymys. Viennin määrän kasvu jäi 80-luvun lopussa vaatimattomaksi ja Suomen kuplatalous näyttää myös puhjenneen vuotta ennen Euroopan suhdannekäännettä.*

¹ Rahapolitiikka ja Suomen kriisi, Pellervon taloudellisen tutkimuslaitoksen julkaisuja n:o.16, Helsinki 1997. Analys av Finlands ekonomiska kris, Ekonomiska Samfundets Tidskrift nr 2, 1998.

Mutta eikö ulkoinen shokki kuitenkin tullut ulkomaankaupan vaihtosuhteen kautta? Paransihan öljyn hinnan romahdus yhdessä metsäteollisuuden hyvän hintakehityksen kanssa vaihtosuhdetta meillä noin kaksi kertaa sen minkä muualla Euroopassa. Tämä lisäsi reaalityuloja, varallisuutta ja kotimaista kysyntää. Eikö ulkomaankauppamme rakenne ja vaihtosuhteen käänne voinut myös olla ainakin osittainen syy siihen, että suhdannelasku tuli Suomeen muita aiemmin?

Pertti Kukkonen: On totta, että ulkomaankaupan vaihtosuhte parani merkittävästi, noin 10 prosenttiyksikköä, öljyn hinnan romahdusmaisen laskun vuoksi vuoden 1986 alussa. Se hidasti inflaatiota ja lisäsi sitä kautta reaalityuloja ja kotimaista kysyntää. Mutta on muistettava, että Suomessa öljynhintashokin vastapainona oli Neuvostoliiton viennin väheneminen kaupan clearingsopimuksen vuoksi. Tämä vienti väheni neljässä vuodessa noin puoleen entisestään. Laivojen, koneiden, vaatteiden ja muiden itäviennin tuotteiden tuotanto ja työpaikat vähenivät. Näitä tavaroita ei juurikaan pystytty viemään länteen. Tästä syystä öljyn hinnan laskusta ei Suomessa tullut merkittävää sysäystä suhdannenousuun.

Yli 75 prosenttia öljystä tuotiin Neuvostoliitosta ja vajaat 25 prosenttia muualta. Tämän 25 prosentin osalta öljyn hinnan lasku lisäsi Suomen kotimaista kysyntää. Öljyn hinnan laskun nettovaikutus kotimaiseen kysyntään vuonna 1986 voidaan sen perusteella arvioida noin puoleksi prosenttiyksiköksi. Vaihtosuhdeshokki ei sen mukaan ollut aivan mitätön, mutta kuitenkin kovin pieni suhteessa siihen kotimaisen kysynnän kasvuun, joka oli vuosina 1987–1989 yhteensä noin 20 prosenttia.

Entä sitten vaihtosuhteen paraneminen edelleen vuosina 1987–1988, mikä aiheutui pääasiassa sellun ja paperin hintojen noususta. To-

tesin tutkimuksessani (s.18), että »se sai aikaan hyvän kannattavuuden metsäteollisuudessa, vaikka muilla viennin päätoimialoilla kannattavuus ei ollut riittävä noususuhdanteessakaan, vaan markkinaosuuksia menetettiin kilpailijoille». Heikon kannattavuuden syynä oli kustannustason nousu kilpailijamaita nopeammin. Tämä kustannustason nousu muilla vientialoilla oli vastapainona sille kysynnän lisäykselle, mikä paperin ja sellun vientihintojen noususta tuli. Sen vuoksi vientisektoriin ei syntynyt yleistä noususuhdannetta.

Viennin määrän kasvu jäi vuosina 1987–1989 keskimäärin vain 2,5 prosenttiin vuotta kohti, kun taas kotimaisen kysynnän määrä kasvoi 6,5 prosentin ja BKT 4,9 prosentin vuosivauhtia. Tein tutkimuksessani laskelmia sen selvittämiseksi, kuinka paljon rahamarkkinoiden sääntelyn purkamisesta aiheutunut luotonlaajennus lisäsi kotimaista kysyntää ja BKT:tä. Sain tuloksen, että kotimaisen kysynnän kasvusta näinä vuosina yli puolet aiheutui luotonannon vapauttamisesta ja että ilman sääntelyn purkua ja siitä seurannutta luotonlaajennusta BKT:n määrän kasvu olisi jäänyt 3 prosenttiin vuotta kohti. Varsinaista suhdannenousua ei olisi syntynyt lainkaan. Sääntelyn purkaminen ei siten vahingossa osunut noususuhdanteeseen, vaan se itse synnytti noususuhdanteen kotimaiseen kysyntään. Huonon onnen syyksi ei rahoituksen epäonnistumista siten voida kaataa.

Puumanen: Jos 80-luvun lopun suhdannenousu oli puhtaasti sisäsyntyinen, miten selittyy se, että pörssikurssien nousu aluksi perustui teollisuuden paranevaan kannattavuuteen ja valuuttakurssiin kohdistui aika ajoin tuntuvia-kin revalvaatiopaineita?

Kukkonen: Minun arvioni mukaan pörssikurssien nousun pääsyynä oli itse arvopaperimarkkinoiden kehittäminen 80-luvun puolivälissä osana sääntelyn purkamista sekä lisäksi

runas rahan tarjonta, mikä myös lisäsi kiinnostusta pörssisijoittamiseen. Pörssikurssit kääntyivät nousuun jo vuoden 1985 puolivälistä lähtien, jolloin teollisuudessa oli minitaantuma ja heikko kannattavuus jopa niin, että se aiheutti devalvaatiospekulaatioita toukokuussa 1986 ja edelleen elokuussa 1986.

Toinen mainitsemasi asia on tosi, markkaan kohdistui vuosina 1987 ja 1988 voimakkaitakin revalvaatiopaineita. Sen taustana ei kuitenkaan ollut teollisuuden paraneva kannattavuus (mikä rajoittui sellu- ja paperiteollisuuteen), vaan ulkomaisten luottojen massiivinen virtaaminen Suomeen. Vielä vuoden 1986 elo-syyskuun devalvaatiospekulaatioiden aikana lyhyttä rahaa pakeni ulkomaille. Suomen Pankin voitokkaan markan arvon puolustustaistelun jälkeen rahavirta kääntyi takaisin Suomeen. Luottamus markan kurssiin palasi osittain. Kun sitten vuoden 1987 keväällä Holkerin-Sorsan hallitus pani Suomen Pankin tuella vakaan markan politiikkansa päätavoitteeksi, suurin osa yritysjohtajista uskoi devalvaatioriskin poistuneen. Suomessa korot olivat korkeammat kuin kansainvälisillä markkinoilla, joten ulkomainen luotto oli halvempaa, kun devalvaatioriskiä ei uskottu olevan. (Tosin osa pankinjohtajista ja talouden asiantuntijoista tiesi, että Suomen korkeammat korot johtuivat juuri markkinoiden arvioimasta devalvaatioriskistä.) Joka tapauksessa halpaa ulkomaista rahaa tulvi maahan runsaasti, mikä aiheutti painetta markan revalvoitumiseen.

Puumanen: *Lamaan johtanut kehitys alkoi mielestäsi siitä, että säännöstelyn lopettaminen päästi patoutuneen luotonkysynnän purkautumaan pääoman tuontina ja kotimaisen kysynnän nopeana kasvuna. Tämä patoutuneen luotonkysynnän hypoteesi kaipaisi ehkä enemmän perusteluja. Vaihtoehtoinen näkemyshän on, että prosessi lähti liikkeelle vaihtosuhdeshokin aiheuttamasta varallisuuden kasvusta, mikä se-*

littäisi myös säästämisasteen laskun ja lisääntyneen luotonkysynnän. Onko hypoteesisi tueksi suoranaista näyttöä alivelkaantuneisuudesta eli siis siitä, että luotonsäännöstely olisi loppuaikoinaan ollut tehokasta? Aika yleisesti olemme kait ajatelleet, että mm. rahoitusmarkkinoiden pankkikeskeisyyden ja verojärjestelmän velkasuosinnan vuoksi yksityinen sektori oli sangen velkainen jo ennen säännöstelyn purkua. Teollisuuden velkaantuneisuus ei juuri noussut ennen vuotta 1990, jolloin suhdannekäännö jo tapahtui.

Kukkonen: Kotitaloussektorilla aivan ilmeisesti oli patoutunutta luotonkysyntää, sillä kotitalouksien velkaantumisaste (velat/käytettävissä olevat tulot) nousi jyrkästi sääntelyn purkamisen jälkeen. Se nousi vuoden 1985 vajaasta 60 prosentista 80 prosenttiin vuonna 1988 samalla kun säästämisaste aleni 6 prosentista lähes nolnaan vuonna 1988. Tämä patoutuneen luotonkysynnän purkautuminen oli merkittävänä syynä yksityisen kulutuksen boomiin ja asuntomarkkinoiden sekä palvelualojen rakentamisen poikkeuksellisen vahvaan ylikuumenemiseen.

Vesa Vihriälän tutkimuksessa (»Banks and the Finnish Credit Cycle 1986–1995», Bank of Finland Studies E:7, 1997, ss. 46–54) osoitetaan pankkiluottojen osuuden yritysten ulkoisesta rahoituksesta nousseen voimakkaasti vuosina 1987–1989 luottojen korkomarginaalin samanaikaisesti alentuessa. Sen perusteella on todennäköistä, että myös yrityksillä palvelualoilla ja kotimarkkinateollisuudessa oli patoutunutta luotonkysyntää. Pankkien yritysluottojen kanta kasvoi vuosina 1987–1989 yli 20 prosentin vuosivauhdilla. Yrityssektorin velkaantumisaste ei kuitenkaan juurikaan noussut ennen kuin vasta finanssikriisin puhjettua vuoden 1989 loppupuoliskolla.

Vaihtosuhdeshokin vaikutuskanavaan varallisuuden ja taseiden sopeutuksen kautta liittyvät

aivan samat vastareaktiot kuin mitä jo esitin vastatessani ensimmäiseen kysymykseen. Öljyn hinnan lasku kylläkin lisäsi osalle kotitalouksia tuloja ja varallisuutta, mutta idänviennin supistuminen toisaalta pienensi työllisyyttä, tuloja ja varallisuutta. Nettovaikutus jäi vähäiseksi. Sellun ja paperin hintojen nousu taas lisäsi metsäteollisuuden varallisuutta, mutta vastapainona oli muiden vientialojen varallisuuden vähentyminen kustannusten noustessa kilpailijoita nopeammin. Varallisuuden muutosten analysointi on vaihtoehtoinen tapa kuvata (varantosuureita käyttäen) samoja vaikutusketjuja, joita edellä vastatessani ensimmäiseen kysymykseen selvitin virtasuureita käyttäen. Et kai, Kari yritä väittää, että vaihtosuhteen vaikutukset kysyntään tulisi arvioida sekä virta- että varantosuureiden kautta. Ne tulisivat silloin lasketuiksi kaksinkertaisina. Sen kyllä myönnän, että jos tutkimuksilla voidaan aikanaan osoittaa, että vaikutuskanava varantosuureiden kautta on voimakkaampi, lasketaan se sitten sitä kautta.

Puumanen: Ennen pitkää markan kurssi kävi kestävämmäksi ja spekulatio markkaa vastaan vain nopeutti välttämättömän devalvaation toteutumista. Johtuiko tämä siitä, että kotimaisen kustannustason liiallinen nousu oli tehnyt valuuttakurssin epärealistiseksi vai siitä, että reaalisena valuuttakurssin tasapainotaso muuttui eksogeenisistä syistä meille epäedullisemmaksi? Joka tapauksessa ajallinen etäisyys revalvaatiopaineista devalvaatiospekulaatioon oli varsin lyhyt.

Kukkonen: Molemmat tekijät vaikuttivat. Kustannustason nousu kiihtyi vuosina 1988 – 1990, sillä ylikuumentuneilla työmarkkinoilla ansiotason nousut olivat kilpailijamaita nopeampia niin, että hintakilpailukyky oli mittarien mukaan heikentynyt vuoden 1989 lopulla lähes 15 prosenttia pitkän ajan keskiarvon alapuolelle. Muutama prosenttiyksikkö siihen oli tullut

markan revalvaatiosta maaliskuussa 1989. Lisäksi lyhyiden korkojen nousu 15–16 prosenttiin vuoden 1989 loppupuoliskolla ja sen seurauksena varallisuuden hintakuplan puhkeaminen osakekurssien ja kiinteistöjen hintojen romahtamiseen kärjisti avoimen sektorin kriisiä. Rahoituskustannukset nousivat jyrkästi.

Eksogeeniset tekijät, vientimarkkinoiden kysynnän heikkeneminen ja suhdanneherkkien metsä- ja metalliteollisuuden tuotteiden hintojen lasku tuli sitten kuvaan vuonna 1990. Käänte revalvaatiopaineista devalvaatiopaineisiin vei vain noin vuoden ajan, vuoden 1989 alku-kuukausista vuoden 1990 alkuun.

Puumanen: Vielä toinen kysymys samasta asiasta. Suomen kriisi voidaan nähdä paitsi kansallisena asiana myös osana laajempaa kansainvälistä tapahtumaketjua. Tässä mallissa Saksan yhdentyminen särki Euroopan valuuttakurssitasapainon synnyttämällä vahvan D-markan revalvaatiopaineen (jotta resursseja siirtyisi Saksan nettoviennistä itäisen Saksan jälleenrakennukseen). Kun hanke D-markan revalvoimiseksi epäonnistui poliittisista syistä ja muut ERM-valuutat joutuivat vahvan D-markan nosteessa vaikeuksiin, oli kenttä avoin spekulatiolle. Periferiassa oleva ja selvästikin ylen- syönyt Suomi oli vain ensimmäinen helppo suupala, mutta monet muut maat joutuivat devalvoimaan hieman myöhemmin. Eikö mielestäsi Suomen kriisin ja sitä seuranneen laman ymmärtämiseksi kannattaisi hakea tällaista yhteistä selitysmallia? Eihän talvisotakaan ole ymmärrettävissä vain Suomen ja Neuvostoliiton välisenä selkkauksena.

Kukkonen: Siitä olen samaa mieltä, että Saksan yhdistymisen rahoitusongelmat heijastuivat meidänkin kriisiimme sitä hieman kärjistäen. Suomen korkotaso riippui vahvasti Euroopan korkomarkkinoita dominoivan Saksan korkotasosta, niin kuin muidenkin läntisen Euroopan

maiden korot. Kun meillä talouden ulkoinen epätasapaino oli ilmeisesti suurin ja lisäksi tuli vuonna 1991 Neuvostoliiton viennin romahdus, ei ollut ihme, että Suomen markka joutui ensimmäisenä, marraskuussa 1991 antautumaan spekulatiivisten hyökkäysten edessä. Useat muut valuutat, kuten Ruotsin kruunu, Englannin punta ja eteläisen Euroopan valuutat joutuivat antamaan periksi elo-syyskuussa 1992, samoihin aikoihin kun Suomen markka pantiin kellumaan.

Yhteistä Euroopan eri maiden kriiseille on se, että erittäin paljon kasvaneet lyhytaikaisten pääomien virrat kansainvälisillä markkinoilla mursivat entistä helpommin keskuspankkien yritykset puolustaa valuuttojen arvoa silloin kun maan talous oli joutunut epätasapainoon. Suomen, Ruotsin ja Norjan kohdalla kysymys oli ajautumisesta epätasapainoon ja kriisiin rahoitusmarkkinoiden deregulaation jälkeen. Koska näiden kriisien vertailua oli jo tehty ja julkaistu, en katsonut omassa tutkimuksessani tarpeelliseksi kerrata sitä, varsinkin kun Suomen lama oli syvyydeltään moninkertainen Ruotsin ja Norjan kokemiin verrattuna ja vaati joka tapauksessa oman selityksensä.

Puumanen: *Toteat, että aikaisempi devalvaatio olisi lievittänyt lamaa – tätä tuskin kukaan enää kiistää – ja yleisemminkin, että jäykän kiinteän valuuttakurssin doktriinin sijaan Suomen olisi pitänyt pysyä pienten muutosten politiikassa. Tällaiseen »fixed but adjustable» eli niin kuin joku irvileuka on sanonut, »contradiction of terms» -regiimiin liittyy kuitenkin säännöstelemättömillä rahoitusmarkkinoilla hyvinvointikustannuksia. Riski valuuttakurssien muutoksista tuo korkoihin riskilisän ja jos lisäksi politiikka on historiassa ollut kallellaan devalvaatioiden suuntaan, diskonttautuu tulevien devalvaatioiden aiheuttaman inflaation odotusarvo korkoihin. Jos sitten devalvaatiota ja in-*

flaatiota ei tulekaan, ollaan vaikeuksissa. Eikö näin ollen pyrkimyksellä kiinteisiin valuuttakursseihin, johon kovasti tähdättiin 80-luvun Euroopassa ja joka nyt on toteutunut EMU:n kautta, sentään ole oma arvonsa?

Kukkonen: Olen samaa mieltä, että pyrkimysellä kiinteisiin valuuttakursseihin on inflaation hillinnässä suuri merkitys. En ehdottanut tutkimuksessani, että Suomen olisi pitänyt luopua tavoitteesta pitää markan kurssi kiinteänä, mutta totesin, että faktisesti Suomessa oli siirrytty 1970-luvulta alkaen puolikiinteän kurssin politiikkaan. Kurssin muutoksia oli ryhdytty tekemään entistä useammin, vuosina 1977–1991 peräti 11 kertaa. Sitä kylläkin kritisoin, että vuodesta 1987 lähtien hallitus ja Suomen Pankin johto panivat markan vakauden korostetusti talouspolitiikan päätavoitteeksi. Siitä tuli dogmi, jonka nimiin jatkuvasti vannottiin ja josta luopuminen oli niin tuskallista, että se viivästytti ja esti tosiasioiden tunnustamista ja pahensi kriisiä ja lamaa. Siitä oli myös seurauksena, että suuri osa yrittäjistä ja yritys johdosta ja jopa pankinjohtajista alkoi uskoa devalvaatoriskin hävinneen, mikä johti massiiviseen valuuttamääräisten luottojen ottamiseen yrityksille. Markan devalvoituminen tuotti sitten mittavat kurssitappiot.

Kari, Sinun kysymyksesi takana on aivan ilmeisesti oletamus, että vakaan markan dogmilla olisi estetty devalvaatoriskistä aiheutuva lisä Suomen korkotasoon. Niin ei kuitenkaan käynyt. Suomen lyhyet korot vuosina 1987–1990 olivat 5–6 prosenttiyksikköä korkeammat kuin Saksan korot. Se oli devalvaatoriskistä tullut korkolisä. Aivan ilmeisesti korkolisä syntyi, koska rahoitusmarkkinoilla toimivat, etenkin kansainväliset sijoittajat olivat realisteja, eivätkä uskoneet markan voivan säilyttää arvoaan, kun maan talous ylikuumeni ja kustannustaso nousi selvästi kilpailijamaita korkeammaksi.

Suomen Pankin ja hallituksen dogmi tuottikin huonon tuloksen. Ulkomaiset sijoittajat – saatoi joukossa olla jokunen suomalainenkin – eivät dogmia kuunnelleet, vaan hyötyivät Suomen korkeista koroista aikansa ja vetivät sitten sijoituksensa pois. Suomalaiset suurin joukoin uskoivat dogmiin ja kärsivät raskaat kurssitappiot markan devalvoitumisesta.

Puumanen: Miten herkästi valuuttakurssia pitäisi tällaisessa puolikiinteässä järjestelmässä muuttaa? Jos devalvaatio tehdään täysin ilman tuskaa ja taistelua, niin valuuttakurssi tuskin voi olla uskottava ankkuri rahapolitiikalle.

Kukkonen: Kyllä valuutan arvoa pitää puolustaa, siitä lieomme samaa mieltä. Periksi joudutaan antamaan vasta siinä tapauksessa, että puolustuksen jatkaminen uhkaa johtaa kohtuuttoman suuriin yhteiskunnallisiin kustannuksiin talouden lamaantumisen ja työttömyyden nousun vuoksi. Suomen kriisin syvetessä vuonna 1990 sekä keskuspankissa että valtiovarainministeriössä torkuttiin pahasti uhkien arvioinnissa. Tutkijoiden tietoon ei ole ainakaan vielä saatu aineistoa, jonka mukaan kriisiin olisi kunnolla varauduttu tekemällä selvitystyötä vaihtoehdoisesta rahapolitiikan linjasta. Aikaisemmissa kriisitilanteissa, mm. vuosien 1957 ja 1967 devalvaatioiden edellä Suomen Pankin johto pani korkean tason muutaman henkilön selvitys- ja valmisteluryhmät työhön, tietenkin työ huolellisesti salaten. Nyt sellaista ei ole ilmeisesti lainkaan tehty. Finanssihallinnon ulkopuolella asiantuntijat sen sijaan olivat hereillä ja aktiivisempia. Muun muassa Sosialidemokraattisen puolueen korkean tason asiantuntijaryhmä teki salaisen selvityksen syksyllä 1990 ja ehdotti markan devalvoimista ja siihen liittyviä muita toimenpiteitä. Puolueen johto tosin hautasi ehdotuksen.

Puumanen: Välttämätön ehto laman välttämiseksi olisi ollut luotonannon, kotimaisen ky-

synnän ja varallisuusarvojen ylettömän paisumisen estäminen 80-luvun lopussa. Koska – niin kuin toteat – valuutan kelluttaminen ei siinä vaiheessa ollut realistinen vaihtoehto rahapolitiittisen autonomian palauttamiseksi, olisiko riittävän suurella ja aikaisella revalvaatiolla pitänyt luoda devalvaatio-odotus ja siihen liittyvä korkea kotimainen korko? Olisiko toisin sanoen vuoden 1989 revalvaatiokin myöhässä ja liian pieni? Olisiko tällainen revalvaatio ollut siinä maailman tilanteessa poliittisesti mahdollinen?

Kukkonen: Selvitin tutkimuksessani mallisimulaatioilla (BOF4-malli) myös markan aikaisemman revalvaation mahdollista tehoa kotimaisen kysynnän ylikuumenemisen hillitsemisessä. Jos revalvaatio olisi tehty jo vuoden 1988 alussa eikä vasta maaliskuussa 1989 ja jos se olisi ollut 8 prosentin suuruinen (eikä vain 4 prosentin suuruinen), se olisi jo merkittävästi leikannut suhdannenousun huippua. BKT:n määrä olisi jäänyt noin 3,5 prosenttia pienemmäksi kuin toteutunut BKT vuosina 1988 ja 1989. Yksityisten investointien huippua olisi leikattu noin 5 prosenttia. On hyvin vaikea arvioida, olisiko se luonut voimakkaita devalvaatio-odotuksia ellei samalla olisi luovuttu vakaan markan retoriikasta julkisuudessa. Ajatus aikaisesta suurehkosta revalvaatiosta 9 kuukautta Holkerin hallituksen vakaan markan doktriinin julistuksesta on poliittisesti kuitenkin täysin epärealistinen.

Puumanen: Pertti, olet tietääkseni ainoana lamakeskusteluun julkisesti osallistuneista käyttänyt mallisimulaatioita valuuttakurssipolitiikan vaihtoehtojen kvantifioimiseksi. Näistä pari kysymystä. Simuloitaessa devalvaation vaikutuksia BOF4-mallilla tulisi tuloksia pyrkiä tarkentamaan niiden poikkeuksellisten olosuhteiden vuoksi, jotka meillä vallitsivat 90-luvun alussa. Ensinnäkin suuri valuuttamääräinen

velka paisui entisestään markan arvon romah- taessa 1991–1993 ja tämä lisäsi velkadeflaatio- ta etenkin suljetussa sektorissa. Pysyt ottamaan tämän huomioon vähentämällä devalvaation kokonaiskysyntää lisäävästä vaikutuksesta va- luuttamääräisten lainojen hoitokustannusten li- säyksen ja toteat, että devalvaatiolla oli silti nettomääräisesti selvä ekspansiivinen vaikutus. Mutta entäpä jos devalvaation aiheuttamalla li- sävelkaantumisella olikin suurempi rahoitus- säästämistä lisäävä vaikutus yritysten pyrkies- sä aktiivisesti palauttamaan taseensa jonkin- moiseen kuntoon maksamalla aktiivisesti pois velkojaan? Tähän näyttäisi viittaavan talouden pitkään jatkunut investointien vähäisyys avoi- messakin sektorissa, yksityisen sektorin ulko- maisen velan jyrkkä lasku ja vaihtotaseen kroo- niseksi tullut ylijäämäisyys.

Kukkonen: Se, että ryhdyttiin lyhentämään nopeasti nimenomaan ulkomaisia velkoja, viit- taa aika epärationaaliseen käyttäytymiseen. Kurssitappioita tuottaneesta velasta haluttiin päästä, vaikka devalvaatoriski olikin nyt tosi- asiassa poistunut tai muuttunut jopa revalvoitu- misriskiksi. Pitäisin ehdottamaasi hypoteesia ta- seiden sopeuttamisesta investointeja supista- malla mahdollisena, jos lyhentäminen olisi koh- distunut myös kotimaisiin velkoihin, mutta se- hän kohdistui ulkomaisiin velkoihin. Olen sitä mieltä, että investointien jyrkkää alentumista edelleen vuonna 1993 selittää pikemminkin la- man aikana jyrkästi alentunut tuotantokapasite- teetin käyttöaste. Olisin kyllä taipuvainen kor- jaamaan käsitystäni tästä asiasta, jos meillä oli- si hyviä ekonometrisia tutkimuksia varallisuus- käyttäytymisestä ja niiden perusteella saataisiin vahvistusta Sinun hypoteesillesi.

Puumanen: Laman syvyydestä johtuen on myös devalvaation inflaatiota lisäävä vaikutus jäänyt BOF-mallin ennustamaa vähäisemmäksi tai oikeastaan toistaiseksi lähes olemattomaksi.

Tulkitsen tämän niin, että lamadevalvaatioiden vaikutus olikin BOF-mallin simulaatioita eks- pansivisempaa, koska inflaatio ei olekaan nyt syönyt devalvaatiolla saavutettua kilpailu- etua. Jospa kausaliteetit menivätkin niin päin, että valuuttavelkojen odottamaton lisäys teki devalvaatioista aluksi deflatorisia – viennin vahvasta noususta huolimatta BKT laski vielä 1993 – ja tämä osaltaan selittää mm. inflaation alhaisuutta? Myös varsin hidas toipuminen Aasian kriisin maissa viittaa tällaisen vahvan J-käyrä -efektin läsnäoloon, mikä ei toki poista devalvaation myöhempää ekspansiivista vaiku- tusta.

Kukkonen: Viittaan edelliseen kysymykseen antamaani vastaukseen. Aasian kriisimaat ovat käsittääkseni toipumassa uuteen nousuun paljon nopeammin kuin Suomen talous toipui kriisin- sä jälkeen. Siitä tuskin saa lisätukea hypoteesil- lesi pitkittyvästä J- käyrä -efektistä.

Puumanen: Markan kelluttaminen 1992 pa- lautti periaatteessa rahapolitiikan autonomian. Miksei rahapolitiikkaa heti kevennetty laman lieventämiseksi? Yliarvioitiinko inflaatiovaara vai miksi viivyteltiin?

Kukkonen: On vaikea tietää, miksi rahapoli- tiikan keventämisessä viivyteltiin sen jälkeen kun markka pantiin kellumaan 8.9.1992. Suo- men Pankin johtokunnan kokouspöytäkirjoja tai päätösten perusteluja ei ole vielä tiedossa. En oikein usko, että inflaatiota enää syksyllä 1992 juurikaan pelättiin, koska oli jo nähty, että mar- raskuun 1991 devalvaatiosta ei ollut syntynyt lainkaan inflaation kiihtymistä, vaan päinvas- toin deflaatio oli tosiasia. Olisiko syynä ollut pikemminkin, että pelättiin markan devalvoitu- van tarpeettoman voimakkaasti tai toisaalta, että valtion velkaantumista ei saada hidastumaan, jos kriisi näyttää helpottuvan huomattavasti. Joka tapauksessa kohta sen jälkeen, kun halli- tus oli lokakuussa 1992 tehnyt merkittäviä me-

nojen säästöpäätöksiä ns. Sailaksen paperin pohjalta, Suomen Pankki ryhtyi korkojen reippaaseen alentamiseen.

*Puumanen: Millaista vastuuta pankit mielestäsi kantavat lamasta? Eikö se, että kaikki pankit eivät joutuneet yhtä suuriin vaikeuksiin osoitta, että epäonnistuneen rahapolitiikan lisäksi pankkikriisin aiheuttajana oli myös »bad banking»? Mikä merkitys oli eduskunnan pankki-
puolueella tarpeellisten vero- ym. reformien esittäjänä?*

Kukkonen: Kyllä pankkien johdon virhearvioinneilla oli oma osuutensa luotonannon liikkakasvuun. Luottoriskit arvioitiin pahasti alakanttiin. Pankkien välillä oli tässä selviä eroja, säästöpankkien joukossa oli eniten suuria virhearviointeja tehneitä ja toisaalta osuuspankeissa oli vähiten huolimattomia luotonantajia. Taustana luottoriskien aliarviointiin oli osittain se, että vanhassa säännellyssä järjestelmässä luottotappiot olivat jääneet mitättömän pieniksi. Oma osuutensa virhearviointiin oli myös sillä, että Suomen Pankki asetti likviditeetin päälähteelle, pankkien talletustodistuksille yhtenäisen, alhaisen korkotason, jossa ei ollut riskiliisää pankin vakavaraisuuden mukaan. Kysymys eduskunnan »pankkipuolueen» roolista rahoitusmarkkinoiden lainsäädännössä täytynee jättää politiikan tutkijoiden arvioitavaksi.

Puumanen: Mitä asioita lamasta meidän ja muidenkin maiden pitäisi pysyvästi oppia? Olemmeko nyt EMU:n jäsenenä turvassa vai voisiko lamaan johtanut dynamiikka jossakin häiriötilanteessa toistua?

Kukkonen: Ensinnäkin, Suomen kriisi, samoin kuin tuoreemmat Aasian ja Latalaisen Amerikan finanssikriisit taas kerran osoittivat, että rahoitusmarkkinat ovat epävakaita. Valuuttakursseilla ja osakkeiden sekä kiinteistöjen hinnoilla on taipumus voimakkaisiin vaihteluihin ja ylilyönteihin sääntelystä vapautettujen

markkinavoimien vauhdittamina. Kansainvälistä finanssijärjestelmää vakauttavien uudistusten tarve ymmärretään aika yleisesti, mutta keinoja ei tahdo löytyä.

EMU:n jäsenyys on lisännyt vakautta Suomen rahoitusmarkkinoihin, mutta vähentänyt mahdollisuuksia lievittää reaalitalouden epävakautta tai häiriöitä. Jos suhdanteet pääsevät ylikuumenemaan ja kustannusinflaatio kiihtymään muita euromaita nopeammaksi, Suomen taloudessa joudutaan vaikeaan, muita euromaita syvempään taantumahan. Laskelmat, joita tein Suomen lamasta, osoittivat, että työvoimakustannusten joustaminen alaspäin tuotannon ja työllisyyden supistuessa on hyvin hidasta. Olisi tarvittu noin 20 prosentin BKT:n supistuminen ennekuin kustannustaso olisi alentunut 20 prosenttia, jos markkaa ei olisi voitu devalvoida. Suomen työmarkkinoiden suuri joustamattomuus on todettu myös äskettäisessä Suomen Pankissa tehdyssä vertailussa muihin euromaihin. Kuitenkaan työmarkkinoilla ei ole näkyvissä mitään sellaisia muutoksia, jotka lisäisivät niiden toimintakykyä.

Ainoa keino estää vakavien häiriöiden syntymistä näyttäisi siten olevan nojata finanssipoliittikkaan ylikuumenemisen estämiseksi. On vaurauduttava voimakkaaseen ja nopeaan verotuksen ja nimenomaan tuloverojen korottamiseen silloin, kun työmarkkinoilla tehdään inflaatiota kiihdyttäviä sopimuksia. Valtion menojen supistamista ei pystytä tekemään riittävällä nopeudella ja välillisten verojen kiristäminen taas pikemminkin kiihdyttäisi inflaatiota. Avointa keskustelua tarvitaan tämänkin ongelmatilanteen varalta. Miten muuten saadaan ymmärtämystä nopealle ja tuntuvalle tuloverojen kiristämälle poliittisessa ilmastossa, missä vahva yleinen mielipide vaatii tuloveron keventämistä, olkoonkin, että kiristäminen jäisi väliaikaiseksi. Tämä nykyinenkin doktriini alkaa käydä vaaralliseksi!