

# Pankkikriisin opetuksia\*

JUHANA VARTIAINEN

Pääjohtaja *Lindblom* on esittänyt sellaisen tasapainoisen kuvauksen pankkikriisistä, jota vastaan tuskin kellään on vakavaa huomauttamista. Yritän omassa puheenvuorossani kiinnittää huomiota pankkikriisin laajempiin, historiallisiin, kansainvälisiin ja taloustieteellisiin aspekteihin, jotka ovat jääneet keskustelussa vähemmälle huomiolle.

## 1. Historiallinen ja kansainvälinen ulottuvuus

Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen kriiseineen kaikkineen päättää huomattavan tärkeän kasautumisvaiheen Suomen kansantalouden kehityksessä. Vaikka teoreetikot eivät pidä säännöstelystä, luotonsäännöstely oli se regimi, jonka aikana tapahtui Suomen kansantalouden ratkaiseva modernisoituminen. Tämä regimi, puutteistaan huolimatta, piti erilaisin mekanismein yllä pakkosäästämistä ja ohjasi säästövaroja tuotannollisiin investointeihin. Säännöstelyvaihe ei ole mikään reunamerkitä suomalaisen markkinatalouteen. Pikemminkin vapaamman koronmuodostuksen vaiheet, 1920-luvulla ja 1980-luvulla ovat erityislaatuisia kokeiluja, jotka kummatkin päättyivät huonosti. Korkojen säätely säännöstelyn tai pank-

kien valtionomistuksen kautta on ollut varsin yleistä muuallakin Euroopassa, esimerkiksi Ranskassa. Monien muidenkin maiden ratkaiseva modernisoituminen ja nopean kasvun prosessi on käyttänyt hyväkseen säädeltyjä luotomarkkinoita. Erityisen selväpiirteistä tämä on ollut Kaakkois-Aasian talousihmemaissa<sup>1</sup>. Taiwanissa luottoa säännösteltiin yksityiskohtaisin ja byrokraattisin määräyksin, jotta se suuntautuisi vain tuotannollisiin investointeihin. Koreassa kaikki pankit oli kansallistettu, ja Japanissaakaan pankkisektorin ei voi sanoa toimineen kovin markkinaehtoisesti. Yksi tapa tulkita näitä kokemuksia on suhtautua epäilevästi markkinatalouden kykyyn generoida kasvua. Vapaassa taloudessa on aina liikaa houkuttelevia mahdollisuuksia erilaiseen rent-seekingiin ja kulutuksen rahoittamiseen tuotannollisten investointien kustannuksella. Vapaan vaihdannan kautta on kerta kaikkiaan liian helppoa saada pelivoittoja tai vahingoittaa muita. Siksi nopean kasvun ylläpitäminen vaatii sen prosessin kollektiivista säätelyä, jolla säästövarat syntyvät ja ohjautuvat investointeihin. Vuositamme taloushistoriassa eri maiden kaikkein nopeimpiin kasvuvaiheisiin näyttää usein liittyvän rahoituksen kollektiivinen säätely.

\* Perustuu puheenvuoroon Kansantaloudellisen Yhdistyksen teemailtapäivässä »Mihin pankit päättyvät», Säätytalo 25. 11. 1992.

<sup>1</sup> Ks. Robert Wade: *Governing the Market*. Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialisation, Princeton University Press 1990, sekä Alice Amsden: *Asia's Next Giant*, South Korea and Late Industrialisation, Oxford University Press 1989.

## 2. Pankkikriisin syistä

Olemme *Jukka Pekkarisen* kanssa<sup>2</sup> nähneet pankkikriisin yhdeksi syyksi talouspolitiikan huonon koordinoinnin. Suomen talouspolitiikassa on vallinnut huono työnjako, jossa poliittisesti vastuullinen hallitus ei ole halunnut puuttua eikä sen ole annettu puuttua rahoitusmarkkinoiden tapahtumiin. Tunnetut politiikkavirheet on lueteltu, eikä niistä jankuttaminen enää ole kovin valaisevaa. Pankkikriisin selittäminen vain näistä kotimaisista syistä johtavaksi on sitäpaitsi siinä mielessä kyseenalaista, että pankkikriisi on toteutunut myös Ruotsissa, jossa rahapolitiikkaa ja finanssipolitiikkaa koordinoitiin paljon paremmin, sekä Norjassa että Japanissa. Kriisi otti kertakaikkiaan selkävöiton. Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen loi väistämättä tilanteen, jossa patoutunut luoton kysyntä purkautui, ja jossa taloudenpitäjien kyky arvioida spekulatiivisen rahoituksen riskejä oli pitkän kasvukauden ja alhaisen koron kauden jäljiltä surkea. Kuten tuonempana jälkikeynesiläisten teorioiden valossa esitän, vapaat finanssimarkkinat ja kiinteän valuuttakurssin pyrkimys tuottavat herkästi häiriöitä jo ilman regiimin muutostakin, ja regiimin muutos yhdistyneenä tavanomaista ankarampaan suhdanneshokkiin oli jo sellainen yhdistelmä, että taivaallinenkaan hallitus ei olisi kyennyt vakauttamaan taloutta. Huonon talouspolitiikan perintein varustetulla Suomella ei ollut mitään mahdollisuuksia. Finanssiepävarmuus, kestämaton vakaan kurssin tavoite ja maailmantaantuma olisi ollut vaikea yhdistelmä rationaalisellekin poliittiselle järjestelmälle, saatikka suomalaisille, jotka ovat aina vastustaneet ankarasti kaikenlaista talouden määrätietoista poliittista ohjausta.

Finanssipolitiikan heikkous ja kykenemättömyys nousukauden hillintään on itse asiassa myös poliittisesti endogeenista. Rahoitusmarkkinat tietenkin vapautuvat nimenomaan sellaisessa poliittisessa ilmapiirissä, jossa usko laissez faire – ratkaisuihin on suuri ja hallitus on haluton voimakkaaseen talouspoliittiseen inter-

ventioon. Interventio- ja vakautushaluisten hallitusten aikana ei puolestaan rahoitusmarkkinoita ylipäänsä vapauteta.

On siis riittämätöntä ajatella, että pankkikriisi johtuu vain hölmöistä päätöksentekijöistä ja hölmöistä eknomisteista, sillä hölmöytemme on endogeenista.

Toinen harhaluulo, jonka tiedän tässäkin tilaisuudessa saavan asianosaisten eli pankkien edustajien parissa kannatusta, on, että pankkikriisi johtuu vain talouden yleisesti heikosta tilasta. Tämä käsitys on täysin virheellinen. Kun finanssisektori kerran on käynnistänyt spekulatiivisen kuplan, sen on pakko jossain vaiheessa puhjeta, aivan talouden yleisestä tilasta riippumatta. Finanssimarkkinoiden kupla on ketjukirjeenomainen ilmiö. Jotta kupla ei puhkeaisi, on aina löydyttävä lisää ostajia, jotka ovat valmiit ostamaan varallisuusesineet fundamentaaleja korkeammilla hinnoilla. Vaikka nousukausi olisi jatkunut, kupla olisi vääjäämättä puhjennut jossain vaiheessa. Spekulatiivisesti velkaantunut talous muuttuu äärimmäisen herkäksi pienimmällekkin häiriölle, ja perussyy on juuri spekulatiivisessa velkaantumisessa. Pankkikriisi onkin ollut koko ajan paha myös Norjassa, jonka reaalityö on vähintään tyydyttävässä kunnossa.

## 3. Valta ja vastuu

Pankkikriisi on joka tapauksessa paljastanut pieneen maahan ja vähälukuisiin suuriin pankkeihin liittyvän vallan ja vastuun ongelman, joka on edelleen, kaikista kauniista puheista huolimatta, täysin ratkaisua vailla. Kun pankit ovat suuria ja valtiovalta takaa niiden toiminnan, on mahdollista, että spekulatiivisella sijoittajalla, suurta korkoa hakevalla tallettajalla ja pankilla on kolluusion kautta kannustin sijoituspeliin, josta viime kädessä laskun maksaa valtio. Vaikka Suomen viimeaikaista kehitystä pidetään yleisesti katastrofina, Suomen kasinopelistä on väistämättä jäänyt myös voittajia, jotka eivät kernaasti pidä meteliä itsestään, mutta eivät myöskään omalta kannaltaan näe tapahtumasarjaa erityisenä katastrofina.

Tästä näkökulmasta haluaisin puolustaa

<sup>2</sup> Jukka Pekkarinen – Juhana Vartiainen (1993): *Suomen talouspolitiikan pitkä linja*. WSOY.

pankkiosakkeiden nollausta. Nollaus opettaisi pankkien omistajille, että kasinopelissä voi menettää ainakin oman omaisuutensa, ellei valvo sen käyttöä. Vastavaite, jonka mukaan »kukaan ei sen jälkeen sijoittaisi pankkiosakkeisiin», on todella naiivi. Jos valtiovalta saneeraa pankit toimintakykyisiksi, ne muuttuvat arvokkaiksi, ja löytyy aina jokin hinta, jolla ne saadaan kaupaksi. Joka uskoo, että kukaan ei ole halukas sijoittamaan pankkiosakkeisiin, väittää samalla, että pankkitoiminta ei ylipäänsä voi olla Suomessa kannattavaa. Mutta silloin voidaan hyvin perustein antaa koko pankkitoiminta Postipankin huoleksi.

Entä miksi ei todella sosialisoidaisi kaikkia pankkeja eli fuusioitaisi niitä Postipankkiin ja alettaisi rohkaista ja edistää uusien, pienten pankkien perustamista? Uuden pankin perustaminen voisi nyt olla houkuttelevaakin. Rasitteena ei olisi vanhoja toimihenkilöitä ja konttoriverkkoa, ja uudet pankit voisivat käyttää tietotekniikkaa tehokkaasti hyväkseen. Jos pankkitoiminta on ollakseen kannattavaa, joku kyllä haluaa sitä harjoittaa. Suomessa on nimenomaan ollut ongelmana se, että isot pankkiryhmät ovat jakaneet keskenään taloudellisen (ja vähän poliittisenkin) vallan ja muuttuneet isännättömän rahan linnakkeiksi, joissa valta- ja vastuusuhteita on vaikea nähdä. Nyt näistä ryhmittymistä voisi päästä kertaheitolla eroon. Mikä tässä mallissa on vikana? En kysy retorisesti, vaan sopeutan auliisti mielipidettäni jos vastaus on hyvä. Keskustelussa ei nähdä sitä, että nykyinen pankkituki syrjii voimakkaasti potentiaalista alalle pyrkijää.

Pankkimiehet ovat nyt liikuttavan yksimielisesti puolustamassa kilpailua ja vastustamassa keskittymistä. Voi kuitenkin kysyä, onko kovinkaan ratkaisevaa merkitystä sillä, onko Suomessa kaksi, kolme, neljä vai viisi pankkiryhmää; kaikissa tapauksissa kilpailutilanne on oligopolinen ja pankkiryhmät yhdessä ovat merkittävä painostusryhmä suhteessa valtiovalttaan. Ratkaisevampi muutos saataisiin, jos pankkeja olisi esimerkiksi 500 tai sitten vain yksi valvottu monopoli. Miksi pankkeja ei fuusioitaisi fuusioiden sijasta? Yhden valtionpankin monopoliin liittyy tietenkin arveluttava vallan keskitys. Mutta arviotamme tulisi sävyttää

sen toiseikan, että pankkiasiat ovat nyt menneet Suomessa niin pieleen kuin ylipäänsä on mahdollista. Vaikka vastustan periaatteellisesti monopoleja, on vaikea nähdä, että sosialisoitu pankkisektori olisi koskaan voinut saada näin paljon pahaa aikaan.

Haluan tehdä vielä yhden historiallis-kansainvälisen rinnastuksen, rinnastaa kaksi kriisimaata, joissa toisen maailmansodan jälkeistä kasautumista on säädelty kollektiivisesti eikä markkinaehtoisesti. Nämä maat ovat Suomi ja Neuvostoliitto. Neuvostoliitossa kasautumisen säätely oli hallinnollista ja rahoitus ja elinkeinoelämä oli tunnetusti pehmeän budjettirajoituksen alaisena: yritykset investoivat kyseenalaisin perustein ja laskut maksettiin ottamalla lisävelkaa. Suomessakin elettiin vanhan järjestelmän aikana, hieman karrikoiden sanottuna, eräänlaisessa pankkien hallinnoimassa suunnitelmataloudessa, jossa investointipäätöksiä ohjattiin vain rajoitetusti markkinasignaleihin ja laskut maksettiin devalvaatioin. Suomessakin rahoituslaitosten budjettirajoitus on nyt osoittautunut pehmeäksi.

Kummassakin maassa juuri keskusjohtoisen säätelyn sortuminen kärjisti kriisiin. Neuvostoliitossa keskussuunnittelu luhistui ensin, ja 1980-luvun puolivälissä käynnistyi välivaihe, jossa itsenäiset monopoliyritykset alkoivat käyttäytyä rationaalisesti ja itsenäisesti pehmeän budjettirajoituksen puitteissa. Toisaalta ne investoivat edelleen järjettömästi, mutta toisaalta ne muodostivat kolluusioita oman henkilökunnan kanssa, niin että tehtaiden kalustosta osa siirtyi laittomin ja puolilailisin keinoin yksityisverstaiden omistukseen.

Suomessa keskussuunnittelun luhistumista vastasi (muuten jokseenkin samoihin aikoihin) luotonsäännöstelyn loppuminen. Pankeilla säilyivät oligopoliset markkina-asetat ja talletussuojan ja ennakoidun pankkituen kautta pehmeä budjettirajoitus. Juuri tämä vaihe käynnisti keinottelun ja pohjusti kriisin. Venäjällä on nyt sentään yritetty edetä kohti markkinatalouden periaatteita, mikä on nostanut reaktion perinteisten vallankäyttäjien keskuudessa. Suomessa poliittinen päätöksenteko näyttää sen sijaan täydellisesti sementoivan vanhat valtarakenteet eikä jeltsineitä ja markkinatalouden periaattei-

den kannattajia löydy. Jos tulevaisuutta varten näistä vuosista jää jokin opetus, se on se, että budjettirajoitukset ovat vastedeskin pehmeät, ja valtio maksaa viulut.

#### 4. *Velkatalouden poliittinen taloustiede*

*Hyman Minsky* on teoksessaan »Stabilising an Unstable Economy»<sup>3</sup> luonnostellut jälkikeyneisiläistä teoriaa markkinatalouden finanssivetoisista kriiseistä. Joka olisi lukenut tämän teoksen jo vuonna 1986, olisi ollut askelen edellä muita suomalaisia. Myös jotkut valtavirran uusklassikot ovat, varmaan juuri viime vuosien kokemusten inspiroimina, kiinnittäneet huomiota finanssisektoriin epävakauden lähteenä. *Joseph Stiglitz* luonnosteli European Economic Associationin kokouksessa Cambridgessä vuonna 1991 makroteoriaa, joka selittää suhdannehäiriöitä finanssimarkkinoiden tapahtumilla. Pääosaa teoriassa näyttölee velkaantuminen ja siihen liittyvä pankkiireille tuttu vipuvaikutus: pienet suhteelliset muutokset tuotannosta syntyvissä tulovirroissa ja tuotantopääoman arvoissa saavat aikaan suuren suhteellisen muutoksen yrityksen nettoarvossa, koska yritys on velkaantunut. Nettoarvon muutos aiheuttaa riskikäyttäytymisen kautta puolestaan toisessa vaiheessa suuren muutoksen investoinneissa, tuotannossa ja työllisyydessä.

*Minskyn* teoriassa on samantapaisia aineksia. Teoria on epäsystemaattinen eikä muodosta sulkeutuvaa mallia, mutta Minsky onnistuu puolustamaan sitä taitavasti Yhdysvaltain kokemukseen vedoten. Minsky näkee kapitalistisen talouden heiluvan odotusten muuttuessa taantumien ja ylikuumenemisvaiheiden välillä. Odotusten muuttuessa vähänkin muuttuu myös se arvo, joka käteisvaroille eli rahalle annetaan puskurina ja vakuutuksena epävarmuutta ja tuotannon ja menekin vaihtelusta syntyviä tulo-uoppia vastaan.

Nousukaudella käteisvaroja ei uskota tarvittavan vakuutusmielessä yhtä paljon kuin aikai-

semmin, ja ollaan valmiita velkaantumaan enemmän. Velkaantuminen kuumentaa taloutta ja voimistaa myönteisiä odotuksia. Lisääntynyt menoalttius lisää pääomatavaroiden arvoa, ja käteisvarojen vakuutusmerkitys vähennee edelleen, jolloin meno- ja investointialttius kasvaa edelleen ja velkojen liikkeellelasku on helppoa. Tässä vaiheessa finanssisektori toimii yleensä innovatiivisesti, kehittää uusia instrumentteja ja lisää näin rahamäärää. Tuloksesta on ylikuumentunut talous, jossa on paljon velkaa ja vähän käteiskassoja. Kun tällaista taloutta kohtaa pienikin kielteinen shokki, kaikki odotukset voivat muuttua nopeasti, jolloin käteisvarojen tarve kasvaa yhtäkkiä ja pääomatavaroiden arvo romahtaa. Nousee konkurssi-aalto, jolla on reaalityönsä vaikutuksia. Talous syöksyy taantumiaan.

Uusklassisen synteessin olettaman ns. *Patin-kin-prosessin* mukaan taantumasta selvittää deflaation kautta, kun hinnat ja palkat laskevat, jolloin rahakassojen reaaliarvo kasvaa ja menoalttius ja kysyntä elpyvät. Mutta deflaatioprosessi on täysin tuhoisa velka- eli leverage -taloudessa, jossa transaktioiden nimellisarvojen lasku aiheuttaa velkaantuneiden yritysten ja kotitalouksien konkurssseja. Uusklassinen synteessi ei käsittääkseni ole kyennyt riittävästi käsittelemään tätä finanssimarkkinoiden ja reaalisin kapitalismin piirrettä. Velka ei tietenkään ole ongelma, jos eletään ilman epävarmuutta, varmassa maailmassa. Uusklassinen synteessi kykenee kyllä ottamaan huomioon epävarmuuden, mutta uusklassisen synteessin perusmalli taloustieteilijöiden mielissä lienee kuitenkin pääasiassa oma-pääoma-vetoinen: kun taloutta kohtaa shokki, tulomme ja arviomme tulovirrasta muuttuvat vähän, mutta kaikki rahoitetaan omarahoituksella, joten kukaan ei mene konkurssiin. Jos talous on velkavetoinen, pienikin shokki voi olla katastrofaalinen, koska se synnyttää itseään vahvistavan konkurssikierteen. Ylityöllisyytilanteesta siirrytään ensin täystyöllisyyteen, mutta liike ei pysähdy tähän, vaan talous taantuu ja voi joutua pitkäksi aikaa lamaan.

*Minskyn* tarina sisältää monia erilaisia aineksia, joista yksi on näkemys hitaasta endogeenisestä siirtymisestä varovaisesta rahoituk-

<sup>3</sup> Hyman Minsky: *Stabilising an Unstable Economy*. Yale University Press 1986.

sesta spekulatiiviseen rahoitukseen taantumassa muuttuessa nousuksi. Minsky erottelee kolme erityyppistä rahoitusmuotoa. Ensimmäinen on riskeiltä suojautuminen eli *hedge-rahoitus*, johon turvautuvat ne yritykset ja kotitaloudet, jotka arvioivat kassatulojensa olevan lähivuosina kassamenoja suurempia. Ne käyttävät rahoitusta riskien karttamiseen. Riskiä karttavaan rahoitukseen turvautunut yritys on immuuni finanssitalouden häiriöille. Se voi joutua vaikeuksiin vain silloin, kun reaalityaloudessa tapahtuu häiriö, joka vaikuttaa tuotantopääoman tuottoon.

Toinen rahoitusmuoto on *spekulatiivinen rahoitus*, johon turvautuvat ne, joilla on lähivuosina suurempia menoja kassasta kuin kassaan, mutta jotka arvioivat tilanteen korjautuvan myöhemmin. Spekulatiivista rahoitusta käyttävä yritys tarvitsee lisärahoitusta lähivuosina, mutta jos yrityksen saatavat ja velat jaetaan korkoihin ja pääomaan, tuleva tulovirta riittää joka periodilla korkojen maksuun. Lähivuosien rahoitustarve syntyy siitä, että on sitouduttu maksamaan lähivuosina tulovirtaa suurempia pääoman kuoletuksia, eli on kyettävä uudistamaan erääntyvää velkaa. Spekulatiiviseen rahoitukseen turvautuu tyypillisesti liike- ja investointipankki, joka ottaa vastaan lyhytaikaisia talletuksia ja investoi pitkäaikaisiin sijoituksiin.

Kolmas muoto on spekulatiivisen rahoituksen erityismuoto, *ponzirahoitus*, joka tarkoittaa sitä, että rahoituskulut ylittävät tulovirran, jolloin velkamäärää on koko ajan kasvatettava. Tällöin rahoitusmenot pääomittuvat yrityksen taseeseen. Se, millainen rahoitus on vallitsevaa, vaikuttaa yksiköiden riskinsietokykyyn. Jos rahoitus on pääasiassa »hedgausta», riskin karttamista, yritys ei ole haavoittuva rahoitusmarkkinoiden tapahtumille. Riskiä karttanut yritys pärjää aina niin kauan kuin pääomatarviden tuottamat kvasikorot eivät laske alle odotusten. Muuten tällainen yritys ei ole haavoittuva rahoitusmarkkinoiden tapahtumille. Jotta riskiä karttava yksikkö joutuisi vaikeuksiin, reaalityaloudessa on välttämättä tapahtuttava jotakin kielteistä.

Spekulatiivinen tai Ponzi-rahoitusvelallinen on sen sijaan altis pelkästään finanssimarkki-

noiden korkomuutoksille. Mitä suurempi on talouden spekulatiivisen rahoituksen osuus, sitä alttiimpi on sen finanssijärjestelmä.

Minskyn ydinväite on, että rahoitustapojen osuudet vaihtelevat endogeenisesti tyypillisessä suhdannekierrossa tai pitkien syklien kierrossa. Edellisen laman jäljiltä taloudessa on opittu varovaiset hedge-rahoitustavat (*hedge finance*), niin että yritykset ja kotitaloudet voivat arvioida kassatulojensa olevien kassamenoja suurempia kaikkina tulevina vuosina, ja velkamäärät ovat alhaisia. Tällaisessa taloudessa kellään ei ole käteispulaa.

Tällaisessa tilanteessa *lyhyet korot ovat tyypillisesti alhaalla ja alempana kuin pitkät korot*. Tällainen tuottokäyrä tekee kannattavaksi lainata lyhyttä ja sijoittaa pitkään, mikä puolestaan pikku hiljaa rohkaisee taitavimpia ja rohkeimpia pankkiireja siirtymään spekulatiiviseen rahoitustoimintaan, jossa lyhytaikaisilla sitoumuksilla rahoitetaan pitkäaikaisia investointeja. Tällöin hyväksytään lähivuosien kassa-alijäämät mutta arvioidaan kauempana olevien vuosien tuovan suuremmat virrat kassaan kuin kassasta. Lähiajan alijäämät voivat kuitenkin edellyttää velan lisäämistä lähivuosina. Niin kauan kuin rahoitusjärjestelmä on kuitenkin valtaosin riskiä karttava, tällainen spekulatiivinen rahoitus näyttää varsin turvalliselta. Spekulatiivinen rahoitus näyttää päinvastoin tuovan varman näköisiä ylimääräisiä voittoja, mikä vahvistaa spekulatiolle myönteistä ilmapiiiriä. Koska uusi spekulointi voidaan rahoittaa vanhoista voitoista, kassakriisi näyttää kaukaiselta. Spekulointi nostaa varallisuusesineiden hintoja, mikä puolestaan kohottaa taloudenpitäjien arvioitua varallisuutta ja innostaa riskikäyttäytymisen.

Tämä välivaihe voi kestää pitkään, mikä juuri luo ihmisten odotuksiin kuvan vakaasta ja stabiilista taloudesta. Talous muuttuu kuitenkin salakavalasti velkaantuneemmaksi, ja sitä myöten herkemmäksi kontraktiivisille shokeille. Jos spekulatiivisesti rahoitettua taloutta kohtaa shokki, jotkin spekulatiiviset yksiköt voivat joutua Ponzi-rahoituksen kierteeseen: joka vuosi joudutaan lisäämään velkaa entisistä sitoumuksista selviämiseksi. Käteisputla yllättää koko talouden, kun varallisuusarvojen nousu

päättyy. Tällöin *lyhyet korot nousevat pitkiä korkoja korkeammalle*, mikä ajaa spekulatiivista harjoittaneet pankit ja yritykset kohti konkurssia.

Alun perin vähävelkaisessa taloudessa siirtyminen spekulatiiviseen rahoitukseen näyttää siis korkorakenteen vuoksi edulliselta ja turvalliselta, ja velkarahoitukseen perustuva lisäksyntä käynnistää pääomatavaroiden hintojen nousun, mikä puolestaan rohkaisee spekulatiiviseen rahoitukseen ja tekee käteisvarojen merkityksen vakuutuksena entistä vähäisemmäksi yritysten silmissä. Nousevat pääomatavaroiden hinnat luovat ympäristön, jossa spekulatiivinen tai jopa Ponzi-rahoitus näyttää rationaaliselta ja houkuttelevalta. Vähävelkaisesta taloudesta siirrytään siis *hitaasti* mutta *endogeenisesti* velkavetoiseen spekulatiiviseen talouteen, ja nousun loppuvaiheessa heikoimpien yksiköiden rahoitus muuttuu epätoivoiseksi Ponzi-peliksi. Christopher Wegeliuksen päiväkirjamuistelmien ja Minskyn kirjan rinnakkainen lukeminen on jokseenkin palkitseva kokemus, ja SKOP:n lähihistoriaan tutustuminen vahvistaa Minskyn tarinaa. Ensin SKOP:n oli likvidissä taloudessa helppo saada riskittömän näköisiä arvonnousuvoittoja muuten kannattavan toiminnan päälle. Seuraavassa vaiheessa »rosvoretkiä tarvittiin» (Wegeliuksen päiväkirjan omin sanoin) tuloksen ylläpitämiseksi, mutta »rosvoretket» näyttivät kuitenkin aina tuottavan hyvän tuloksen. Lopuksi, Ponzi-vaiheessa, »rosvoretkään» eivät enää riittäneet ja konkurssi oli edessä.

Pankeilla on Minskyn mukaan innovatiivinen rooli nousukaudella. Vaikka viranomaiset pyrkisivät hidastamaan pankkien luottoekspansiota, pankkiirit keskivät uusia finanssi-instrumentteja, joilla tosiasiaa luodaan maksuvälineitä. Minsky korostaa myös tyypillisen pankinjohtajan toimintaa. Koska rikastuminen vain palkkatuloista säästämällä on harmillisen hidasta, pankinjohtaja pyrkii nopeaan kasvuun, joka voi toteutua vain spekulatiivisen luotonlaajennuksen kautta. Minskyn teoria sisältää oikeastaan pankkiirien endogeeniset odotukset. Kun edellisestä kriisistä on kulunut riittävän kauan – vrt. Suomen 1980-luku –, varovaisuus kaikkooa ja spekulatiivinen rahoitus näyttää

järkevältä. Kun lama ja finanssikriisi ovat juuri takana, on opittu varovaisuutta, ja pankinjohtajat korostavat varovaisuutta ja talouden toimimisen hitautta – aivan kuten tässäkin tilaisuudessa.

Vaikka minskyläisessä teoriassa on aukkoja, uskon sen tapailevan oikeaa asiaa. Finanssimarkkinoiden kautta syntyy voimakkaita itseään vahvistavia mekanismeja, mikä johtaa siihen, että talouden *yleiset* odotukset ja säästämislaitteet voivat muuttua äärimmäisen nopeasti. Nousukauden aikana menoalittius on korkealla ja velkavetoinen investointiboomi kuumentaa talouden. Tämä vahvistaa myönteisiä odotuksia. On helppo nähdä, miten alun perin finanssimarkkinoilta lähtenyt häiriö vääristää myös reaalisia investointeja, koska pääomatavaroiden hinta nousee suhteessa niiden tuotantokustannuksiin. Tämä johti Suomessa kelvottomiin suljetun sektorin investointeihin, joita pääjohtaja Lindblom myös käsitteli omassa alustuksessaan.

Miten investoija-velanottaja voisi koskaan kyetäkään erottamaan omien velkavetoisten investointiensä mahdollisesti hyvää idiosynkraattista tuottavuutta ja ylikuumentuneen talouden pitemmän päälle kestäväntöntä tilaa, joka tuottaa hetkellisesti hyvän kannattavuuden ja kysyntäodotukset? Kun talous on ylikuumentunut, jokainen investointi näyttää hyvältä, ja investoija kuvittelee hetkellisen hyvän kannattavuuden johtuvan juuri *hänen* investointinsa erinomaisuudesta. Robert Lucasin suhdanteoria oletti, että agentit eivät kykene erottamaan suhteellisten hintojen muutoksia yleisen hintatason muutoksista, ja juuri tämä ilmiö synnyttää hänen mukaansa suhdannevaihteluja. Suhteellisten hintojen ja palkkojen seuraaminen on kuitenkin vielä lasten leikkiä talouden tulevaisuuden rationaalisten odotusten investointitasapainon laskemisen vaativuuteen. On käsittäkseni jopa teoreettisesti epäselvää, missä määrin markkinat edes kykenevät yhteensovittamaan eri agenttien investointisuunnitelmia, niin että olisi olemassa yksikäsitteinen tulevaisuuden rationaalisten odotusten tasapaino. Helsingin Itäkeskuksen tappiohelvetiksi muuttuva ostosparatiisi on tästä konkreettinen osoitus. Suomessa kotitalouksien säästämislaitteet hei-

lahti varsin lyhyessä ajassa nollasta kymmenen prosentin tuntumaan.

Minskyn teoria liittyy suljettuun talouteen. Suomen tapauksessa tarvitaan talouden avoimuuden eksplisiittistä käsittelyä, mutta avotalous näkökohdat eivät näytä ainakaan vähentävän epävakausilmiöitä. Nousukaudella valuuttaan kohdistuu nousuodotuksia ja talous on hyvin likvidi, jolloin lyhyet korot laskevat pitkiä alemmaksi, noususuhdanne kiihtyy, ja halu spekulatiiviseen rahoitukseen voimistuu. Laskukaudella lyhyet korot vastaavasti nousevat ja talouteen syntyy huutava käteispula. Suomesakin lyhyet korot olivat alhaalla ja pitkiä alempana juuri vuosina 1987–89, jonka jälkeen lyhyet korot ovat voittopuolisesti olleet pitkiä ylempänä, aivan minskyläisen skeeman mukaisesti.

### 5. Talouspolitiikan vaatimuksia

Jos minskyläisissä teorioissa on totuuden siementäkään, vapaat finanssimarkkinat – ilman sen kummempia regiiminmuutoksiakaan – ovat huomattava epävakauden lähde niin maailmantaloudessa kuin Suomen kansantaloudessa. Siksi Suomen talouspolitiikan on nyt rahoitusmarkkinoiden vapauduttua muututtava historiallisesti. Vakautus ja suhdannepolitiikka on otettava vakavasti muuallakin kuin sunnuntai-puheissa. Muutoksen tarve asettaa todella suuria vaatimuksia nimenomaan talouden poliittiselle hallittavuudelle. Tätä taustaa vasten ei taida olla sattuma, että vuonna 1992 vihdoinkin luovuttiin enimmistä valtiopäiväjärjestyksen määrävähemmistöäädöksistä.

Suomen päättäjillä on kaksi vaikutustapaa: finanssipolitiikka ja tulopolitiikka. Periaatteessa finanssipolitiikan myönteinen muutos on mahdollinen. Onhan perinteisen talouspolitiik-

kamallin aikana finanssipolitiikka määräytynyt – 1980-lukua lukuunottamatta – kassarajoituksen puitteissa, eli politiikka on ollut täysin sidottua. Siksi rahoitusmarkkinoiden vapautuminen ja valtion velkaantumismahdollisuuksien paraneminen antavat periaatteessa käyttöön aivan uuden ja vapaan politiikkainstrumentin.

Tulopolitiikka on toinen keino, jolla voidaan vaikuttaa sekä todelliseen kilpailukykyyn että talouden nimelliseen kustannustasoon. Juuri finanssimarkkinoiden vapaus yhdistyneenä todennäköiseen vakaan markan vaatimukseen poistaa itsenäisen rahapolitiikan ja tekee tulopolitiikan tarpeen entistä huutavammaksi.

Instrumenttien olemassaolo riittää teoreetikolle, mutta kansalaiset joutuvat tietenkin sen ikävän pulman eteen, etteivät päätöksentekijät osaa eivätkä halua politiikkainstrumenttejaan käyttää. Mitä pitemmälle lama jatkuu, sitä enemmän pääsevät finanssipolitiikansa pinnalle perinteisen mallin mukaiset kameralistiset lamasäästöpuheet, joiden peilikuvana on politiikan huomattava löyseneminen nousukaute-na.

Valtiovarainministeri onkin jo luvannut reippaat marginaaliveron alennukset, kunhan talous ensin elpyy.

Tulopolitiikasta ollaan puolestaan kuulemma luopumassa kokonaan. Olisikin naivia funktionalismia ajatella, että jonkin politiikkainstrumentin objektiivinen tarve välttämättä kutsuisi esiin juuri tarvittavan instrumentin. Latinalaisessa Amerikassa on paljon maita, joilla olisi paljon hyötyä vakauttavista yhteiskuntasopimuksista mutta jotka eivät yhteiskunnallisten ristiriitojensa ja poliittisen kulttuurinsa vuoksi siihen kykene. Kukaan ei todellakaan pakotaärkevään talouden hoitoon, ei heitä eikä meitä. Ehkä Latinalaisen Amerikan tie on meidänkin tiemme.