

Yksityisen sektorin velkakriisi: syistä, seurauksista ja tulevaisuudennäkymistä*

ANNE BRUNILA

Johdanto

Vuosikymmenen vaihteessa alkaneeseen lamaan suhtauduttiin aluksi kuin lyhytaikaiseen suhdannekuoppaan, josta toivutaan suhteellisen nopeasti. Historialliseen kokemukseen vedoten optimistisimmat ennusteet povasivat uutta nousua jo vuoden 1991 aikana. Kun sitä ei tullutkaan, laman pohjaa ja nousun alkua siirrettiin vuodelle eteenpäin. Kun vielä tällöinkään ei näkynyt merkkejä laskusuuntauksen loppumisesta, alettiin etsiä selityksiä poikkeuksellisen pitkälle ja syvälle lamalle. Usean muun tekijän ohella yhdeksi tärkeäksi selittäjäksi on muodostunut yksityisen sektorin velkaantuminen (velat suhteessa tuloihin tai tuotantoon), minkä on katsottu sekä pahentavan pankkikriisiä että ylläpitävän kotimaisen kysynnän laskukierrettä. Velkaantumisselitykseen on sittemmin liitetty myös julkisen sektorin velkaantuminen, mikä kiristyneen verotuksen ja säästöpäätösten takia on leikannut kotitalouksien käytettävissä olevia nettotuloja ja estänyt talouden elvyttämistä julkista kysyntää lisäämällä.

Ylivelkaantuneisuudesta velkakriisiin

Talouspoliittisessa keskustelussa käsitteestä 'ylivelkaantuminen' on viimeksi kuluneen vuoden aikana tullut yksi suosituimmista selityksistä kulutuksen ja investointien jyrkälle ja pitkään jatkuneelle laskulle. Ylivelkaantuminen käsitteenä on kuitenkin ongelmallinen, koska on lähes mahdotonta yleispätevästi määritellä, missä vaiheessa velat suhteessa tuloihin tai tuotantoon ovat nousseet liian korkeiksi. Yritysten keskimääräinen velkaantuneisuus eri maissa vaihtelee melkoisesti – samoin myös käsitykset ylivelkaantuneisuudesta. Maittaiset erot yritysten keskimääräisessä velkaantuneisuudessa selittyvät varsin pitkälti rahoitusmarkkinoiden rakenteesta ja eri rahoitusmuotojen verotuskohtelussa olevilla eroilla. Pankkikeskeisissä maissa kuten Japanissa yritysten velkaantuneisuus on perinteisesti ollut hyvin korkealla tasolla verrattuna maihin, joissa on pitkälle kehittyneet ja monipuoliset rahoitusmarkkinat. Verrattuna amerikkalaisiin yrityksiin japanilaiset (samoin kuin suomalaiset) yritykset ovat kautta historian olleet 'ylivelkaisia'. Tästä huolimatta japanilaiset yritykset ovat investoineet aggressiivisesti aina 1990-luvulle saakka. Kotitalouksien 'ylivelkaantuneisuuden' määrittely ei ole yhtään sen helpompaa kuin yritystenkään. Esimerkiksi Ruotsissa kotita-

* Esitelmä Kansantaloudellisessa Yhdistyksessä 4.11.1993.

louksien velkaantuneisuus on viime vuosikymmeninä ollut huomattavasti korkeampi kuin Suomessa. Tästä huolimatta yksityinen kulutus ei Ruotsissa ole romahtanut.¹

Teoreettisesti ainoa tapa lähestyä velkaongelmaa on tarkastella sitä, onko talousyksiköiden intertemporaalinen budjettirajoitus voimassa. Jos budjettirajoitus on voimassa, niin talousyksiköiden maksukyky (solvency) on riittävä ja velkaantuminen on kestäväällä pohjalla (sustainability) eli kysessä ei ole ylivelkaantuminen. Velkaantuneisuuden kestävyyttä on kuitenkin hankala tutkia, koska sitä ei voida nähdä yhden luvun, esimerkiksi velka/tulot suhteen, perusteella. Velkaantuneisuus voi olla korkea ja tilanne kestävä tai se voi olla alhainen ja tilanne kestävä riippuen siitä, mitkä ovat tulevaisuuden odotukset.² Tähän mennessä tehdyt empiiriset testit ovat olleet erittäin heikkoja, koska ne sallivat velkaantuneisuuden jatkuvan kasvun ja pitävät tilannetta silti kestäväenä. Käytännöllisempiä ja selkeämpiä tapoja lähestyä velkaongelmaa on tutkia velanhoitomienojen ja tulojen välistä suhdetta tai tarkastella velkaantuneisuuden kehitystä erilaisten tulevaisuudenodotusten vallitessa.

Koska ylivelkaantuneisuutta on edellä esitettyjen seikkojen vuoksi vaikeaa osoittaa, ja koska se käsitteenä kohdistaa huomion turhan yksipuolisesti velkaantuneisuuden tasoon ja si-vuuttaa muut velkaongelmaan vaikuttavat tekijät, on selkeämpää puhua yksityisen sektorin velkakriisistä kuin ylivelkaantumisesta. Velkakriisi voidaan määritellä tilanteeksi, jossa

velanhoitokulujen (korot ja kuoletukset) suhde käytettävissä oleviin tuloihin nousee niin korkeaksi, että velkasitoumuksista selviytyminen ei ole mahdollista ilman erittäin voimakasta muiden menojen supistamista tai lisävelkaantumista. Äärimmillään velkakriisi johtaa maksukyvyttömyyteen ja konkurssiin. Mitä enemmän velkakriisiin joutuneita kotitalouksia ja yrityksiä on ja mitä enemmän ne joutuvat tinkimään muista menoistaan, sitä jyrkemmin velkakriisi voi vaikuttaa reaalityönteeseen ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen.

Yritysten velanhoitomenot suhteessa arvonlisäykseen ovat laman aikana nousseet jyrkästi. Suuri osa tästä noususta on tullut yrityksille melkoisena yllätyksenä, jota laman alkuvaiheessakaan ei vielä ollut mahdollista ennakoita.³ Vuonna 1990 velanhoitomenot olivat noin 45 prosenttia arvonlisäyksestä, vuonna 1991 lähes 65 prosenttia ja vuonna 1992 jo yli 70 prosenttia (kuvio 1). Vuonna 1992 velanhoitomienojen suhteellinen nousu edellisestä vuodesta oli avoimella sektorilla⁴ enää hyvin vähäistä, sen sijaan suljetulla sektorilla velanhoitomienojen nousuvauhti säilyi kovana. Velkakriisi on laman aikana muodostunut ehkä tärkeimmäksi yritystoimintaa vaikeuttavaksi tekijäksi.

Kotitalouksien velanhoitomenot suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin lähes kaksinkertaistuivat vuosina 1980-89 (nousten noin 15 prosentista lähes 30 prosenttiin). Vaikka niiden osuus tuloista onkin tämän jälkeen lievästi alentunut, vievät ne yhä edelleen yli neljänneksen koko kotitaloussektorin käytettävissä olevista nettotuloista (kuvio 2). Kun muistetaan,

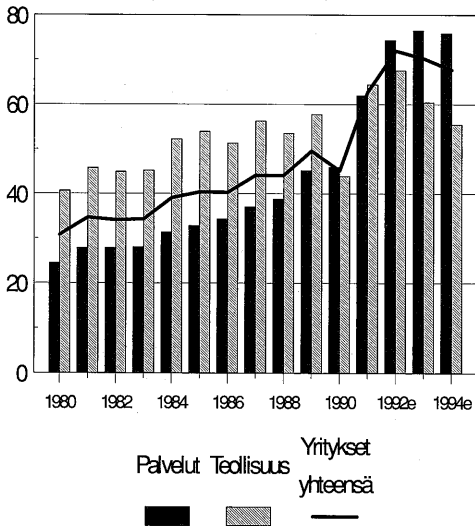
¹ Velkaantuneisuustasoon, jonka kotitaloudet kestävä joutumatta maksuvaikeuksiin, vaikuttaa luonnollisesti myös luottojen maturiteetti. Kotitalouksien asuntoluottojen maturiteetti vaihtelee Ruotsissa 30-50 vuoteen ja Suomessa 10-15 vuoteen.

² Kansantaloustieteessä on hiljattain kehitetty menetelmiä, joilla voidaan empiirisesti tutkia velkaantuneisuuden kestävyttä, ks. esim. Hamilton ja Flavin (1986), Hakkio ja Rush (1991), Trehan ja Walsh (1991).

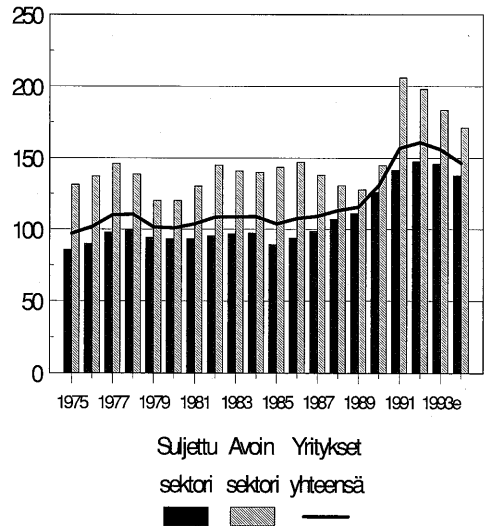
³ Yritysten oli mahdotonta ennakoita mm. nimellisiä ja reaalkorkojen jyrkkää nousua etenkin vuosina 1991-92 tai markan arvon massiivista heikkenemistä ottaessaan valuuttavelkaa 1980-luvun lopulla.

⁴ Avoimella sektorilla tarkoitetaan metsä-, metalli- ja kemianteollisuutta, joiden tuotannosta vähintään 30 prosenttia menee vientiin. Muut toimialat luetaan kuuluvaksi suljettuun sektoriin

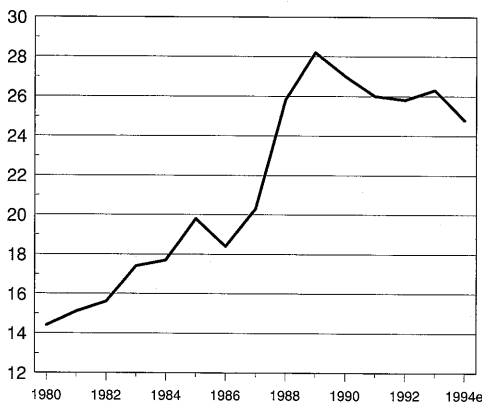
Kuvio 1. Yritysten velanhoitomenot, prosenttia arvonlisäyksestä



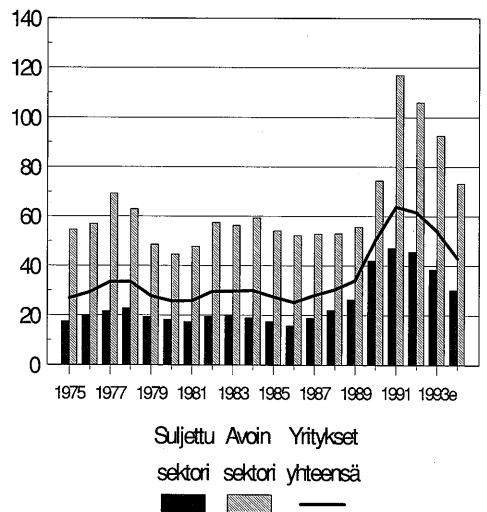
Kuvio 3. Yhteisöyritysten bruttovelka, prosenttia arvonlisäyksestä



Kuvio 2. Kotitalouksien velanhoitomenot, prosenttia käytettävissä olevasta nettotulosta



Kuvio 4. Yhteisöyritysten valuuttamääräinen velka, prosenttia sektorin arvonlisäyksestä



että vain osa kotitalouksista on huomattavassa määrin velkaantuneita, on selvää, että velanhoitomenojen osuus velkaantuneiden kotitalouk-

sien tuloista on merkittävästi koko sektorin keskimääräistä lukua korkeampi.

Velkakriisin syistä

Velkakriisin syntymiseen samoin kuin siitä selviytymiseen vaikuttavat kaikki ne tekijät, jotka vaikuttavat velanhoitokulujen suuruuteen ja käytettävissä oleviin nettotuloihin. Velanhoitokulut riippuvat luonnollisesti velan määrästä, maturiteetista ja sovitusta kuoletustavasta, korosta sekä valuuttamääraisten velkojen osalta valuuttakurssista. Nettotulot puolestaan riippuvat bruttotuloista, verotuksesta ja muista tulonsiirroista.

Yritysten velkakanta kasvoi jyrkästi 1980-luvun lopulla. Samaan aikaan yritysten tulot kuitenkin nousivat suhteellisen voimakkaasti, mikä hillitsi velkaantuneisuuden kohoamista. Avoimella sektorilla yritysten suhteellinen velkaantuneisuus (bruttovelat suhteessa arvonlisäykseen) itse asiassa aleni vuodesta 1986 vuoteen 1989. Suljetulla sektorilla velkaantuneisuus sen sijaan kohosi tasaisesti vuodesta 1985 vuoteen 1989, jonka seurauksena kotimarkkinayritysten velka suhteessa arvonlisäykseen oli nykyisen laman kynnyksellä keskimääräistä korkeampi (kuvio 3). Tulojen kasvua nopeampaa velanoton lisäystä 1980-luvun lopulla voidaan pitää tärkeänä suljetun sektorin velkakriisiä selittävänä tekijänä, mutta ei avoimen sektorin.⁵ Toimialoittaiset erot sektorien sisällä ovat kuitenkin huomattavia, eikä edellistä johtopäätöstä voida soveltaa yksittäisiin toimialoihin.

Sen sijaan laman aikana tapahtunutta yritysten velkaantuneisuuden jyrkkää kohoamista ei avoimella eikä suljetulla sektorillakaan voida

⁵ Jos yritysten kohonnut velkaantuneisuus on seurausta talouden tuottavuutta ja tehokkuutta lisäävien investointien (kilpailukykyä lisäävien investointien) rahoittamisesta velkapääomalla, ei pelkkä velkaantuneisuus voi olla velkakriisin aiheuttajana (investoinnit tuottavat tuloa, mikä alentaa velan suhdetta tuloihin). Jos velkarahalla tehtyjen investointien kannattavuuslaskelmat perustuvat ex post virheellisten kasvuodotusten ja/tai myyntivoitto-odotusten varaan, voi korkea velkaantuneisuus olla merkittävä syy velkakriisin syntymiselle.

pitää seurauksena liiallisesta velanotosta vaan tulojen romahtamisesta ja markan devalvoitumisesta, mikä lisäsi valuuttamääraisten velkojen markka-arvoa lähes 14 prosenttia vuonna 1991. Devalvaation aiheuttaman velkakannan kasvun vaikutus velkaantuneisuuteen näkyy erityisesti avoimella sektorilla, jolla yritysten veloista suhteellisesti suurempi osuus on valuuttamääräistä kuin suljetulla sektorilla (kuvio 4).⁶

Kaiken kaikkiaan laman aikana tapahtuneen yrityssektorin velkakriisin pahenemisen ei voida osoittaa johtuneen yksinomaan liiallisesta velanotosta vaan suurelta osin muista tekijöistä.⁷ Velanhoitomenojen nousu ennen lamaa sen sijaan oli seurausta tulojen kasvua nopeammasta velanotosta ('liiallisesta' velanotosta) varsinkin suljetulla sektorilla.

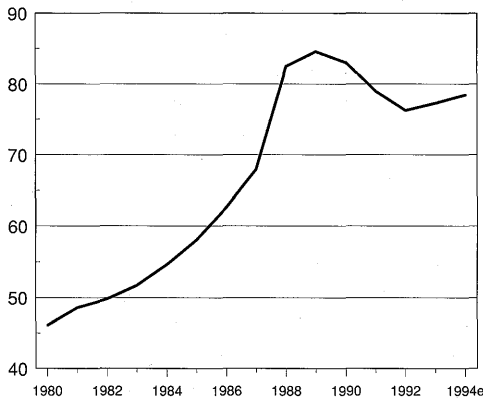
Kotitaloussektorin bruttovelka kasvoi koko 1980-luvun käytettävissä olevia tuloja nopeammin ja loi perustan tämän hetkisellemme kotitalouksien velkakriisille. Vuoden 1989 lopussa velkaantuneisuusaste (bruttovelat suhteessa käytettävissä oleviin nettotuloihin) oli kotitalouksilla lähes kaksinkertainen verrattuna vuoteen 1980 (kuvio 5).

Tärkeä velkakriisiä syventävä tekijä laman aikana on ollut sekä nimellisen että reaalisien koron voimakas nousu vuodesta 1989 lähtien. Laman alkaessa pankkien uusien luottojen reaalin keskikorko oli noin 5.5 prosenttia ja vuoden 1992 kolmannella neljänneksellä 12 prosenttia. Vertailun vuoksi todettakoon, että 1970-luvun jälkipuolella reaalikorko oli saman verran negatiivinen kuin se vuosina 1990-91 oli positiivinen. Koron nousuun liittyvä toinen velkakriisiä syventänyt tekijä on ollut markan devalvoiminen marraskuussa 1991 ja kullutusta seurannut markan heikkeneminen syyskuun

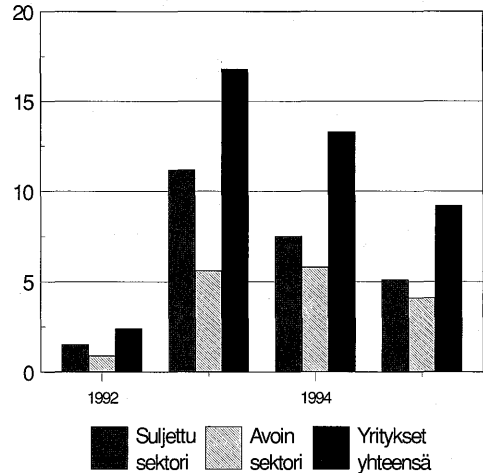
⁶ Samaan vuoteen ajoittunut idänkaupan romahtaminen syvensi avoimen sektorin yritysten velkaantuneisuutta entisestään.

⁷ On kuitenkin huomattava, että toimialoittaiset erot ovat merkittäviä.

Kuvio 5. Kotitaloussektorin bruttovelka, prosenttia käytettävissä olevista tuloista



Kuvio 6. Valuuttakurssimuutosten vaikutus valuuttalainojen hoitokuluihin



1992 jälkeen, joiden seurauksena yritysten velkaantuneisuus ja velanhoitomenot kohosivat tuntuvasti (kuvio 6).

Kotimaisten luottokorkojen nousu lisäsi erityisesti pankkiluotoista riippuvaisten pienten ja keskisuurten kotimarkkinayritysten sekä kotitalouksien velanhoitomenoja. Markan arvon heikkeneminen niinkään pahensi niiden suljetulla sektorilla toimivien yritysten velkaongelmia, jotka olivat ottaneet runsaasti valuuttaluottoja 1980-luvun lopulla. Kaikki yritysten velkakriisiä lisänneet tekijät, luotonoton rajua kasvu, korkeat korot ja markan arvon heikkeneminen, ovat lyöneet raskaimmin kotimarkkinayrityksiin. Edellä mainittujen tekijöiden lisäksi kotimaisen kysynnän voimakas lasku vuodesta 1991 on supistanut ja supistaa vielä jatkossakin kotimarkkinayritysten tuloja ja syventää siten suljetun sektorin velkakriisiä entisestään.

Kurssitappiot ja korkeat reaalikorot lisäsivät myös avoimen sektorin teollisuusyritysten velanhoitomenoja siinä määrin, että niiden tulos rahoituserien jälkeen oli vuonna 1992 huonoin vuoden 1974 jälkeen. Vuoden 1992 rahoitustu-

loksella teollisuusyritysten velkojen maksuun menisi yli 30 vuotta.

Velkakriisistä selviytymisestä tulee erityisen ongelmallinen silloin, kun velan vakuutena oleva reaaliomaisuus, osakkeet ja arvopaperit eivät enää vastaa niiden alkuperäistä arvoa. Varallisuusesineiden, osakkeiden ja asuntojen hintojen jyrkkä pudotus huippuvuodesta 1989 on nostanut velkojen reaaliarvoa siinä määrin, että velkakriisiin ajautuneet kotitaloudet ja yritykset eivät ole voineet selviytyä kriisistään myymällä velan vakuutena ollutta varallisuutta. Varallisuusarvojen ja yritysten markkina-arvojen aleneminen samalla kun inflaatiiovauhti on merkittävästi hidastunut on ajanut talouden velka-deflaatiokierteeseen, jossa velan ja velanhoitomenojen reaaliarvo suhteessa tuloihin on jatkuvasti kasvanut.

Velkakriisin seurauksista

Ääritilanteessa yksityisen sektorin velkakriisi konkurssiseineen ja maksukyvyttömyyksineen aiheuttaa kriisejä rahoitusmarkkinoilla ja hei-

kentää talouden kasvua useiksi vuosiksi. Koska rahoitusmarkkinakriisiä ja ulkomaisen velkaantumisen vaihtotasevaikutuksia on analysoitu muissa yhteyksissä (*Brunila 1992; Brunila ja Takala 1993; Brunila, Lehtonen ja Kinnunen 1993; Pensala ja Solttila 1993; Nyberg ja Vihriälä 1993*), jatkossa keskitytään pelkästään velkakriisin reaalitytöidellisiin – talouden kasvua hidastaviin – vaikutuksiin.

Edellä esitetyn perusteella on selvää, että lamasta toipuminen ja talouden kehityksen kääntyminen nousuun kestää pitkään, jos kotitalouksien ja yritysten velanhoitomenot pysyvät korkeina ja tulojen kasvu hitaana tai jopa negatiivisena. Mitä kauemmin tyydytään odottelemaan talouden käännettä ja velkakannan vähittäistä sulamista, sitä syvemmälle velkakriisissä painiskelevat talouden sektorit sukeltavat.⁸

On selvää, että kun velanhoitomenot nievät yhä suuremman osuuden yritysten ja kotitalouksien tuloista, on jossain vaiheessa pakko ryhtyä sopeuttamaan velkakantaa alaspäin, supistamaan muita kuluja tai hankkimaan lisätuloja. Massatyöttömyyden aikana lisätulojen hankkiminen on ollut lähes mahdoton tehtävä kotitalouksille. Käytännössä kotitalouksien ainoaksi vaihtoehdoksi onkin jäänyt kulutuksen voimakas supistaminen lisävelkaantumisen estämiseksi (*kuvio 7*).

Kuviossa 8 esitetään vaihtoehtolaskelman avulla, kuinka paljon pienemmät (tai suuremmat) kotitalouksien velanhoitomenot olisivat olleet tai vastaavasti kuinka paljon enemmän (tai vähemmän) kotitaloudet olisivat pystyneet säästämään ja kuluttamaan, jos toteutuneen velkaantuneisuuden sijasta velkaantuneisuus olisi koko vertailuperiodin ajan ollut joko 60

⁸ Suurella osalla velallisista (kotitalouksista, elinkeinonharjoittajista ja pienyrityksistä) velanhoitomenot säilyvät käytännössä saman suuruisina luoton koko maturiteettiajan.

⁹ Velanhoitomenot suhteessa velkakantaan on oletettu eri vaihtoehtoisissa saman suuruiseksi kuin toteutuneessa kehityksessä. Vuosille 1993-94 on oletettu lievä nimelliskoron lasku.

prosenttia tai vaihtoehtoisesti 70 prosenttia.⁹ Jos velkaantuneisuusaste olisi viime vuonna ollut 60 prosenttia 80 prosentin sijasta, olisi kotitalouksille jäänyt yli 15 mrd. markkaa enemmän käytettäväksi säästämiseen, kulutukseen tai asuntoinvestointeihin.

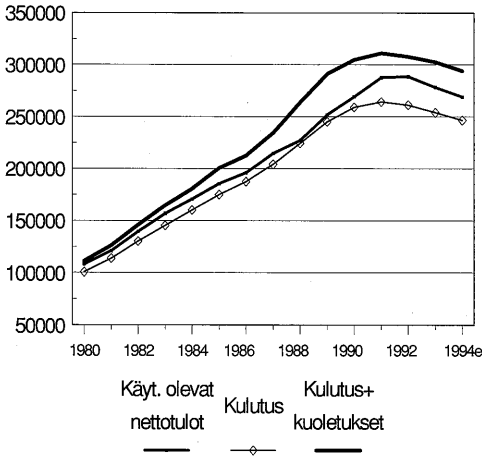
Osittain kotitalouksien velkaantumisesta ja velkasopeutusprosessista aiheutunut kulutuksen ja asuntoinvestointien romahtaminen on lisännyt muiden edellä mainittujen tekijöiden ohella kotimarkkinayritysten rahoituspainetta ja luonut liikakapasiteettia useille kotimarkkina-aloille. Kotimarkkinayritysten vaikeudet ovat näkyneet investointien romahtamisena, työttömyyden kasvuna, tuotannon supistumisena, maksuhäiriöinä ja konkurssina.

Myös avoimella sektorilla velkasopeutus on pakottanut yritykset rationalisoimaan tuotantoaan, karsimaan kustannuksiaan ja supistamaan investointeja (*kuvio 9*). Nämä sopeutus-toimet ovat kaikki lisänneet välittömästi ja välillisesti työttömyyttä ja vähentäneet yksityistä kysyntää. Kun kaikki talouden sektorit ryhtyvät samanaikaisesti sopeuttamaan velkaantuneisuuttaan, on seurauksena helposti itseään vahvistava kierre, joka kierros kierrokselta supistaa talouden kokonaisaktiiviteettia.

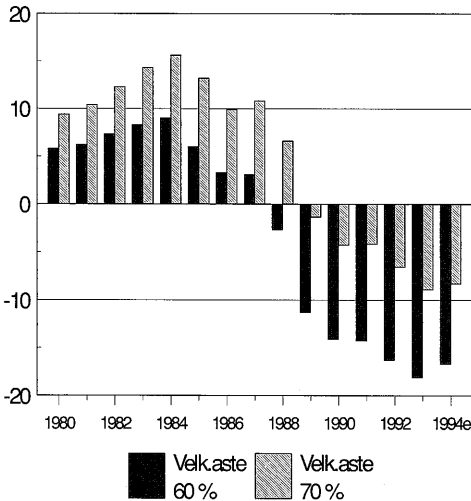
Tulevaisuudennäkymistä

Tavallisin tapa analysoida velkaongelman kehitystä tulevaisuudessa on suhteuttaa velat tuloihin (tai tuotantoon) ja katsoa onko velka/tulot-suhde pitkällä aikavälillä kestävä, jos talous kehittyy tiettyjen ennako-odotusten mukaisesti. Jos velan suhde tuloihin kasvaa jatkuvasti, suhde ei ole kestävällä pohjalla ja seurauksena on velkaloukku. Velkasuhde on räjähtävällä uralla, jos primaarinen ylijäämä (tulot miinus menot ilman korkokuluja) on riittämätön ja tulojen (tuotannon) kasvuvauhti on lainakorkoa pienempi. Ts. velkasuhde jatkaa kasvuaan niin kauan kuin velan nimellis(reaalinen) korko ylittää tulojen nimellisen (reaalisen) kasvuvauhdin ja primaarinen ylijäämä on negatiivinen.

Kuvio 7. Kotitalouksien tulot ja kulutus



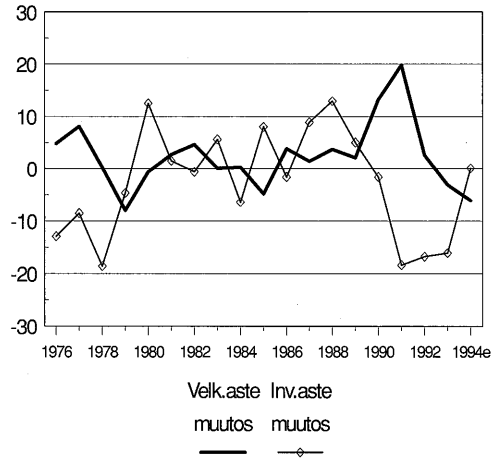
Kuvio 8. Kotitalouksien velkaantuneisuus ja velanhoidomenot, ero toteutuneeseen, mrd. mk



Velkakannan muutosta voidaan analysoida seuraavan budjettirajoituksen avulla, jossa D_t on bruttovelka hetkellä t , dD bruttovelan muutos ($D_{t+1} - D_t$), i velan keskimääräinen korko ja S primaarinen ylijäämä:

$$(1) \quad dD = -S + iD_t$$

Kuvio 9. Yritysten velkaantuneisuus ja investointiasheet, muutos edellisestä vuodesta, prosenttia



Velan kasvuvauhti saadaan jakamalla yhtälö (1) D_t :llä:

$$(2) \quad dD/D_t = -S/D_t + i$$

Velan kasvuvauhti ylittää nimellistulojen kasvun (dY/Y_t), jos

$$(3) \quad dD/D_t > dY/Y_t \text{ eli}$$

$$(4) \quad -S/D_t + i > dY/Y_t$$

Jos primaarinen ylijäämä on tasapainossa, tulojen kasvuvauhdin täytyy olla velan keskimääräistä korkoa korkeampi, jotta velkasuhde ei kasva.

Yhtälön (4) mukaisesti on kolme tapaa alentaa velkaantuneisuutta ja välttyä sen kestämättömältä kasvulta: tulojen kasvuvauhdin nopeuttaminen, luottokoron alentaminen tai primaarisen ylijäämän kasvattaminen supistamalla menoja tai lisäämällä tuloja. Kotitalouksien ja yritysten primaarisen ylijäämän kasvattaminen menoja supistamalla aiheuttaa kulutuksen ja investointien supistumisen, minkä seurauksena tuotanto ja työllisyys alenevat eli dY/Y_t laskee.

Tulojen nimellisen kasvun kiihdyttäminen voi perustua reaalisen kasvun kiihtymiseen tai inflaatioon. Inflaation kiihtyessä velan reaaliarvo alenee ja inflaatio 'syö' osan velasta. Inflaation kiihtyminen kuitenkin johtaa koron nousuun, mikä lisää velanhoitomenoja, supistaa kulutusta ja investointeja ja vaikuttaa lopulta negatiivisesti dY/Y_t :en. Inflaatiota parempia keinoja velkakriisin ratkaisemiseksi ovat reaalityulojen kasvu ja luottokorkojen aleneminen. Lyhyellä aikavälillä kotitalouksien ja kotimarkkinayritysten reaalityuloja voidaan lisätä kasvattamalla julkisia investointeja ja kulutusta tai alentamalla veroja, jolloin dY/Y_t ja S/D_t paranevat. Kireä finanssipolitiikka sen sijaan johtaa automaattisesti dY/Y_t ja S/D_t suhteen heikkeneemiseen ja velkaantumisen pahenemiseen. Nimelliskoron lasku puolestaan vähentää velanhoitomenoja ja nopeuttaa sitä kautta velkakriisistä selviytymistä.

Soveltamalla edellä esitettyä budjettirajoitusta voidaan analysoida kotitalouksien ja yritysten velka/tulot suhteen kehitystä lähitulevaisuudessa sekä velkasuhteen herkkyyttä taloudellisissa tekijöissä tapahtuville muutoksille. Kestävyysslaskelmien tulokset on raportoitu kuvioissa 10-13. Suljetun sektorin toimialoille (kauppa, rakentaminen) ei vastaavia kestävyysslaskelmia tehty kahdesta syystä. Ensiksikin, tuoreimmat rakentamista ja kauppaa koskevat tilinpäätöstiedot ovat vuodelta 1991 ja ovat siten suhteellisen vanhoja. Toiseksi, molemmilla aloilla tulojen kasvun ennakoidaan lähitulevaisuudessa pysyvän negatiivisena tai ainakin selvästi nimelliskorkoa alhaisempina. Heikon kannattavuuden takia on todennäköistä, että primaarinen ylijäämä näillä aloilla on keskimääräistä alempi. Erittäin heikoksi ennakoitun kehityksen takia sekä kaupan että rakentamisen velkasuhde on kasvavalla uralla pitkään, ja kääntyy laskuun lähinnä konkurssien ja luottotappioiden kautta.

Laskelmat perustuvat teollisuustoimialojen osalta erittäin positiiviseen tulevaisuudenkuvaan (oletuksista, ks. liite), joka mahdollistaa

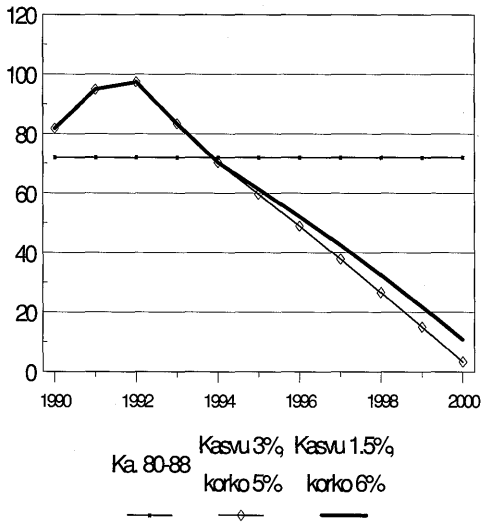
velkasuhteen nopean alenemisen. Jos liikevaihdon ja viennin kasvu on vielä ensi vuonnakin samaa luokkaa kuin tänä vuonna, teollisuuden velkaantuneisuus putoaa jo vuoden 1994 aikana tasolle, joka vastaa pitkän aikavälin keskimääräistä velkaantuneisuutta. Metalliteollisuudessa tilanne paranee tätäkin nopeammin: alan velkaantuneisuus alenee jo tämän vuoden kuluessa pitkän aikavälin keskimääräiselle tasolle. Metallsäteollisuuden velkasuhde sen sijaan pysyy pitkään keskimääräistä korkeampana.

Teollisuusyrityksiä heikommassa asemassa ovat kotitaloudet, joiden velkaantuneisuuden alenemista hidastaa käytettävissä olevien reaalityulojen odotettu supistuminen vuoteen 1995 saakka. Korkea säästämisaste ja reaalikoron aleneminen eivät siten näytä riittävän kotitaloussektorin velkaongelman ratkaisemiseksi lähivuosina.

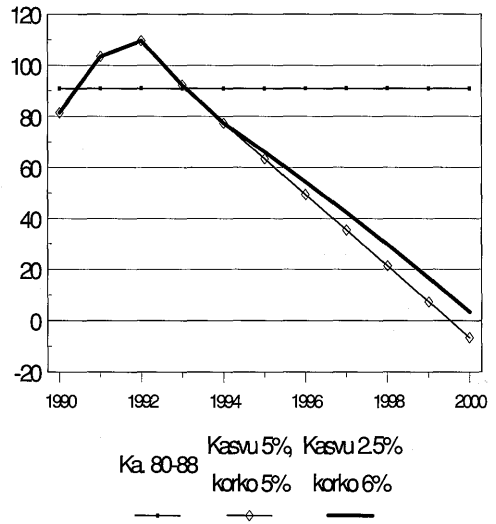
Lopuksi

Viennin odotettua kovempi kasvu alentaa tänä vuonna erityisesti metsä- ja metalliteollisuusyritysten velkaantuneisuutta nopeasti. Jos viennin kasvu jatkuu, teollisuuden heikkoja investointiodotuksia ei enää ensi vuoden lopulla voida perustella korkealla velkaantuneisuudella tai velkakriisillä. Teollisuutta huomattavasti synkempi tulevaisuudenkuva on sekä kotitalouksilla että kotimarkkinayrityksillä, joiden ongelmat ovat paljolti toisiinsa kietoutuneita. Kotitalouksien velkakriisi heikentää kotimaisen kysynnän elpymistä niin kauan kuin käytettävissä olevat reaalitytulot laskevat tai niiden kasvuvauhti pysyy reaalikorkoa alhaisempina. Koska kotimarkkinayritysten tulevaisuudennäkymät ovat pitkälti sidoksissa kotitalouksien velkasopeutusprosessin kestoon ja tulokehitykseen, ei näillä näkymin ole kotimarkkinayritysten tilanteeseen odotettavissa nopeaa parannusta. Vaikka koron lasku on kuluvana vuonna jossain määrin helpottanut velkaantuneiden sektoreiden tilannetta, se ei yksinään riitä lau-

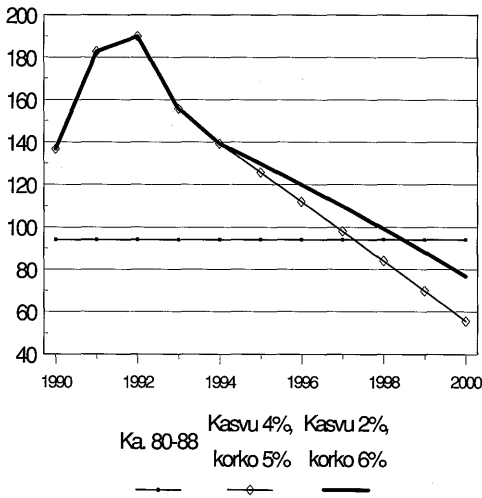
Kuvio 10. Teollisuuden bruttovelat/liikevaihto, prosenttia



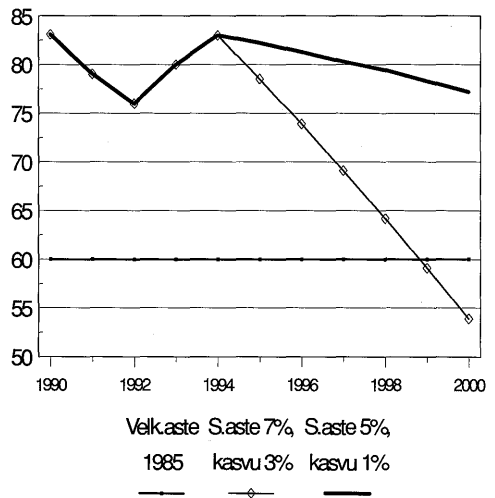
Kuvio 12. Metalliteollisuuden bruttovelat/liikevaihto, prosenttia



Kuvio 11. Metsäteollisuuden bruttovelat/liikevaihto, prosenttia



Kuvio 13. Kotitalouksien bruttovelat/käytettävissä olevat tulot, prosenttia



kaisemaan kotitalouksien tai kotimarkkinayritysten velkakriisiä.

Teollisuusyritysten nopeasti paraneva kannattavuus ja aleneva velkaantuneisuus eivät

välttämättä johda investointiaktiiviteetin nopeaan kiihtymiseen, koska epävarmuus on suuri ja monilla aloilla on edelleen huomattavaa ylikapasiteettia. Investointien lasku mitä toden-

näköisimmin kuitenkin pysähtyy. Jos teollisuusyritysten investoinnit eivät ensi vuonna käänny nousuun, teollisuus muuttuu selvästi ylijäämäiseksi sektoriksi. Rahoitusylijäämän ja heikon investointiaktiiviteetin seurauksena teollisuusyritysten luottotarpeet jäänevät vähäisiksi. Tämä heikentää oleellisesti luottolaman mahdollisuutta. Jos investointiaktiiviteetti kuitenkin kiihtyy, velkarahoituksen tarve lisääntyy odotettua enemmän. Tässäkään tilanteessa ei luottolaman vaara ole kovin suuri, koska teollisuuden kannattavuuden paraneminen heijastuu mitä ilmeisimmin yritysten ulkomaisen luottokelpoisuuden ja luotonsaantimahdollisuuksien paranemisena, mikä vähentää varsinkin suurten teollisuusyritysten riippuvuutta kotimaisesta rahoituksesta.

Kirjallisuus

Brunila, A. (1992): Yritysten velkaantuminen, luottolama ja talouden kasvu, *Suomen Pankki, keskustelualoitteita* 39/92.

Liite

Kestävyysslaskelmien oletukset

Teollisuus

Liikevaihdon reaaliikasvu

1993	7 %
1994	5 %
1995-	3 %
tai vaihtoehtoisesti	1.5 %

1980-luvulla teollisuusyritysten liikevaihdon keskimääräinen reaaliikasvu oli 3.4 %.

Reaalikorko

1993	7 %
1994	6 %
1995-	5 %
tai vaihtoehtoisesti	6 %

Brunila, A. ja Takala, K. (1993): Private Indebtedness and the Banking Crisis in Finland, *Suomen Pankin keskustelualoitteita* 9/93.

Brunila A., Lehtonen M. ja Kinnunen H. (1993): Developments in Finnish Debt, *Bank of Finland Bulletin*, vol. 67 no. 5.

Hakkio, C. ja Rush, M. (1991): Is the Budget Deficit 'too Large'?, *Economic Inquiry*.

Hamilton, J. ja Flavin, M. (1986): On the Limitations of Government Borrowing: A Framework for Empirical Testing, *American Economic Review*.

Pensala, J. ja Solttila, H. (1992): Pankkien järjestämättömät saamiset ja luottotappiot vuonna, *Suomen Pankin keskustelualoitteita* 5/93.

Nyberg P. ja Vihriälä V. (1993): Finnish Banking Problems: Handling and Prospects, *Bank of Finland Bulletin*, vol. 67, no. 4.

Trehan, B. ja Walsh, C. (1991): Testing Intertemporal Budget Constraints: Theory and Applications to U.S. Federal Budget and Current Account Deficits, *Journal of Money, Credit and Banking*.

Primaarinen ylijäämä (kokonaistulos + poistot + korkokulut), %:a liikevaihdosta

1993-94	14 %
1995-	12 %
(= vuosien 1974-88 keskiarvo)	

Metsäteollisuus

Liikevaihdon reaaliikasvu

1993	17 %
1994	7 %
1995-	4 %

(= vuosien 1974-88 keskiarvo)

tai vaihtoehtoisesti 2 %

Reaalikorko kuten edellä

Primaarinen ylijäämä

1993-	15 %
(= vuosien 1974-88 keskiarvo)	

Metalliteollisuus

Liikevaihdon reaaliakasvu	
1993	10 %
1994	7 %
1995-	5 %
tai vaihtoehtoisesti	2.5 %

*Reaalikorko kuten edellä**Primaarinen ylijäämä*

1993-	14 %
(= vuosien 1974-88 keskiarvo)	

Kotitaloudet

Käytettävissä olevien reaalitulojen muutos

1993	-6.5 %
1994	-5.5 %

1995-	3 %
tai vaihtoehtoisesti	1 %

Reaalikorko

1993	8 %
1994	7 %
1995-	6 %

Primaarinen ylijäämä (säästämisaste)

1993-	7 %
tai vaihtoehtoisesti vuodesta	
1995 lähtien	5 %