

Finanssikriisin taustalla yksityisen velan määrän räjähdysmäinen kasvu

Jussi Ahokas
YTM, Tutkija
Jyväskylän yliopisto

Olli Kannas*
KTM, Yliaktuaari
Tilastokeskus

1. Johdanto

Vielä vuoden 2007 puolivälissä maailmantalouden tulevaisuuden näkymät olivat erittäin valoisia. Talous kasvoi nopeasti sekä läntisissä teollisuusmaissa että ennen kaikkea kehittyvissä maissa. Yhdysvalloissa ja Euroopassa inflaatio pysyi matalana ja julkisen talouden kehitys oli suotuisaa. Positiivinen kehitys näkyi myös työllisyysasteiden kasvuna ja työttömyyden vähentymisenä. Kaikki perinteiset makrotalouden indikaattorit antoivat olettaa, että positiivinen kehitys jatkuisi myös tulevaisuudessa.

Tästä huolimatta tällä hetkellä käsillämme on maailmantalouden suurin kriisi sitten 1930-luvun suuren laman. Nopeasti tapahtunut täyskäännös kertoo siitä, etteivät perinteiset makrotalouden indikaattorit ole olleet riittäviä kuvaamaan taloudellista kehitystä. Jokin merkittävä taloudellinen ilmiö on jäänyt liian vähälle huomiolle, minkä vuoksi globaalien rahoitusmarkkinoiden ongelmista käynnistynyt maailmantalouden kriisi pääsi yllättämään val-

taosan poliittisista päätöksentekijöistä ja ekonomisteista.

Palaamalla globaalin talouskriisin alkulähteelle, sivuutetun ilmiön tavoittaminen on kotalaisen helppoa. Rahoitusmarkkinoiden viime vuosikymmenten laajentumista on seurannut yksityisen sektorin – rahoituslaitosten, yritysten ja kotitalouksien – erittäin nopea velkaantuminen monissa maissa. Muun muassa Yhdysvalloissa yksityisen velan määrä on kasvanut eksponentiaalisesti. Tässä mielessä ei olekaan yllättävää, että maailmantaloutta koetteleva kriisi sai alkunsa juuri Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilta.

Tämän artikkelin tarkoituksena on kuvata finanssikriisin taustalla vaikuttavia mekanismeja sekä teoreettisesti että empiirisesti. Artikkelissa luodaan tilastollinen katsaus yksityisen sektorin velkakehitykseen keskipitkällä aikavälillä sekä Suomessa että Yhdysvalloissa. Suomessa 1980-luvun lopun noususuhdanne vastasi monilta osin kehitystä, joka on nyt – kahdenkymmenen vuoden kuluttua – tapahtunut samanaikaisesti lähes kaikissa länsimaissa. Tästäkin mielessä 1990-luvun alun lamaan johta-

* *Vastuu artikkelissa esitetyistä näkemyksistä on yksinomaan kirjoittajan eivätkä ne välttämättä vastaa Tilastokeskuksen kantaa.*

neet makrotaloudelliset kehityskulut ovat mielenkiintoisia tarkastelukohteita. Artikkelissa tarkastellaan myös niitä keinoja, joilla maailmantaloutta uhkaavasta pitkästä taantumasta voidaan selvittää mahdollisimman vähin vaurioin ja millaisia ongelmia yksityisen velan kohtuuttoman suuri määrä tälle prosessille aiheuttaa.

Luvussa 2 luodaan katsaus yksityisen velan makrotaloudellista merkitystä käsittelevään teoriaan. Luvussa 3 käydään läpi empiirisessä tarkastelussa käytettävä aineisto sekä yksityistä velkaantumista kuvaavia indikaattoreita ja tarkastellaan yksityisen velan kehityksessä tapahtuneita muutoksia viimeisten vuosikymmenten aikana. Luvussa 4 käsitellään yksityiskohtaisesti velkaantumisen seuraavia reaalitaloudellisia ongelmia ja niiden ratkaisumalleja. Artikkelin lopuksi esitetään tiivistetysti johtopäätökset talousteorian ja empiirisen analyysin pohjalta.

2. Yksityisen velan makrotaloudellinen merkitys

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä on allokoida tehokkaasti resursseja tuotantojärjestelmän sisällä ja siten mahdollistaa reaalitaloudelliset investoinnit välittämällä rahoitusta sitä tarvitseville toimijoille. Näin ollen luotonanto ja velkaantuminen voidaankin nähdä keskeisenä osana nykyaikaista talousjärjestelmää. Siitä huolimatta vain harvoissa talousteorioissa velkaan on kiinnitetty huomiota eksplisiittisesti. Esimerkiksi perinteisessä rahoitusteoriassa yksityisen velan roolia ei ole nähty merkittävänä.

Rahoitusmarkkinoiden toimintaa käsittelevä teoria on rakentunut pitkälti Eugene Faman (1965, 1970) esittämälle *tehokkaiden markkinoiden hypoteesille*. Sen mukaan rahoitusmarkkinoilla vaihdettavien arvopapereiden hinnat

pitävät sisällään kaiken kulloisenakin hetkenä tiedossa olevan informaation. Rationaalisten odotusten vallitessa sijoittajat tekevät keskimäärin todellista taloudellista kehitystä noudattelevia sijoituspäätöksiä aina uutta informaatiota saadessaan. Tulevia hintoja ei voida tämän perusteella ennustaa eikä spekulatiolle jää tilaa rahoitusmarkkinoilla. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesin mukaan rahoitusmarkkinoiden ei ole siten mahdollista ajautua vahingolliseksi osoittautuvaan epätasapainoon.

Faman teoria ei huomioi yksityistä velkaa rahoitusmarkkinoiden toiminnan taustalla. Koska markkinoiden ja markkinatoimijoiden odotukset ovat rationaalisia, myös kaikkien lainapäätösten voidaan nähdä perustuvan oikeisiin arvioihin tulevaisuuden hintakehityksestä. Velkasitoumukset eivät tällöin ole ongelmallisia, sillä tulevaisuuden tuotot toimivat niiden takuina. Täydellisen informaation vallitessa ja epävarmuuden puuttuessa riskilaskelmat ja hinnoittelu ovat virheettömiä, eivätkä rahoitusmarkkinat yksinkertaisesti voi ajautua kriisiin esimerkiksi ylivelkaantumisen kautta. Tehokkaiden markkinoiden hypoteesia on kritisoitu runsaasti ja sen taustalla olevat oletukset on asetettu usein kyseenalaisiksi.¹ Käsillä oleva globaali rahoituskriisi on jälleen hyvä esimerkki hypoteesin ongelmallisuudesta.

Keynesin (1936) teorian mukaan suurin osa tehokkaiden markkinoiden hypoteesin taustalla olevista oletuksista ei toteudu reaali maailmassa. Koska tulevaisuus on todellisuudessa epävarma, perustavat taloudelliset toimijat, investoijat ja sijoittajat päätöksensä kulloisenakin

¹ *Epäsymmetrisen informaation vaikutusta luottomarkkinoiden toimintaan ovat tutkineet mm. Stiglitz ja Weiss (1981).*

hetkenä vallitsevaan ilmapiiriin siitä huolimatta, että historia on monesti osoittanut nykyhetken olevan erittäin huono arvio tulevaisuudesta. Käynnissä olevan kasvu- ja hintakehityksen nähdään olevan lähestulkoon täydellinen kuvaus tulevaisuuden tapahtumista. Yltiöpositiivisia tulevaisuuden odotuksia voimistaa lisäksi usko siihen, että kaikkien muiden (positiiviset) näkemykset tulevaisuudesta perustuvat parempaan informaatioon kuin mitä itsellä on käytettävissä. Joukkoeforia alkaa ruokkia itse itsensä ja aukaisee tien muun muassa yksityisen sektorin nopealle velkaantumiskehitykselle.

Yksityisen velan määrän kasvu onkin rahoitusmarkkinoiden ja reaalityalouden historiallisen suhdannekehityksen kannalta keskeinen tekijä. Tähän lopputulokseen päätyi yhdysvaltalainen taloustieteilijä Hyman P. Minsky rahoitusmarkkinoita käsittelevissä tutkimuksissaan. Minskyn (1982, 1986) mukaan rahoitusmarkkinoilla on taipumus kulkeutua spekulatiiviseen vaiheeseen, jota määrittelevät nopea yksityisen sektorin velkaantuminen sekä jatkuvasti lisääntyvät riskisijoitukset ja -investoinnit. Minsky nimesi teoriansa *rahoitusmarkkinoiden epävakaisuushypoteesiksi*. Hän uskoi, että taloudelliset kriisit voidaan nähdä historiallisena jatkumona.

Minskyn kuvaama kehityskulku (ks. Minsky 1982 ja 1986, Keen 1995, Alhonsuo ja Leinonen 2009) alkaa tilanteesta, jossa reaalityalouden terveellä pohjalla ja kasvukehitys on suotuisaa. Yritykset ja rahoituslaitokset ovat kuitenkin varovaisia rahoitusmarkkinoilla ja välttävät riskipitoisia sijoituksia ja investointeja muistellesaan aikaisempia kriisejä ja ylilyöntejä. Matalariskiset sijoitukset kuitenkin onnistuvat kerta toisensa jälkeen ja talouskasvu kiihtyy. Positiivinen kehitys saa sekä rahoittajat että yritykset ottamaan suurempia riskejä investoinneissaan.

Ulkopuolisen rahoituksen tarve ja lainanantajien rooli alkaa kasvaa. Pian myös pankkisektori alkaa nähdä tulevaisuuden kehityksen suotuisana ja keventää lainanantoehtojaan.

Minskyn mukaan tämä on alku ”euforiselle taloudelle”, jossa sekä lainaajat että lainanantajat uskovat tulevaisuuden olevan suotuisa ja useimpien investointien olevan kannattavia. Itseään vahvistava kierre nostaa arvopapereiden, asuntojen ja muiden sijoitus- ja varallisuuskohteiden arvoa velkarahan kasvattaessa niiden kysyntää. Rahoituslaitokset hyväksyvät yhä riskialttiimpia sitoumuksia ja markkinoille ilmestyy lainarahalla toimivia nk. Ponzi-sijoittajia, joiden menestyksellinen toiminta perustuu pelkästään laajenevien rahoitusmarkkinoiden tuomiin voittomahdollisuuksiin.

Lopulta rahoitusmarkkinoiden laajenemisen rajat kuitenkin tulevat vastaan, eikä riittävästi uusia osallistujia löydetä mukaan kiihdyttämään kehitystä. Hintojen kasvukehitys loppuu ja velkarahalla toimineiden riskisijoittajien vaikeudet alkavat. Sijoittajat eivät enää selviydy maksusitoumuksistaan ja joutuvat turvautumaan pakkomynteihin. Pakkomyyntien myötä hintojen lasku kiihtyy ja negatiivinen kehitys voimistuu. Rahoitusmarkkinoiden likviditeetti supistuu nopeasti ja markkinakorot kääntyvät nousuun. Lopulta myös alun perin matalariskiset sijoitukset muuttuvat tappiollisiksi. Tässä tilanteessa velkojen lyhentäminen käy erittäin vaikeaksi ja yksityisestä velasta muodostuu myös reaalityalouden kehitystä jarruttava tekijä.

Pankkien ja rahoituslaitosten luotonanto kiristyy ja uusia investointeja reaalityalouteen tehdään vain murto-osa aikaisemmasta. Investointien väheneminen leikkaa kokonaiskysyntää ja työllisyystilanne heikkenee. Velkaantuneet kotitaloudet vähentävät kulutustaan, mikä niin ikään vähentää kokonaiskysyntää. Työttö-

myyden kasvaessa ja talouskasvun hiipuessä velan lyhentäminen tulee entistä vaikeammaksi sekä yrityksille että kotitalouksille. Talous siirtyy hitaan tai negatiivisen kasvun, deflaation sekä kasvavan työttömyyden vaiheeseen.

1930-luvun suurta lamaa tutkinut Irving Fisher (1933) nimitti syntyvää tilannetta velka-deflaatioksi.² Esiintyessään samanaikaisesti yli-velkaantuminen sekä jatkuva hintojen lasku muodostavat erittäin monimutkaisen ja itseään vahvistavan negatiivisen kehityskulun. Jos yli-velkaantumisen hetkellä vallitsisi inflatorinen kehitys tai jos deflaation rinnalla ei esiintyisi ylivelkaantumista, taloudelliset olosuhteet normalisoituvat huomattavasti helpommin.

Velkakriisin kesto ja syvyys riippuvatkin inflaatiotasosta kriisin kärjistyessä (Keen 1995). Korkean inflaation tilanteessa velkojen lyhentäminen onnistuu helpommin ja seurauksena on hitaan kasvun ja korkean inflaation yhdistelmä.³ Jos hintojen ja varallisuusarvojen kasvu on puolestaan hidasta tai negatiivista, velkojen lyhentäminen vaikeutuu entisestään ja konkurssien

² Myös tällä hetkellä Yhdysvaltojen keskuspankin pääjohtajana toimiva Ben Bernanke on tutkinut 1930-luvun lamaa. Hänen tutkimuksissaan yksityisen velan määrän kasvua suuren laman taustalla ei pidetä merkittävänä. Fisherin velka-deflaatioteoriaan Bernanke (2000, 24) esittää vasta-argumentin, jonka mukaan lainananto on nähtävä pelkkänä tulonsiirtona luotonantajilta luotonantajille. Puhtaalla tulojen uudelleenjaolla ei voi olla merkittäviä makrotaloudellisia vaikutuksia. Minskyn teorian Bernanke sivuuttaa eri syistä. Vaikka hän myöntääkin Minskyn teorian sisältävän paljon merkittäviä havaintoja todellisuudesta, se on ristiriidassa taloustieteelliselle tutkimukselle keskeisten rationaalisuusoletusten kanssa (Bernanke 2000, 43).

³ Keynesiläisen talousteoreettisen ajattelutavan murtautunut 1970-luvun stagflaatiotilanne voidaankin tulkita tässä valossa hyödylliseksi ilmiöksi, joka nopeutti toipumista 1970-luvun alkuvuosina tapahtuneesta yksityisen sektorin ylivelkaantumisesta.

määrä taloudessa kasvaa nopeasti. Tämä kiristää edelleen jo valmiiksi vaikeaa tilannetta.

Mitä nopeammin reaalityalous toipuu ylivelkaantumisen aiheuttamasta shokista, sitä nopeammin velkojen kuolettaminen tapahtuu. Tukemalla reaalityaloutta julkinen sektori voi voimistaa taloudellisen järjestelmän itseään korjaavia prosesseja. Kun yksityisen velan määrä on laskenut riittävästi ja reaalityalous on palannut kestäväälle kasvu-uralle, Minskyn kuvaama kehityskulku on valmis alkamaan uudestaan. Näin historiallinen rahoitusmarkkinoilta käynnistytvä ja velkaantumisen määrittelemä suhdannekehitys jatkaa vääjäämätöntä kulkuaan.

3. Empiirinen tarkastelu

Artikkelin empiirisessä osiossa tarkastellaan yksityisen sektorin velkaantumiskehitystä Yhdysvalloissa ja Suomessa 1970-luvun puolivälistä tähän päivään. Kuten teoreettisen osuuden pohjalta voidaan päätellä, voivat velkarakenteissa tapahtuneet muutokset valottaa keskipitkällä aikavälillä reaalityaloudellista suhdannekehitystä erittäin tarkasti.

3.1. Tilastoaineisto ja indikaattorit

Yksityisellä velalla tarkoitetaan talouden yksityisen sektorin toimijoiden luottokantaa eli sekä kotimaasta että ulkomailta saadun rahoituksen maksamatta olevaa pääomaa tietyn periodin lopussa. Yksityinen sektori on jaettu tässä tarkastelussa kolmeen eri komponenttiin: yrityksiin, kotitalouksiin sekä rahoitus- ja vakuutuslaitoksiin.⁴ Aineisto sisältää luotonanta-

⁴ Suomen osalta yritykset sisältävät myös asuntoyhteisöt. Kotitaloudet sisältävät molempien maiden osalta myös voittoa tavoittelemattomat yhteisöt. Rahoitus- ja vakuutuslaitokset eivät sisällä keskuspankkia.

jasektoreista sekä kotimaan että ulkomaat. Rahoitusvaateista aineisto sisältää rahamarkkinapaperit, joukkovelkakirjat sekä lainat (ks. tarkempi kuvaus liitteestä 1). Siten velkakäsite ei tässä tapauksessa käsitä esimerkiksi osakkeita, johdannaisia, sijoitusrahasto-osuuksia tai talletuksia. Lisäksi yritysten osalta aineistoon eivät sisälly ulkomaisten tytäryhtiöiden lainamuotoiset suorat sijoitukset.

Yksityisen sektorin velkatietojen osalta empiirisessä tarkastelussa käytetty Yhdysvaltoja koskeva aineisto on kerätty kokonaisuudessaan Federal Reserven Flow of Funds -tilastosta. Suomea koskeva aineisto kotimaisten luotonantajien osalta on kerätty Tilastokeskuksen luottokantatilastosta, sijoitusrahastotilastosta, rahoitustilinpäidosta ja ulkomaisen velan osalta pääosin Suomen Pankin maksutasetilastosta. Suomen ja Yhdysvaltain aineistot ovat sisällöltään lähes vastaavat.⁵ Aikasarjat ovat kausipuhdistamattomia ja käypähintaisia ja ne kattavat vuositasolla ajanjakson 1975–2007. Liitteessä 1 on esitetty Suomen osalta tarkemmin artikkelissa käytettävän velka-aineiston muodostus eri tilastolähteistä.⁶

⁵ Suomen aineisto ei sisällä kotimaisten yritysten välistä luotonantoa eikä Yhdysvaltojen aineisto sisällä maatalousyritysten luotonantoa. Lisäksi Suomen aineistoon sisältyy kuntien ja kuntayhtymien myöntämistä luotoista yrityksille ja asuntoyhteisöille vain valtion varoista välitetyt luotot. Tilastokeskuksen rahoitustilinpäidon aikasarjat sisältävät myös rahoituslaitosten välisiä ns. interbank-vaateita, jotka Federal Reserven Flow of Funds -tilastossa käsitellään lainojen sijaan talletuksina, eivätkä ne siten sisälly Yhdysvaltojen aineistoon. Näiden sisältöerojen vaikutus tässä artikkelissa tehtyyn empiiriseen tarkasteluun ja sen tuottamiin johtopäätöksiin on kuitenkin hyvin pieni.

⁶ Flow of Funds -tilaston tarkka sisältökuvaus on saatavilla osoitteesta: <http://www.federalreserve.gov/RELEASES/z1/fofguide.pdf>.

Empiirisessä tarkastelussa yksityisen velan ja reaalitalouden suhteen kehityksen indikaattorina käytetään yksityisen velan suhdetta bruttokansantuotteeseen⁷:

$$1) \frac{\text{Yksityinen velka (euroa)}}{\text{BKT (euroa / vuosi)}}$$

Suhdeluku kertoo suoranaisesti siitä, kuinka pitkä aika vuosissa menisi velan lyhentämiseen, jos kansantuote käytettäisiin kokonaan tähän tarkoitukseen. Yksityisen velan määrän suhteuttaminen bruttokansantuotteeseen on perusteltua siinä mielessä, että kokonaistuotannon arvo määrittelee viime kädessä kansantalouden kykyä selviytyä velkasitoumuksistaan.

Kotitalouksien osalta toisena indikaattorina käytetään niiden velkaantumisasetta, kotitalouksien luottokannan suhdetta niiden käytävissä oleviin vuosituloihin:⁸

$$2) \frac{\text{Kotitalouksien velka (euroa)}}{\text{KTU (euroa / vuosi)}}$$

Indikaattori osoittaa, kuinka monen vuoden kotitalouksien käytävissä olevat kokonaistulot tarvittaisiin, jotta niiden kokonaisvelka voi-

⁷ Bruttokansantuotteiden aikasarjat ovat kausipuhdistamattomia ja käypähintaisia. Suomen osalta tiedot on kerätty Tilastokeskuksen kansantalouden tilinpäidosta ja Yhdysvaltojen osalta Bureau of Economic Analysisin National Economic Accounts -tilastosta.

⁸ KTU = ensitulo (palkkatulot + yrittäjätulot + omaisuus-tulot) + saadut tulonsiirrot – maksetut tulonsiirrot. KTU ottaa huomioon myös verotuksen vaikutuksen käytävissä oleviin tuloihin. Käytävissä olevien tulojen aikasarjat ovat kausipuhdistamattomia ja käypähintaisia. Suomen osalta tiedot on kerätty Tilastokeskuksen kansantalouden tilinpäidosta ja Yhdysvaltojen osalta Bureau of Economic Analysisin National Economic Accounts -tilastosta.

taisiin kuolettaa kerralla. Toisin sanoen, jos velkaantumisaste on suurempi kuin yksi, ei yhden vuoden kotitalouksien käytettävissä olevilla tuloilla pystytä maksamaan koko velkataakkaa pois.

Kotitalouksien velkaantumisasteen kehitys määrittelee kansantalouden kulutuskysyntää sekä noususuhdanteessa että laskusuhdanteessa. Noususuhdanteessa lisääntyvä velka voimistaa kokonaiskysyntää ja siten kiihdyttää talouskasvua. Laskusuhdanteessa vanhat velkasitoumukset ovat kotitalouksien rasitteena ja omalta osaltaan vähentävät kulutuskysyntää. Siksi kotitalouksien velkaantumista on mielenkiintoista tarkastella erillisenä tapauksena.

Empiirisessä osiossa käydään läpi myös osakkeiden ja asuntojen hintojen kehitystä suhteessa kuluttajahintoihin. Varallisuusarvojen muutoksilla voidaan arvioida rahoitusmarkkinoiden vakautta ja velka-deflaatiotilanteen todennäköisyyttä.

3.2. Yksityisen sektorin velkaantuminen Yhdysvalloissa ja Suomessa

Kuviossa 1 on esitetty Yhdysvaltojen yksityisen sektorin velkaantumiskehitys vuosina 1975–2007. Kuvion osoittaman velkakehityksen perusteella ei ole ihme, että globaali rahoituskriisi sai alkunsa juuri Yhdysvalloista – rahoitusmarkkinoiden vapautuminen 1970-luvun alusta alkaen on johtanut yksityisen velan huomattavan nopeaan kasvuun. Runsaan 30 vuoden aikana velan suhde bruttokansantuotteeseen on lähes kolminkertaistunut. Erityisen voimakasta kasvu on ollut 1990-luvun lopusta alkaen, josta lähtien velka/bkt-suhde on kasvanut eksponentiaalisesti. Vuoden 2007 lopussa yksityisen velan määrä oli Yhdysvalloissa lähes kolme kertaa suurempi kuin kyseisen vuoden brutto-

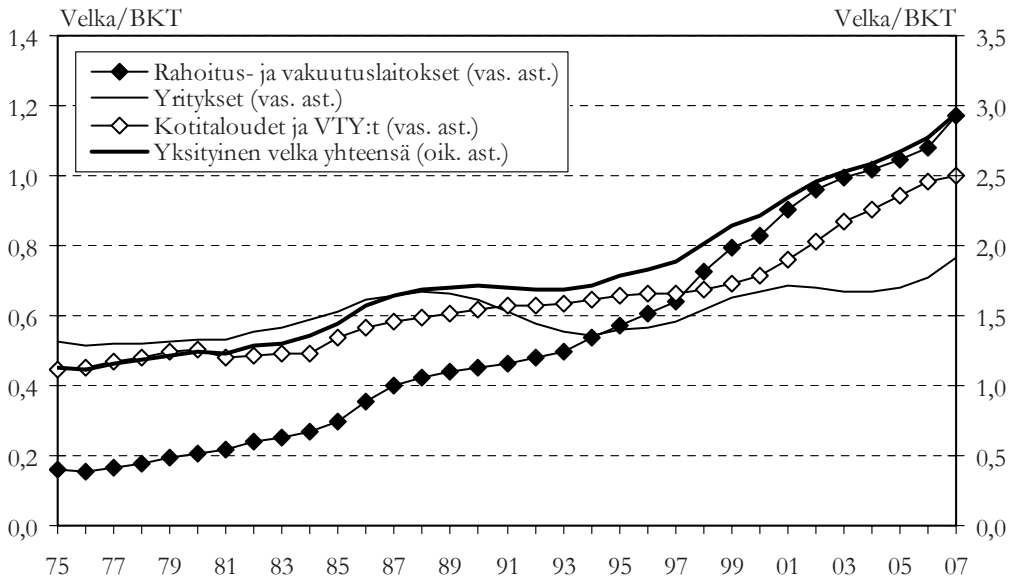
kansantuotteen arvo. Koska käsillä oleva taantuma hidastaa talouskasvua entisestään, tulee velan osuus todennäköisesti nousemaan edelleen.

Tarkemman kuvan kehityksestä saa tarkastelemalla yksityistä velkaa komponenteittain. Kehityskulku on pitkälti peräisin rahoitussektorin ja kotitalouksien räjähdysmäisesti kasvaneesta velkaantumisesta. Sen sijaan yritysten velka on kasvanut suhteessa bruttokansantuotteeseen hyvin maltillisesti koko tarkastelupeiodin ajan. Yhdysvaltain velkarakenne onkin muuttunut selvästi 1970-luvun puolivälistä tähän päivään verrattuna. Vielä 1990-luvun alussa yritysten osuus yksityisestä velasta oli suurin ja rahoitussektorin merkitys hyvin vähäinen. 1990-luvun puoliväliin mennessä sekä kotitaloudet että rahoitussektori olivat ohittaneet yritykset kokonaisvelan määrässä. Vuosikymmenen lopulla rahoitussektorin velka alkoi kasvaa erittäin nopeasti, ylittäen lopulta myös kotitalouksien lainakannan.

Rahoitussektorin velka/bkt-suhde on yli seitsenkertaistunut runsaan 30 vuoden aikana. Pelkästään 1990-luvun lopun jälkeen velkataakka on lähes kaksinkertaistunut. Suurin syy rahoituslaitosten velkaantumiskehitykselle on arvopaperistamisen yleistymisessä.⁹ Arvopaperistamisella tarkoitetaan erilaisia rahoitustekniikoita, joilla tase-eriä (tuleviin kassavirtoihin oikeuttavia epälikvidejä omaisuuseriä) saatetaan likvidimpään, jälkimarkkinakelpoiseen

⁹ Pankkien motiiveja arvopaperistamiseen on useita. Ensinnäkin se mahdollistaa rahoituskanavien bajauttamisen ja toisaalta se mahdollistaa esimerkiksi pankkien taseisiin syntyneiden luottoriskien bajauttamisen laajemmalle joukolle. Lisäksi arvopaperistamisen kautta baettavaan rahoitukseen ei vielä toistaiseksi kohdistu yhtä tiukkaa sääntelyä verrattuna perinteiseen pankkitoimintaan (Korhonen, Pylkkönen ja Taipalus 2003).

Kuvio 1. Yksityisen velan subde bruttokansantuotteeseen komponentteittain Yhdysvalloissa 1975–2007



arvopaperimuotoon.¹⁰ Arvopaperistamalla siis myydään oikeudet johonkin tulevaan saamiseen nyt ja rahat tästä myynnistä saadaan käyttöön välittömästi. Erityisesti järjestämättömien saatavien ja muiden ongelmaluottojen poistaminen pankkien taseesta arvopaperistamalla on ollut yleistä Yhdysvalloissa (Korhonen ym. 2003).

Arvopaperistaminen yleistyi Yhdysvalloissa 1980-luvun puolivälissä, mutta volyymit kasvoivat merkittävästi vasta 1990-luvun alusta alkaen erityisesti useiden rahoitusmarkkinoita säädelleiden lakien purkamisen johdosta¹¹. Kuvio 1 on havaittavissa arvopaperistamisen yleistymisen vaikutukset juuri 1980- ja 90-lu-

vuilla rahoitussektorin velkaantumisessa tapahtuneisiin tasomuutoksiin.

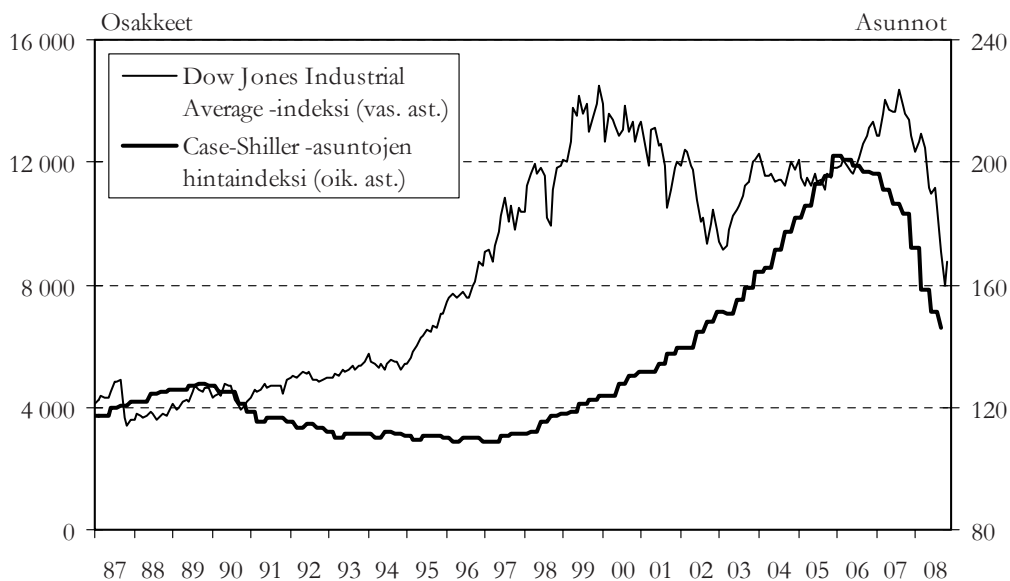
Myös kotitalouksien velka on kasvanut Yhdysvalloissa erityisen nopeasti 2000-luvulla. Vuonna 2007 kotitalouksien kokonaisvelka oli yhtä suuri kuin bruttokansantuotteen arvo. Vielä 1990-luvun lopulla suhde oli 70 prosenttia. Tilannetta kuvaa vielä paremmin kotitalouksien velkaantumisaste, joka on noussut huimasti viimeisten kymmenen vuoden aikana (ks. kuvio 5). Tällä hetkellä kotitalouksien velka- taakka on jo lähes puolitoistakertainen suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin. Viime vuosien velkavetoinen kulutus kysyntä on siten erkautunut huolestuttavasti kotitalouksien tulokehityksestä.

Kotitalouksien velkaantumisen on mahdollistanut lähinnä Yhdysvaltojen pitkään jatkunut kevyt rahapolitiikka ja siitä seurannut asuntojen hintojen nopea kasvu. Kasvanutta

¹⁰ Liikkeeseenlasketut arvopaperit ovat tyypillisimmillään pitkiä joukkovelkakirjalainoja (Korhonen ym. 2003).

¹¹ Muun muassa Glass-Steagall -lain purkaminen vuonna 1999.

Kuvio 2. Osakkeiden ja asuntojen hintojen reaalin kehitys Yhdysvalloissa 1987–2008



Lähteet: Dow Jones & Company (DJIA) ja Standard & Poor's (Case-Shiller).

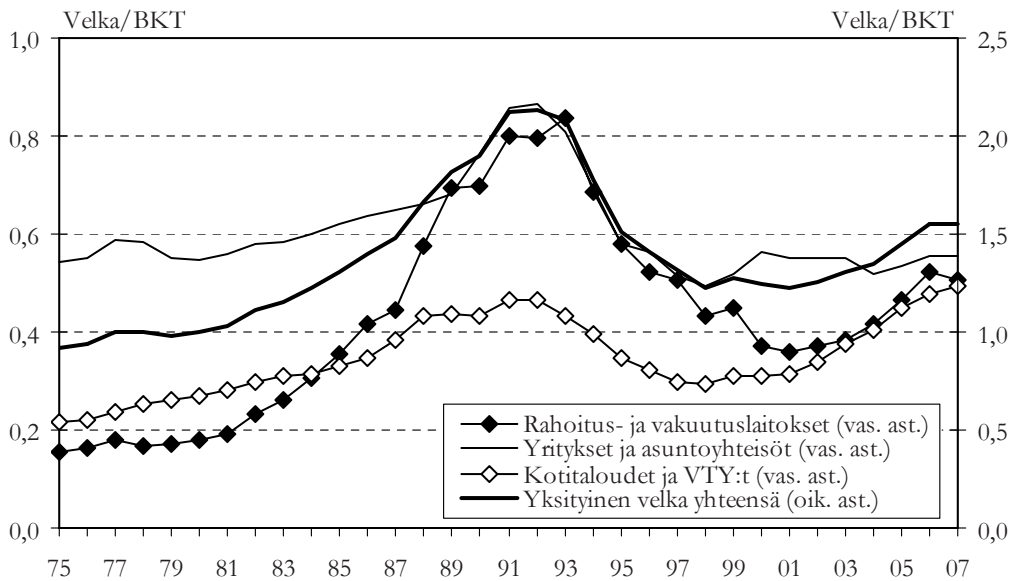
asuntovarallisuuttaan vastaan kotitaloudet ovat voineet ottaa myös lisää kulutusluottoja. Lisäksi lainoja on myönnetty hyvin hatarilla perusteilla myös maksukyvyttömille kotitalouksille. Asuntoluottojen kasvanut arvopaperistaminen on osaltaan vauhdittanut myös kotitalouksien velkaantumista.

Velkaantumiskehityksen ohella on tärkeää tarkastella niiden vastineena olevien varallisuusarvojen kehitystä. Niin kauan kuin varallisuusarvojen kasvukehitys jatkuu, yksityisen sektorin velkaantuminen voi jatkua ilman suuria huolia. Kun varallisuusarvojen huippu saavutetaan ja hinnat kääntyvät laskuun, alkavat ongelmat, jotka koituvat ensimmäisenä suurimmalla riskillä toimineiden sijoittajien ja investoijien kohtaloksi. Hintojen laskun jatkuessa vastattavien velkasitoumuksien ja vastaavan varallisuuden suhde kasvaa, mikä aiheuttaa

päänvaivaa yhä useammille velkarahalla toimineille rahoituslaitoksille, yrityksille ja kotitalouksille. Varallisuusarvojen laskun käynnistymistä voidaan pitää ylivelkaantumisen tilanteessa lähtölaukauksena velka-deflaatiokierteelle.

Kuviossa 2 on esitetty osakkeiden ja asuntojen hintojen reaalin kehitys Yhdysvalloissa vuosina 1987–2008. Kuvio osoittaa, että varallisuusarvot ovat kasvaneet huomattavasti yleisellä inflaatiiovauhtia nopeammin. Tämä velkarahalla syntynyt varallisuuskuupla on kuitenkin puhjennut, kun sekä osakkeiden että asuntojen reaaliarvot ovat romahtaneet. Asuntojen osalta käänös tapahtui jo vuoden 2006 alussa, kun puolestaan osakkeiden arvo kääntyi laskuun vasta vuoden 2007 lopulla. Molemmilla markkinoilla hintojen lasku on ollut vuoden 2008 aikana erittäin jyrkkää. Yhdysvaltojen osalta

Kuvio 3. Yksityisen velan suhde bruttokansantuotteeseen komponentteittain Suomessa 1975–2007



velka-deflaation todennäköisyyttä voidaankin pitää huomattavana ottaen huomioon myös Yhdysvaltojen yleisen inflaatiovauhdin huomattavan hidastumisen sekä öljyn hinnan romahtamisen vuoden 2008 lopulla.

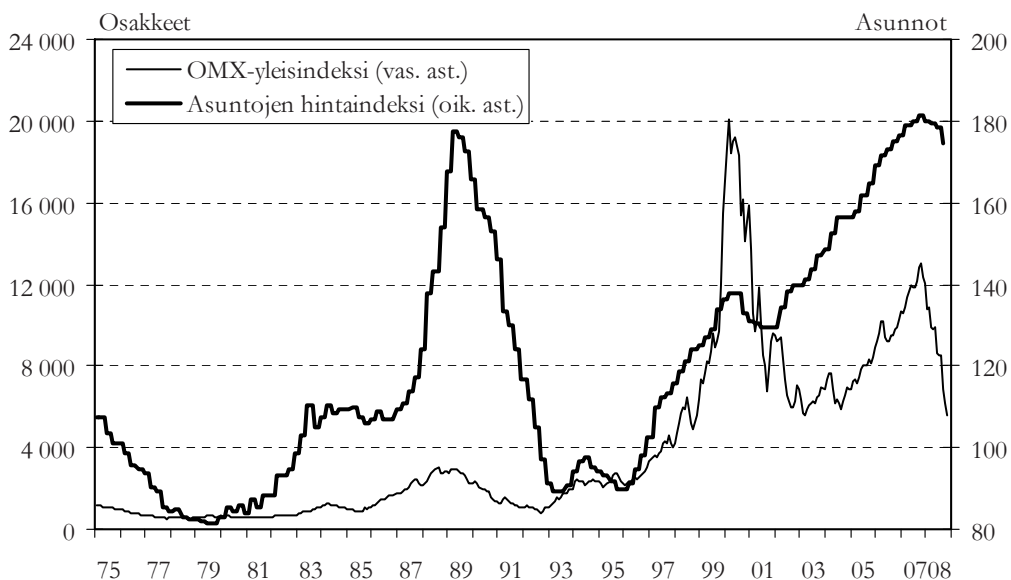
Kuviossa 3 on esitetty Suomen yksityisen sektorin velkaantumiskehitys vuosina 1975–2007. Tältä osin historia on ollut erilainen kuin Yhdysvalloissa, jossa Suomen 1990-luvun tapausta kuplaa ja sitä seurannutta romahdusta ei ole tapahtunut sitten 1930-luvun laman. Yksityisen velan pidemmän aikavälin kehitys Yhdysvalloissa on kuitenkin identtinen Suomen 1980- ja 90-luvun kehityskulkuun, joka syöksi Suomen sen kansallisen historian toistaiseksi pahimpaan talouskriisiin.

1980-luvulla tapahtuneen rahoitusmarkkinoiden nopean vapauttamisen jälkeen erityisesti rahoituslaitosten velkaantuminen kasvoi jyrkästi. Aikaisemmin suljetun talouden piirissä

toimineiden suomalaisten rahoituslaitosten kyvyt toimia avoimilla markkinoilla osoittautuivat puutteellisiksi. Rahoitus- ja vakuutuslaitosten velan suhde bruttokansantuotteeseen lähes nelinkertaistui 1980-luvun alusta 90-luvun alkuun.

Yritysten velkataakka oli jo lähtökohtaisesti melko korkea ja se nousi ennätyslukemiin 1990-luvun alussa erityisesti ulkomaisten valuuttalainojen siivittämänä. Myös pankkien luotonanto yksityishenkilöille vapautui ja kotitalouksienkin luottokanta kasvoi huomattavasti nopeammin kuin bruttokansantuote. Kotitalouksien osuus yksityisestä kokonaisvelasta oli kuitenkin vielä tuolloin suhteellisen pieni. Talouden romahtaessa 1990-luvulle tultaessa yksityisen velan määrä oli jo yli kaksinkertainen bruttokansantuotteeseen nähden. Yksityisen sektorin velkataakka oli kaksinkertaistunut kymmenen vuoden aikana.

Kuvio 4. Osakkeiden ja asuntojen hintojen reaaliarvokehitys Suomessa 1975–2008



Lähteet: OMX, Tilastokeskus.

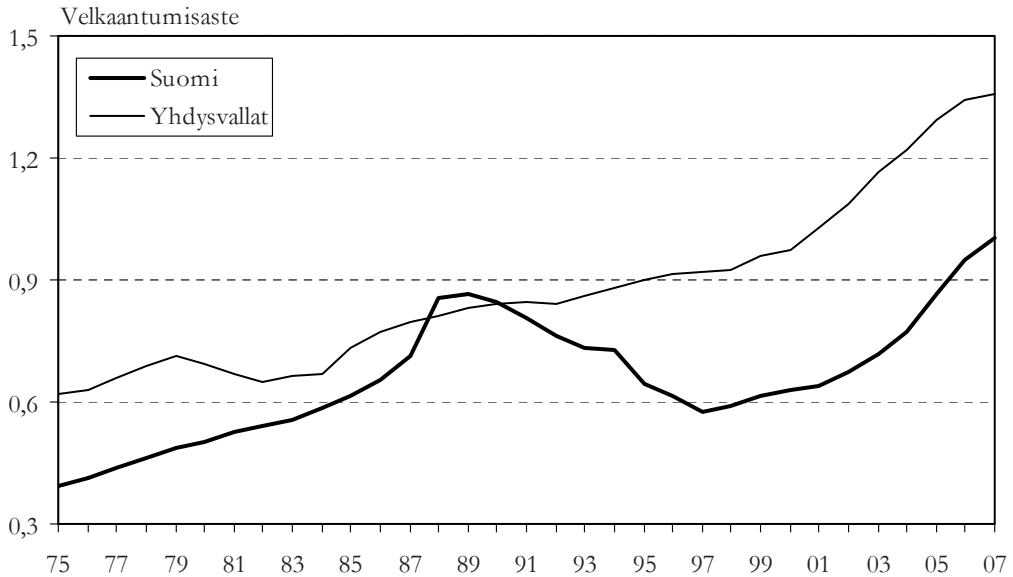
Kasinotalouden romahtamisen jälkeen velkataakka pysyi vielä vuoteen 1993 asti huomattavan korkeana, jonka jälkeen se kääntyi nopeaan laskuun. Vientisektorin tukemisen (muun muassa devalvaatioiden avulla) ja erityisesti elektroniikkateollisuuden investointien mahdollistamana talouskasvu palautui nopeasti ja velkojen lyhentäminen oli taas mahdollista. Osan yksityisen sektorin velkataakasta kantoi julkinen sektori. Vaikka suuria kokonaiskysyntään vaikuttavia toimia ei Suomessa suoriteta, julkisen velan määrä kasvoi ja yksityinen velka laski aina 1990-luvun loppupuolelle asti.

Laman seurauksena Suomi ei päässyt heti mukaan globaalin talouden velkavetoiseen noususuhdanteeseen. Osittain yksityisen velan kasvua Suomessa on hillinnyt myös se, että arvopaperistaminen ei ole Suomessa vielä yleis-

tynyt samalla tavoin kuin esimerkiksi Yhdysvalloissa. Tästä huolimatta velkaantumiskehitys 2000-luvulla on ollut suhteellisen nopeaa myös Suomessa. Vuonna 2007 yksityisen velan kuolettamiseen olisi tarvittu jo 19 kuukauden kansantuote.

Kuviosta 3 nähdään, että Suomessa 2000-luvun käänne on tällä kertaa peräisin erityisesti kotitalouksien velkaantumisen kiihtymisestä. Kotitalouksien velka on kasvanut 1990-luvun lopulta lähtien ja kasvu on kiihtynyt 2000-luvun edetessä. Kotitalouksien tilannetta paremmin kuvaava velkaantumisaste on noussut jo yli 100 prosenttiin, tosin Yhdysvaltoihin verrattuna velkaantumisaste on vielä suhteellisen matala (ks. kuvio 5). Kotitalouksista on tullutkin Suomessa Yhdysvaltojen tavoin merkittävä tekijä rahoitusmarkkinoiden vakautta ajatellen. Myös Suomessa rahoitusinstituutioiden velka-

Kuvio 5. Kotitalouksien velkaantumisaste Suomessa ja Yhdysvalloissa 1975–2007



bkt-suhde on kasvanut selvästi vuoden 2001 pohjakosketuksen jälkeen. Sen sijaan yritysten osalta velan suhde bruttokansantuotteeseen on pysynyt vakaana 2000-luvulla.

Kuviossa 4 on esitetty osakkeiden ja asuntojen hintojen reaalin kehitys Suomessa vuosina 1975–2008. 1980-luvun lopun noususuhdannausta vauhditti erityisesti asuntomarkkinoiden ylikuumentuminen osakespekulaation ollessa vielä tuolloin pienimuotoista. Tätä merkittävämpää oli sen sijaan yritysten suora lainoittaminen, mikä näkyi hyvin kuviossa 3.

1990-luvun taitteessa asuntojen ja osakkeiden hinnat romahtivat ja vientimarkkinat jäähdyivät kansainvälisen taantumien myötä. Tämä johti yhtä aikaa yritysten kassavirtojen hiipumiseen sekä varallisuusarvojen laskuun yritysten taseissa. Samanaikaisesti valtaosa yrityksistä oli pahasti velkaisia ja kotitalouksistakin liki puolella oli enemmän velkaa kuin säästöjä. Yrityk-

set ja kotitaloudet joutuivat realisoimaan varallisuuttaan ja vähentämään kulutusta sekä investointeja, jotta ne pystyivät lyhentämään velkojaan. Tämä puolestaan laski hintoja edelleen ja lopulta aiheutti valtavan määrän konkurssseja ja talouden rattaiden pysähtymisen kysynnän hiipumisen kautta.

Laman jälkeinen varallisuusarvojen reaalin kehitys on ollut Suomessa Yhdysvaltojen kaltainen; varallisuusarvot ovat nousseet huomattavasti yleistä hintakehitystä enemmän. IT-kuplan puhkeaminen vuosittuhannen taitteessa tapahtui hetkellä, jolloin yksityinen velkaantuminen oli Suomessa alhaisimmalla tasollaan sitten 80-luvun alun. Osittain siksi 2000-luvun alun taantumasta selvittiin kohtalaisen vähäisin seurauksin. Lisäksi IT-kuplan puhkeamisen seurauksia helpotti jo käynnissä ollut asuntomarkkinoiden globaali buumi, joka tarjosi pääomalle uusia tuottomahdollisuuksia. Asuntojen

hintojen nousu jatkui Suomessa vuoden 2007 loppuun asti.

Vuoden 2008 aikana myös Suomessa osakkeiden arvo on romahtanut ja asuntojen reaali-hinnatkin ovat kääntyneet laskuun. Vaikka Suomessa yksityisen velan määrä ilman ulkopuolista shokkia olisikin ollut vielä kestäväällä pohjalla, tulee velan korkea taso syventämään taantumaa kotimaassa erityisesti, jos yleinen hintojen lasku pitkittyy myös Euroopassa.

4. Velka-deflaatiosta seuraavat ongelmat ja niiden voittaminen

Edellisistä tarkasteluista voidaan päätellä, että velka-deflaation todennäköisyys Yhdysvaltojen taloudessa on erittäin suuri. Myöskään Suomen talous ei ole tältä osin turvallisilla vesillä. Kun talous ajautuu velka-deflaatiokierteeseen, voi siitä irrottautuminen olla erittäin vaikeaa. Kuten aikaisemmin todettiin, velka-deflaatiotilanteen syvyyteen vaikuttaa oleellisesti inflaation taso kriisin kärjistyessä. Viime vuosien aikana muun muassa Euroopan talousalueella harjoitettu hintavakauseräpolitiikka on johtanut siihen, että pohjainflaatio nykyisen kriisin alkaessa on hyvin matala verrattuna edellisten vuosikymmenten tasoon. Tässä mielessä olosuhteet ovat otolliset vakavan velka-deflaatiokierteen muodostumiselle myös Euroopassa.

Varallisuushintojen kääntyminen jyrkkään laskuun kasvattaa deflaation todennäköisyyttä entisestään. Velkarahalla synnytetyn maailmanhistorian suurimman ja maailmanlaajuisen varallisuuskuplan tyhjentyminen tapahtuu hitaasti ja pitkittää negatiivisen kierteen kestoja. Reaalitalouden kasvun hidastuminen tulee voimistamaan varallisuusarvojen laskua myös lähitulevaisuudessa. Uusi noususuhdanne voi käynnistyä vasta sitten, kun yksityisen velan määrä on

laskenut riittävän alas ja varallisuusarvojen sekä kuluttajahintojen laskukehitys on taittunut.

Julkisen sektorin merkitys velka-deflaatiotilanteen ratkaisemisessa voi olla erittäin suuri. Julkisen kulutuksen ja keskuspankkien interventioiden avulla kriisiä pystytään hillitsemään (Minsky 1982). Julkinen talous toimii kriisin hetkellä automaattisena vakauttajana ja tasoittaa yksityisen sektorin taantumisesta seuraavia komplikaatioita. Lisäämällä rahoitusmarkkinoiden likviditeettiä keskuspankit voivat parantaa rahoituslaitosten välistä luottamusta ja siten vaikuttaa markkinakorkojen kehitykseen. Tätä kautta myös yritysten rahoitusmahdollisuudet parantuvat oleellisesti.

Kansantaloudet, joissa julkisen sektorin osuus on suuri, ovat tässä mielessä paremmassa tilanteessa kohdatessaan velka-deflaation. Jos velan määrä on erittäin suuri ja hintojen lasku jyrkkää, on hyvin mahdollista, ettei julkisen sektorin toiminta automaattisena vakauttajana ole riittävän voimakasta kierteen katkaisemiseksi. Nopea työllisyystilanteen heikkeneminen ja reaalityalouden kasvun pysähtyminen ovat antaneet olettaa, että lisäpanostukset ovat tämänkertaisen kriisin ratkaisussa välttämättömiä. Monissa maissa onkin päädytty rakentamaan suuria elvytyspaketteja olemassa olleiden julkisen talouden rakenteiden rinnalle.

Ylivelkaantuminen ja deflaatio aiheuttavat monia epämiellyttäviä ilmiöitä, jotka vähentävät ekspansiivisen talouspolitiikan vaikuttavuutta. Viimeaikoina yleisesti talouspolitiikan välineinä käytetyt veronalennukset menettävät kulutuskysyntää stimuloivaa vaikutustaan, kun suuri osa tulonsiirroista ohjautuu velkojen maksumiin. Yrityksille suunnatut investointiavustukset eivät kirvoita enää yhtä laajoihin investointeihin yritysten vähentäessä velkataakkaansa ja sopeuttaessa toimintaansa laskeviin markkina-

hintoihin. Oman lisämausteensa tilanteelle luo deflaation psykologinen vaikutus. Hintojen laskun jatkuessa säästäminen tulee kulutusta edullisemmaksi ja myös investointien lykkääminen tulevaisuuteen muuttuu kannattavaksi.

Myös rahapolitiikka on syvässä velka-deflaatiotilanteessa haasteellista. Keskuspankkien aggressiivinen ohjauskorkojen lasku ja rahoitusmarkkinoiden likviditeetin lisääminen eivät välttämättä johda kulutuksen ja investointien kasvuun. Talous on vaarassa ajautua likviditeettiloukkuun, jossa perinteinen rahapolitiikka menettää merkityksensä. Tällöin edes nollakorko ja ilmainen raha eivät kiihdytä taloudellista aktiivisuutta.

Rahan tarjonnan lisääminen ei auta stimuloimaan taloutta, sillä rahan kierto nopeus on hidastunut oleellisesti. Perimmäisenä synnä rahan kiertonopeuden hidastumiseen on rahoituslaitosten ja yritysten varovaisuuden lisääntyminen rahoitusmarkkinoilla epävarmuuden kasvaessa. Erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten toiminta vaikeutuu rahoitusongelmien myötä. Kriisin edetessä myös suuria yrityksiä uhkaavat likviditeettiongelmat. Rahoitustilanteen helpottamiseksi julkisen sektorin on etsittävä tapoja tukea yrityksiä suoralla rahoituksella ja estää konkurssiaallon syntyminen.

Yksityisen sektorin vajotessa itseään vahvistavaan negatiiviseen kierteseen julkisen talouden merkitys korostuu entisestään. Erityisesti julkiset investoinnit ja julkinen työllistäminen ovat keinoja, joilla julkinen sektori voi vaikuttaa reaalityalouden toipumiseen. Velka-deflaation ja hitaan kasvun aikana tärkein talouspoliittinen tavoite on työllisyydestä huolehtiminen. Mitä nopeammin ja mitä suurempi osa talouden resursseista saadaan käyttöön, sitä nopeammin yksityisen sektorin velkaa voidaan kuolettaa. Velka-deflaatiokierteen aikana julki-

sen talouden velkaantuminen on hyvin todennäköistä ja käytännössä osa yksityisestä velasta siirtyy julkisen vallan kannettavaksi.¹² Talouden painopiste voi siirtyä uudelleen julkiselta sektorilta yksityiselle vasta yksityisen sektorin velkataakan supistuttua tarpeeksi.

Suomen kansantalous selvisi edellisestä yksityisen sektorin ylivelkaantumisen tilasta ja 1990-luvun alun lamasta velkaantumisen tasoon nähden erittäin nopeasti. Tärkeimpinä syinä tälle voidaan pitää deflaatiokierteen välttämistä ja vientisektorin nopeaa toipumista sekä valuutan devalvoitumisen että teknologisen kehityksen ruokkiman tuottavuuskehityksen tukemana. Maailmanmarkkinoiden kysyntätilanne 1990-luvun puolenvälin jälkeen oli erittäin suotuisa, mikä näkyi vientiteollisuuden alojen nopeana kasvuna. Suomelle tärkeät vientimaat selvisivät 1990-luvun alun notkahduksesta nopeasti ja vetivät kansantaloutemme ylös suosta ja mukaan uuteen velkavetoiseen noususuhdanteeseen.

Tällä kertaa ylivelkaantumisesta juontuvaan taantumaa ovat ajautuneet yhtä aikaa lähes tulkoon kaikki teollistuneet taloudet ja näiden vanavedessä nousevat talousmahdit. Maailmantalouden kysyntä tulee putoamaan rajusti kasvun hiipuessa ja velan kysyntävaikutuksen pienentyessä. Devalvaatiosta tai koordinoitusta nimellispalkkojen laskemisesta on vientiyrityksille vain vähäinen hyöty, jos vientituotteiden kysyntä romahtaa. Palkkojen alennukset tai palkankorotusten jäädytykset aiheuttavat globaalien taloudellisten kriisien kokonaisuuden huo-

¹² Näin tapahtui esimerkiksi Japanissa ja Suomessa 1990-luvun alun taantumassa. Monena vuotena alijäämäiseksi jäänyt valtion talous pakotti maat ottamaan velkaa, jonka kokonaisuus nousi Suomessa lähes 67 ja Japanissa peräti 180 prosenttiin bruttokansantuotteesta (lähde: OECD).

mioiden huomattavasti enemmän haittaa kuin hyötyä leikkaamalla elintärkeää kulutuskysyntää. Lisäksi palkkojen alennukset voimistavat entisestään deflaatiokierrettä.

Globaalin taloudellisen kriisin ratkaisemiseksi voi olla tarpeellista etsiä kansallisvaltioiden rajat ylittäviä ratkaisuja. Esimerkiksi Euroopan unionin toimesta aloitettava ekspanstiivinen finanssipolitiikka (kysynnänsäätely) voisi antaa sisämarkkinoille tarvittavan piristysruiskeen ja edistää Euroopan irtautumista mahdollisesta velka-deflaatiokierteestä. Myös laajemman globaalin talouspoliittisen yhteistyön käynnistäminen voi osoittautua kriisin syvetessä välttämättömäksi.

Kaikista korjaustoimenpiteistä ja niiden tuloksista riippumatta näyttää selvältä, että vuoden 2007 lopulla Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoilta käynnistynyt kriisi tulee määrittelemään maailmantalouden kehitystä pitkälle tulevaisuuteen. Yhdysvaltojen talouden toipuminen voi kestää useita vuosia, mikä tulee vaikuttamaan oleellisesti maailmantalouden elpymiseen. Myös muualla ylivelkaantumisesta seuraavat ongelmat ovat mittavia ja uuden nousun vetureiksi kykeneviä talouksia on erittäin vähän. Suomen kaltaiset pienet ja vientivetoiset kansantaloudet ajautuvat ongelmiin ennen kaikkea vientimarkkinoiden taantumisen ja kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla kasvavan epävarmuuden vuoksi. Ulkopuolelta tuleva shokki voi kuitenkin laukaista myös Suomessa velka-deflaatiokierteen, sillä myös täällä yksityisen sektorin velkaantuminen on ollut viime vuosien aikana mittavaa. Jyrkkään laskuun kääntyneet varallisuuskohteiden hinnat vahvistavat tätä mahdollisuutta.

5. Johtopäätökset

Vielä keväällä 2008 poliitikot ja taloustieteilijät olivat huolissaan todennäköiseltä näyttäneestä hitaan kasvun ja korkean inflaation ajasta eli stagflaatiosta. Finanssikriisin taustalla vaikuttaneet mekanismit ja todelliset uhkakuvat olivat vielä tuolloin hämärän peitossa. Todellisuudessa kevään ja kesän aikana nousseita inflaatiolukuja selittivät raaka-ainemarkkinoille suuntautuneet pääoman paniikkiliikkeet, jotka olivat seurausta Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoilla nopeasti kasvaneesta epävarmuudesta. Stagflaatiopelko osoittautuikin nopeasti aiheettomaksi. Tilalle nousi talouskehityksen kannalta huomattavasti ongelmallisempi uhka – velka-deflaatio.

Käsillä olevan maailmantalouden kriisin taustalla on ennen kaikkea yksityisen sektorin velan määrän räjähdysmäinen kasvu. Yhdysvalloissa yksityisen velan määrä on kasvanut kolminkertaiseksi bruttokansantuotteen arvoon nähden. Velan kasvu on ollut hyvin nopeaa 2000-luvulla erityisesti rahoitus- ja kotitaloussektorilla. Kuluttajahintojen kasvun hidastumisen ja varallisuusarvojen laskun myötä velka- taakasta on muodostunut maailmantalouden tulevaisuuden kehitystä varjostava tekijä.

Perinteinen rahoitusteoria ei ota huomioon yksityisen velan vaikutusta rahoitusmarkkinoiden toimintaan. Koska teoria olettaa kaikkien talouden toimijoiden käyttäytyvän sijoitus- ja investointipäätöksiä tehdessään rationaalisesti, rahoitusmarkkinat eivät voi ajautua kriittiseen epätasapainoon ylivelkaantumisen kautta. Viimeaikaiset tapahtumat globaaleilla rahoitusmarkkinoilla ovat osoittaneet perinteisen rahoitusteorian ja erityisesti hypoteesin tehokasta markkinoista puutteelliseksi.

Minskyn esittämä teoria rahoitusmarkkinoiden epävakaisuudesta on sitä vastoin osoit-

tautunut käyttökelpoiseksi kriisiä analysoitaessa. Velkaantumisen kasvun ja riskisijoittajien kasvaneen määrän myötä rahoitusmarkkinat ajautuivat teoriassa esitettyyn spekulatiiviseen vaiheeseen ja markkinaeuforiaan. Vuoden 2007 loppupuolella rahoitus- ja varallisuuskupla lopulta puhkesi ensin Yhdysvalloissa ja sen jälkeen muualla maailmassa. Käynnistynyt kehityskulku on ajanut Yhdysvaltojen talouden velka-deflaation partaalle. Esiintyessään samanaikaisesti korkea velkaantumisaste ja deflaatiokehitys saavat aikaan monimutkaisen negatiivisen kierteen, joka johtaa taloudellisen aktiviteetin vähenemiseen ja talouskasvun hii-pumiseen.

Hitaan tai negatiivisen kasvun sekä laskevien hintojen uhka on levittäytynyt kaikkialle maailmantalouteen globaalien markkinoiden voimakkaiden ristikkäiskytkentöjen kautta. Myös Suomi joutui pienenä vientiorientoituneena kansantaloutena mukaan kriisiin, vaikka yksityisen sektorin velkataakka ei ollutkaan vielä 1990-luvun laman jäljiltä noussut kriittiselle tasolle. Suomessa varallisuusarvot ovat niin ikään kääntyneet laskuun, mikä voi yhdessä nykyisen velkataakan ja hitaan talouskasvun myötä ajaa myös Suomen kansantalouden velka-deflaation syövereihin.

Lähitulevaisuudessa julkista sektoria tarvitaan kamppailussa velka-deflaatiota vastaan. Julkisen kulutuksen lisääminen ja rahoituksen saatavuuden varmistaminen ovat keskeisiä talouspoliittisia keinoja. Vaikka velka-deflaatio aiheuttaa ekspansiiviselle finanssi- ja rahapolitiikalle haasteita, on julkisen sektorin toimittava aggressiivisesti, jotta reaali-talous saadaan nopeasti takaisin kasvu-uralle. Vain tätä kautta hintojen laskukehitys saadaan taistamaan ja yksityisen velan määrä pudotettua riittävän alhaiselle tasolle.

Maailmantalouden taantuman jälkeen on löydettävä sellaiset talouspolitiikan askelmerkit, joilla yksityisen sektorin velkaantumista hillitään ja joilla varallisuuskuplien syntyminen estetään tulevaisuudessa. Hyvin toimivilla rahoitusmarkkinoilla yksityisen velan määrän tulisi pysyä kiinteässä suhteessa reaali-talouden kehitykseen eikä se saisi erkaantua tästä tasapainotasosta spekulatiivisen ylikysynnän seurauksena. □

Kirjallisuus

- Alhonsuo, S. ja Leinonen, H. (2009), ”Pankkikriisit toistavat samaa kaavaa”, Suomen Pankki, *Euro & talous* 17, nro 1.
- Bernanke, B.S. (2000), *Essays on Great Depression*, Princeton University Press, Princeton, New Jersey.
- Fama, E.F. (1965), ”The Behavior of Stock Market Prices”, *Journal of Business* 38: 34–105.
- Fama, E.F. (1970), ”Efficient capital markets: a review of theory and empirical work”, *Journal of Finance* 25: 383–417.
- Fisher, I. (1933), ”The debt-deflation theory of great depressions”, *Econometrica* 1: 337–357.
- Keen, S. (1995), ”Finance and economic breakdown: modelling Minsky’s Financial Instability Hypothesis”, *Journal of Post Keynesian Economics* 17: 607–635.
- Keynes, J.M. (1936), *The general theory of employment, interest and money*, Macmillan, London.
- Korhonen, K., Pyllkkönen, P. ja Taipalus, K. (2003), ”Arvopaperistaminen”, Suomen Pankin tutkimuksia A:104.
- Minsky, H.M. (1982), *Inflation, recession and economic policy*, Wheatsheaf, Sussex.
- Minsky, H.M. (1986), *Stabilizing an unstable economy*, Yale University Press, New Haven, Connecticut.
- Stiglitz, J.E. ja Weiss, A. (1981), ”Credit rationing in markets with imperfect information”, *The American Economic Review* 71: 393–410.

LIITE 1. Yksityinen velka Suomessa 1975–2007: tilastoaineiston muodostuminen

Luotonsaajasektori	Luotonantajasektori	Rahoitusvaateet*	Lähdetilasto
Yritykset ja asuntoyhteisöt	– Rahoitus- ja vakuutuslaitokset	– Rahamarkkinapaperit ^a	Luottokantatilasto, Tilastokeskus
	– Valtio	– Joukkovelkakirjat	
	– Kunnat ja kuntayhtymät (valtion varoista välitetyt)	– Lainat	
	– Sosiaaliturvarahastot		
	– Kotimaiset sijoitusrahastot ^b	– Rahamarkkinapaperit	Sijoitusrahastotilasto, Tilastokeskus
		– Joukkovelkakirjat	
	– Ulkomaat	– Rahamarkkinapaperit	Maksutasetilasto, Suomen Pankki
		– Joukkovelkakirjat	
		– Lainat ^c	
Kotitaloudet ja voittoa tavoittelemattomat yhteisöt	– Rahoitus- ja vakuutuslaitokset	– Lainat	Luottokantatilasto, Tilastokeskus
	– Valtio		
	– Kunnat ja kuntayhtymät (vain valtion varoista välitetyt)		
	– Sosiaaliturvarahastot		
Rahoitus- ja vakuutuslaitokset	– Yritykset	– Rahamarkkinapaperit ^d	Rahoitustilinpito, Tilastokeskus
	– Kotitaloudet	– Joukkovelkakirjat	
	– Rahoitus- ja vakuutuslaitokset	– Lainat	
	– Valtio		
	– Kunnat ja kuntayhtymät		
	– Sosiaaliturvarahastot		
	– Ulkomaat		

^a Rahamarkkinapaperit vuodesta 1986 alkaen (kanta kuitenkin vain n. miljardi euroa vuonna 1986).

^b Vuodesta 1992 lähtien, koska käytännössä sitä ennen Suomessa ei ollut sijoitusrahastotoimintaa lainkaan.

^c Pl. konsernien sisäiset lainamuotoiset suorat sijoitukset.

^d Sisältää myös rahoituslaitosten välisiä interbank-vaateita, joita ei ole mukana Yhdysvaltojen vastaavassa aineistossa.

***Rahoitusvaateet**

– **Rahamarkkinainstrumentit**

Pääasiassa lyhytaikaiseen rahoitukseen (enintään vuosi) tarkoitettujen jälkimarkkinakelpoiset saamistodistukset. Tähän luetaan mm. sijoitustodistukset, yritystodistukset sekä muut lyhytaikaiset jälkimarkkinakelpoiset velkapaperit.

– **Joukkovelkakirjat**

Jälkimarkkinakelpoiset obligaatiolainat, debentuurilainat, optiolainat ja vaihtovelkakirjalainat.

– **Lainat**

Suoraan tai välittäjän kautta myönnettyt luotot, joista on yleensä todisteena velkakirja. Tähän luokkaan kuuluvat mm. asuntolainat, kulutusluotot, talletustiliin liittyvät tililuotot, vekselit, valtion varoista välitetyt lainat, muiden kuin pankkien velkana olevat takaisinostosopimukset (repot), markkinarahavelkakirjat, kapitalisaatiosopimukset, rahoitusleasingin luotot sekä osamaksuluotot. Lainoihin luetaan myös säästökassatalletukset sekä suunnatut joukkovelkakirjalainat, joita ei voida siirtää kolmannelle osapuolelle.