

Velkaantunut talous veitsenterällä

**Velkaantunut
talous
veitsenterällä**

Suomen
Attacin
talouskatsaus

1

**Johdanto:
Kuplan puhaltajat**

s.3

2

**Takana loistava
tulevaisuus**

s.4

3

**Ei kai taas!
Gloaalitalous kriisissä**

s.9

4

Mitä sitten pitäisi tehdä?

s.17

5

**Ennuste vuodelle 2010:
Kriisi syvenee**

s.22

Tiivistelmä

Viimeaikainen maailmantalouden "elpyminen" jää todennäköisesti lyhyeksi. Nousua ylläpitävät keskuspankit, joiden aggressiivinen perusrahoitus on siirtynyt arvopaperien hintoihin. Varallisuusmarkkinoiden piristymisen ei kuitenkaan ole juuri näkynyt reaalityössä, jossa rahaa on edelleen niukalti.

Kun keskuspankkien synnyttämä kupla puhkeaa – hyvinkin todennäköisesti vuoden 2010 aikana –, rahoitussektorin on pakko ryhtyä keventämään velkataakkaansa. Tämä jäädyttää lainamarkkinat nykyistäkin pahemmin, mikä kiihdyttää velkadeflatiomekanismia.

Velkadeflatiokierteessä yritykset joutuvat leikkaamaan tuotantoaan ja irtisanomaan työntekijöitään. Globaali kokonaiskysyntä heikkenee. Tämä huomioiden on perusteltua ennustaa maailmantalouden alamäen jatkuvan vuonna 2010.

Suomeen velkadeflaation vaikutukset saapuvat nopeasti viennin supistuessa entisestään. Kun vienti ei vedä, kokonaistuotanto ei elvy. Toisin kuin monet ennakoivat, Suomen bruttokansantuote tuskin kääntyy nousuun vielä ensi vuonna.

Useimmat valtavirtaiseen taloustieteeseen nojaavat arviot ovat liian toiveikkaita, koska ne eivät riittävästi ota huomioon velan roolia nykyisessä talousjärjestelmässä. 1970-luvulta lähtien yksityinen velka on kasvanut räjähdysmäisesti. Jättimäiset velat yhdistettynä spekulatioon rahoitusmarkkinoilla ovat tehneet talousjärjestelmästä pysyvästi epävakaa ja kriiseille alttiin.

Laman taittamiseksi keskuspankkien tulisi jatkaa ekspansiivista rahapolitiikkaansa. Raha pitäisi kuitenkin kohdistaa yksityisen velan vähentämiseen eikä finanssimarkkinoille.

Etenkin Euroopassa talouspoliittista elvytystä pitäisi laajentaa, ennen kaikkia julkisia investointeja lisäämällä. Veronalennusten teho on kyseenalaisempi. Varsinkin yleisiä, kaikkia tulo- ja luokkia koskevia veronalennuksia on syytä välttää.

Suomessa tulonsiirroilla on keskeinen merkitys suhdannepolitiikassa. Kysyntää piristävät korotukset esimerkiksi työttömyysturvaan ja peruspäivärahaan olisivat oikeita vastauksia nykyiseen taloustilanteeseen. Suomella on varaa lisätä julkista velkaansa vielä merkittävästi: velkaantuminen on pienempi paha kuin massatyöttömyydestä aiheutuva ongelma.

Elvytyksen ohella tarvitaan myös spekulatiota ja talouden epävakautta rajoittavia uudistuksia. Näistä ainakin kaksi ansaitsee laajempaa huomiota:

- 1 Osakkeet tulisi muuttaa velkakirjojen kaltaisiksi aikalajoitetuiksi arvopapereiksi, jolloin niiden arvot eivät voisi nousta loputtomasti.
- 2 Arvopapereiden myynnin yhteydessä pitäisi periä finanssitransaktiovero. Vero olisi sitä suurempi mitä vähemmän aikaa myyjä on pitänyt arvopaperia hallussaan.

Johdanto: Kuplan puhaltajat

Maailmantalouden lama on syvin sitten 1930-luvun. Aivan kuten tuolloin, kriisin taustalla on yli varojen eläminen, spekulatio, omaisuusarvojen keinotekoinen paisuttaminen ja rahoituksen riittämätön sääntely.

Yhteistä suuren laman kanssa on myös se, että valtavirtaiseen taloustieteeseen nojanneet arviot menivät järjestelmällisesti pieleen. Kriisin sanotaan tulleen niin täydellisen yllättäen, ettei kukaan osannut sitä ennustaa.

Väite on ymmärrettävä johtavien ekonomistien itsetunnon kannalta, mutta se ei pidä paikkaansa. Monet kriittiset taloustieteilijät ja muiden tieteenalojen harjoittajat ovat jo vuosia varoittaneet rahoitusjärjestelmän epävakaisuudesta. Myös useat kansalaisjärjestöt ovat pitkään vaatineet rahoitusmarkkinoiden tiukempaa sääntelyä ja demokratisointia.

On ironista, että kriisin edetessä niin sanotun oikeaoppisen taloustieteen edustajat – samat henkilöt, joille romahdus tuli täytenä yllätyksenä – ovat säilyttäneet asiantuntija-asemansa. Kehityksen ennakoineet tutkijat ja järjestöt on pidetty julkisen keskustelun marginaalissa.

Nyt, kun osakekurssit ovat notkahtaneet ylös pitkän pudotuksen jälkeen, valtavirran ekonomistit lupaavat jälleen samaa kuin aina ennenkin: huolta ei enää ole, talous toipuu omien sisäisten lakiensa mukaisesti ja palaamme pian entiselle kasvu-uralle. Nämä analyysit ovat yhtä perusteettomia ja epäonnisia kuin kriisiä edeltäneet puheet tehokkaista rahoitusmarkkinoista ja uudesta, rajattoman kasvun taloudesta.

Eri foorumeilla sovitut, näyttävästi uutisoidut ”sääntelytoimet” ja ”uudistukset” ovat kenties vakuuttaneet talouseliitin itsensä, mutta tosiasiaa talousjärjestelmän perusteissa mikään ei ole oleellisesti muuttunut.

Päinvastoin on perusteltuja syitä olettaa kriisin syvenevän entisestään. Mikäli rahoitusmarkkinoilla käynnistynyt arvonnousu jää lyhytaikaiseksi kuplaksi, kuten odottaa saattaa, järjestelmä ajautuu mitä todennäköisimmin vaikeaan velkadeflaatiokierteeseen. Velan nopea vähentäminen pakottaa yritykset tuotannon rajuun supistamiseen ja irtisanomisiin, mikä vähentää kokonaisyksyntää.

Tämä katsaus tarjoaa totutusta poikkeavan näkökulman kriisiin syihin ja rahoitusmarkkinoiden rakenteellisiin ongelmiin sekä esittää joitakin ratkaisumalleja, joiden avulla talous olisi mahdollista saada kestävämmälle pohjalle.

Näkemyksemme eivät edusta valtavirtaa, mutta juuri siksi niihin kannatta tutustua: maailmalla ja Suomella ei ole varaa kuunnella vääriä profeettoja loputtomiin.

Lausunnot, joiden mukaan toipuminen on alkanut, osoittavat ymmärtämättömyyttä talouden mekanismeista. On syytä olettaa, että kriisin pahimmat vaiheet ovat edessäpäin.

Takana loistava tulevaisuus

Nykyisen finanssikriisin synty on julkisuudessa yhdistetty viime vuosien kehitykseen: uusien rahoitusinnovaatioiden syntyyn ja johdannaismarkkinoiden laajentumiseen. On selvää, että nämä tekijät edesauttoivat kriisin puhkeamista. Ne olivat kuitenkin vain osia laajemmassa rahoitusmarkkinoiden vapauttamiseen liittyvässä prosessissa.

Rahoitusmarkkinoiden kehitystä 1970-luvulta alkaen on määrittänyt kaksi ilmiötä, rahoituksen irtaantuminen reaalityaloudesta ja yksityisen velan jatkuva kasvu. Nämä tekijät ovat olleet kaikkien kapitalistisen talousjärjestelmän vakavimpien kriisien taustalla 1900- ja 2000-luvuilla.

On tärkeää huomata, että käsillä oleva lama ei ole yksittäistapaus, vaan pikemminkin vain yksi etappi kriisistä kriisiin kulkevan talousjärjestelmän historiassa. Tämän vuoksi nykytilanteen ymmärtäminen edellyttää rahoituksen sääätelyssä tapahtuneiden laajojen historiallisten prosessien tiedostamista.

Suuren laman jälkeen 1930-luvulla talouden sääntelyä tiukennettiin. Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen alkoi kuitenkin jo 1950-luvulla, kun säätelystä vapaat eurodollarimarkkinat saivat alkunsa (ks. kohta "Eroon kiinteistä kurseista").

Merkittävin käänne tapahtui 1970-luvun alussa. Tuolloin Yhdysvaltain presidentti Richard Nixonin hallinto ajoi yksipuolisilla päätöksillään alas niin sanotun Bretton Woods -järjestelmän, joka oli ollut maailmantalouden tukijalka 1940-luvun loppupuolelta lähtien.

Velan myynti arvopaperikeinotteluun on pankkien tärkein tulonlähde.

Suhdannepolitiikkaa, kiitos

1930-luvun suuri lama oli osoittanut vallinneen markkinoiden vapaata toimintaa ylistäneen *laissez faire* -talousopin epärealistiseksi ja toimimattomaksi. Vielä 1920-luvulla valtioilla ei ollut varsinaista talouspolitiikkaa. Suhdanteita ei pyritty tasaamaan, elinkeinorakenteeseen ei pyritty vaikuttamaan eikä tulonjakoon kiinnitetty huomiota.

Itseohjautuvien markkinoiden oppi johti kuitenkin ennennäkemättömään varallisuuskuplaan, jonka puhkeaminen ajoi maailmantalouden syvään lamaan. Jo varhain 1930-luvulla alettiin ottaa ensimmäisiä askeleita kohti säädellympää talousjärjestelmää.

Erityisesti Yhdysvalloissa presidentti Franklin D. Rooseveltin New Deal -politiikassa valtion suunnittelutoimet ja työllistämishjelmat saivat vahvan aseman. Varsinainen vallankumous talousajattelussa tapahtui kuitenkin vasta vuosikymmenen lopulla, kun John Maynard Keynes julkaisi teoksensa *Työllisyys, korko ja raha: yleinen teoria* (1936).

Keynes korosti rahoitusmarkkinoiden irrationaalisuutta sekä koko kapitalistista talousjärjestelmää luonnehtivaa epävarmuutta, minkä vuoksi kapitalistinen talousjärjestelmä vaatii jatkuvasti voimakasta julkista kysynnänsäätelyä

ja rahoitusmarkkinoiden suitsimista.

Toisen maailmansodan jälkeen Keynesin opit kasvattivat suosiotaan. Sodan voittajavaltiot halusivat välttää uuden taloudellisen katastrofin ja siihen liittyvät tuhoiset seuraukset. Maailmantalouden rakenteita haluttiin muuttaa sosiolisemmiksi keynesiläiselle suhdannepolitiikalle.

Keynes itse toimi Ison-Britannian pääneuvottelijana uutta talousjärjestystä koskevilla neuvotteluilla, jotka järjestettiin Bretton Woodsissa Yhdysvaltain itärannikolla sodan päätyttyä. Toisena osapuolena oli Yhdysvaltain apulaisvaltiovarainministeri Harry Dexter White, hänkin Keynesin teorioiden kannattaja. Keynes ajoi neuvotteluissa radikaalia muutosohjelmaa, johon sisältyi maailmanlaajuisen kauppavaluutan käyttöönotto sekä mahdollisuus voimakkaaseen globaalin kysynnän säätelyyn.

Kysynnänsäätelyn keskiössä olisivat olleet kansallisvaltioiden toteuttamat investointi- ja työllistämishjelmat, joiden tukemiseksi olisi luotu maailmanlaajuinen tulonsiirtojärjestelmä.

Esitykseen kuului myös ajatus taloudellisesti menestyneiden valtioiden keräämien kauppataseiden ylijäämien verottamisesta. Näin kerätyt varat olisi siirretty köyhemmille valtioille, joissa tarve suhdanne- ja rakennepoliittisille toimille, kuten infrastruktuuri-investoinneille tai työllistämishjelmile, oli suurempi.

Keynesin suunnitelman mukaista järjestelmää ei koskaan syntynyt, vaikka White suhtautuikin siihen myönteisesti. Yhdysvaltain ulkoministeriö ja kongressi pelkäsivät, että ohjelma olisi toteutuessaan saattanut heikentää maan johtavaa asemaa maailmanjärjestelmässä. Toisaalta lopulta aikaansaatu sopimus noudatti pitkälti Keynesin suunnitelman pyrkimyksiä, vaikka radikaaleimmista uudistuksista luovuttiinkin.

Uudessa, neuvottelupaikan mukaan nimetyssä Bretton Woods -järjestelmässä valtioille annettiin oikeus säädellä kaikkia pääomavirtoja. Lisäksi maailmantalouden tasapainottamiseksi luotiin ylikansallisia instituutioita, joista erityisesti Kansainvälinen valuuttarahasto IMF sai vahvan aseman. Sille ohjattiin usean sadan miljoonan dollarin resurssit taantumaan ajautuneiden maiden kysynnän tukemiseksi.

Talousjärjestelmään kuuluivat myös kiinteät valuuttakurssit, jotka toivat ennakoitavuutta maiden väliseen kaupankäyntiin: kansainvälisen kaupan osapuolten ei enää tarvinnut pelätä valuuttakurssien heilahteluista seuranneita nopeita hintojen muutoksia.

Eroon kiinteistä kurseista

Bretton Woods -järjestelmä toimi menestyksekkäästi aina 1970-luvun alkuun saakka, jolloin Yhdysvallat kaatoi sen yksipuolisella päätöksellään. Jo tätä ennen kaksi keskeistä historiallista kehityskulkua oli uhannut järjestelmän toimintaa.

Ensinnäkin 1950-luvun lopulla oli avattu niin sanotut eurodollarimarkkinat,

joiden avulla pääomakontrolleja onnistuttiin kiertämään.¹ Lontoon eurodollari-markkinoilla pystyttiin käymään kauppaa esimerkiksi dollarimääräisillä arvo-papereilla. Kauppaa eivät rajoittaneet mitkään kontrollimekanismit, koska Iso-Britannia sääteli vain puntamääräistä kaupankäyntiä eikä Yhdysvalloilla ollut mahdollisuutta puuttua toisissa maissa tapahtuvaan kauppaan. Alun perin eurodollarijärjestelmä luotiin helpottamaan amerikkalaisten suuryritysten lainansaantia, mutta tosiasiaa se lisäsi myös spekulatiivisia pääomaliikkeitä.

Toinen järjestelmää rapauttanut tekijä liittyi Yhdysvaltain velkaantumiseen. Vietnamin sota ja presidentti Lyndon B. Johnsonin laaja sosiaalipoliittinen Great Society -ohjelma olivat kääntäneet valtion maksutaseen miinukselle.

Koska dollari oli sidottu kiinteällä kurssilla kultaan, kasvavat vajeet muodostivat ison ongelman. Yhdysvallat ei olisi enää pystynyt vaihtamaan kaikkia liikkeelle laskemiaan dollareita kultaan, vaan maan kultavarannot olisivat yksinkertaisesti loppuneet kesken.

Osittain näistä syistä Johnsonin seuraaja Richard Nixon irrotti dollarin kultakannasta elokuussa 1971. Kiinteiden kurssien järjestelmää yritettiin palauttaa seuraavien vuosien aikana, mutta Yhdysvallat oli haluton ottamaan uusia, tehokkaampia pääomakontrolleja käyttöön. Nixonin keskeisimmät talouspoliittiset neuvonantajat tulivat Chicagon yliopiston taloustieteen laitokselta, jossa laissez faire -talousajattelu oli saavuttanut uudelleen suosiota. Rahoituksen säätelyn uskottiin johtavan hintainformaation vääristymiin ja talouden suorituskyvyn heikentymiseen.

Kasvun kultainen kausi

Bretton Woods -järjestelmä oli taloudellisesti menestyksekkäs koko historiansa ajan. Maailmantalouden kasvu ei ole koskaan myöhemmin yltänyt 1960-luvun tasolle, jolloin bruttokansantuote henkeä kohden kasvoi keskimäärin noin 3,5 prosenttia vuodessa. Viime vuosikymmeninä keskiarvo on jäänyt yhden prosentin tuntumaan. (KUVIO 1)

Myös työttömyys väheni tasaisesti Bretton Woods -järjestelmän aikana lähes kaikkialla maailmassa. Järjestelmän romahdettua 1970-luvulla työttömyys alkoi kasvaa. Joissakin maissa työllisyys parani tilapäisesti 1980-luvun lopulta alkaen aina viime vuosiin saakka, mutta niidenkin tilanne on jälleen heikentynyt pitkään kehittyneen velkakuplan puhjettua. (KUVIO 2)

Lisäksi maailmantalouden epävakaisuus on lisääntynyt huomattavasti Bretton Woods -järjestelmän romahtamisen jälkeen. 1970-luvun jälkeen esimerkiksi yksityisen velan määrä nousi Yhdysvalloissa yli sataan prosenttiin bruttokansantuotteesta. (KUVIO 3) Samaan aikaan volatilitteetti rahoitusmarkkinoilla on lisääntynyt.²

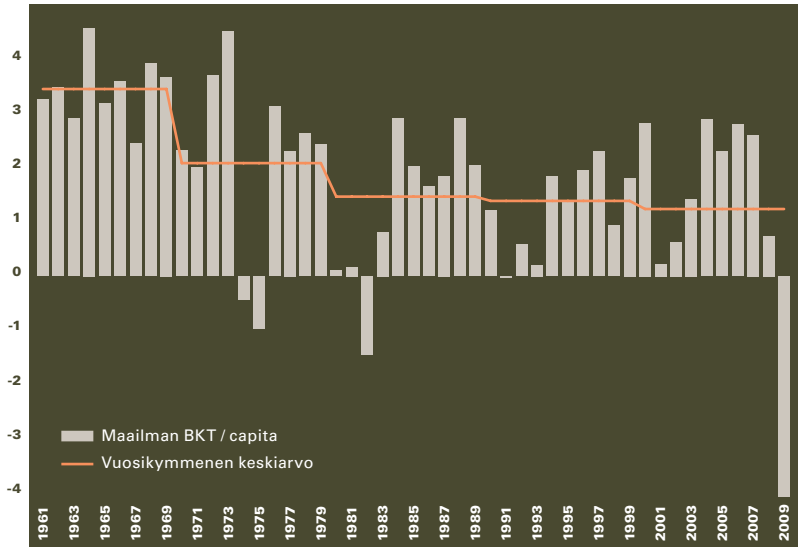
¹ Eurodollareilla tarkoitetaan dollarimääräisiä talletuksia Yhdysvaltain ulkopuolella.

² Malcolm Edey ja Ketil Hviding (1995) ovat laskeneet 23 johtavan teollisuusmaan valuuttakurssien kuukausittaisen keskipoikkeaman. Vuosina 1960–1969 maiden valuuttojen keskipoikkeamaksi mitattiin 0,77, kun jo vuosina 1970–1979 arvo nousi 1,68:aan

Kuvio 1

Maailman bruttokansantuote henkeä kohden: kasvuprosentti vuosina 1961–2008

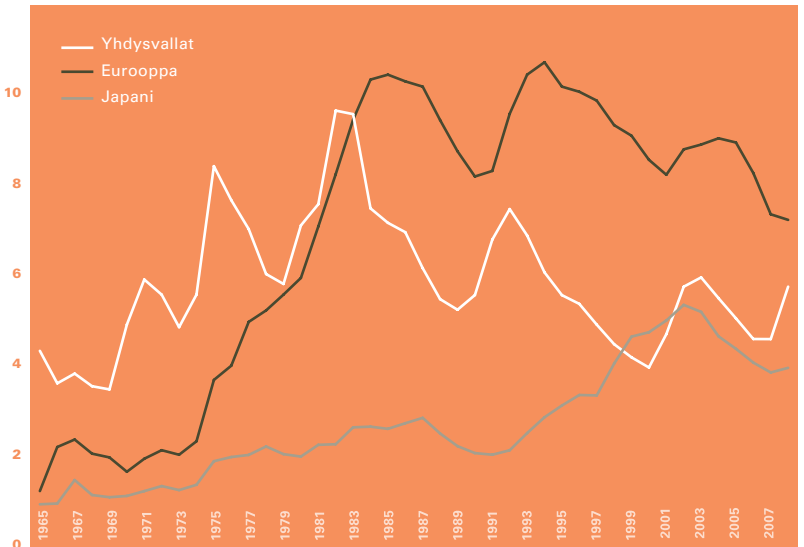
Lähde: Maailmanpankki



Kuvio 2

Työttömyysaste Euroopassa, Yhdysvalloissa ja Japanissa vuosina 1955–2008

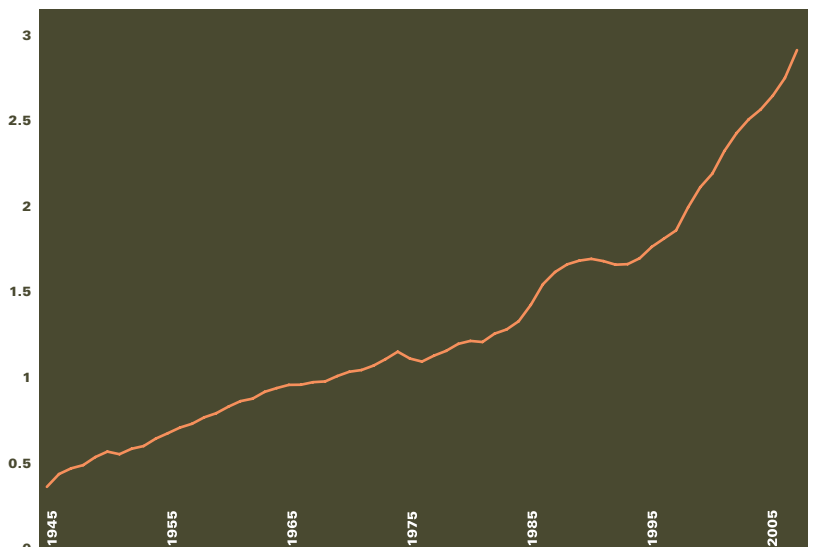
Lähde: OECD

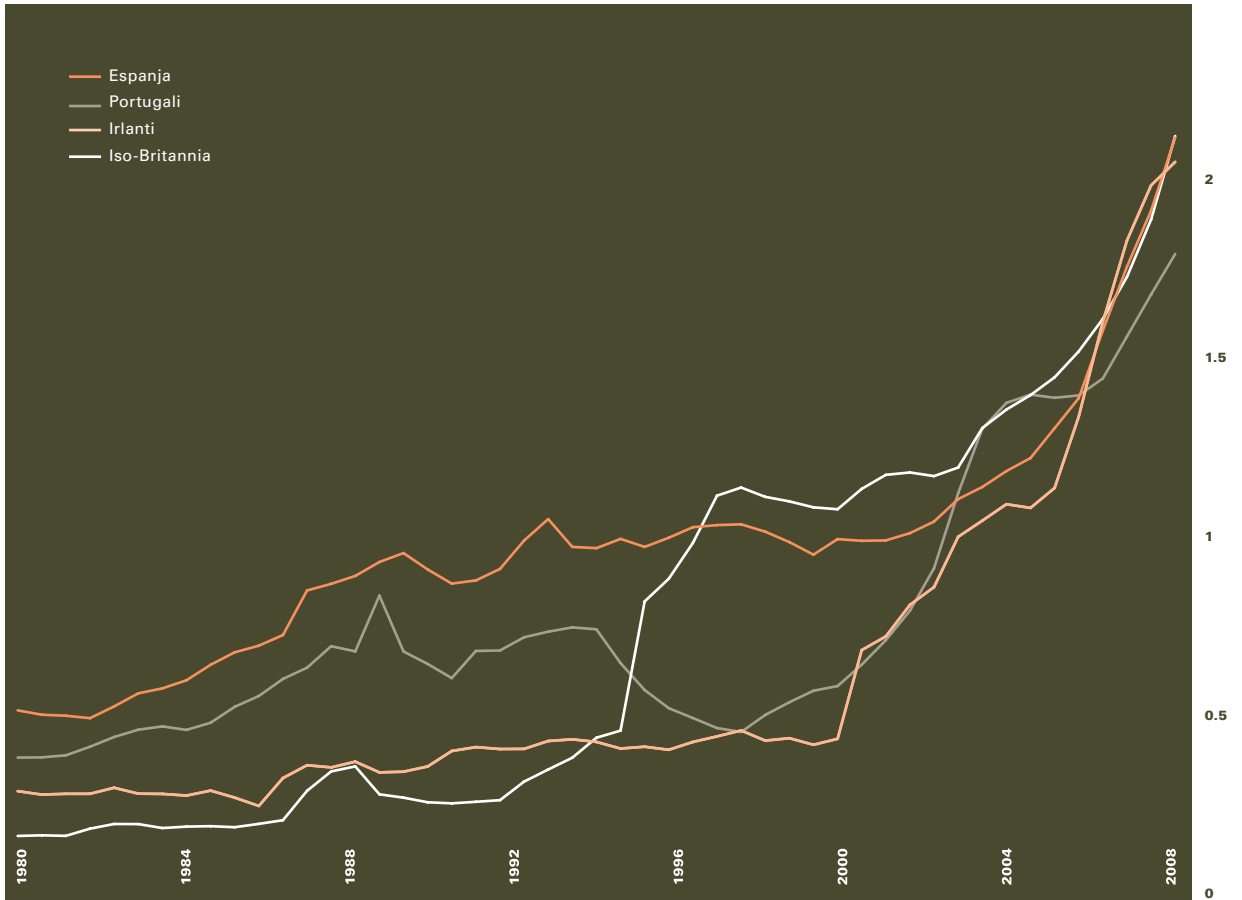


Kuvio 3

Yksityinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen Yhdysvalloissa vuosina 1945–2007

Lähde: Yhdysvaltain keskuspankki

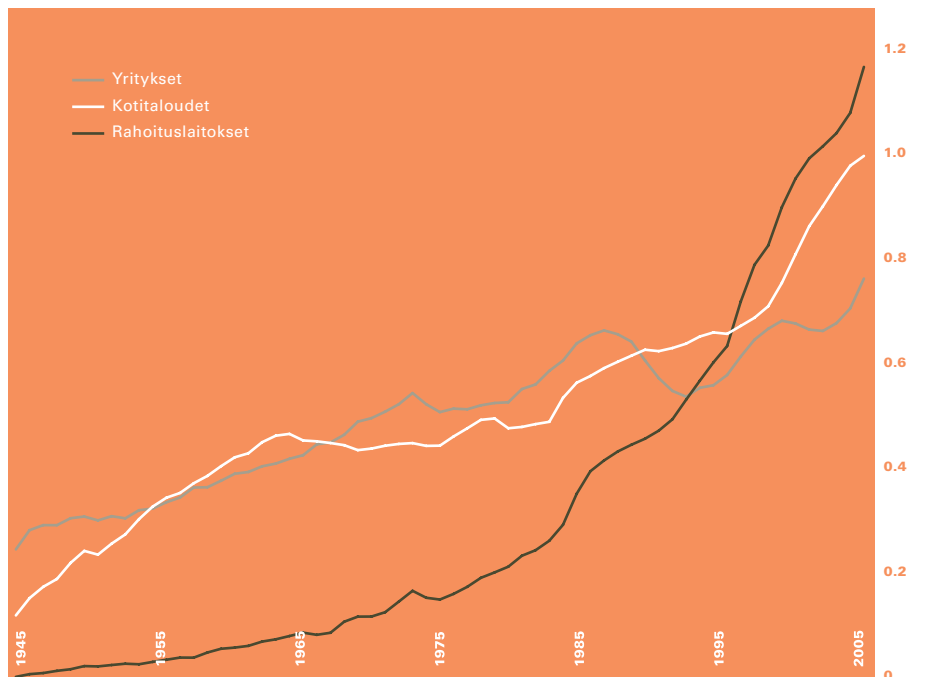




Kuvio 4

Yksityiset luotot suhteessa bruttokansantuotteeseen eri maissa 1980–2008

Lähde: Maailmanpankki ⁴



Kuvio 5

Yksityinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen Yhdysvalloissa sektoreittain vuosina 1945–2007

Lähde: Yhdysvaltain keskuspankki

Ei kai taas! Globaalitalous kriisissä

Yksittäisten valtioiden tasolla toteutettu kysynnänsäätely ja suhdannepolitiikka eivät enää onnistuneet tyydyttävästi Bretton Woods -järjestelmän kaatumisen jälkeen. Lisääntyneet spekulatiiviset hyökkäykset valuuttoja ja pääomamarkkinoita kohtaan pakottivat valtiot talouspoliittisiin suunnanmuutoksiin. Näin kävi muun muassa Isossa-Britanniassa, Ranskassa ja Japanissa 1970- ja 1980-lukujen taitteessa.

Kun aikaisemmin talouspolitiikan tavoitteena oli ollut täystyöllisyys ja kansallisen hyvinvoinnin kasvattaminen, alettiin sitä nyt harjoittaa lähinnä kansainvälisen pääoman ehdoilla. 1970-luvulta alkanut maailman rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen on jatkunut viime vuosiin saakka.

Taloustieteen sisällä usko markkinoiden itseohjautuvuuteen oli voimistunut jo 1960-luvun lopulta lähtien, mikä heijastui myös eri valtioiden politiikkoihin ja kansainvälisiin talussopimuksiin.

Esimerkiksi taloudellisen yhteistyön ja kehityksen järjestössä OECD:ssä tehtiin merkittäviä säädöksiä pääomaliikkeiden vapauttamiseksi 1970- ja 1980-luvuilla. Euroopan unionissa pääomakontrollit kieltävä direktiivi hyväksyttiin vuonna 1991. Viimeinen erittäin merkittävä liberalisointi tapahtui Yhdysvalloissa vuonna 1999, kun talletus- ja investointipankit toisistaan erotanut Glass-Steagall-laki purettiin.

Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen on johtanut myös yksityisen velkaantumisen räjähdysmäiseen kasvuun. Spekulatiivisen kaupankäynnin mahdollisuuksien lisääntyminen on kiihdyttänyt yksityisen velkarahan kysyntää. Pankeille velan myynti arvopaperikeinotteluun on muodostunut tärkeimmäksi tulonlähteeksi.

Lisää lainaa

Yksityisen velan kasvu on ollut huimaa toisen maailmansodan jälkeen. Sodan päätyttyä yksityisen velan arvo oli Yhdysvalloissa vain noin 40 prosenttia bruttokansantuotteesta. Vuonna 2007 velkamäärä oli kivunnut jo 300 prosenttiin. Yksityisen velan kuolettamiseksi tarvittaisiin siis koko Yhdysvaltain kansantuote kolmen vuoden ajalta.

Kehitys on ollut samankaltaista muissakin länsimaissa, Isossa-Britanniassa vielä Yhdysvaltojakin rajumpaa. Myös esimerkiksi Espanjassa, Irlannissa ja Portugalissa rakennettiin valtavia velkakuplia. (KUVIO 4)

Velka on kasvanut jatkuvasti toisen maailmansodan jälkeen ja eksponentiaalisesti viimeistään 1970-luvulta lähtien. Tänä ajanjaksona velan lisääntymisessä on ollut vain kaksi hidastetta: ensimmäinen öljykriisi³ 1970-luvulla ja 1980-luvun lopun kansainvälinen rahoituskriisi.

³ 1970-luvun kriisiä kutsutaan yleisesti öljykriisiksi, vaikka se perusmekanismeiltaan olikin tyypillinen velkakriisi. Kriisiä edelsi voimakas velkaantumisen kasvu, joka lopulta päättyi rahoituskuplan puhkeamiseen.

⁴ Maailmanpankki käyttää suppeampaa velan määritelmää kuin esimerkiksi Yhdysvaltain tai Ison-Britannian keskuspankki. Keskuspankkien määritelmien mukaan luvut olisivat vielä dramaattisempia.

Yhdysvalloissa velan rakenne muuttui selvästi 1970-luvulta alkaen. Siihen asti yksityisen sektorin velka oli koostunut lähes yksinomaan yritysten ja kotitalouksien ottamista lainoista. Nyt rahoituslaitosten velkakuorma alkoi kasvaa rajusti. 1990-luvun puolivälissä finanssisala oli jo talouden sektoreista velkaantunein.

Velan rakenteen muutokset ovat yhteydessä bruttokansantuotteen kasvussa tapahtuneisiin muutoksiin. Yhä suurempi osa velasta kulkeutuu rahoituslaitoksille, jotka käyttävät velkarahaa pääasiassa spekulatioon. Tämä voidaan päätellä sektorin tuotantorakennetta tarkastelemalla. Rahoitussektorin taloudellinen toiminta ei vaadi laajoja investointeja tai varastoja, joiden toteuttamiseksi ja ylläpitämiseksi velkaa reaalityaloudellisessa toiminnassa tarvitaan. Silti sektori on velkaantunut viime vuosina huomattavasti yrityssektoria nopeammin.

Velkarahalla spekulointi näkyy myös viime vuosien hintakehityksessä. Jos suurin osa viime vuosikymmenien aikana kertyneestä velasta olisi käytetty reaalityaloudelliseen toimintaan, olisi nopean talouskasvun rinnalla pitänyt esiintyä huomattavasti nopeampaa inflaatiota eli hyödyke- ja investointimarkkinoiden hintojen nousua. Päinvastoin viime vuosina inflaatio on pysynyt historiallisesti erittäin alhaisena, mikä viittaa suurimman osan velkarahasta pysytelleen reaalityalouden ulkopuolella, pääasiassa varallisuusmarkkinoilla.

Tästä huolimatta myös reaalityaloudelliset toimijat, yritykset ja kotitaloudet, on sidottu samaan rahoitusjärjestelmään: niidenkin pääomia kulkeutuu yhä enemmän finanssikeinotteluun.

Esimerkiksi kotitalouksien varallisuus on integroitu arvopaperimarkkinoiden toimintaan erityisten rahoitusinstrumenttien avulla. Näin kotitalouksien lainapapereista on tehty jälkimarkkinakelpoisia arvopapereita. Asuntolainoja, luottokorttivelkoja ja autolainoja on niputettu yhteen niin sanotuiksi omaisuusvakuudellisiksi arvopapeiksi, joita on sitten kaupattu eteenpäin uusina sijoitustuotteina.

Kaiken takana on...

Yksityinen velkaantuminen ja rahoitusmarkkinoilla tapahtuva spekulatio ovat olleet vuoden 2007 lopulla kärjistyneen globaalin finanssikriisin tärkeimmät taustatekijät.

Niiden yhteisvaikutus aiheutti sekä maailman rahoitusmarkkinajärjestelmän romahduksen että reaalityalouden lamaantumisen. Käytännössä tämänkertainen kriisi on noudatellut erittäin tarkasti velkakriiseille tyypillistä kaavaa, jonka yhdysvaltalainen taloustieteilijä Hyman P. Minsky havaitsi tutkimuksissaan jo 1970-luvun lopussa.

Tapahtuneen ymmärtämiseksi on ensisijaista tarkastella rahoitusmarkkinoiden ja reaalityalouden välistä yhteyttä.

Pidämme todennäköisenä, että varallisuuskupla puhkeaa ensi vuonna. Se johtaa lähes väistämättä velkadeflaatioon.

Talouden ollessa kestäväen kehityksen tiellä rahoitusmarkkinat toimivat reaali-talouden ehdoilla. Tällöin sijoitukset kohdistuvat reaali-taloudellisiin investoin-teihin, joiden myötä syntyvä talouskasvu toimii mahdollisen velkarahoituksen takuuna. Yleensäkin velkaa käytetään varovasti sijoitustoiminnassa ja inves-tointikohteet arvioidaan erittäin tarkasti.

Talouden kasvun nopeutuessa ja investointiprojektien onnistuessa yhä useammat sijoitukset tuottavat merkittäviä voittoja ja yritysten arvo kasvaa. Pian arvopaperimarkkinat alkavat kuumentua, sillä sijoittajat huomaavat varallisuusarvojen – esimerkiksi osakkeiden tai asuntojen hintojen – nousun tarjoavan reaali-taloudellisille investoinneille vaihtoehtoisen tavan tehdä voittoja. Nopea kasvu kiihdyttää hintojen nousua useilla varallisuusmarkkinoiden lohkoilla ja niillä tapah-tuva sijoitustoiminta alkaa näyttää entistä houkuttelevammalta vaihtoehdolta. Riskit lisääntyvät vähitellen, ja sijoittajat spekuloivat yhä useammin velkarahalla.

Velkojen kysynnän lisääntyessä myös rahoituslaitokset huomaavat finanssimarkkinoiden tarjoamat mahdollisuudet. Kun varallisuusarvot nousevat, lähes jokainen annettu laina tuottaa lainanantajille voittoa ja luottotappiot pysyvät pieninä.

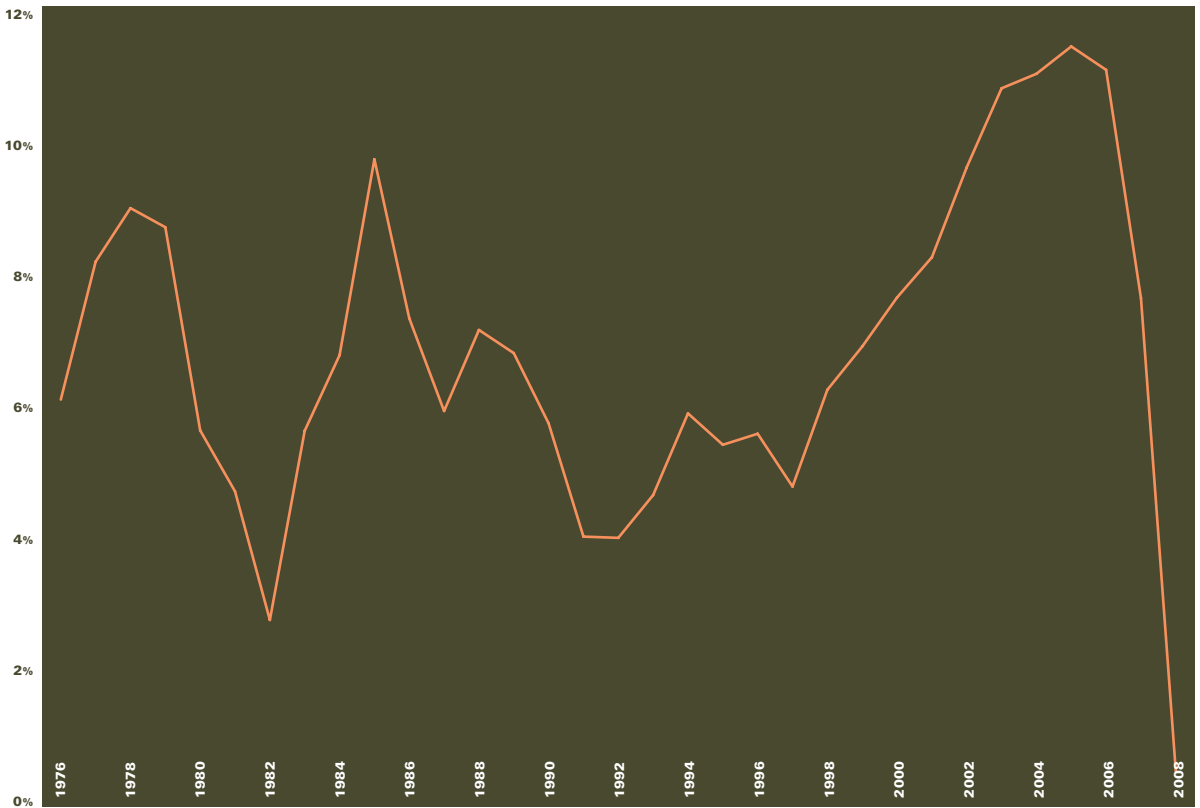
Tämä kehityskulku saa lainanantajat löysäämään lainaehtojaan entises-tään ja yksityisen sektorin velkaantuminen kiihtyy. Reservivaatimukset, jot-ka määrittelevät pankkien hallussa olevan pääoman minimitason, eivät enää rajoita velan luontia, sillä lainaamisen laajentamisesta seuraavien voittojen lasketaan muodostavan riittävät reservit. Toisaalta pankit voivat pitää huolen omien reserviensä riittävydestä lainaamalla toiselta luotonantajalta, joita eu-forian levitessä löytyy paljon.

Tavanomaisesta käsityksestä poiketen lainaamista eivät siis säätele keskuspankkien luomat rajoitteet, vaan yksinkertaisesti eri tahojen halukkuus lainata rahaa. Kun talouteen ja erityisesti rahoitus- ja varallisuusmarkkinoille syntyy käsitys kasvun ikuisesta jatkumisesta, tämä halu on miltei loputon. Sekä lainaajia että lainanantajia riittää, spekulatio lisääntyy ja velan määrä taloudessa kasvaa kasvamistaan.

Euforia muuttuu paniikiksi

Edellä kuvatut mekanismit määrittelivät maailmantalouden kehitystä 1990-luvun alkupuolelta asti. Lopulta rajat tulivat kuitenkin vastaan. Globaalin finanssikriisin lähtölaukaus tapahtui Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla, jotka oli-vat 2000-luvun aikana muodostuneet yhdeksi tärkeimmistä osamarkkinoista globaalissa finanssirakennelmassa.

Asuntomarkkinoiden nopeaa hintakehitystä oli ruokittu valtavilla määrillä velkarahaa. Lainaa oli kriisiä edeltäneinä vuosina tarjottu jopa varattomille koti-talouksille, joiden velanmaksukyky oli täysin riippuvaista asuntojen hinnan-noususta. Samaan aikaan velkapapereista oli rakennettu erilaisia johdannais-



instrumentteja, joilla käytiin kauppaa ympäri maailmaa. Velka ja spekulatio yhdistivät voimansa pahimmalla mahdollisella tavalla.

Markkinoille syntyi kuitenkin vuoden 2007 lopulla ylitarjontaa, kun riittävästi uusia kotitalouksia ei enää saatu mukaan kiihdyttämään markkinoiden laajenemista. Hintojen kääntyessä laskuun aikaisempina vuosina velan varaan kasattu rakennelma alkoi horjua. Ensimmäiseksi ongelmiin joutuivat vähävaraiset kotitaloudet, jotka eivät enää pystyneet lyhentämään lainojaan asuntonjensa arvon pienentyttyä.

Kun kävi selväksi, että suuri osa markkinoilla liikkeellä olevista lainapapereista oli muuttunut tai muuttumassa arvottomiksi, rahoitusmarkkinat ajautuivat ennen näkemättömään paniikkiin. Ensimmäisenä vaikeuksiin ajautuivat ne, jotka olivat pyörittäneet spekulatiivista toimintaa pääasiassa velkarahalla.

Ostohalukkuus markkinoilta hävisi, ja paniikkimyynnit ympäri maailmaa romahduttivat varallisuusmarkkinoiden hinnat. Deflaatio eli hintojen lasku ajoi samanaikaisesti rahoituslaitosten taseet äärimmäiseen epätasapainoon, kun aikaisemmin velkoja vastannut varallisuus hupeni nopeasti. Deflaatio merkitsi ongelmia myös pienemmällä riskillä sijoittaneille.

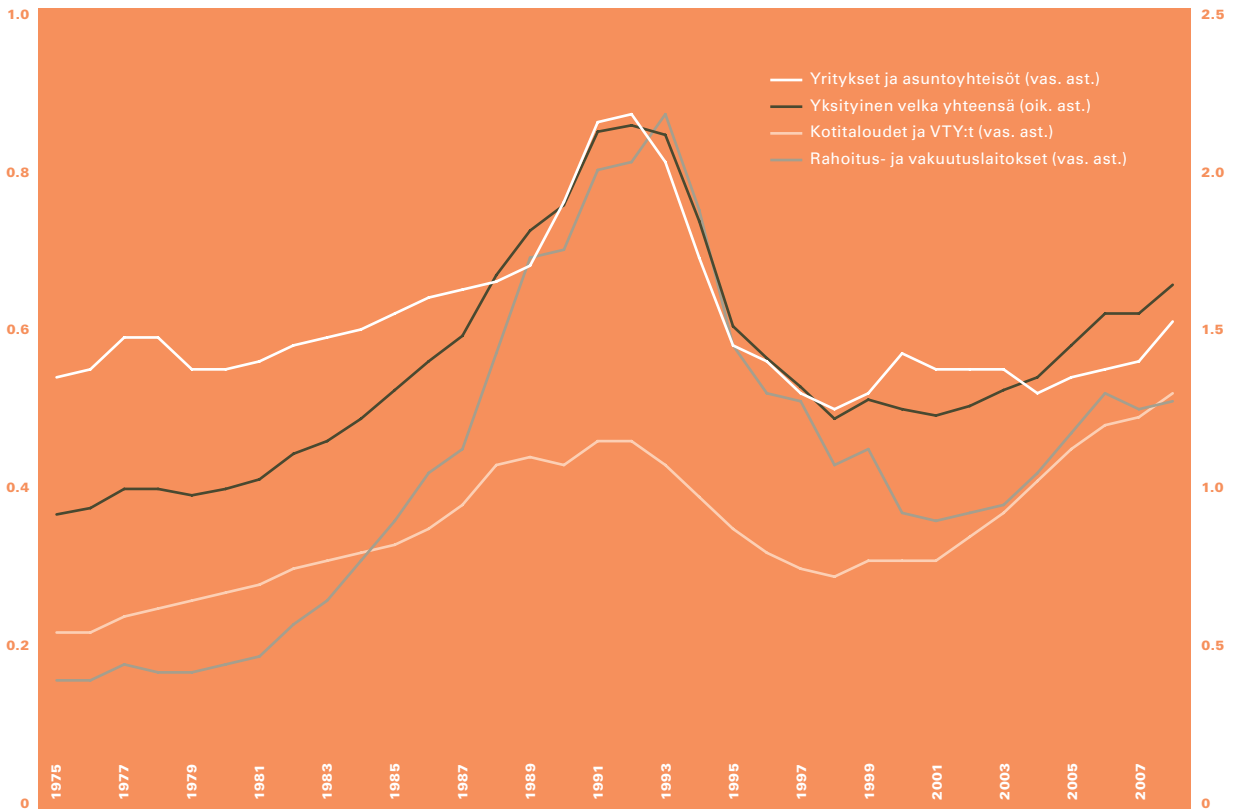
Samanaikaisesti velkamarkkinatkin kriisiytyivät. Uusia lainoja oli lähes mahdotonta saada pankkien havaitessa taseidensa epätasapainon kasvavan. Vanhoja lainoja pyrittiin puolestaan samaan nopeasti maksuun tai niiden hintaa korotettua taseiden paikkaamiseksi. Tätä kautta rahoitusmarkkinoilta käynnistynyt vaarallinen kehitys alkoi vaikuttaa myös reaalielämään.

Vaikka suuri osa velkarahasta oli käytetty rahoitusmarkkinoilla, oli velan

Kuvio 6

Velan osuus kotitalouksien kysynnästä Yhdysvalloissa vuosina 1976–2008

Lähde: Yhdysvaltain keskuspankki



Kuvio 7

Yksityinen velkaantuminen Suomessa vuosina 1975–2007

Lähde: Tilastokeskus ja Suomen Pankki

merkitys kasvanut myös reaalitaloudessa. Tuotannollisen pääoman, kuten koneiden, laitteiden ja rakennusten, kysynnästä ja erityisesti pitkällä tähtäimellä tehdystä investoinneista suuri osa on tavanomaisesti rahoitettu velkarahalla, koska yritysten omat säästöt riittävät vain harvoin mittaviin hankintoihin. Kun lainojen tarjonta väheni radikaalisti, myös investointikysyntä romahti vuoden 2008 lopussa.

Finanssisektorin ja teollisuuden ohella velan osuus oli kasvanut huomattavasti myös kotitalouksien kulutuksessa. Kulutusluottoja ja asuntolainoja otettiin massiivisesti etenkin Yhdysvalloissa. Suurimmillaan kotitalouksien vuotuisesta kysynnästä, siis käytettävissä olevista tuloista ja lisävelasta, yli 11 prosenttia perustui velkaan. Kuplan puhjettua vuonna 2008 velan osuus oli enää prosentin luokkaa.

Yksityinen kulutus muodostaa yli 70 prosenttia Yhdysvaltojen kokonaiskysynnästä. Kotitalouksien velan osuus on suurimmillaan ollut noin seitsemän prosenttia. Vuonna 2008 osuus tippui hyvin lähelle nollaa, kun uutta lainaa ei myönnetty – eivätkä monet olisi sitä uskaltaneet ottaakaan. (KUVIO 6)

Velan merkitys globaalissa kysynnässä on toisin sanoen romahtanut. Kokonaiskysyntä määrittelee taloudellisen toiminnan tason; kysynnän laskettua koko maailmantalous ajautui syvään taantumaan ja nopeasti kasvavan työttömyyden kauteen.

Finanssipalapelin luhistuminen on synnyttänyt deflatorisen paineen myös reaalitalouteen. Kun kysyntää ei ole, monista tuotteista on ylitarjontaa, mikä työntää hintoja alas. Erityisesti investointihyödykkeitä tuottavat toimialat ovat joutuneet syviin ongelmiin, mutta myös kulutushyödykkeiden ja palvelui-

den tarjoajat ovat kärsineet kysynnän vähenemisestä.

Reaalitaloudessa kokonaiskysyntää leikkaava deflatorinen kehitys jatkuu kahden mekanismin, velanvähentämisen ja tulovaikutuksen, kautta myös lähitulevaisuudessa.

Koska velan määrä suhteessa globaalin talouden vuotuiseen arvonlisäykseen eli vuoden aikana taloudessa tuotettuun arvoon on valtavan suuri, velan vähentäminen kestää kauan. Kotitalouksien ja yritysten maksaessa pois vuosien saatossa kertynyttä velkaa niiden säästämis-aste kasvaa ja kulutus sekä investoinnit supistuvat.

Toisaalta kysyntää vähentävät talouskasvun hidastuminen ja vuotuisten käytettävissä olevien tulojen pieneneminen. Työttömyyden kasvaessa kulutus laskee. Vaikea taloudellinen tilanne näkyy myös aiempaa vaatimattomampina palkankorotuksina, mikä niin ikään leikkaa kulutuskysyntää. Yritysten voittojen ja tuotteiden kysynnän supistuessa uudet investoinnit ovat hyvin riskialttiita, minkä vuoksi niitä siirretään kauemmaksi tulevaisuuteen.

Keskuspankkien apu on lievittänyt kriisin oireita parantamatta itse tautia.

Kuinka Suomi pärjää?

Suomeen ja moniin muihin viennistä riippuvaisiin maihin talouskriisin haitalliset vaikutukset välittyivät ensisijaisesti vientikysynnän tyrehtymisen kautta. Myös luottomarkkinoiden romahdus ja rahoitusmarkkinoiden likviditeetin nopea väheneminen ovat johtaneet kotimaisten investointien jäätymiseen, mistä on kärsinyt erityisesti rakennusala. Siinä missä 1990-luvun lamasta noustiin viennin vetämänä, on tilanne tällä kertaa monessa suhteessa päinvastainen.

Suomen näkökulmasta käsillä olevan kriisin ja 1990-luvun laman välillä on myös muita merkittäviä eroja. Toisin kuin viimeksi, Suomen talouden velkaantuminen ei ollut tällä kertaa ehtinyt kasvaa kriittiselle tasolle ennen äkkipudotusta – vaikka yksityisen velan määrä olikin vuonna 2007 jo yli puolitoistakertainen maassa vuoden aikana tuotettuun arvonlisäykseen nähden.

Kuten kuviosta 7 käy ilmi, Suomessa erityisesti kotitalouksien ja rahoituslaitosten velkaantuminen on ollut 2000-luvulla nopeaa, kun taas yritysten velkaantumisaste on pysytellyt lähes sillä tasolla, jolle se vakiintui 1990-luvun laman jälkeen. Vaikka velkaantuminen ei tällä kertaa johtanutkaan sisäsyntyiseen kriisiin, se voimistaa talouteen ulkopuolelta tullutta shokkia ja pitkittää Suomen talouden toipumista taantumasta.

Ennen kaikkea toipuminen riippuu kuitenkin kansainvälisestä investointikysynnästä, jonka merkitys Suomen tuotantorakenteessa on erittäin suuri. Niin kauan kuin globaali investointikysyntä pysyy alamaissa, Suomen talous kehittyy erittäin hitaasti. Viennistä riippuvaisilla toimialoilla paheneva työttömyys heijastuu myös palvelualoille ja kotimaiseen kysyntään sekä tulo- että velanvähentämisvaikutuksen kautta.

Julkinen sektori rientää apuun

Kriisin kärjistyttyä julkisen vallan rooli talouden vakauttajana tai oikeammin koko kapitalistisen talousjärjestelmän olemassaolon turvaajana on ollut keskeinen. Ilman hallitusten ja keskuspankkien voimakasta puuttumista talouden toimintaan monet globaalin talousjärjestelmän kannalta keskeiset rakenteet olisivat romahtaneet.

Periaatteessa julkinen valta on turvautunut molempiin sille varattuihin talouden vakauttamistoiimiin, rahapolitiikkaan ja finanssipolitiikkaan.

Esimerkiksi Yhdysvalloissa on vuoden 2009 aikana toteutettu äärimmäisen ekspansiivista rahapolitiikkaa sekä merkittävää finanssipoliittista elvytystä: Maan keskuspankki on painanut ohjauskorkonsa lähelle nolaa ja lisännyt rahan määrää taloudessa erityisillä rahoitusohjelmilla. Hallitus puolestaan laati lähes 800 miljardin dollarin elvytyspaketin, joka pitää sisällään julkisia investointihankkeita, veronalennuksia sekä julkisten menojen lisäyksiä.

Myös Euroopassa on nähty samankaltaisia toimenpiteitä, joskin esimerkiksi Euroopan talous- ja rahaliittoon kuuluvat valtiot ovat tyytyneet huomattavasti pienemmän mittakaavan elvytykseen sekä raha- että finanssipoliittisesti.

Keskuspankkien tavoitteena on ollut rahoitusmarkkinoiden likviditeetin lisääminen, markkinakorkojen kasvun hillitseminen ja lainamarkkinoiden ohjaaminen kriisiä edeltäneelle kehitysuralle. Finanssipolitiikalla puolestaan on pyritty työttömyyden kasvun hillitsemiseen ja luottolamasta seuranneen kokonaiskysyntävajeen paikkaamiseen niin julkisia investointeja kuin yksityistä kulutusta tukevia tulonsiirtoja – esimerkiksi veronalennuksia ja julkisia menoja – lisäämällä.

Vuoden 2009 kevään ja kesän aikana julkisen vallan toimet ovat alkaneet tuottaa tulosta. Globaalin talouden alamäki on loiventunut. Erityisesti varallisuusmarkkinoilla käänne on ollut voimakas: inflatorinen kehitys nosti osakkeiden ja monien raaka-aineiden arvoja kevään pohjalukemista parhaimmillaan yli 50 prosenttia alkusyksyyn mennessä. Myös työttömyyden kasvu ja talouden taantuminen on hidastunut niin Yhdysvalloissa ja Euroopassa kuin Aasian nopeissa talouksissa.

Parantuneet tilastoluvut ja varallisuusmarkkinoiden hintojen nousu ovat saaneet monet ekonomistit, analyttikot, keskuspankkiirit ja poliitikot julistamaan pahimman olevan ohi ja globaalin talouden toipumisen alkaneen. Valitettavasti lausunnot ovat ennenaikaisia ja perustuvat monelta osin samanlaiseen ymmärtämättömyyteen, minkä vuoksi kriisi alun perinkin yllätti kaikki nämä tahot.

Vaikka keskuspankkien talouteen lisäämä raha on lisännyt likviditeettiä rahoitusmarkkinoilla, toistaiseksi raha ei ole liikkunut pankkisektorilta reaalityönteeseen asti ja lainamarkkinat ovat edelleen lukossa. Rahan kiertonopeus on laskenut oleellisesti, ja rahoitusmarkkinat ovat siirtyneet velan luonnista sen vähentämiseen.

Reaalitaloudellisiin investointeihin lainaamisen sijaan pankit ovat siirtäneet keskuspankeilta saamansa rahan varallisuusmarkkinoille luoden inflatorisen

kehityksen, joka on puolestaan houkutellut markkinoille muita sijoittajia. Varallisuusarvojen nousu on puolestaan parantanut pankkien taseiden tilannetta ja antanut niille mahdollisuuden säilyttää taseissa suuremman määrän huonoja luottoja odottamassa mahdollista maksua tulevaisuudessa.

Tällä tavalla keskuspankkien tarjoama apu on tuonut lievitystä kriisin oireisiin kuitenkin parantamatta sen aiheuttanutta tautia, ylivelkaantumista. Vaikka varallisuusarvot ovat nousussa keskuspankkien puhaltaessa uutta kuplaa, kriisin perusmekanismit pysyvät koskemattomina. Kotitaloudet, yritykset ja rahoituslaitokset vähentävät velkakuormaansa ja uutta velkaa syntyy huomattavasti vähemmän kuin vanhaa kuoletetaan. Näin ollen velan vaikutus reaalityalouden kokonaiskysynnässä pienenee ja taloudellinen toimeliaisuus heikkenee.

Jos julkinen tuki loppuu, tilanne kärjistyy välittömästi uudelleen. Julkisen vallan varassa talousjärjestelmä ei kuitenkaan voi toimia ikuisesti. Keskuspankit eivät voi jatkaa varallisuuskuplan kasvattamista loputtomiin menettämättä lopulta uskottavuuttaan, kun reaalityalouden ja varallisuusmarkkinoiden kehityskulut erkanevat liian kauas toisistaan.

Mikäli lainamarkkinoita ei saada toipumaan ja velkahanoja auki, reaalityaloudessa ei nähdä merkittävää käännettä parempaan. Kun julkisen velan kasvu ja siitä seuraavat ”riskit” pakottavat valtiot vetäytymään jossain vaiheessa finanssi- poliittisesta elvytyksestä, huononevat talouden näkymät entisestään.⁵

Kriisiä ei siis tule julistaa päättyneeksi yksittäisten myönteisten havaintojen vuoksi ilman ymmärrystä hetkellisen elpymisen syistä sekä kriisin alun perin käynnistäneistä mekanismeista. Jos näin tehdään, hukataan samalla todelliset mahdollisuudet estää kriisin syveneminen.

Puutteellinen analyysi kriisin syistä ja seurauksista on vaivannut myös julkisen vallan toimintaa. Talouspolitiikan tavoitteena on ollut velkavetoisen talousjärjestelmän palauttaminen romahdusta edeltäneelle kasvu-uralle sen sijaan, että kriisistä kriisiin kulkevalle järjestelmälle olisi etsitty kestävämpää vaihtoehtoa. On kuitenkin täysin mahdollista, ettei kriisiä edeltävään järjestelmään ole enää paluuta, koska taloudellisten rakenteiden murrokset ovat liian voimakkaita vastustettavaksi.

Toisaalta selvää on myös, että jos velkaan perustuvan talousjärjestelmän kannalta keskeiset lainamarkkinat saadaan tavalla tai toisella toipumaan ja kriisiä edeltäneet rakenteet pysyvät muutoin ennallaan, ajautuu globaali talousjärjestelmä ennen pitkää uuteen velkakriisiin. Velkavetoinen talousjärjestelmä, jossa laajamittainen spekulatio on mahdollista, on jo määritelmänomaisesti aina epävakaa.

⁵ Riskejä aiheuttavat luottoluokitulaitokset ja valtioita rahoittavat pankit, joista ensimmäiset heikentävät syvästi velkaantuneiden ja alijäämäisten valtioiden luottoluokituksia ja jälkimmäiset korottavat velan hintaa. Julkisen vallan kannatella talousjärjestelmää, jonka juuri kyseiset yksityiset laitokset ajoivat tuhon partaalle, on absurdia, että näillä toimijoilla voi olla näin suuri valta suhteessa valtioihin.

Mitä sitten pitäisi tehdä?

Velkakiiri on taluspäättäjille visainen haaste. Yhtäältä yksityinen velka on luonut järjestelmällistä epävakautta maailmantalouteen. Velan leikkaaminen olisi välttämätöntä kestävämmän talousjärjestelmän aikaansaamiseksi. Finanssikriisistä toipuminen ei välttämättä myöskään onnistu, ellei yksityistä velkaantumista saada vähennettyä.

Ohjaamalla jatkuvasti lisää rahaa varallisuusmarkkinoille voi olla mahdollista luoda uusi rahoituskupla, mutta sen seuraukset olisivat vielä nykykriisiäkin kohtalokkaammat, koska velka lähtisi kasvamaan ennätykselliseltä tasolta.

Toisaalta maailmantalous on viime vuosina pyörinyt vahvasti yksityisen velan varassa. Edellä käsiteltiin lainarahan osuutta kotitalouksien kysynnästä. Kun mukaan otetaan muut yksityistalouden sektorit, velan merkitys korostuu entisestään.

Esimerkiksi Yhdysvalloissa yksityinen velka vastasi vielä vuonna 2007 noin neljänneistä kokonaiskysynnästä. Tämän jälkeen yksityistä velkaa ei ole enää kyetty kumuloimaan lisää, mikä on vastaavasti supistanut kysyntää. Tämä taas on näkynyt talouskasvun heikentymisenä ja työttömyyden lisääntymisenä. (KUVIO 8)

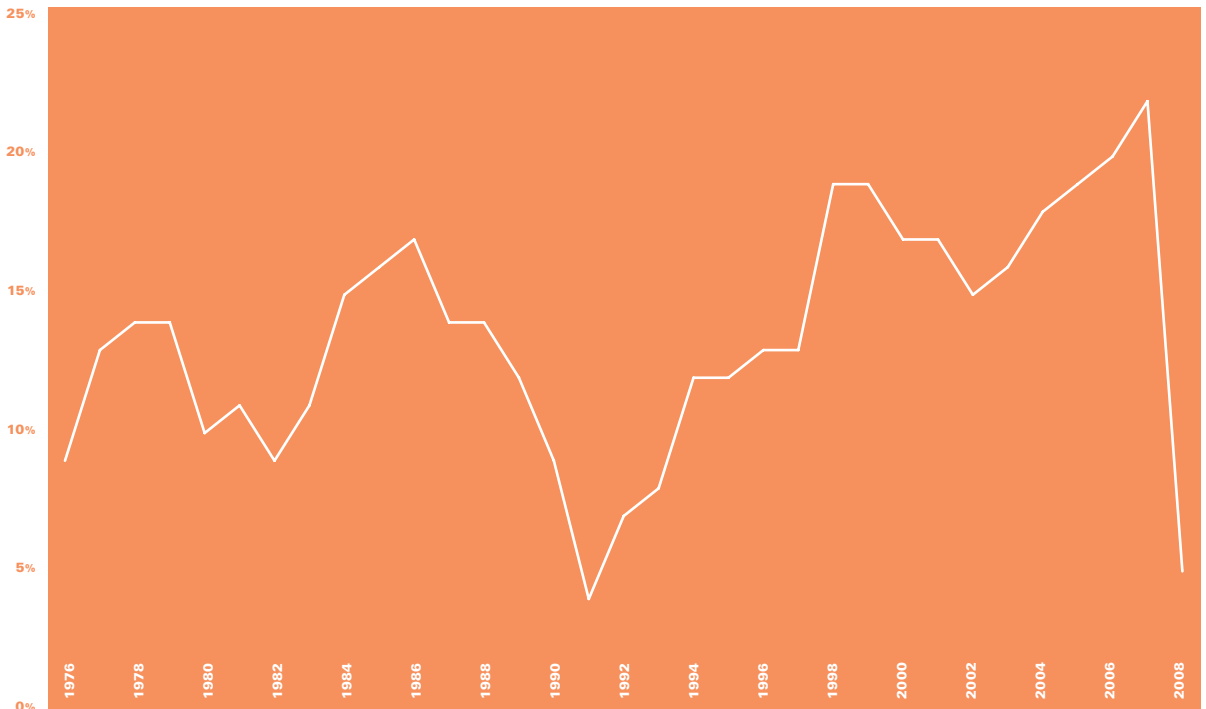
Rahoitusta tarvitseville

Yksityinen velka ei siis vauhdita ainoastaan spekulatiota, vaan sillä rahoitetaan myös työllistävää reaali-taloudellista toimintaa. Näin ollen velan vähentämisellä on yhteiskunnallisesti haitallisiakin seurauksia. Tästä huolimatta kriisin ratkaisemiseksi on pyrittävä aggressiivisesti alentamaan yksityisen velkaantumisen astetta: se on ainoa tapa ehkäistä uusien finanssikriisien syntyä. Suotavaa olisi, että missään päin maailmaa yksityisen velan osuus bruttokansantuotteesta ei ylittäisi sataa prosenttia.

Keskuspankkien on syytä jatkaa yksityisten rahoituslaitosten lainoittamista. Keskuspankkien perusrahoituksen eli niiden talouteen laskeman rahan pitää kuitenkin jatkossa suuntautua yksityisen velan vähentämiseen eikä spekulatiioon varallisuusmarkkinoilla. Helpoiten tämä tapahtuu ohjaamalla osa rahoituksesta suoraan velallisille kotitalouksille ja yrityksille rahoituslaitosten sijaan.

Kuvio 9 osoittaa, kuinka esimerkiksi Yhdysvaltain osakemarkkinoiden hinnat ovat seuranneet keskuspankin perusrahoituksen kehitystä vuoden 2008 lokakuun jälkeen. Tämä on vahva osoitus siitä, että perusrahoitus on toistaiseksi kulkeutunut ennen kaikkea varallisuusmarkkinoille.

Julkista perusrahoitusta saavilta pankeilta on edellytettävä, että ne käyttävät saamansa varat velkansa vähentämiseen. Näin on jo osittain toimittu esimerkiksi Yhdysvalloissa rahoitussektoriin pelastamiseen tähtäävän TARP-ohjelman puitteissa, mutta menettely olisi otettava laajempaan käyttöön. Lisäksi maksukyvyttömät rahoituslaitokset pitäisi kansallistaa, jonka jälkeen niiden velkasitoumukset olisi neuvoteltava uudelleen.



Viime aikoina on esitetty pelkoja siitä, että keskuspankkien tarjoama perusrahoitus yhdessä kevyen rahapolitiikan ja elvyttävän finanssipolitiikan kanssa johtaisi korkeaan inflaatioon eli hintojen nopeaan nousuun. Viimeaikainen kehitys viittaa kuitenkin siihen, että talouden ensisijaisena uhkana on deflaatio; hinnat pikemmin laskevat kuin nousevat.

Koska yksityistä velkaa on edelleen moninkertaisesti rahan määrään verrattuna, on erittäin epätodennäköistä, että perusrahoituksen jatkaminen aiheuttaisi reaalityönteon inflaatiopaineita: Kun velkaa vähennetään, talouteen pumpattu raha ei kulkeudu reaalityönteon asti, vaan kertyy rahoituslaitosten taseisiin. Siksi rahan määrä reaalityönteossa ei juuri kasva, eikä inflaatiota tästä syystä pääse syntymään. (KUVIO 10)

Yksityisen velan määrä on noussut niin suureksi, että sen alentaminen mielekkäälle tasolle – esimerkiksi sataan prosenttiin bruttokansantuotteesta – kestää pitkään. Voimakkaalla perusrahoituksella, kevyellä rahapolitiikalla ja tarpeellisilla kansallistamistoimenpiteillä rahoitusmarkkinat saadaan kuitenkin jälleen toimimaan. Samalla on huolehdittava siitä, että yksityinen velka ei ala uudelleen kasvaa.

Kuvio 8

Yksityisen velan osuus kokonaiskysynnästä Yhdysvalloissa vuosina 1976–2008

Lähde: Yhdysvaltain keskuspankki

Spekulaatio kuriin

Paras tapa hillitä velkaantumista on rajoittaa arvopapereiden spekulatiivista hinnannousua. Tällöin arvopapereiden hankinta velkavivuilla ei olisi enää tarpeellista. Toisaalta näin saataisiin myös kohdennettua pääomaa aiempaa selvemmin reaalityönteeseen.

Spekulaation rajoittaminen onnistuisi tehokkaimmin muuttamalla osakkeet velkakirjojen tapaisiksi arvopapereiksi. Osakkeen omistaja saisi omistusaikanaan äänivaltaa yhtiössä ja pääsisi nauttimaan osingoista. Erona nykyjärjestelmään olisi se, että osakkeet olisivat voimassa vain ennalta määrätyn ajan, jonka jälkeen liikkeellelaskija ostaisi ne takaisin.

Tällöin osakkeiden arvot eivät voisi nousta loputtomasti, mikä hillitsisi myös monien osakejohdannaisten hinnannousua. Osa yritysten osakekannasta pitäisi tällaisessakin järjestelmässä määritellä perinteisinä osakkeina, koska yritykset eivät maksa osinkoa kaikissa tilanteissa.

Perinteisten osakkeiden ja muiden arvopapereiden spekulatiivista voitaisiin rajoittaa *finanssitransaktioverolla*, joka perittäisiin arvopapereiden myynnin yhteydessä. Se olisi sitä suurempi, mitä lyhyemmän aikaa myyjä olisi pitänyt arvopaperia hallussaan. Valuuttakaupassa verosta voitaisiin käyttää niin sanottua Spahnin mallia, jossa sille asetettaisiin kaksi tasoa: alhainen perustaso ja kriisiaikoina käyttöön otettava korkeampi hälytystaso.

Elvytä kunnes potilas piristyy

Onnistunutkin yksityisen velan vähentäminen heikentää maailmantalouden kasvupotentiaalia. Yksityisellä velalla on ollut niin merkittävä osuus kokonaiskysynnästä viime vuosina, että perinteisellä elvytyspolitiikalla ei pystytä kääntämään tästä aiheutuvaa notkahdusta kasvuksi. Oikeilla elvytystoimilla laman syvyyttä ja pituutta voidaan kuitenkin rajoittaa.

Elvytys olisi toteutettava ennen kaikkea lisäämällä julkisia investointeja. Myös tulonsiirtojen kasvattamisella on merkittävä vaikutus kokonaiskysynnän tukemisessa. Sen sijaan veronalennusten teho on kyseenalaisempi. Näin ollen tällä hetkellä olisi syytä välttää etenkin yleisiä, kaikkia tuloluokkia koskevia veronalennuksia.

Pidemmällä aikavälillä velan vähentyessä tasaisempaa tulonjakoa ja riittäviä julkisia investointeja tarvitaan korvaamaan aikaisemmin velan kasvusta muodostunut osa kokonaiskysynnästä.

Elvytyksen on myös oltava mittaluokaltaan merkittävää. Toistaiseksi Euroopassa on vältelty aggressiivista suhdannepolitiikkaa. Euroopan isoimmista talouksista ainoastaan Iso-Britannia on ollut valmis hyväksymään yli kymmenen prosentin budjettivajeen. Muualla elvytyssummat ovat olleet melko vaatimattomia. Elvytykseksi on laskettu paikoin myös rakenteellisia veronalennuksia.

Yhdysvaltojen talouspolitiikka sen sijaan on ollut etenkin viime aikoina hyvin

ekspansiivista. Vuonna 2009 maan budjetin alijäämä nousee yli 13 prosenttiin. Vuoden alussa Yhdysvaltain päättäjät viimeistelivät lähes 800 miljardin dollarin elvytyspaketin, josta julkiseen kulutukseen käytetään noin 550 miljardia.

Yhdysvaltain elvytys tukee koko maailmantaloutta, mutta myös Euroopan maiden olisi lisättävä omia toimiaan. Samalla EU:n olisi hylättävä kokonaan niin sanottu vakaus- ja kasvusopimus, joka periaatteessa estää talous- ja rahaliitto Emun jäsenmaita ryhtymästä riittäviin elvytystoimiin, ja korvattava se aktiivisempaa talouspolitiikkaa suosivalla järjestelyllä. Laman myötä vakaus- ja kasvusopimusta on joka tapauksessa jouduttu rikkomaan, ja jo ennen kriisiä kävi selväksi, ettei sopimus ole toimiva saati oikeudenmukainen

Suomessa julkinen työllistäminen ei hallintorakenteen vuoksi ole yhtä helppoa kuin monessa muussa maassa. Suurin osan julkisen sektorin työpaikoista on kunnissa, joten valtion talouspolitiikalla on meillä vaikeampaa vaikuttaa työllisyyteen. Kuntien taloudellista asemaa olisikin tuettava lisäämällä valtionosuuksia jo vuodelle 2009 selvästi nyt päätettyä enemmän. Tämän jälkeen valtion tulisi tukea kuntien työllistämistoimia satojen miljoonien eurojen stimulaatio-ohjelmilla.

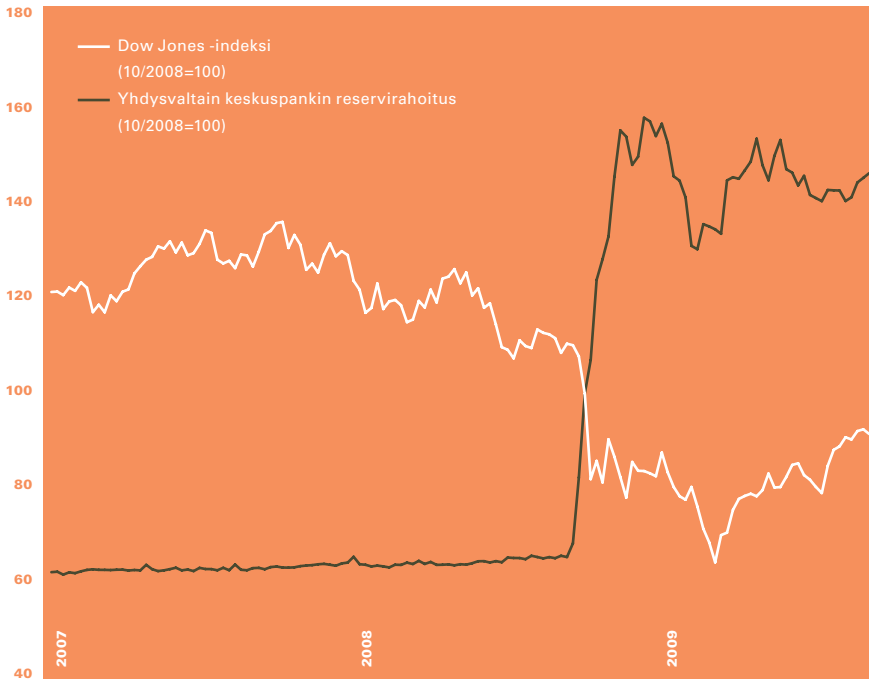
Valtion pitää myös lakkauttaa oma tuottavuusohjelmansa, joka on ollut talousteoreettisilta perustoiltaan kyseenalainen alusta alkaen. Tässä tilanteessa valtion on valmistauduttava palkkaamaan lisää henkilökuntaa – ei vähentämään sitä.

Suomessa tulonsiirroilla on keskeinen merkitys suhdannepolitiikassa. Huomattavat korotukset työttömyysturvaan, työmarkkinatukeen ja peruspäivärahaan olisivat oikeita vastauksia nykyiseen suhdannetilanteeseen. Myös monia jo pitkään ansiokehityksestä jälkeenjääneitä etuisuuksia, kuten opintorahaa, olisi järkevää korottaa tässä suhdannetilanteessa.

Suomella on varaa lisätä julkista velkaansa vielä merkittävästi. Vuoden 2010 loppuun mennessä euroalueen julkisen velan uskotaan yleisesti nousevan noin 85 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Suomen kohdalla osuuden arvioidaan kohoavan vain 50 prosentin tuntumaan. Ei ole mitään estettä sille, etteikö Suomen velkaantumisasastetta voisi tarvittaessa kasvattaa muun euroalueen tasolle. Väestön ikääntyminen ei ole pätevä syy pidättyä lisälainasta, sillä massatyöttömyydestä aiheutuvat kustannukset ovat todennäköisesti mittavimmat kuin velkaantumisen haitat.

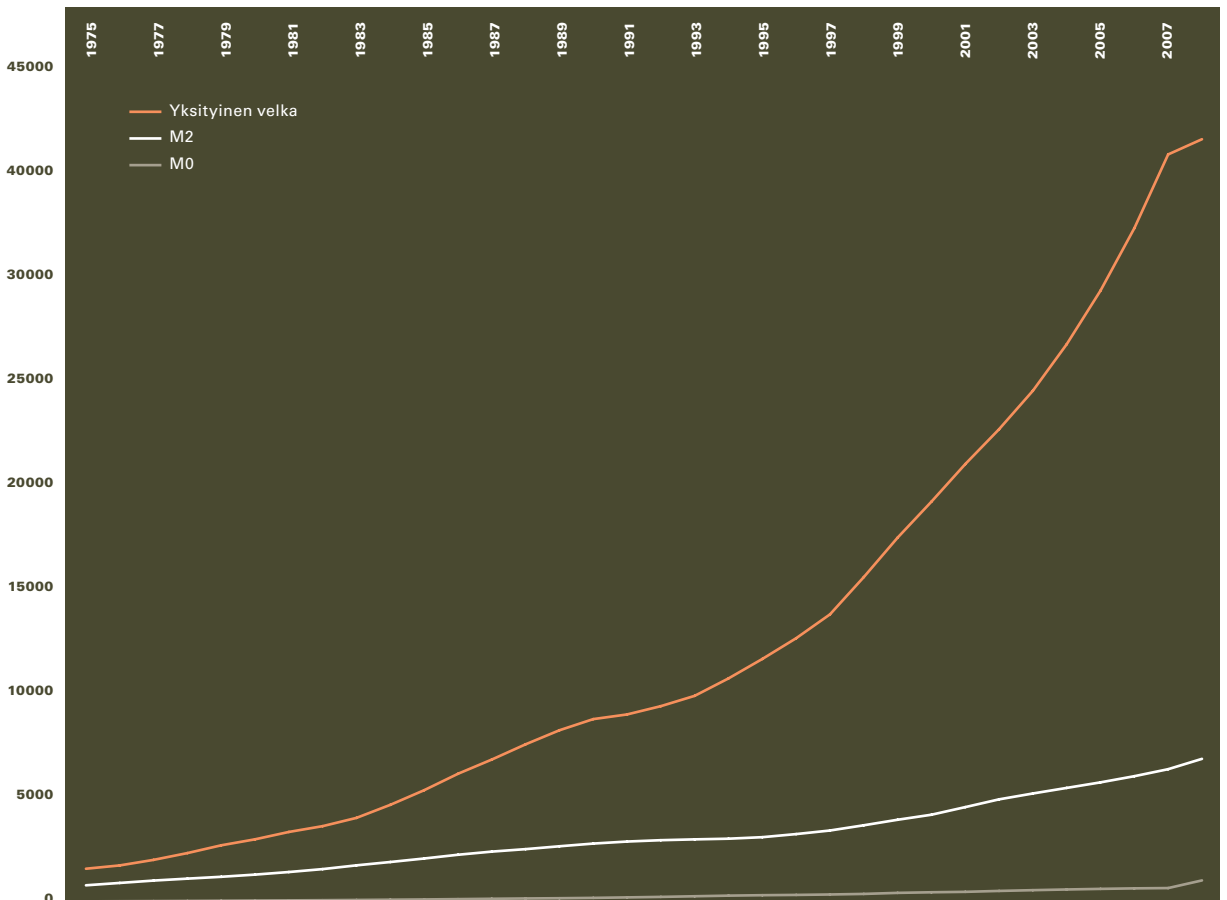
Toisaalta Suomessa voi olla tarvetta myös korottaa joitakin veroja. Korotusten pitäisi kuitenkin rajoittua sellaisiin veromuotoihin, joiden nousu ei merkittävästi heikennä kokonaiskysyntää. Erityisesti pääomatulojen ja varallisuuden verotusta voitaisiin kiristää selvästi.

Puutteellinen analyysi kriisin syistä ja seurauksista on leimannut myös julkisen vallan toimintaa.



Kuvio 9
 Yhdysvaltain keskuspankin perusrahoitus ja osakemarkkinoiden kehitys
 Lähde: Yhdysvaltain keskuspankki

Kuvio 10
 Yksityisen velan määrä verrattuna kierrossa olevan rahan (M2) ja keskuspankin perusrahoituksen (M0) määrään Yhdysvalloissa (miljardia dollaria)
 Lähde: Maailmanpankki



Ennuste vuodelle 2010: Kriisi syvenee

Perinteiset uusklassiseen taloustieteeseen nojaavat ennustemetodit ovat monelta osin puutteellisia. Ne perustuvat tasapainohakuisten markkinoiden ajatukseen, joka ei huomioi moderniin kapitalismiin olennaisesti liittyviä epävarmuuden ja epävakaisuuden mekanismeja.

Ennustemallit ovat osoittaneet toimimattomuutensa erityisesti nykyisen finanssikriisin kohdalla. Useimpien taloustieteilijöiden arviot talouden kehityksestä ovat osoittautuneet järjestelmällisesti virheellisiksi sekä ennen kriisiä että sen aikana. Kenties keskeisin syy tähän on, että valtavirtaisessa taloustieteessä ei ole käsitetty velan merkitystä kapitalistisen talousjärjestelmän solmu-kohtana. Yhtäältä velka on välttämätön tekijä kasvun tukemisessa. Toisaalta se on myös epävakauden lähde ja saattaa kriisiyttää koko maailmantalouden.

Erityisen olennaista on ymmärtää velan suhde spekulatioon. Kaupankäynti rahoitusmarkkinoilla tapahtuu aina epävarmuuden vallitessa ja sisältää oletuksia muiden markkinoitajien oletuksista. Vaaralliseksi tämä muuttuu siinä vaiheessa, kun kauppaa käydään raskailla velkarakenteilla. Velan maksu on mahdollista vain niin pitkään kuin positiivinen kehitys varallisuusmarkkinoilla jatkuu.

Uusklassinen taloustiede sivuuttaa spekulatiota ja velan yhteisvaikutuksen. Sen piirissä rahoitusmarkkinoiden toimintaa mallinnetaan edelleen pääasiallisesti niin sanotun tehokkaiden markkinoiden hypoteesin avulla. Lähtökohta on, että arvopapereiden hintakehitys heijastaa reaalityaloudellisia prosesseja: arvopapereita hankitaan reaalityalouden kysynnän mukaisesti. Pohjimmiltaan kyse on vain siitä, kuinka paljon informaatiota markkinoitajien on mahdollista hankkia.

Parhaiten finanssikriisin selittämisessä ja ennustamisessa ovat toistaiseksi onnistuneet post-keynesiläisen taloustieteen edustajat. Post-keynesiläisyys on suuntaus, joka yhdistää John Maynard Keynesin analyysin kapitalistisen talouden epävarmuudesta, Hyman P. Minskyn rahoituksen epävakaisuushypoteesin ja Irving Fisherin teorian velkadeflaatiosta.⁶

Monet post-keynesiläiset ennakoivat kriisin synnyn hyvissä ajoin. Hekään eivät ole kuitenkaan kyenneet antamaan tarkkoja ennusteita kasvun ja työllisyyden kehityksestä. Maailmantalous on etenkin tällä hetkellä niin monen ristikkäisvaikutuksen alainen, että mitkään yksinkertaiset ennustejärjestelmät eivät pysty tuottamaan uskottavia tuloksia.

Siksi tämäkin katsaus nojaa laadulliseen analyysiin. Olennaista on ymmärtää keskeisimmät maailmantalouden kehitykseen vaikuttavat tendenssit. Tämän jälkeen on mahdollista esittää joitakin arvioita talouskehityksen kokonais-suunnasta.

⁶ Post-keynesiläisen tutkimussuunnan tunnetuimpia edustajia ovat muun muassa Steve Keen, Paul Davidson ja James K. Galbraith.

Nopean kuplan kyhdissä

Osakemarkkinoiden kehitys viime kuukausina on ollut positiivista. Esimerkiksi Yhdysvaltain osakemarkkinoiden hintakehitystä hyvin kuvaava Dow Jones -indeksi oli alkusyksystä noussut jo lähelle vuoden takaisia lukemia. Tämä on saanut monet julistamaan talouskriisin päättyneeksi.

Osakemarkkinoiden vahvan nousun taustalla voi olla joko reaalitalouden elpyminen, pitkäaikainen spekulatiivinen kupla tai nopea spekulatiivinen kupla.

Reaalitalouden elpymisestä ei näytä olevan merkkejä. Esimerkiksi Yhdysvalloissa virallinen työttömyysaste nousi elokuussa 9,7 prosenttiin. Myös maan bruttokansantuote jatkoi laskuaan vuoden ensimmäisillä neljänneksillä. Vastaavia uutisia kuuluu muualtakin.

Elpyminen voisi tapahtua myös uuden pitkäkestoisen kuplan syntymisen myötä. Esimerkiksi vuosituhannen alun it-romahdus ei aiheuttanut kovin pitkää taantumaa, koska samaan aikaan kehittynyt asuntokupla piti velkamarkkinoita käynnissä ja veti pienen notkahduksen jälkeen myös varallisuusmarkkinat kokonaisuudessaan nousuun. Tällä hetkellä mitään it- tai asuntobuumin kaltaista vuosia kestävää hintapiikkiä ei ole näköpiirissä.

Näin ollen todennäköisimmäksi vaihtoehdoksi jää nopea kupla. Arviota tukee se, että vaikka rahoitussektoria on tuettu aggressiivisella perusrahoituksella, ei investointillemalle näy loppua.

Yhdysvaltojen, Ison-Britannian ja Euroopan keskuspankkien raportit vuoden 2009 toisen neljänneksen kehityksestä osoittavat, että yritysten lainoittaminen on vähentynyt käytännössä kaikilla tuotannaloilla. Yhdysvaltain keskuspankin selvityksen mukaan luototuksen vähentyminen johtuu vähentyneestä lainakysynnästä sekä velallisten vaka-varaisuuden horjumisesta.

Periaatteessa on mahdollista saada pankkien lainananto käyntiin perusrahoitusta jatkamalla. Tämä edellyttäisi pitkäkestoista varallisuusmarkkinoiden nousua, joka parantaisi pankkien taseita ja keventäisi velkataakkaa. Skenaario on epätodennäköinen, sillä varallisuusmarkkinoilla ei ole tällä hetkellä sellaista lähdeettä, joka mahdollistaisi pitkäkestoisen kuplan syntymisen. On hyvin todennäköistä, että suuri osa sijoittajista odottaa tällä hetkellä vain oikeaa hetkeä arvopaperiensa myynnille.

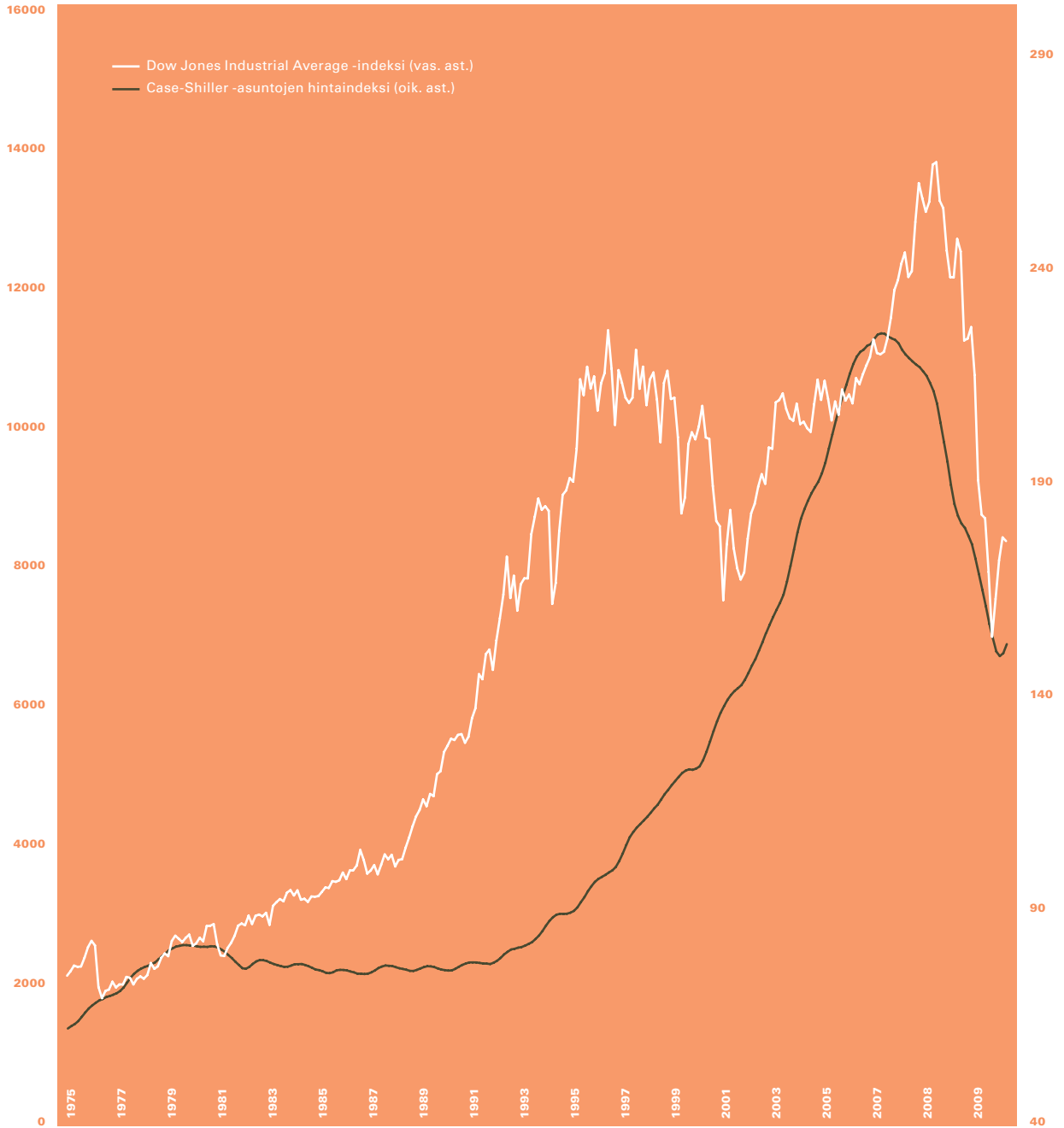
Varallisuusmarkkinoiden tilapäinen nousu ei ole tässä vaiheessa talouskriisiä yllättävää. Suuren laman aikaan osakemarkkinat kokivat useita spekulatiivisia nousupiikkejä, vaikka markkinoiden pidempiaikainen trendi oli laskeva.

Ainoa tapa ehkäistä uusia finanssikriisejä on yksityisen velan supistaminen.

Kuvio 11

Varallisuuden arvon kehitys
Yhdysvalloissa vuosina
1987–2009

Lähde: Dow Jones & Company ja
Standard & Poor



Nyt osakemarkkinat ovat sukeltaneet paljon syvemmälle kuin 1930-luvulla eivätkä ne ole vielä lähelläkään paluuta alkuvuoden 2008 lukemiin. Näin ollen on syytä olettaa, että kriisin pahimmat vaiheet ovat vasta edessäpäin.

Velkadeflaatio vetää kasvun miinukselle

Gloaalitalouden määräävin mekanismi on tällä hetkellä velan vähentäminen. Uuden velan luominen on pysähtynyt yksityisellä sektorilla, ja vanhaa pyrkivät maksamaan pois niin kotitaloudet, yritykset kuin rahoituslaitoksetkin. Velan poistuminen taloudesta aiheuttaa negatiivisia vaikutuksia sekä reaali-taloudessa että varallisuusmarkkinoilla pitkäksi aikaa.

1930-luvun laman jälkimainingeissa yhdysvaltalainen ekonomisti Irving Fisher loi käsitteen velkadeflaatio, jonka hän totesi olevan suuria velkakriisejä pitkittävä ilmiö. Yksinkertaistaen velkadeflaatiossa on kyse siitä, että kun velan osuus kokonaiskysynnästä pienenee, markkinoille syntyy negatiivinen kierre, joka vähentää taloudellista aktiivisuutta ja painaa hintoja alaspäin.

Inflaation hidastuessa, pysähtyessä tai kääntyessä negatiiviseksi velal-lisille tulee entistä suurempi tarve lyhentää lainojaan, koska velkojen suhde varallisuuteen kasvaa, vaikka uutta lainaa ei ottaisikaan. Rahaa ohjataan kulutuksen ja investointien sijaan velkojen maksuun, mikä näkyy säästämisasteen kasvuna. Mitä enemmän velkaa lyhennetään, sitä rajummin kokonaiskysyntä pienee ja taloudellinen toiminta supistuu.

Käytännössä velkadeflaatiotilanteessa velkojen maksu ei johda suoraan tuloihin suhteutetun velan pienenemiseen, sillä hintojen halpeneminen ja negatiivinen talouskasvu kuitistavat velallisen tuloja samanaikaisesti. Näin syntyy itseään voimistava kierre, jossa velanvähennystä on jatkettava, kunnes talousjärjestelmän kannalta kestävä taso saavutetaan.

Suuren laman jälkeen velkataakan supistaminen kesti Yhdysvalloissa 15 vuoden ajan, toiseen maailmansotaan asti. Japanin 1990-luvun taitteen velkakriisin jälkeen yksityisen velan vähentäminen vei niin ikään 15 vuotta. Suomessa yksityistä velkaa pienennettiin 1990-luvun alun laman jälkeen noin 10 vuotta.

Koska velan määrä on nyt globaalisti suurempi kuin koskaan, on todennäköistä, että sen vähentäminen kestää tällä kertaa vielä pidempään kuin aiemmilla kerroilla. Niin kauan kuin tämä prosessi on käynnissä, deflaation riski pysyy suurena.

Velkadeflaatiomekanismi laukeaa toden teolla, mikäli nyt synnyttävä kupla rahoitusmarkkinoilla puhkeaa. Uusi

Paras tapa hillitä velkaantumista on suitsia arvopapereiden spekulatiivista hinnanousua. Spekulaation rajoittaminen onnistuu tehokkaimmin muuttamalla osakkeet velkakirjojen tapaisiksi arvopapereiksi.

kriisi söisi nopeasti uskon arvopaperien hintojen pitkäaikaiseen toipumiseen. Tämä johtaisi tilanteeseen, jossa rahoituslaitosten olisi pakko ryhtyä lyhentämään velkaansa. Enää ei olisi mahdollista kuvitella, että velat pystytään kuittaamaan uutta varallisuutta hankkimalla.

Velkadeflaatio on lähes väistämätön seuraus nykyisen varallisuuskuplan puhkeamisesta. Talouden näennäinen nousu on onnistuttu luomaan työntämällä markkinoille huikeasti lisää keskuspankkien perusrahoitusta. Ei ole syytä olettaa näin syntyneen kuplan osoittautuvan kovin pitkäikäiseksi. Kaikista todennäköisintä on, että maailmantalouden syöksykierre voimistuu entisestään.

Vaikeampaa on arvioida, missä vaiheessa rajumpi velkadeflaatiokierre käynnistyy. Luultavasti myyntipaineet varallisuusmarkkinoilla kasvavat jo seuraavien kuukausien aikana. Paineita lisäävät toistuvat huonot uutiset reaali-taloudesta sekä keskuspankkien tarve jatkaa aggressiivista perusrahoitusta.

Pidämme todennäköisenä, että varallisuuskupla puhkeaa jossain vaiheessa ensi vuonna. Velan vähentäminen seuraa nopeasti tämän jälkeen, mikä johtaa mittaviin tuotannon leikkauksiin sekä irtisanomisiin.⁶ Kokonaiskysynnän heikentyminen saattaa olla hyvinkin nopeaa vuoden 2010 lopulla.

Kansainvälinen valuuttarahasto IMF on arvioinut maailmantalouden supistuvan 1,4 prosenttia vuonna 2009. Vuodelle 2010 laitos on ennustanut 2,5 prosentin kasvua. IMF ei ole ennusteissaan huomionnut velkadeflaation uhkaa, minkä vuoksi sen arviot lienevät selvästi liian toiveikkaita. Todennäköisempää on, että ensi vuoden kasvu yltää enimmillään vuoden 2009 lukemiin. On hyvin mahdollista, että maailmantalous supistuu ensi vuonna yli kahdella prosentilla.

Suomessa vaikutukset näkyvät ennen kaikkea vientikysynnän entistä voimakkaampana laskuna. Monien arvioiden mukaan Suomen bruttokansantuote laskee tänä vuonna kuudesta seitsemään prosenttia. Ensi vuoden näkymät eivät ole ainakaan tämänvuotisia valoisammat. Kansantalouden voimakas supistuminen on mahdollista myös tulevana vuonna.

⁶ Tässä viitataan velan absoluuttisen määrän vähentämiseen. Jo nyt velan suhteellinen osuus on vähentymässä, kun uutta velkaa ei ole enää saatavilla lainamarkkinoilta entiseen tapaan.

