

Asuntojen hintakuplan puhkeaminen ja Espanjan talouspoliittiset haasteet

30.8.2012

Espanjan asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki on vaikutuksiltaan voimakas ja pitkäkestoinen. Kuplan puhkeamisen seurauksena ns. rahoitustekijät, kuten taseiden heikkeneminen ja rahoituskustannusten kasvu, vähensivät yritysten ja kotitalouksien mahdollisuuksia investoida ja kuluttaa. Tässä artikkelissa havainnollistetaan mallilaskelman avulla rahoitustekijöiden laskusuhdannetta voimistavaa vaikutusta Espanjassa. Maan talouden tervehtysohjelma tulee perustaa talouskehityksen realistiseen arvioon, jossa rahoitustekijöiden merkittävä ja pitkäaikainen kasvua hidastava vaikutus tulee otetuksi huomioon. Talouspolitiikalla tulee pyrkiä estämään Espanjaa uhkaava tase- taantuma ja kriisin pysyvät vaikutukset talouden tuotantopotentiaaliin.

Rahoitustekijät syventävät ja pitkittävät Espanjan laskusuhdannetta

Globaalia finanssikriisiä edeltänyt voimakas luottoekspansio ja noususuhdanne johtivat Espanjassa asuntojen hintakuplaan. Vuosina 2002–2006 asuntojen hinnat nousivat keskimäärin 15 % vuodessa. Noususuhdanteessa sekä kotitaloudet että yritykset (erityisesti kiinteistö- ja rakennusalan yritykset) velkaantuivat voimakkaasti. Yksityisen sektorin velkaantuminen perustui vaihtotaseen vajeeseen ja siten koko talouden velkaantumiseen ulkomaille eikä näin ollen ollut kestäväällä pohjalla.¹

Espanjan yksityisen sektorin noususuhdanteessa voimakkaasti kasvanut

¹ Espanjan julkisen talouden velka oli vuonna 2007 kohtuullinen, noin 36 % bruttokansantuotteesta. Samana vuonna vaihtotaseen vaje oli 10 % bruttokansantuotteesta.

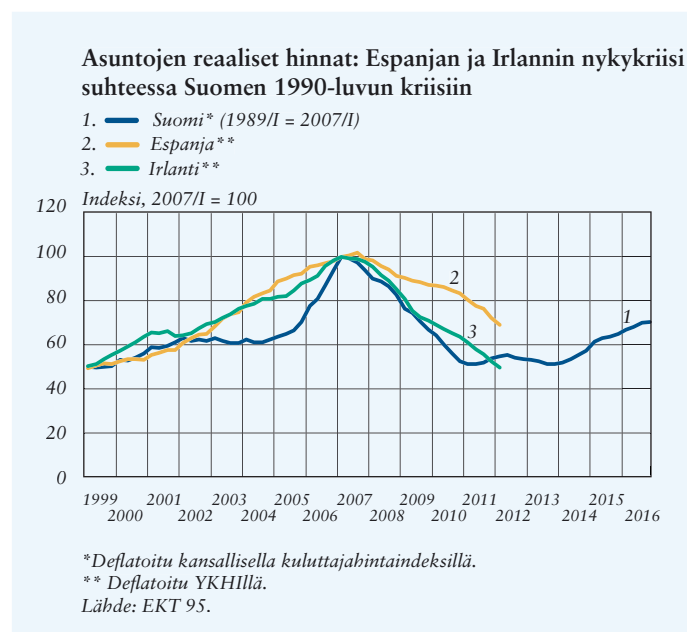
velkaantuneisuus paljastui koko talouden ongelmaksi, kun asuntojen hintakupla puhkesi. Asuntojen hinnat ovat vuoden 2007 huipun jälkeen laskeneet jo lähes viiden vuoden ajan (kuvio 1). Nimelliset asuntojen hinnat ovat laskeneet huipusta vuoden 2012 toiselle neljännekselle mennessä noin 26 % ja reaaliset hinnat noin 32 %.

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki on vaikutuksiltaan voimakas ja pitkäkestoinen. Varallisuushintojen lasku heikentää yritysten ja kotitalouksien taseita, kun varallisuus vähenee mutta velka säilyy ennallaan. Varallisuussokki huonontaa reaalitalouden kehitystä, sillä yksityisen sektorin taseiden heikkeneminen vähentää yritysten ja kotitalouksien mahdollisuuksia investoida ja kuluttaa. Varallisuussokki heikentää myös pankkisektorin taseita ja luotonantokykyä. Kaiken kaikkiaan yksityisen



Hanna Freystätter
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto

Kuvio 1.



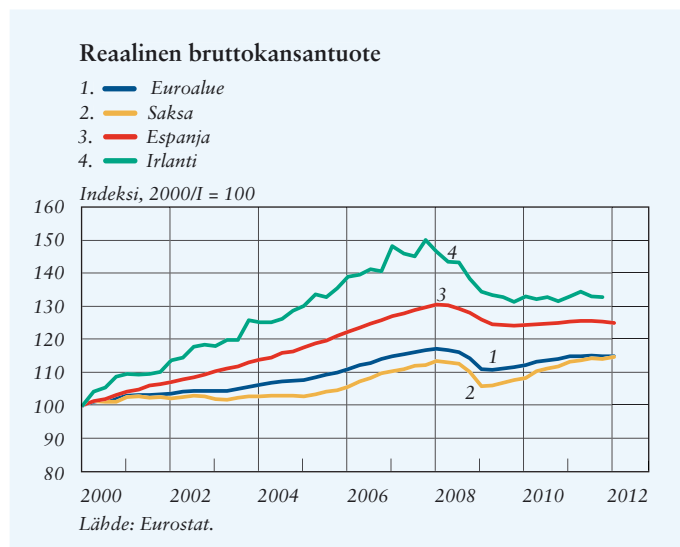
Espanjan talous on edelleen heikkenevässä kierteessä.

sektorin velkadynamiikka voi vähentää kotimaista kysyntää niin paljon, että viennin kasvusta huolimatta bruttokansantuote supistuu. Lisäksi ilman riittäviä politiikkatoimenpiteitä yksityisen sektorin taseiden heikkous voi jarruttaa talouskehitystä pitkään, jolloin kyseessä on ns. tasetaantuma (balance sheet recession).

Espanjan reaalin bruttokansantuote on vuoden 2012 puolivälissä – eli lähes 5 vuotta asuntojen hintakuplan puhkeamisen jälkeen – noin 5 % vuoden 2008 alun tason alapuolella (kuvio 2). Bruttokansantuotteen odotetaan supistuvan tänä vuonna 1,5 % ja 0,6 % vuonna 2013.² Espanjan talous on siis edelleen heikkenevässä kierteessä, jossa asuntojen hintojen lasku, bruttokansantuotteen supistuminen ja vaiheet odotukset tulevien vuosien kasvusta huonontavat yksityisen sektorin taseita. Samalla pankkisektorin ja julkisen

² IMF (2012d). Espanjan tilanteesta laajemmin, ks. myös IMF (2012c).

Kuvio 2.



talouden ongelmat syvenevät sekä työttömyys kasvaa. Jo nyt pankkien ja julkisen talouden tila on heikentynyt niin paljon, että Espanja joutui kesäkuussa pyytämään ulkopuolista tukea pankkisektorinsa toimintakyvyn turvaamiseksi.

Varallisuushintojen lasku, yritysten ja kotitalouksien taseiden heikkeneminen, rahoituskustannusten kasvu yhdistettynä rahoituksen saatavuuden heikkenemiseen sekä voimakas yksityisen sektorin velkaantuneisuus ovat ns. rahoitustekijöitä, jotka syventävät ja pitkittävät Espanjan laskusuhdannetta. Tässä artikkelissa havainnollistetaan mallilaskelman avulla rahoitustekijöiden laskusuhdannetta voimistavaa vaikutusta Espanjassa. Artikkelin laskelma on tehty modernilla pienen avotalouden makromallilla, joka on esitelty Suomen Pankin aiemmissa julkaisuissa.³

Laskelman avulla tuodaan esille, miten tärkeää on ottaa huomioon rahoitustekijöiden vaikutus, jotta politiikkatoimenpiteiden tarve ja mitoitus perustuvat realistiseen arvioon maan tulevasta talouskehityksestä ja siihen liittyvistä riskeistä. Laskelmissa, joissa rahoitustekijöitä ja yksityisen sektorin velkadynamiikkaa ei oteta huomioon, asuntojen hintakuplan puhkeamisesta seuraa yleensä vain lievä ja lyhytkestoinen taantuma.

Artikkelissa pohditaan samalla, mitkä ovat ne rahoitustekijöihin liitty-

³ Freystätter (2011 ja 2012a). Tämän artikkelin laskelmassa käytetään pääosin samoja mallin parametrien kalibroituja arvoja kuin Freystätterin (2012b) laskelmissa. Keskeisin ero on talouteen kohdistuvan varallisuussokin suurempi sitkeys yhdistettynä hieman vähäisempään rahoitusakseleraattorin voimakkuuteen. Tässä artikkelissa esitetyt laskelmat ovat kvantitatiivisesti suuntaa antavia.

vät edellytykset, jotka mahdollistaisivat myönteisen kierteen käynnistymisen Espanjassa. Rahoitustekijät tukevat talouskasvua, kun asuntojen hinnat kääntyvät nousuun, yksityisen sektorin taseet kohenevat ja velkaantuneisuus purkautuu asteittain, jolloin yritysten ja kotitalouksien rahoitusolot kevenevät ja mahdollisuudet investoida sekä kuluttaa paranevat. Rahoitustekijöiden epäsuotuisia vaikutuksia, joista seuraa erityisesti investointien pitkäaikainen heikkeneminen, tulisi vaimentaa politiikkatoimenpiteillä, jotta varallisuuskokin vaikutukset talouden tuotantopotentiaaliin ja sitä kautta pidemmän aikavälin kasvunäkymiin vältettäisiin.

Talouspolitiikan toimenpiteiden tarve ja mitoitus pohjautuvat arvioon talouden näkymistä

Talouspolitiikan suunnittelussa ja mitoituksessa hyödynnetään erilaisia ennusteita ja laskelmia. Näitä laskelmia tehdään tyypillisesti makrotalouden suhdannevaihteluilla mittaavilla malleilla, jotka kuvaavat talouden keskeisiä toimintamekanismeja. Mallin avulla voidaan ”laboratorio-olosuhteissa” ennakoita tulevaa talouskehitystä sekä arvioida erilaisten talouspoliittisten vaihtoehtojen vaikutuksia.

Parhaimmillaan mallit toimivat analyysin apuvälineinä, jotka edesauttavat talouspoliittisten päämäärien määrittelyä. Pahimmillaan mallilaskelma voi syystä tai toisesta johtaa harhaan, jolloin toimenpiteiden tarve ja mitoitus arvioidaan väärin kohtalokkain seurauksin.

Makrotaloutta kuvaavia malleja on erilaisia, ja ne ovat aina yksinker-

taistuksia. Tämän artikkelin mallilaskelma rakentaa Espanjan toteutuneesta talouskehityksestä tulkinnan, joka korostaa rahoitustekijöiden, kuten yksityisen sektorin velkaantuneisuuden, merkitystä. Tulkinnan keskeinen viesti on, että yksityisen sektorin velkadynamiikka syventää taantumaa ja hidastaa siitä toipumista.

Laskelmissa, joissa rahoitustekijöiden epäsuotuisaa vaikutusta ei syystä tai toisesta oteta huomioon, asuntojen hintakuplan puhkeamista seuraa tyypillisesti vain lievä ja lyhytkestoinen taantuma. Kun bruttokansantuote supistuu vain vähän ja talous toipuu sokin seurauksista nopeasti, julkisen talouden ja pankkien tila heikkenee vain tilapäisesti.

Rahoitustekijät voivat sen sijaan syventää ja pitkittää taantumaa tavalla, joka horjuttaa vakavasti luottamusta finanssisektorin ja julkisen talouden vakauteen. Seurauksena on, että talouspolitiikan reunaehdot tiukentuvat ja vaadittavat politiikkatoimet muuttuvat.

Mallilaskelmassa rahoitustekijät voimistavat ja pidentävät laskusuhdannetta, mutta talous toipuu sopeutumismekanismien avulla

Voimakkaiden laskusuhdanteiden tyypillinen piirre on investointien huomattava ja pitkäaikainen vaimeneminen. Vaikka nettovienti voi kasvaa, investointien nopea supistuminen kääntää kokonaistuotannon supistuvaan suuntaan. Näin kävi esimerkiksi Suomen 1990-luvun alun lamassa,⁴ ja vastaavas-

⁴ Esim. Freystätter (2011).

ta kehityskulusta on merkkejä myös Espanjassa. Tällainen kehitys on linjassa ns. rahoitusakselerattorimekanismiin⁵, jota myös tämän artikkelin laskelmissa käytetty makrotalouden malli hyödyntää.

Rahoitusakselerattorin toimintaa taloudessa voidaan kuvata seuraavalla tavalla: Taantumassa tuotanto supistuu ja varallisuushinnat laskevat, minkä seurauksena yksityisen sektorin taseet heikkenevät. Yksityisen sektorin nettoarvon (varat miinus velat) pieneneminen heikentää velallisten kykyä maksaa luoton- sa takaisin, minkä johdosta luotonantajat vaativat suurempia riskilisiä. Rahoituskustannusten kasvu ja mahdollinen rahoituksen saatavuuden heikkeneminen vaimentavat yksityisiä investointeja. Myös yksityinen kulutus ja vienti voivat kärsiä rahoitusongelmien takia. Investointien suunnan kääntäminen vie aikaa, koska velkaantuneisuuden purkaminen on hidasta. Näin rahoitusakselerattorimekanismi syventää taantumaa ja hidastaa siitä toipumista.

Suhdannevaihteluita kuvaavat makrotalouden mallit sisältävät talusteoriaan perustuvia sopeutumismekanismieja, jotka palauttavat talouden ajan myötä takaisin sokkia edeltäneeseen lähtötilanteeseen. Esimerkiksi sokin seurauksena supistunut yksityisen sektorin nettovarallisuus palaa hiljalleen kohti lähtötasoaan (ts. velkaantuneisuus vähenee), kun varallisuushinnat asteittain toipuvat. Tällöin myös sokin seurauksena suurentuneet ulkoisen rahoituksen riskiliset palaavat takaisin lähtötasolleen. Mallissa ajatuksena on

⁵ Bernanke, Gertler ja Gilchrist (1999).

siis, että talous ei supistu ikuisesti, vaan bruttokansantuote hakeutuu kohti sokkia edeltänyttä lähtötasoaan, vaikka palautumiseen voi kulua useita vuosia.⁶

Mallilaskelma kalibroidaan siten, että se toistaa Espanjan makrotalouden kehityksen keskeiset piirteet. Tämä mahdollistaa mallin käyttämisen apuvälineenä, kun arvioidaan talouspoliittisten toimien tarvetta ja niiden mitoitusta. Seuraavassa verrataan mallilaskelmien tulemia ja Espanjan toteutunutta talouskehitystä.

Espanjan talouskehityksen keskeiset piirteet

1. Asuntojen hintakuplan puhkeaminen heikentää taseita

Asuntojen hintakuplan puhjettua vuoden 2007 loppupuolella asuntojen hinnat ovat Espanjassa laskeneet vuoden 2012 toiselle neljännekselle mennessä nimellisesti noin 26 % ja reaalisesti noin 32 % (kuvio 1). Tässä analyysissä Espanjan asuntojen hintakuplan puhkeaminen mallinnetaan varallisuussokkina. Kun asuntojen, kiinteistöjen ja osakkeiden arvo laskee, yksityisen sektorin varallisuus pienenee ja kotitalouksien ja yritysten taseet heikkenevät. Siten asuntojen hintakuplan puhkeaminen tuhoaa yllättäen osan yksityisen sektorin nettoarvosta (varat miinus velat).⁷

⁶ Suhdannevaihteluita kuvaavissa malleissa ei oteta kantaa lähtötasoon eli vaikkapa siihen, oliko Espanjan yksityisen sektorin velkaantuneisuus jo ennen sokkia liian suuri. Jos näin on, talouden tulisi lähtötasolle paluun sijasta hakeutua uuteen tasapainoon, jossa yksityisen sektorin velkaantuneisuus on vähäisempi. Tässä artikkelissa keskitytään kuitenkin varallisuussokin dynaamisiin vaikutuksiin eikä siis käsitellä talouden rakenteiden muuttumista.

⁷ Varallisuushinnat alenevat tyypillisesti laskusuhdanteessa, vaikka laskusuhdanteen olisi aiheuttanut jokin muu kuin varallisuussokki.

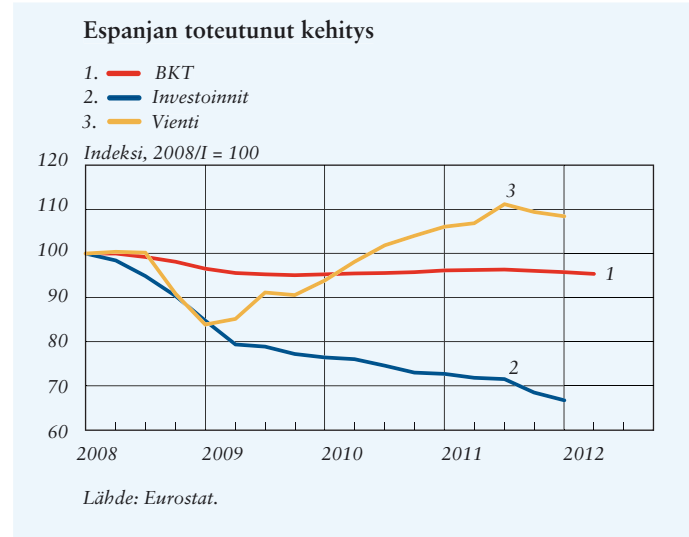
Espanjan tulevan kehityksen kannalta keskeistä on, kuinka pitkäkestoinen sokki on ja kuinka paljon asuntojen hinnat vielä laskevat ennen käännettä. Useiden arvioiden mukaan Espanjan asuntojen hinnat eivät vielä ole saavuttaneet pohjaansa.

2. Bruttokansantuote supistuu ja jää useaksi vuodeksi selvästi alle lähtötason

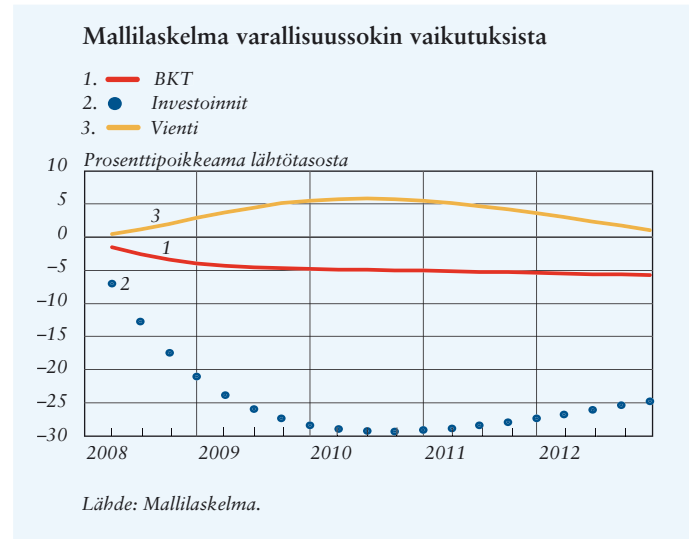
Mallilaskelmassa varallisuussokista seuraa tuotannon ja investointien supistuminen. Kuvioissa 3–5 mallilaskelman tulemia verrataan tietoihin Espanjan toteutuneesta kehityksestä. Sokin suuruus ja kesto on valittu niin, että mallilaskelma seuraa toteutunutta investointien ja bruttokansantuotteen supistumista mahdollisimman hyvin.

Mallilaskelman ja toteutuneen kehityksen vertailusta nähdään, että mallilaskelma toistaa sekä bruttokansantuotteen että investointien toteutuneen uran hyvin (kuviot 3a ja 3b). Laskelmassa bruttokansantuote supistuu sokin seurauksena noin 5 % ja investoinnit noin 30 %, kuten Espanjassa onkin käynyt vuoden 2008 alun jälkeen. Sekä mallissa että Espanjan toteutuneessa kehityksessä bruttokansantuote supistuu sokin seurauksena noin kahden vuoden ajan, jonka jälkeen bruttokansantuote pysyy noin 5 % pienempänä kuin vuoden 2008 alun lähtötaso. Investoinnit supistuivat pari ensimmäistä vuotta sokin jälkeen hieman hitaammin kuin mallilaskelmassa, mutta niiden supistuminen on jatkunut edelleen. Vuoden 2011 lopulla investoinnit olivat todellisuudessa supistuneet jo hieman mallin ennakoimaa vähäisemmiksi.

Kuvio 3a.

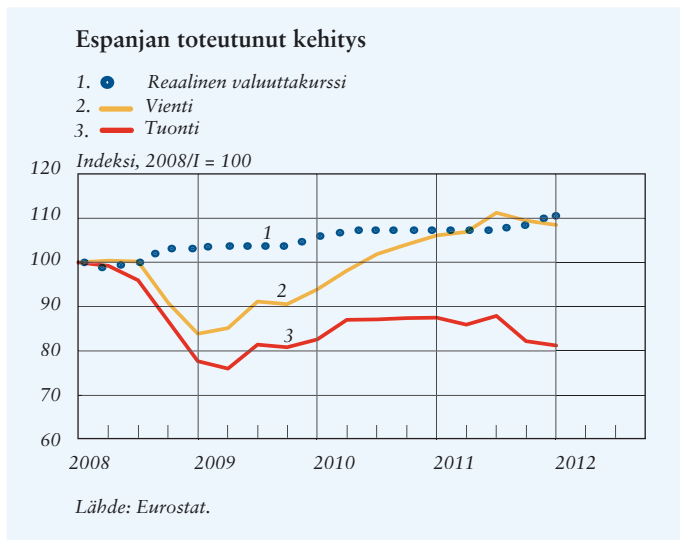


Kuvio 3b.

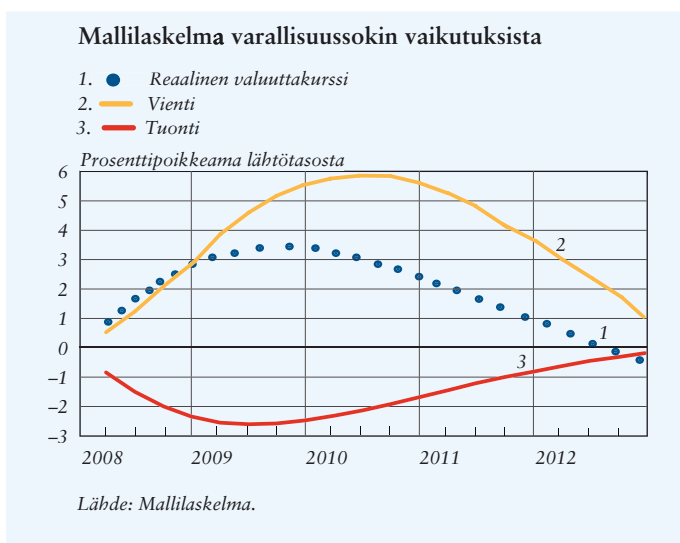


Mallilaskelmassa investoinnit alkavat jälleen kasvaa noin kolme vuotta kuplan puhkeamisen jälkeen. Tämä johtuu mallin sopeutumismekanismeista, joiden avulla taloudessa syntyy kasvun ja kevenevien rahoitusolojen kierre. Investointien kannalta keskeinen sopeutumismekanismi on se, että sokkia seuranneen pudotuksen jälkeen varallisuushinnat alkavat hiljalleen nousta,

Kuvio 4a.



Kuvio 4b.



jolloin yksityisen sektorin taseet kohenevat ja riskiliset pienenevät (kuvio 5b). Bruttokansantuotteen toipuminen on selvästi hitaampaa. Palautuminen alkaa vasta 10 vuoden päästä, ja vielä 20 vuoden jälkeen bruttokansantuote on selvästi alle sokkia edeltäneen lähtötason.

3. Viennin hintakilpailukyvyyn paraneminen sisäisen devalvaation kautta herättää toiveet vientivetoisesta noususta...

Reaalinen valuuttakurssi voi heikentyä kahdella tavalla: joko nimellisen valuuttakurssin heikentymisen tai suhteellisten hintojen muutosten kautta. Nimellisen valuuttakurssin devalvoitumisesta seuraava viennin kasvu on useassa kriisissä auttanut maita toipumaan taantumasta. Koska Espanja on euroalueen jäsen, sen reaalinen valuuttakurssi voi heikentyä, jos euron kurssi heikkenee tai jos Espanjan hinta- ja kustannustaso alenee suhteessa ulkomaisiin kauppakumppaneihin. Hintojen ja yksikkötyökustannusten halpenemisesta suhteessa ulkomaiseen hintatasoon käytetään nimitystä ”sisäinen devalvaatio”.

Mallilaskelmassa reaalinen valuuttakurssi heikkenee enimmillään noin 3,5 %, minkä jälkeen se hiljalleen vahvistuu (kuvio 4b). Reaalisen valuuttakurssin heikkeneminen johtaa laskelmassa nettoviennin kasvuun. Viennin positiivinen vaikutus on voimakkaimmillaan reilun kahden vuoden kuluttua, jolloin vienti on noin 6 % lähtötasonsa yläpuolella.

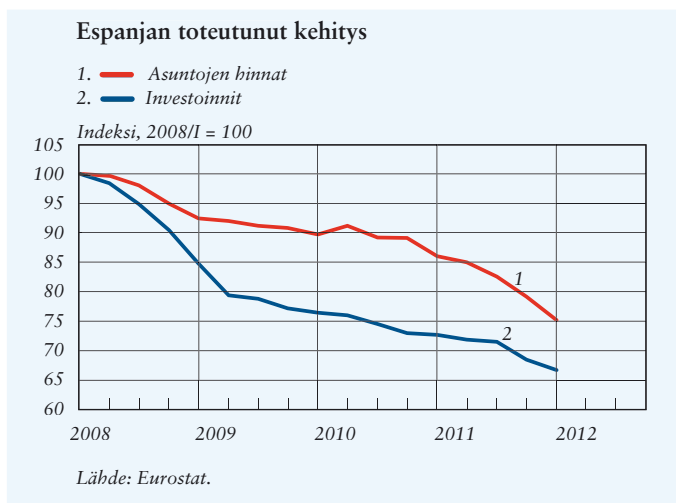
Yksikkötyökustannuksilla mitattuna Espanjan reaalinen valuuttakurssi on heikentynyt vuoden 2008 alusta jo noin 10 % (kuvio 4a). Kuluttajahinnoilla mitattuna heikentymistä on selvästi vähemmän, vajaan 4 %. Mallissa erityisesti palkkojen kehitys on joustavampaa kuin Espanjassa. Palkkajäykkyyksistä huolimatta reaalinen valuuttakurssi on heikentynyt, tuonnin kehitys on vaimentunut ja vienti voimistunut erityisesti viime aikoina, mikä on linjassa

laskelman kanssa ja herättää toiveet vientivetoisesta kasvusta (kuvio 4a). Espanjan ulkomaankaupan heikko kehitys vuosina 2008–2009 ei liity varallisuussokkiin, vaan tuolloin Espanjan vientiä heikensi maailmankaupan kasvun voimakas hidastuminen globaalin finanssikriisin seurauksena. Viennin hiipuminen johti myös tuontipanosten käytön supistumiseen.

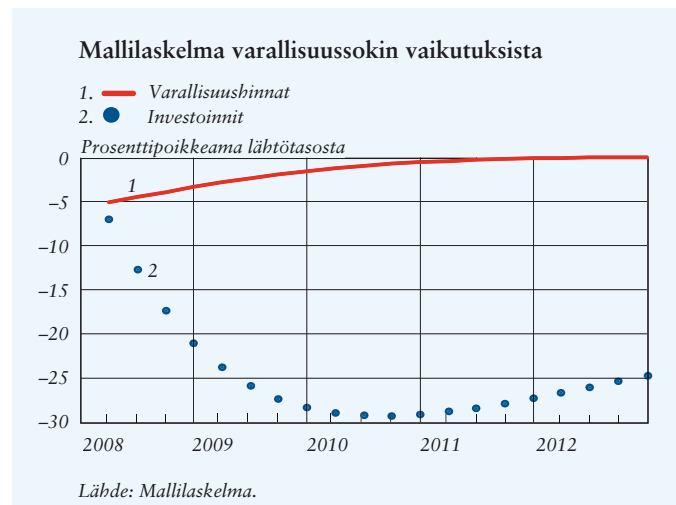
4. ... mutta yksityisen sektorin velkadynamiikka hidastaa talouden toipumista ja voi kumota vientivetoisen nousun

Vaikka jo toteutunut reaalisen valuuttakurssin heikkeneminen ja nettoviennin koheneminen herättävät toiveet vientivetoisesta kasvusta, Espanjan bruttokansantuote supistuu edelleen. Mallin tarjoama selitys bruttokansantuotteen pitkäaikaiseen pienenemiseen on rahoitustekijöiden ja yksityisen sektorin velkadynamiikan investointeja supistava vaikutus, joka kumoaa nettoviennin kasvun positiivisen vaikutuksen. Asuntojen hintakuplan puhkeamisen myötä yksityisen sektorin nettoarvo pienenee pitkäaikaisesti ja rahoituskustannukset suurenevät. Lainanottajien ulkoisen rahoituksen riskilisät kasvavat, koska lainanantajat haluavat korvauksen siitä, että lainanottajien kyky maksaa lainansa takaisin on heikentynyt, ja riski, että laina jää maksamatta, on lisääntynyt. Lisäksi pankkisektorin ongelmat johtavat pankkien pyytämien marginaalien suurenemiseen. Riskilisien kasvu syventää taantumaa vähentämällä erityisesti investointeja, joita varten tarvitaan yleensä pitkäaikaista ulkoista rahoitusta. Asuntojen hintakuplan puhkeamisen

Kuvio 5a.



Kuvio 5b.



myötä myös rahoituksen saatavuus ja sen ehdot voivat heiketä.

Mallissa riskilisät pysyvät huomattavina ja vaimentavat investointeja, kunnes yksityisen sektorin velkaantuneisuus on purettu takaisin lähtötasolle. Tämä prosessi kestää kauan, ja tuotanto pysyy useita vuosia selvästi lähtötasonsa alapuolella. Ajan myötä velkaantuneisuus vähenee ja sitä kautta

Voimakas velkaantuneisuus ja rahoitusolojen kiristyminen vaikeuttavat Espanjassa erityisesti kotitalouksien ja kiinteistöalan sekä rakentamiseen keskittyneiden yritysten tilannetta.

riskilisät pienenevät hiljalleen, mikä on edellytys talouden toipumiselle.

Espanjassa talous näyttäisi supistuvan mallin tuleman mukaisesti. Yksityisen sektorin velkadynamiikka vaimentaa investointeja, voimistaa tuotannon pudotusta ja hidastaa talouden toipumista. Aivan kuten mallilaskelmassa, Espanjan bruttokansantuote pienenee nettoviennin kasvusta huolimatta, koska investoinnit supistuvat voimakkaasti (kuvio 5a).⁸

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki heikentää kotitalouksien ja yritysten taseita pitkään. Voimakas velkaantuneisuus ja rahoitusolojen kiristyminen vaikeuttavat Espanjassa erityisesti kotitalouksien ja kiinteistöalan sekä rakentamiseen keskittyneiden yritysten tilannetta. Espanjassa suuri osa investoinneista ennen laskusuhdannetta oli asuinrakennusinvestointeja, kun taas tuotannolliseen toimintaan (kuten koneisiin ja laitteisiin) suuntautuvat investoinnit jäivät vaimeammiksi. Investointien käynnistyminen tulee siis tuskin perustamaan rakentamiseen, koska kestää kauan ennen kuin taloudessa on tarvetta uusille rakennuksille. Lisäksi Espanjan ja koko euroalueen tilanteeseen liittyvä epävarmuus lykkää investointipäätösten tekoa.

Mallilaskelmassa sisäisen devalvaation esteet ovat pienemmät kuin usein todellisuudessa. Mallilaskelma

⁸ Tavaroiden ja palveluiden viennin osuus Espanjan bruttokansantuotteesta oli 27 % vuonna 2007, kun vastaava osuus oli esimerkiksi Suomessa 46 % ja Irlannissa 80 %. Mitä suurempi viennin BKT-osuus on, sitä enemmän viennin lisääntyminen näkyy bruttokansantuotteen kasvuna. Esimerkiksi Irlannissa vientivetoisen kasvun toteutuminen on todennäköisempää kuin Espanjassa.

osoittaakin, että vaikka hintamekanismi toimisi hyvin ja kotimainen kustannustaso alenisi rivakasti, rahoitustekijöiden epäsuotuisa kehitys voi silti heikentää kotimaista kysyntää niin paljon, että bruttokansantuote supistuu.

Voimakas velkaantuneisuus lähtötilanteessa johtaa syvään ja pitkäaikaiseen laskusuhdanteeseen

Tutkimustulosten mukaan laskusuhdanteet, joita edeltää voimakas ja laaja-alainen luottoekspansio, ovat syvempiä ja pitkäkestoisempia kuin taantumat, joita ei edellä luottobuumi.⁹ Espanjassa laskusuhdannetta edelsi talouden ylikuumeneminen, joka perustui voimakkaaseen luottoekspansioon. Espanjan yksityisen sektorin yhteenlaskettu velka oli 286 % bruttokansantuotteesta vuonna 2007.¹⁰ Kun kotitalouksien ja yritysten tulevaisuuden tulo-odotukset olivat suuret ja varallisuushinnat nousivat, taseet pysyivät kunnossa, vaikka velkaa otettiin koko ajan lisää. Globaali finanssikriisi kuitenkin osoitti velkaantumisen taustalla olleet tulo-odotukset ylioptimistisiksi.

Velkaantuneisuus ja velkaantuneeseen sektoriin kohdistuvat sokit ovatkin yksi tapa selittää, miksi sokin vaikutukset talouteen voivat olla niin suuret. Mallilaskelmassa esimerkiksi vientikysyntäsokki johtaa selvästi lievempään ja lyhytkestoisempaan laskusuhdanteeseen kuin varallisuussokki.¹¹ Syynä on se, että varallisuussokki kohdistuu velkaantuneen yksityisen sektorin taseisiin suoraan, jolloin sokin vaikutukset voi-

⁹ Esim. IMF (2012a).

¹⁰ IMF (2012c).

¹¹ Freystätter (2012b).

mistuvat. Laskelmassa käytetyn mallin ominaisuus on, että mitä velkaantuneempi yksityinen sektori lähtötilanteessa (eli ennen sokkia) on, sitä voimakkaammin tuotanto supistuu ja sitä enemmän aikaa kuluu siihen, että tuotanto toipuu takaisin lähtötasolle.¹²

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen aiheuttama varallisuussokki on vaikutuksiltaan voimakas ja pitkäkestoinen. Esimerkiksi Yhdysvalloissa finanssikriisi on pyyhkäissyt kotitalouksien varallisuudesta pois usean vuoden tuotot.¹³ Suurin syy varallisuuden väheneemiseen on asuntojen hinnanromahdus. Espanja sopeutuu asuntojen hintakuplan puhkeamiseen osana euroaluetta, jossa rahapolitiikka on kaikille yhteistä. Finanssipoliittisia toimenpiteitä rajoittavat suuri julkisen talouden vaje sekä kriittiselle rajalle kasvanut julkinen velka.

Toipuminen ei vielä näköpiirissä

Espanjan bruttokansantuotteen ennustetaan yhä supistuvan tänä ja ensi vuonna. Talouden suunta pitäisi pystyä kääntämään ja aikaansaamaan kasvavan talouden ja kevenevien rahoitusolojen myönteinen kierre. Silloin työttömyys kääntyisi supistuvaan suuntaan ja julkisen talouden sekä pankkisektorin tila kohenisi. Nopeaa paluuta vuoden 2008 alun ylivelkaantumisen siivittämälle bruttokansantuotteen tasolle ei kuitenkaan ole odotettavissa.

Asuntojen hintakuplan puhkeamisen jälkeen talouden toipuminen edellyttää asuntojen hintojen ylihinnoitellun korjaantumista. Usean maan koke-

musten perusteella voidaan sanoa, että tämä on vuosia kestävä prosessi. Esimerkiksi Suomessa asuntojen hinnat laskivat 1990-luvun alussa reaalisesti noin 50 % ja käänne nähtiin vasta kuusi vuotta hintakuplan puhkeamisen jälkeen (kuvio 1). Espanjassa asuntojen hinnat ovat nyt laskeneet lähes viiden vuoden ajan ja laskua on reaalisesti toistaiseksi noin 32 %.

Asuntojen hintojen laskun jatkuminen heikentää pankkien taseita, kun kiinteistöihin liittyvien saamisten arvo alenee (erityisesti pankkien haltuun ottamat kiinteistöt ja roskalainat) ja näiden arvonalennusten kirjaaminen rasittaa pankkien taseita, lisää pankkisektorin sopeutustoimien tarvetta ja heikentää luotonantomahdollisuuksia. Koska asuntosektorin ongelmat ovat vakava uhka Espanjan koko rahoitusjärjestelmän vakaudelle, Espanja pyysi kesäkuussa 2012 ulkopuolista tukea pankkiensa pääomittamiseen.

Pankkisektorin ongelmien ratkaiseminen on tärkeää, koska pankkien vaikeudet rajoittavat yritysten ja kotitalouksien luotonsaantia sekä nostavat luotoista maksettavia korkoja. Espanjan rahoitusolot ovat jo kiristyneet selvästi, mikä on seurausta sekä pankkisektorin taseisiin kohdistuvista paineista että supistuvan talouden heikentäjästä kotitalouksien ja yritysten lainanmaksukyvyistä. Rahoitusolojen kiristyminen voimistaa epäsuotuisaa talouskehitystä.

Reaalitalouden elpymisen edellytyksenä on, että rahoitustekijät alkavat tukea talouden kohenemistä. Toipuminen alkaa toden teolla vasta, kun asuntojen hinnat vakaantuvat, yksityisen

Espanja pyysi kesäkuussa 2012 tukea pankkiensa pääomittamiseen, koska maan asuntosektorin ongelmat ovat uhka rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

¹² Freystätter (2012b).

¹³ Fed (2012).

sektorin taseet alkavat kohentua ja velkaantuneisuus asteittainen vähentyä sekä pankkien luotonantokyky parantua. Toistaiseksi rahoitustekijät näyttäsivät vaikuttavan Espanjassa epäsuotuisaan suuntaan: asuntojen hinnat laskevat edelleen, yksityisen sektorin taseet heikkenevät ja pankkien luotonantokyky huononee. Lisäksi yksityisen pääoman ulosvirtaus vuoden 2011 jälkimmäisen puoliskolla ja vuoden 2012 alkupuolella kiristää rahoitusoloja.¹⁴ Tätä ilmiötä voidaan pitää uutena Espanjan talouteen kohdistuvana sokkina.

Yksityisen sektorin taseongelmien pitkittyminen uhkaa talouden tuotantopotentialia

Tämän artikkelin analyysin perusteella Espanjan tulisi politiikkatoimillaan tukea yritysten ja kotitalouksien velkaongelmien ratkaisua. IMF:n arvion¹⁵ mukaan Espanjassa olisi tällä hetkellä tärkeintä ratkaista yrityssektorin tase-

¹⁴ Esim. IMF (2012c).

¹⁵ IMF (2012b).

ongelmat sopivasti kohdennetuilla velkajärjestelyillä. Uhkana on, että yksityisen sektorin taseongelmien pitkittyminen johtaa tasetaantumaa ja samankaltaiseen tilanteeseen kuin Japanissa, jossa tuottamattomat ja konkurssikypsät (erityisesti rakennusalan) yritykset jatkavat toimintaansa (ns. zombie-yritykset). Japanissa seurauksena oli ns. menetetty vuosikymmen (1991–2003) eli vuosia kestävä erittäin hitaan kasvun aika.¹⁶ Suurena huolena on, että investointien pitkäaikainen supistuminen ja pitkäaikaistyöttömyyden lisääntyminen jättävät pysyvän jäljen Espanjan talouteen. Investointien ja työllisyyden tukemiseen tähtäävät toimet ovat tärkeitä, jotta estetään asuntojen hintakuplan puhkeamisen ja sitä seuranneen kriisin pysyvät vaikutukset talouden tuotantopotentialiin ja kasvunäkymiin.

Asiasanat: Espanja, asuntojen hintakupla, makrotalouden mallit

¹⁶ Esim. Hamada – Kashyap – Weinstein (2011).

Lähteet

- Bernanke, B. – Gertler, M. – Gilchrist, S. (1999) The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. Handbook of Macroeconomics. Edited by Taylor, J. B. – Woodford, M. North-Holland, Amsterdam.
- Fed (2012) Changes in U. S. Family Finances from 2007 to 2010: Evidence from the Survey of Consumer Finances. Federal Reserve Bulletin, vol 98, No 2.
- Freystätter, H. (2011) Financial factors in the boom-bust episode in Finland in the late 1980s and early 1990s. BOF DP 1/2011. Suomen Pankki.
- Freystätter, H. (2012a) Essays on small open economy macroeconomics. Väitöskirja. Bank of Finland E:43. Suomen Pankki.
- Freystätter, H. (2012b) Rahoitusmarkkinasokit, velkadynamiikka ja pienen avotalouden sopeutumismekanismit. BoF Online 8/2012. Suomen Pankki.
- Hamada K. – Kashyap, A. – Weinstein, D. E. (eds.) (2011) Japan's Bubble, Deflation and Long-Term Stagnation. The MIT Press.
- IMF (2012a) Dealing with household debt. World economic outlook. Huhtikuu 2012.
- IMF (2012b) Spain: Vulnerabilities of Private Sector Balance Sheets and Risks to the Financial Sector (Technical Notes). Country Report No. 12/140. Kesäkuu 2012.
- IMF (2012c) Spain 2012 Article IV consultation. Country Report No. 12/202. Heinäkuu 2012.
- IMF (2012d) World Economic Outlook. Heinäkuu 2012.

