



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

*Antti Suvanto*

# **Rahoitusmarkkinahäiriöstä globaaliseen talouskriisiin**

Taloustieteellinen yhdistys

Helsingin yliopisto

9.11.2009

# ”Velkavedolla luottokriisiin – horjuuko maailmantalous?”

Kansantaloudellinen Yhdistys 24.10.2007

## ◆ Häiriön taustatekijät

- USA:n asuntoluottomarkkinoiden erityispiirteet
- rahoitusinnovaatiot
- pitkään vallinnut alhainen korkotaso ja runsas likviditeetti

## ◆ Vaikutuksista

- optimistit vs. pessimistit kiistelivät
- USA:n kasvun selvä hidastuminen
- usko maailmankaupan kasvun jatkumiseen
- luotonantokriteerien tiukkenemistä odotettiin

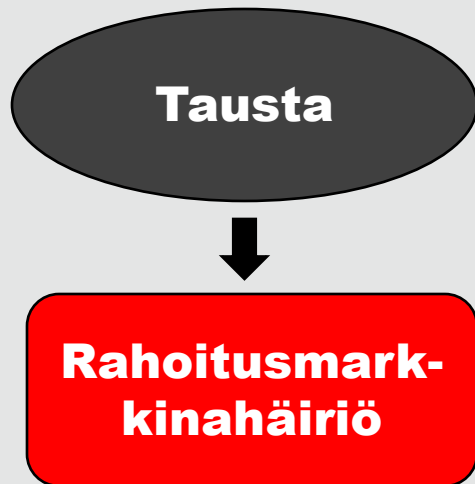
## ◆ Kaksi katastrofiskenaariota

- ”suuri lama” – 1930-luvun toistuminen
- ”suuri inflaatio” – 1970-luvun toistuminen

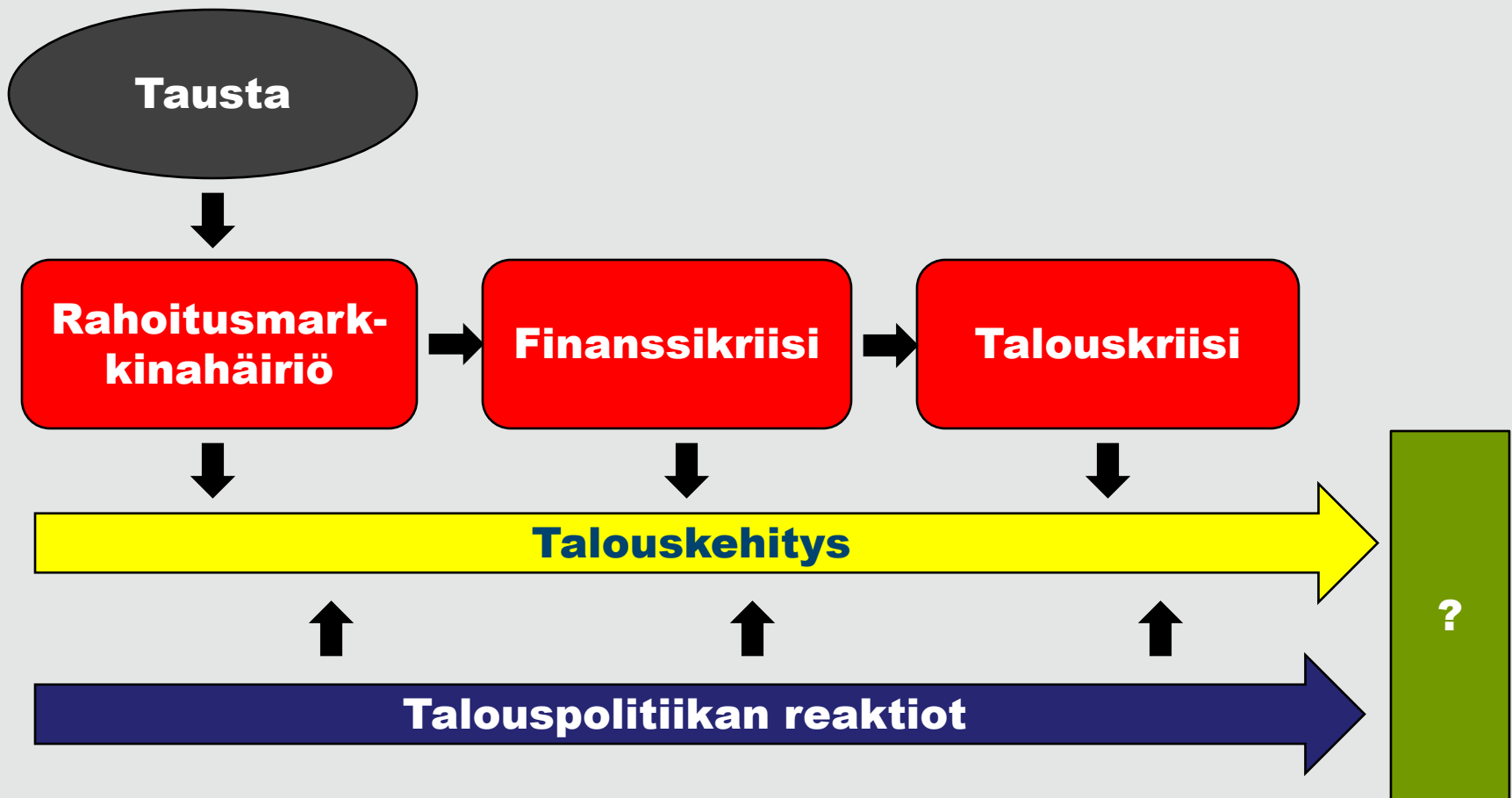
## ◆ Johtopäätöksiä

- maailmantalous ei romahda
- varottava ylireagointia regulaatiossa ja talousppolitiikassa

# Rahoitusmarkkinahäiriöstä ...



# Tarina jatkuu ...



# Maailmantalouden muutosvoimat

## ◆ Globalisaatio

- työn tarjonnan globaalinen nousu
- valtava työnjaon muutos
- maailmankaupan voimakas kasvu

## ◆ Tieto- ja viestintäteknologian kehitys

- rahoitusinnovaatiot
- välimatkojen merkityksen väheneminen
- uudet liiketoimintamallit

## ◆ Rahoitusmarkkinoiden integraatio

- lisäsi kansainvälisiä pääomaliikkeitä
- edisti maailmankaupan kasvua ja yritystoiminnan kansainvälistymistä
- helpotti alijäämien rahoitusta

# Seuraukset

- ◆ **Globaaliset epätasapainot**
  - kehittyvien maiden ja öljyntuottajamaiden suuret ylijäämät
    - pitkät korot alenivat
  - alijäämien rahoitus helppoa
    - velkaantuminen kasvoi
- ◆ **Alhainen korkotaso kannusti tuottojen etsintään**
  - uusia rahoitustuotteita
  - uusia liiketoimintamalleja ("luo ja hajauta")
  - uusia asiakasryhmiä ("subprime")
  - kannustimet vääristyivät
  - riskit aliarvioitiin
- ◆ **Globalisaation vuoksi inflaatio pysyi alhaisena**
  - rahapolitiikka pysyi pitkään kevyenä

# Seuraukset

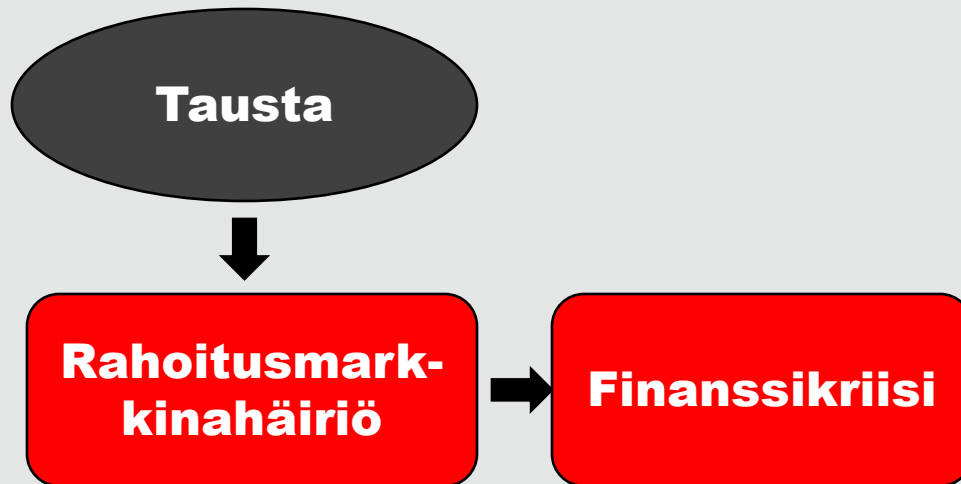
- ◆ **Velkavivun nousu rahoitustoimialalla**
  - vakavaraisuusvaatimusten luomat kannustimet
    - säätelyarbitraasi
  - arvopaperistaminen
  - varjopankkisektori
- ◆ **Kotitalouksien ja yritysten velkaantuminen**
  - suuria maakohtaisia eroja
- ◆ **Kuplia omaisuushinnoissa**

# Historian opetukset

- ◆ Velkaantumisen purku tekee kipeää
  - säästämisen nousu
  - investointien väheneminen
  - omaisuushintojen lasku
- ◆ Pankkikriisi pahentaa vaikutuksia
  - luottolama
  - pakkomyynnit
- ◆ Pankkikriisiä yleensä edeltänyt
  - nopea velkaantuminen
  - omaisuushintojen nopea nousu
- ◆ Aina on sanottu: ”Tämä kerta on erilainen”



# Rahoitusmarkkinahäiriöstä finanssikriisiin.



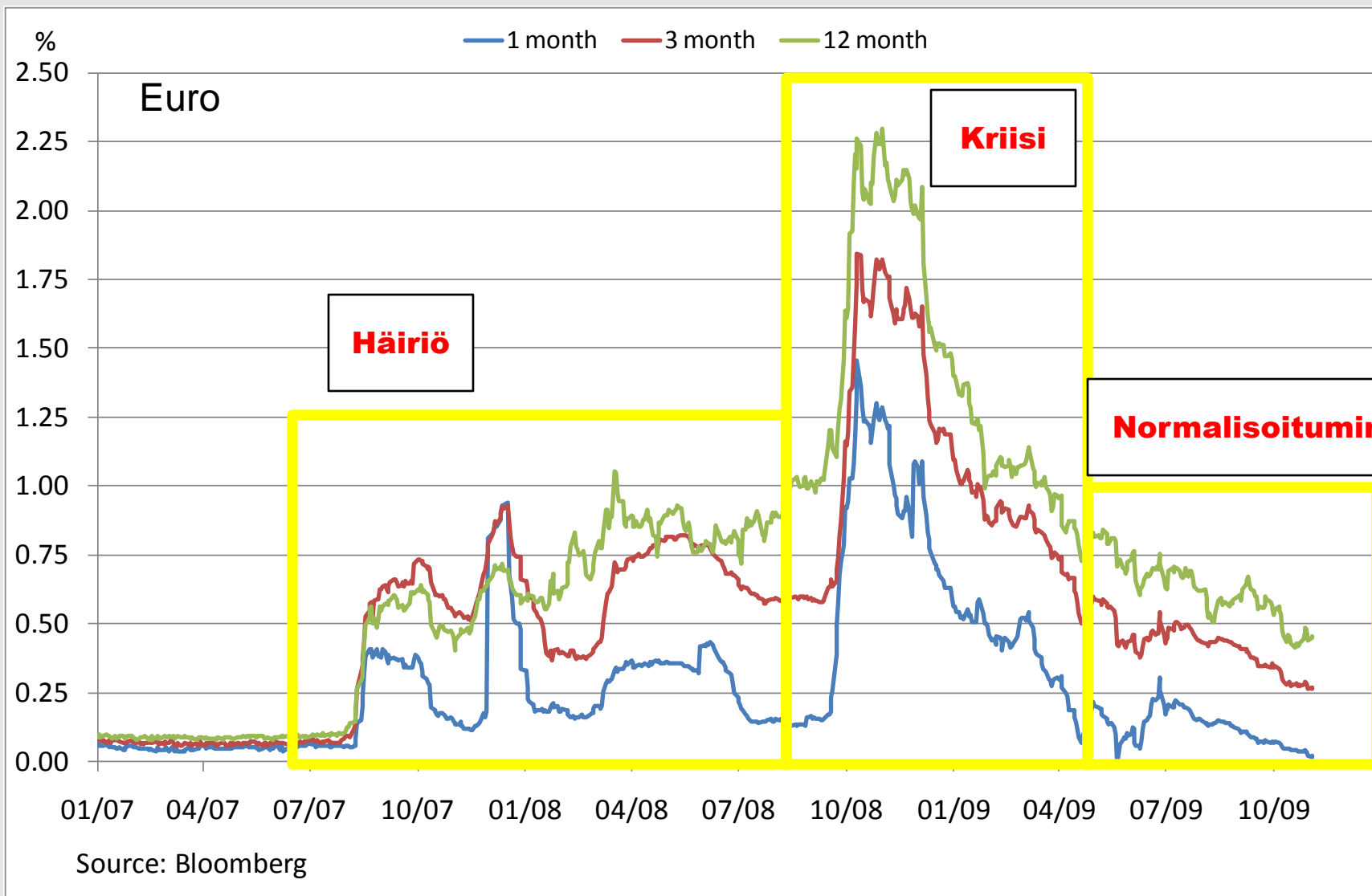
# Rahamarkkinoiden riskilisät

— Iso-Britannia      — Euroalue      — Yhdysvallat

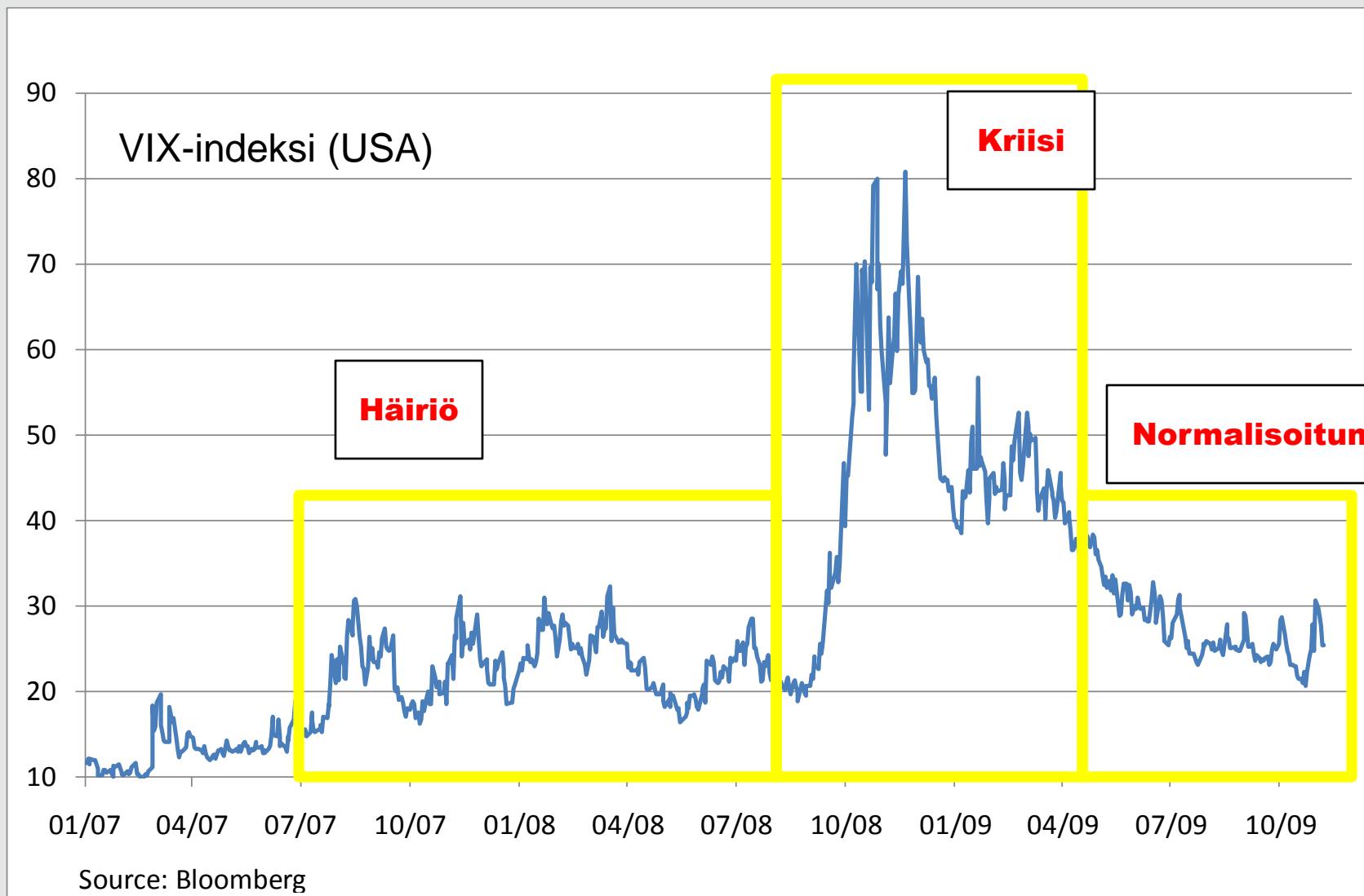


Lähteet: European Banking Federation, British Bankers Association ja Bloomberg.  
Korkoerot on laskettu libor/euribor-koroista ja OIS/repo-koroista.

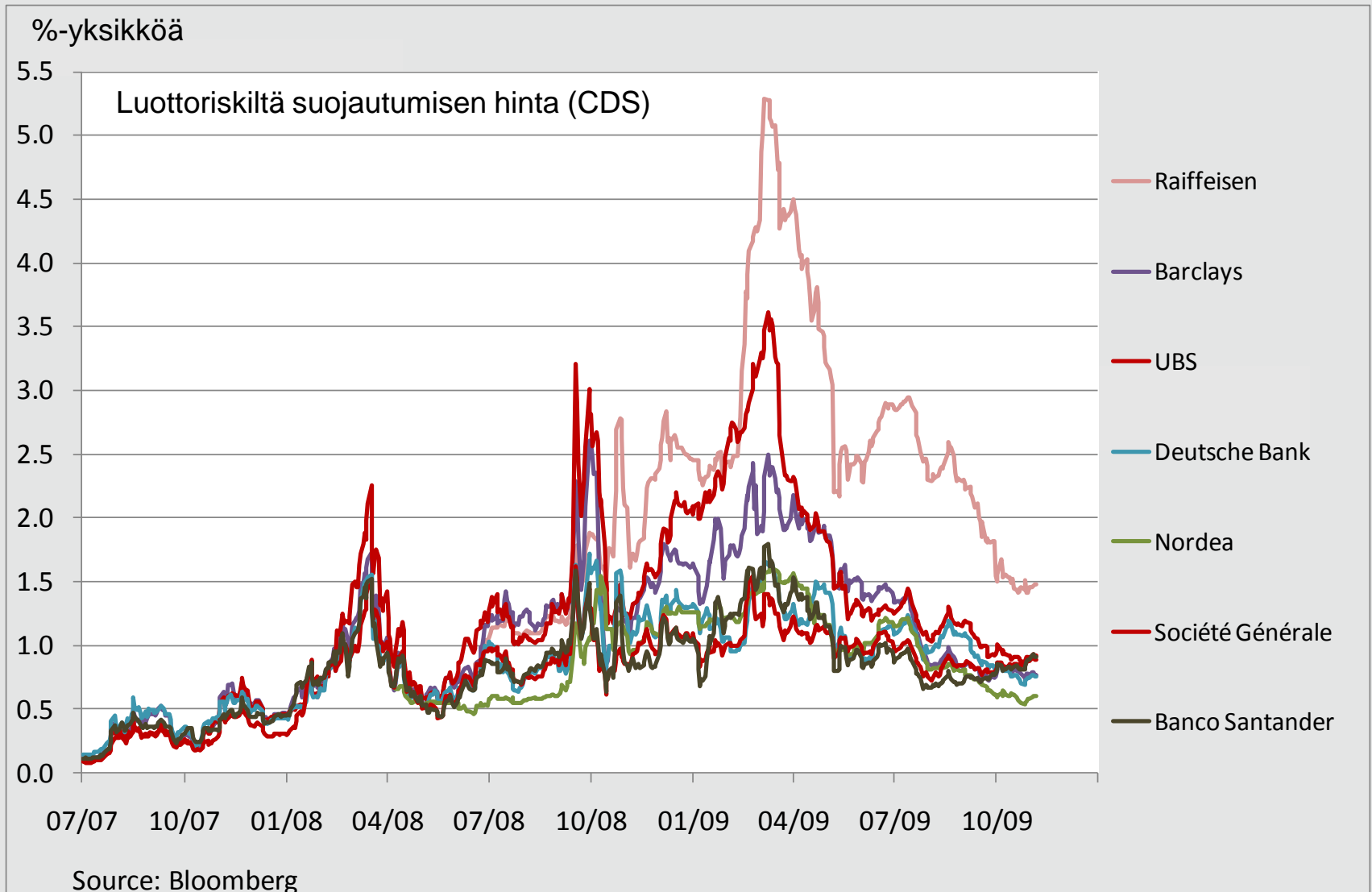
# Euroalueen rahamarkkinoiden riskilisät



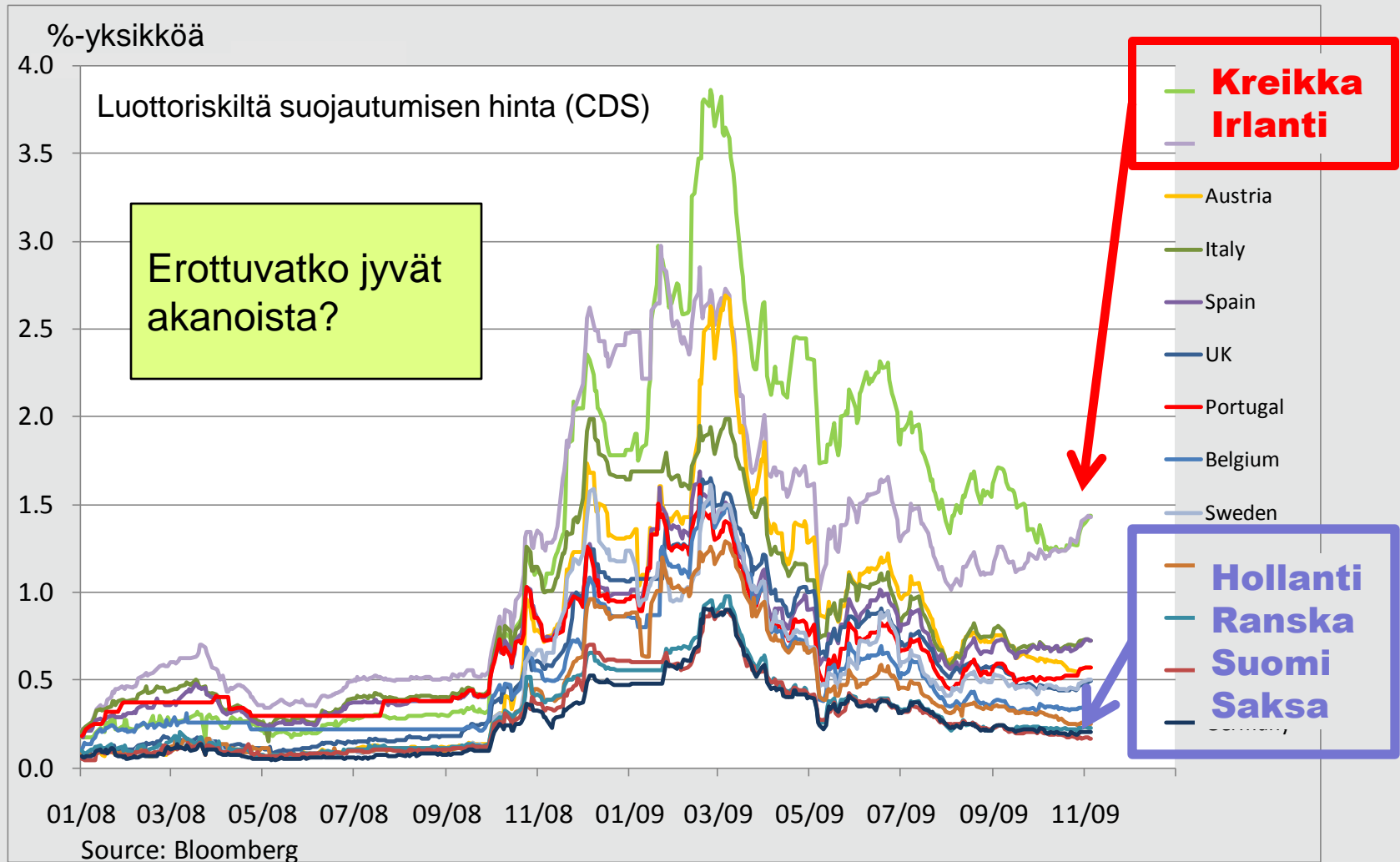
# Osakemarkkinoiden volatiliteetti



# Eurooppalaisten pankkien riskilisät



# Eurooppalaisten valtioiden riskilisät

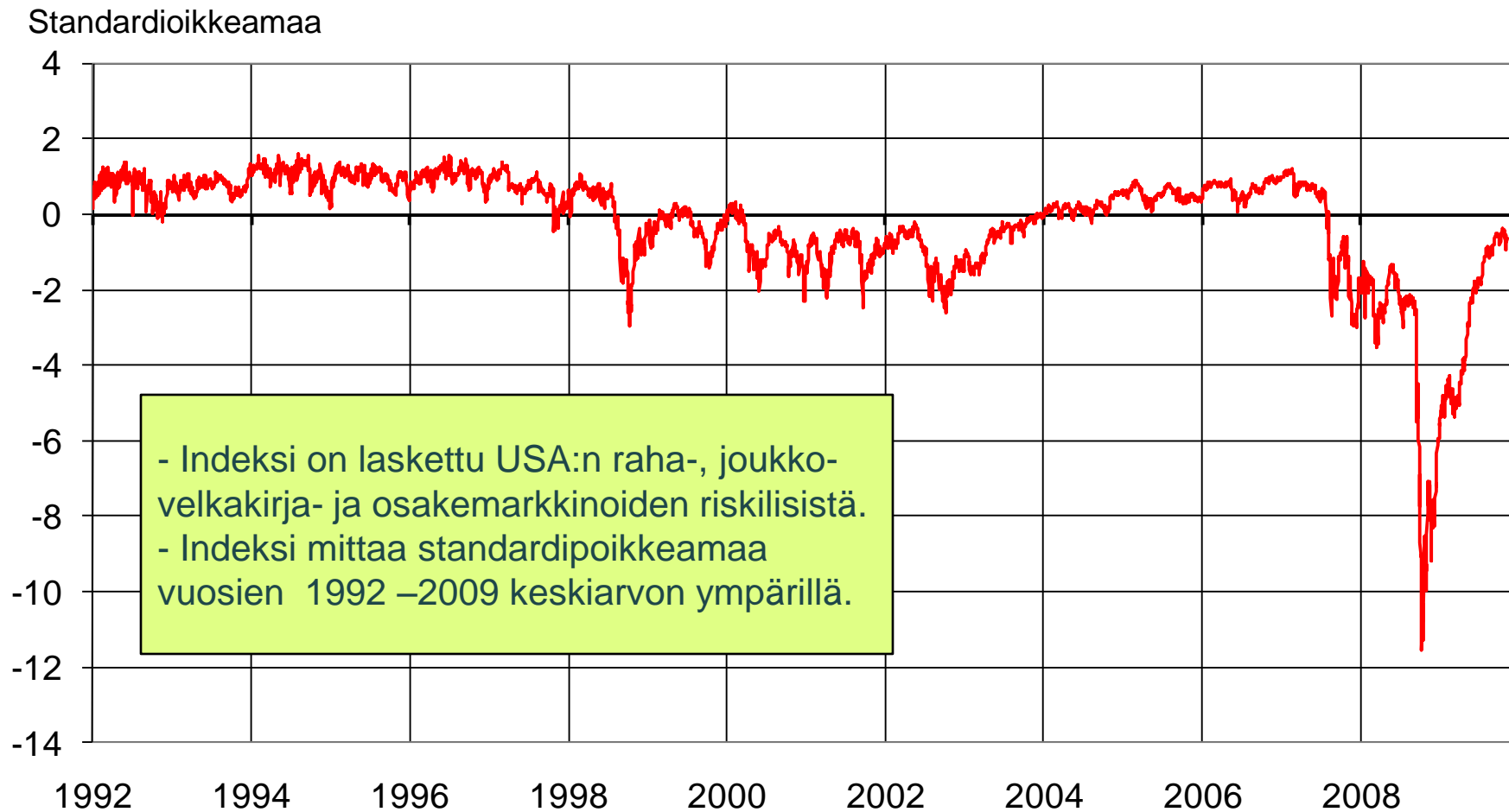


# Julkisen talouden alijäämä ja velka

%of GDP	Budget balance			Gross debt 2011
	2009	2010	2011	
Belgium	-5.9	-5.8	-5.8	104.0
Germany	-3.4	-5.0	-4.6	79.7
Ireland	-12.5	-14.7	-14.7	96.2
Greece	-12.7	-12.2	-12.8	135.4
Spain	-11.2	-10.1	-9.3	74.0
France	-8.3	-8.2	-7.7	87.6
Italy	-5.3	-5.3	-5.1	117.8
Cyprus	-3.5	-5.7	-5.9	63.4
Luxembourg	-2.2	-4.2	-4.2	17.7
Malta	-4.5	-4.4	-4.3	72.5
Netherlands	-4.7	-6.1	-5.6	69.7
Austria	-4.3	-5.5	-5.3	77.0
Portugal	-8.0	-8.0	-8.7	91.1
Slovenia	-6.3	-7.0	-6.9	48.2
Slovakia	-6.3	-6.0	-5.5	42.7
Finland	-2.8	-4.5	-4.3	52.7
<b>Euro Area</b>	<b>-6.4</b>	<b>-6.9</b>	<b>-6.5</b>	<b>88.2</b>

Source: European Commission Forecast Autumn 2009

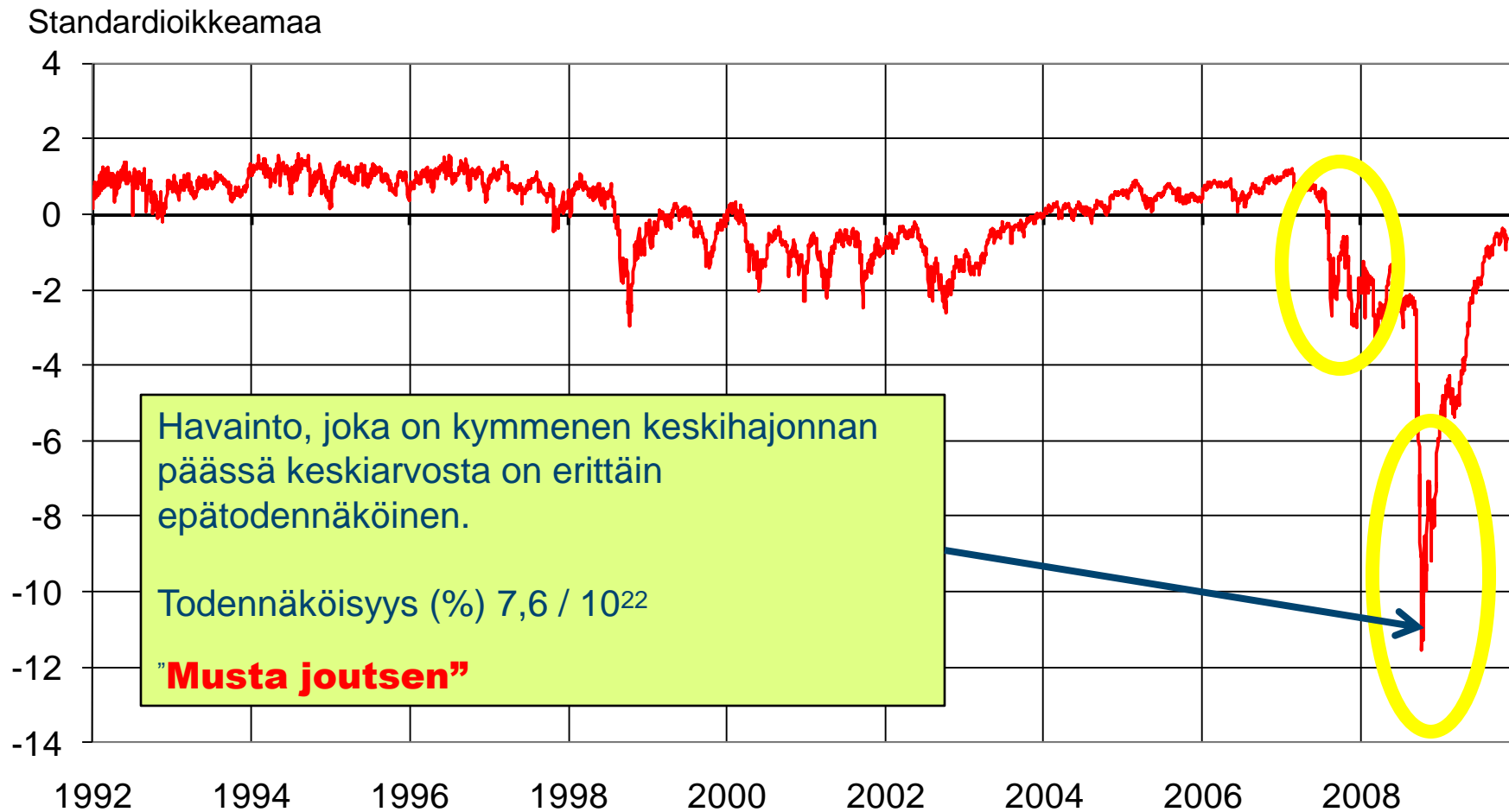
# Rahoitusmarkkinoiden riski-indeksi (USA)



Source: Bloomberg.

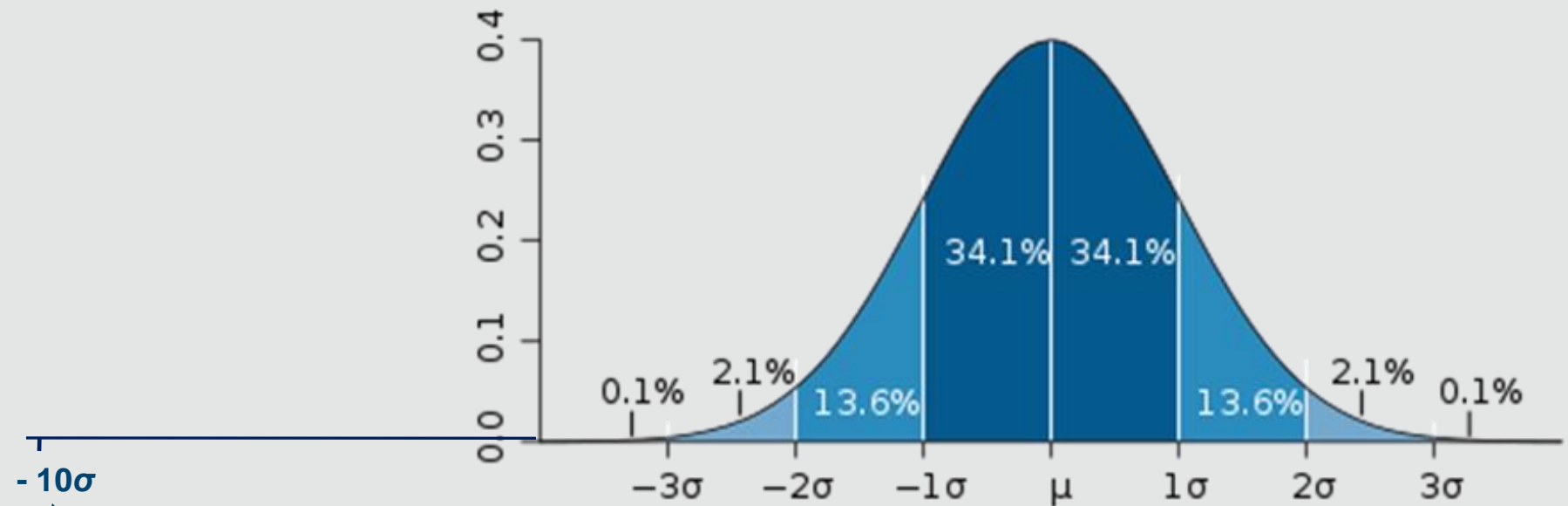


# Rahoitusmarkkinoiden riski-indeksi (USA)



Source: Bloomberg.

# “Musta joutsen”



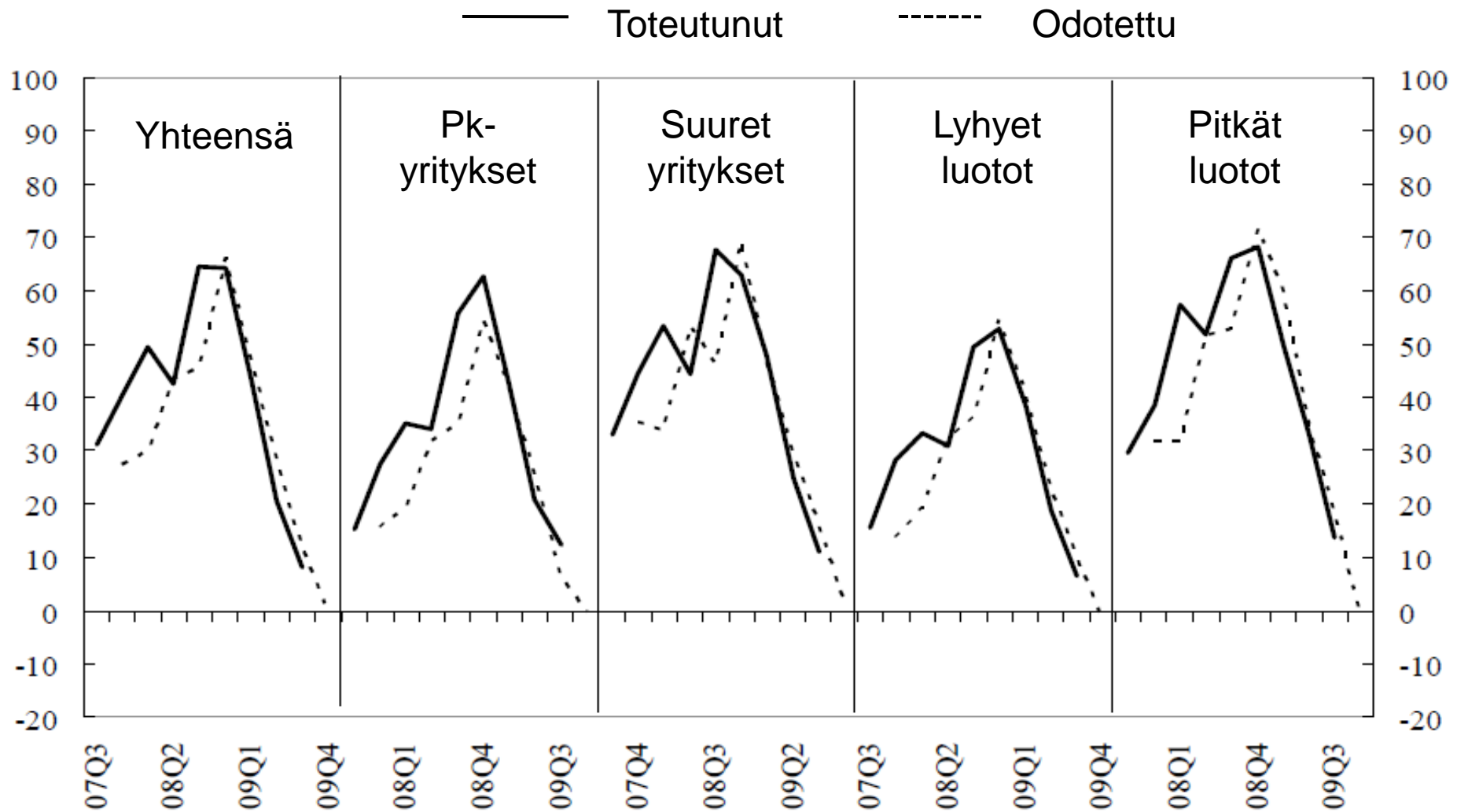
$-10\sigma$



10 keskihajontaa; todennäköisyys =  $7.6/10^{22}$

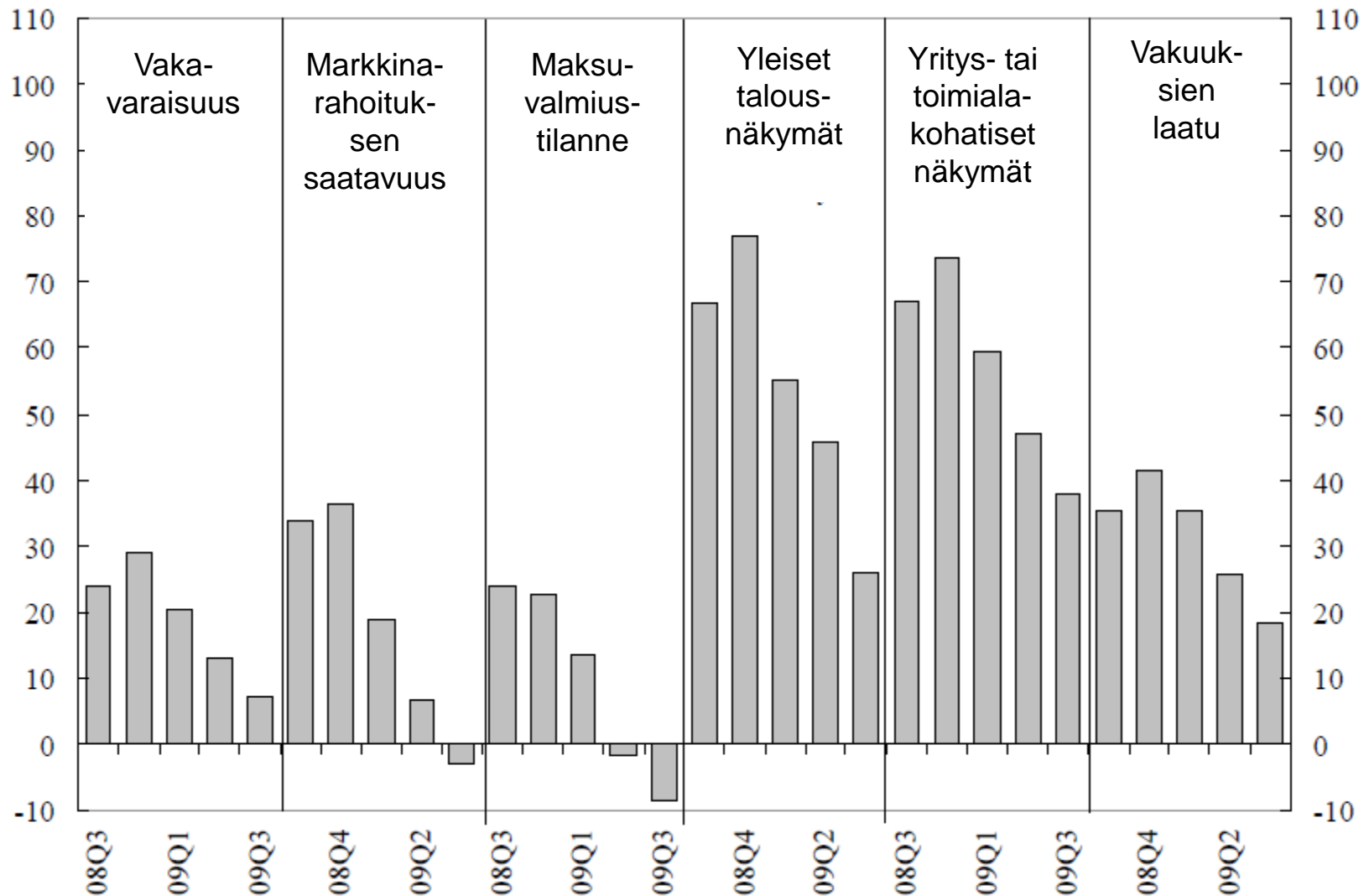
# Yritysluottojen myöntämisessä sovellettujen ehtojen muutokset

(niiden pankkien netto-osuus vastaajista joiden luottoehdot kiristyneet)



# Yritysluottojen myöntämiseen vaikuttaneet tekijät

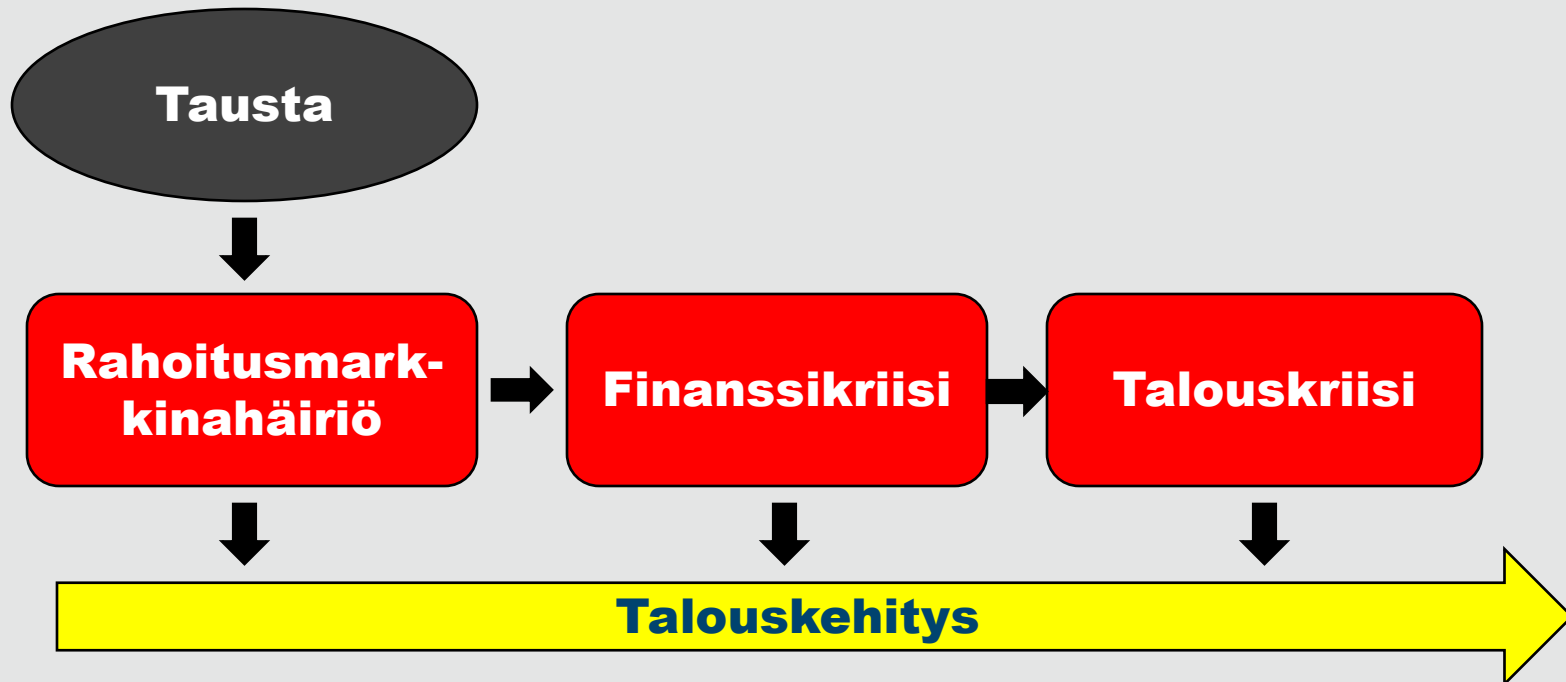
(vaikuttanut kiristävästi, netto-osuus pankeista)



# Johtopäätöksiä

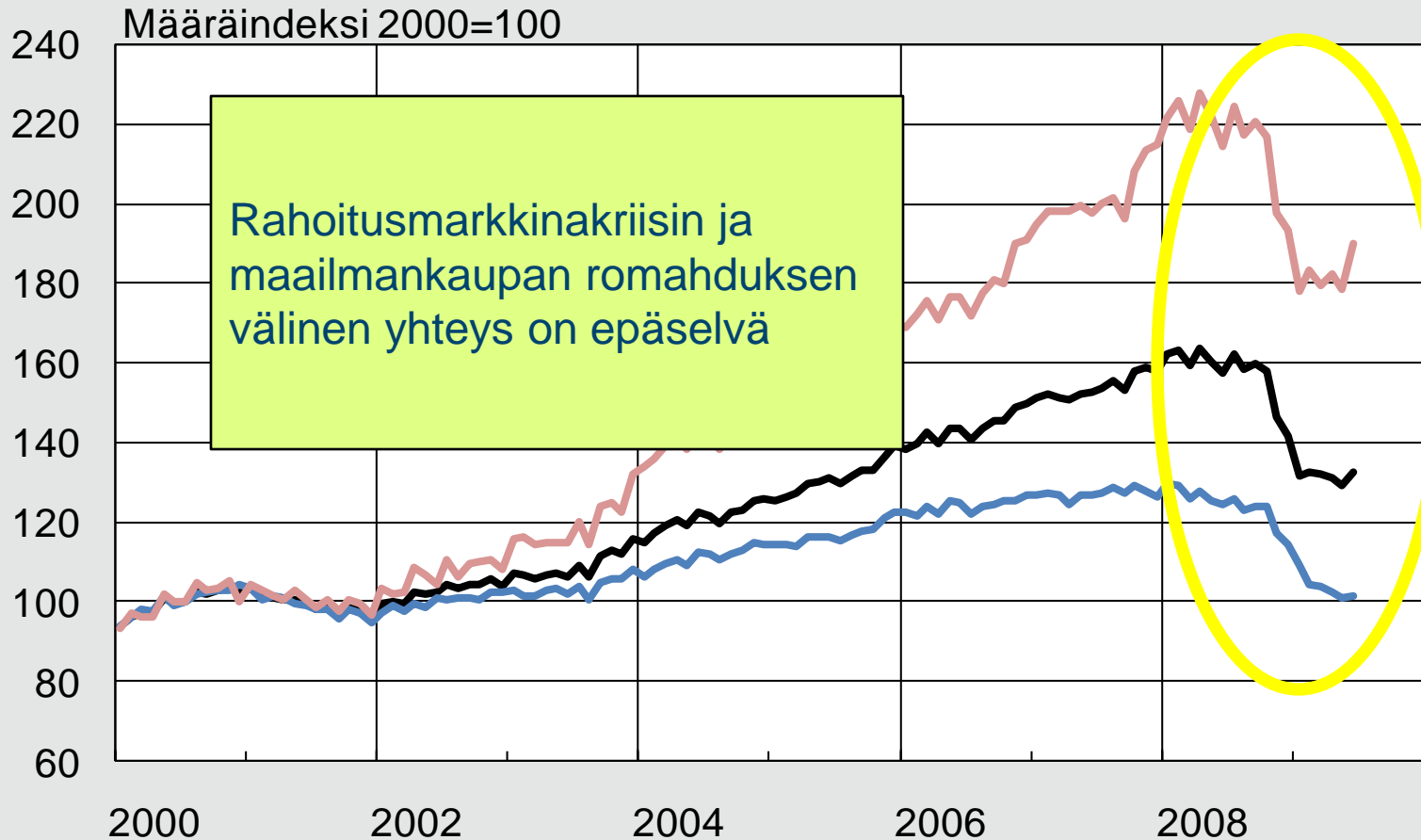
- ◆ Kriisiä ei voi selittää yhdellä syyllä
- ◆ Kriisi ei myöskään ollut monen osatekijän summa
  - pikemminkin tulo: osatekijöiden vaikutukset voimistivat toisiaan
- ◆ Rahoitusmarkkinoilla koettiin ainutlaatuinen epäjatkuvuus syys- ja lokakuussa 2008
- ◆ Rahoitusmarkkinoiden normalisoituminen on edennyt nopeasti kevään 2009 jälkeen
  - riskilisät alentuneet Lehmanin konkurssia edeltäneelle tasolle
  - luottoehtojen kiristyminen on päättymässä

# Finanssikriisistä talouskriisiin.



# Maailmankaupan romahdus talouskriisin käynnistäjänä

- Maailmankauppa
- Kehittyneiden maiden tuonti
- Kehittyvien talouksien tuonti

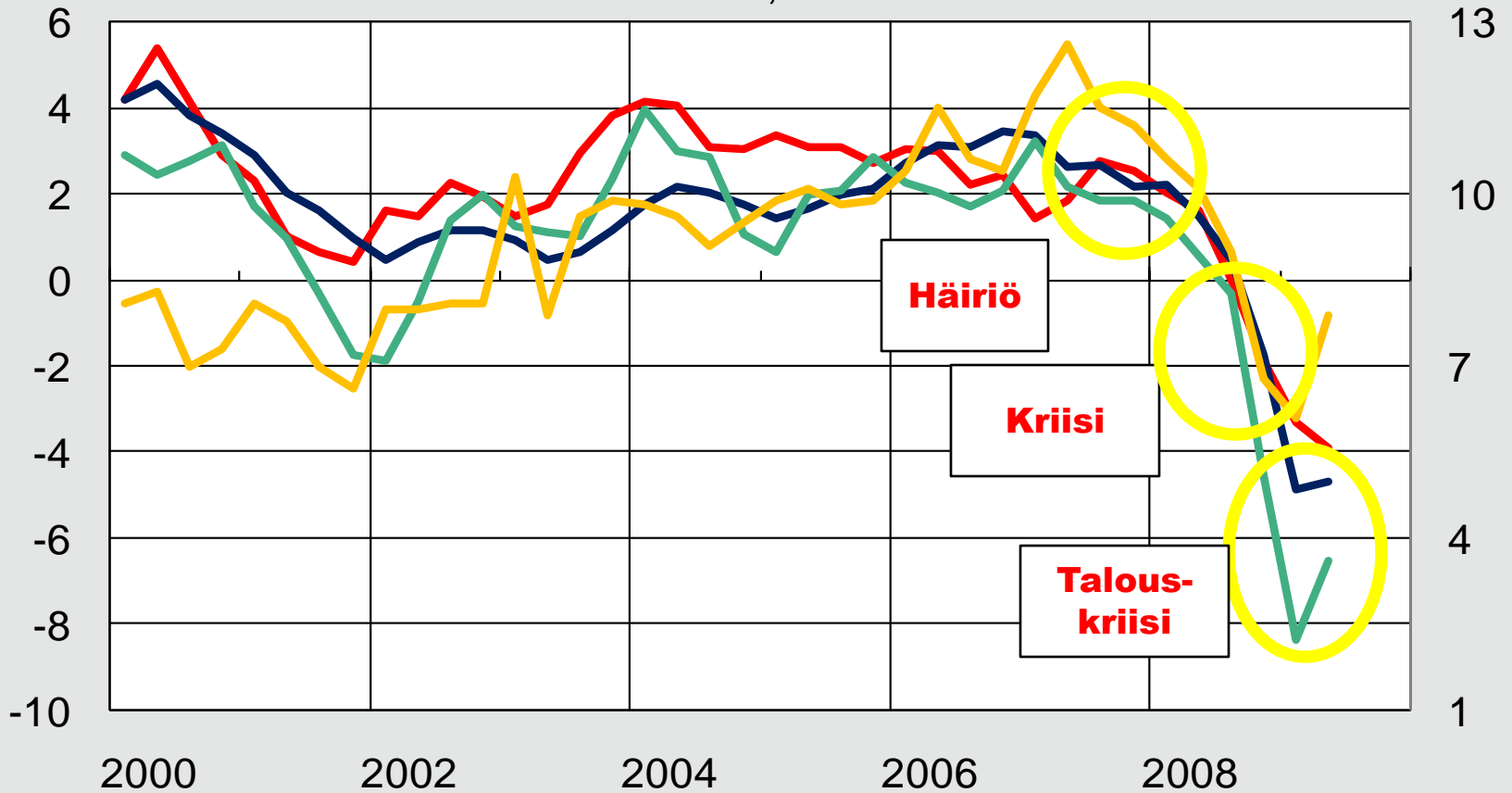


Lähde: CPB Netherlands.

# Taloukasvu keskeisillä talousalueilla

— Yhdysvallat — Euroalue — Japani — Kiina (oikea asteikko)

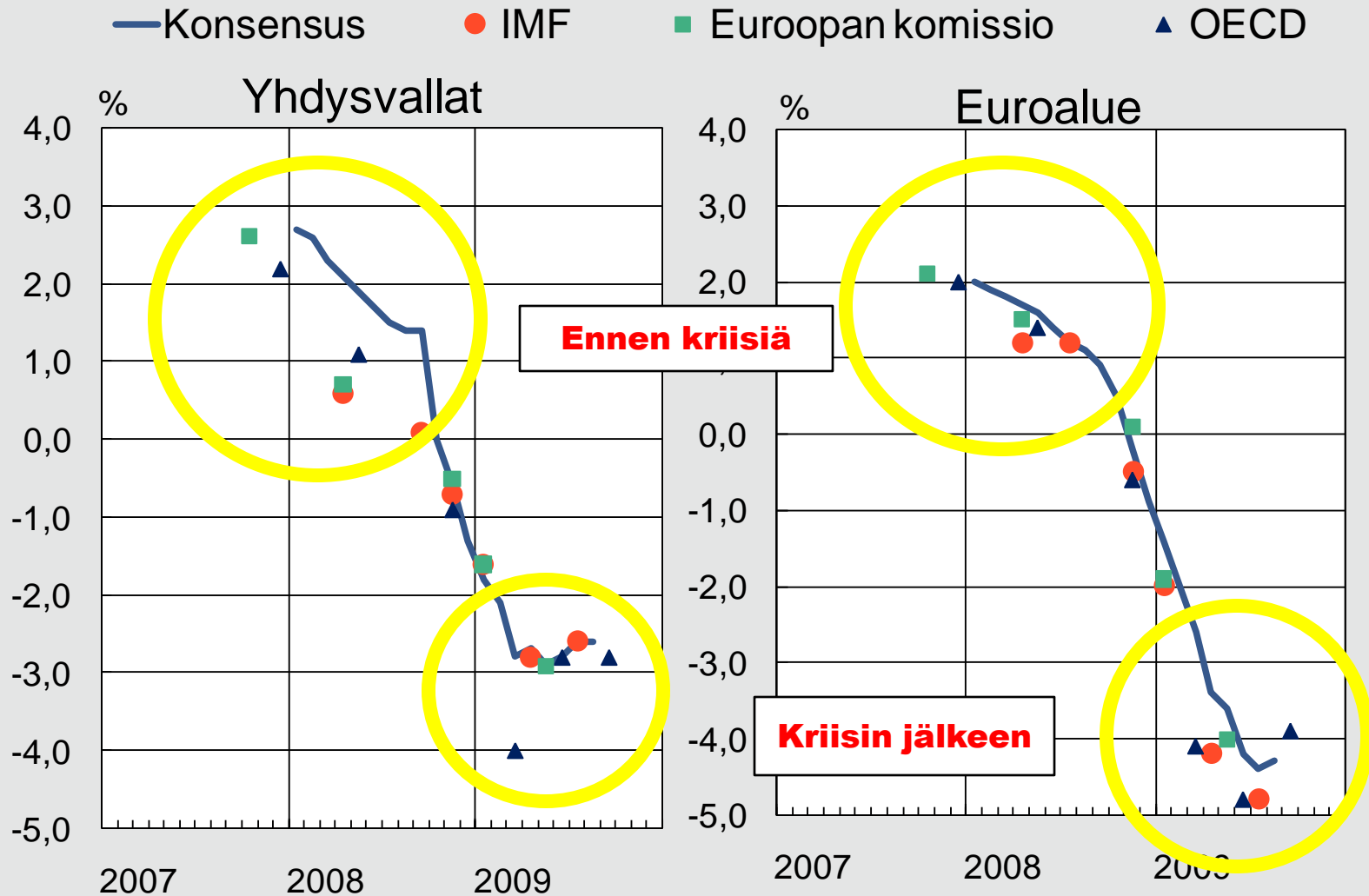
BKT:n kasvu edellisestä vuodesta, %



Lähteet: US Bureau of Economic Analysis, Economic and Social Research Institute, Eurostat ja Bloomberg.

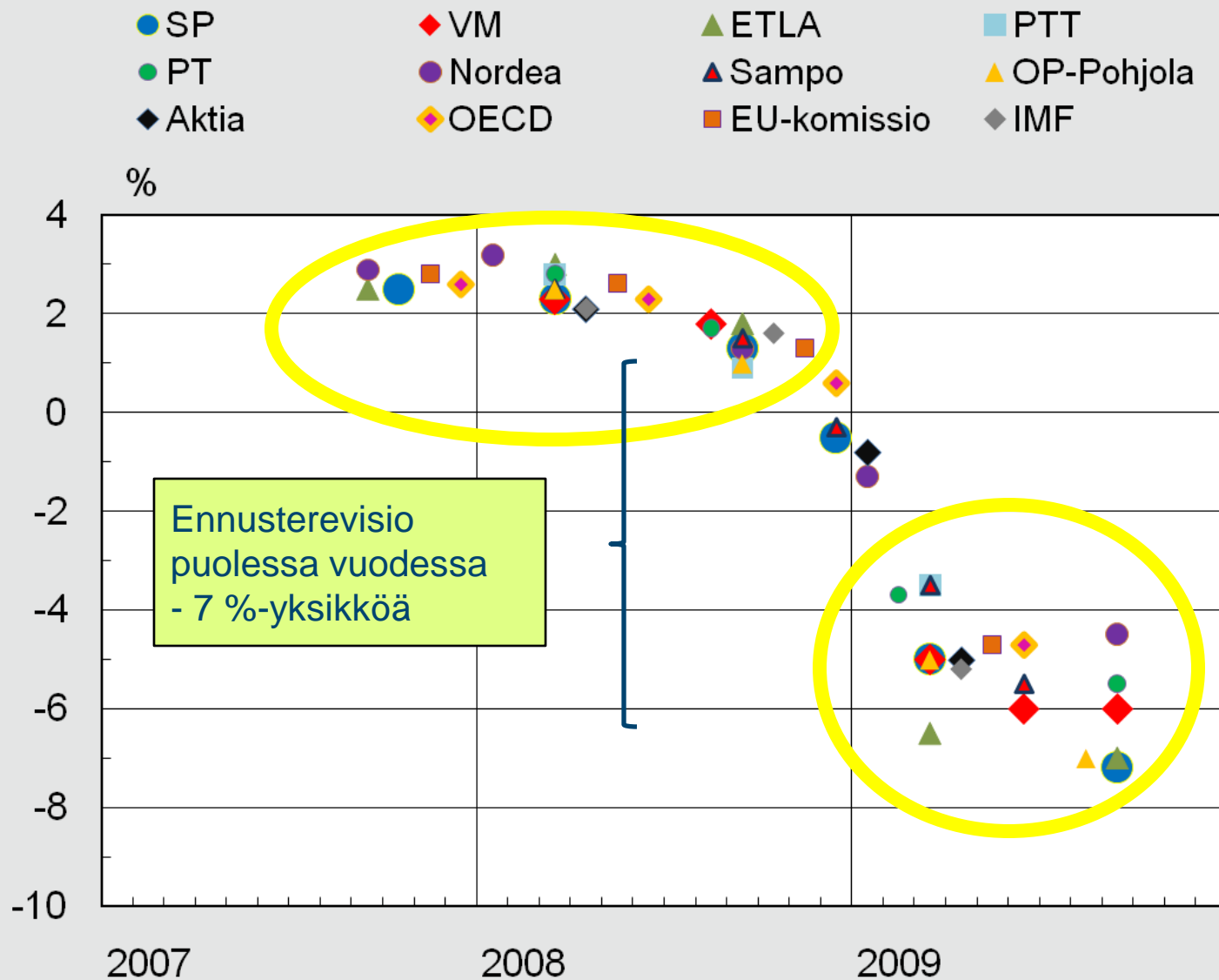


# Vuoden 2009 kasvuennusteiden muuttuminen

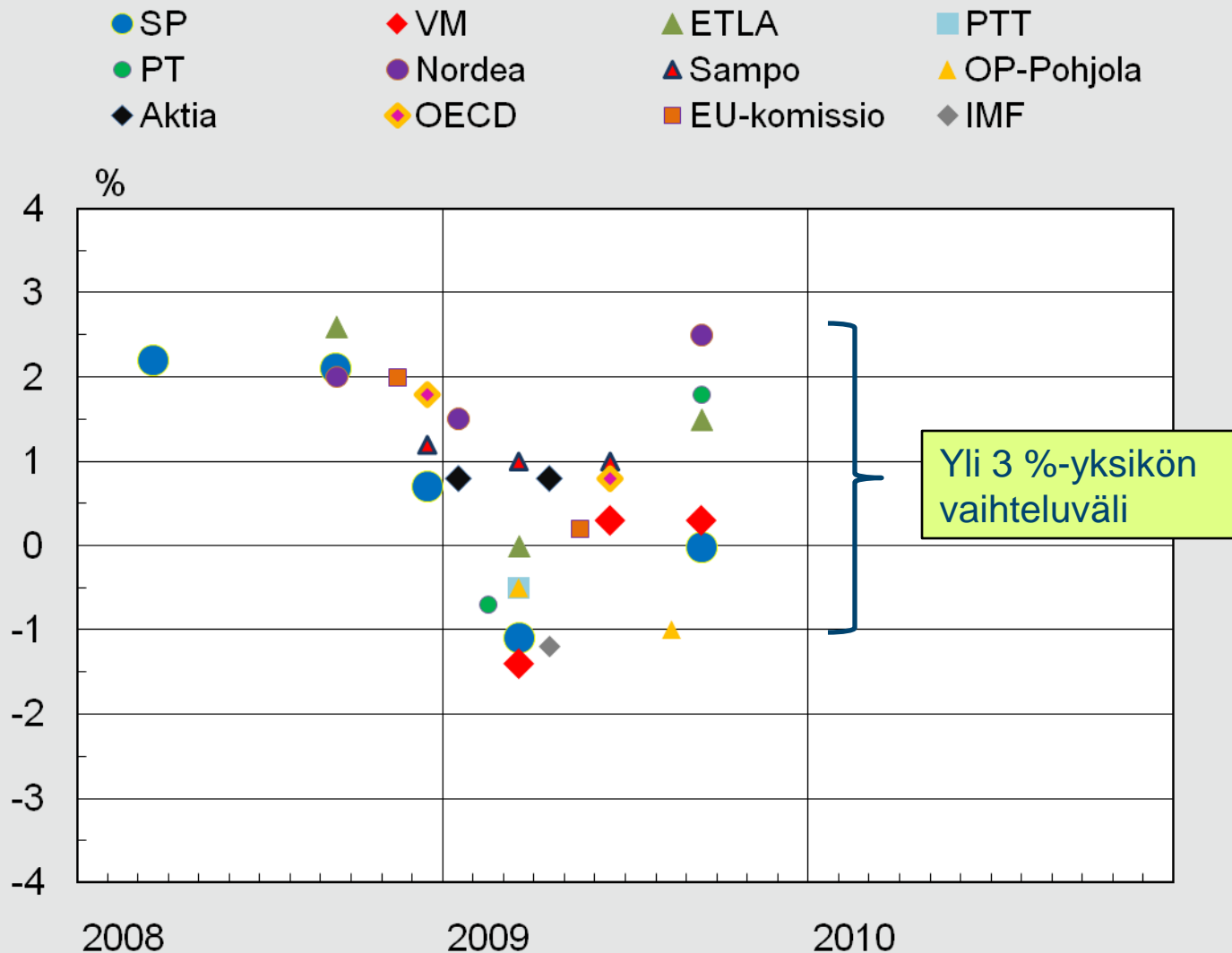


Lähteet: Consensus Economics, IMF, OECD ja Euroopan komissio.

# Ennusteet Suomen talouskasvulle vuonna 2009

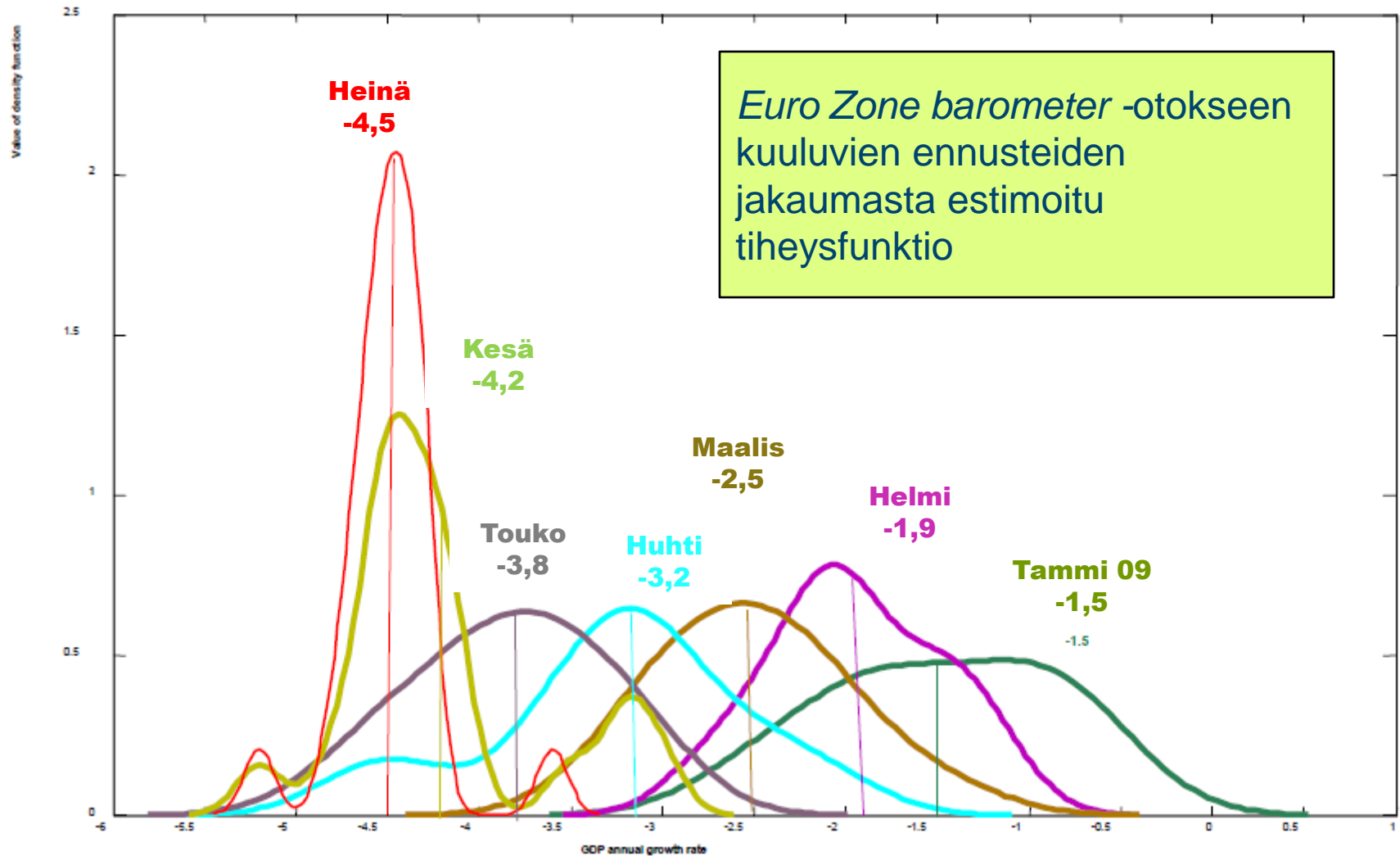


# Ennusteet Suomen talouskasvulle vuonna 2010



Lähteet: SP, VM, ETLA, PTT, PT, Nordea, Sampo, OP-Pohjola, Aktia, OECD, Euroopan komissio ja IMF.

# Euroalueen vuoden 2009 ennusteiden hajonta

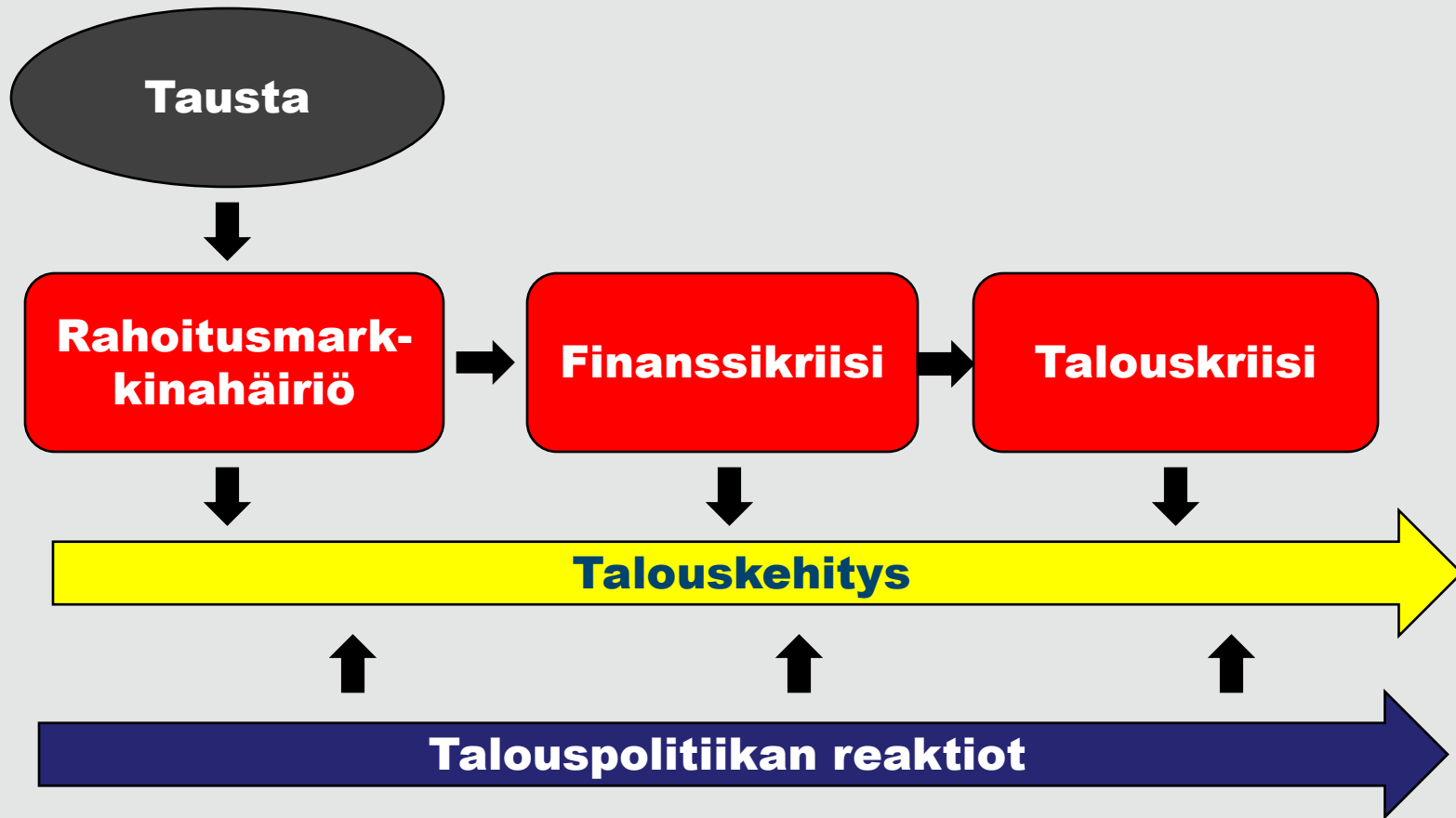


[http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/events/ecbwatchers/20090904ecb\\_trichet.pdf](http://www.ifk-cfs.de/fileadmin/downloads/events/ecbwatchers/20090904ecb_trichet.pdf)

# Johtopäätöksiä

- ◆ Ainutlaatuinen epäjatkuvuus reaalityaloudellisessa datassa
  - maailmankauppa, teollisuustuotanto ja investoinnit
  - ennusteet eivät voineet pysyä mukana
- ◆ Rahoitustekijöillä oli suuri merkitys, mutta täsmälliset kanavat vielä selvittämättä
  - luottoehtojen kiristyminen oli merkittävä tekijä syksyllä 2008 ja alkuvuonna 2009
  - heikentyneet talousnäköymät alentaneet luottojen kysyntää

# Talouspolitiikka reagoi.



# Keskeiset toimenpiteet kriisin taltuttamiseksi

- ◆ Rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn palauttamiseen tähtäävät toimet
- ◆ Hallitusten elvytystoimet
- ◆ Rahapolitiikan keventäminen

# Rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn palauttaminen

- ◆ Valtiontakaukset pankkien varainhankinnalle
- ◆ Pääomasijoitukset rahoituslaitoksiin
- ◆ Roskapankkijärjestelyt
  
- ◆ Kansainvälinen koordinointi suhteellisen onnistunutta



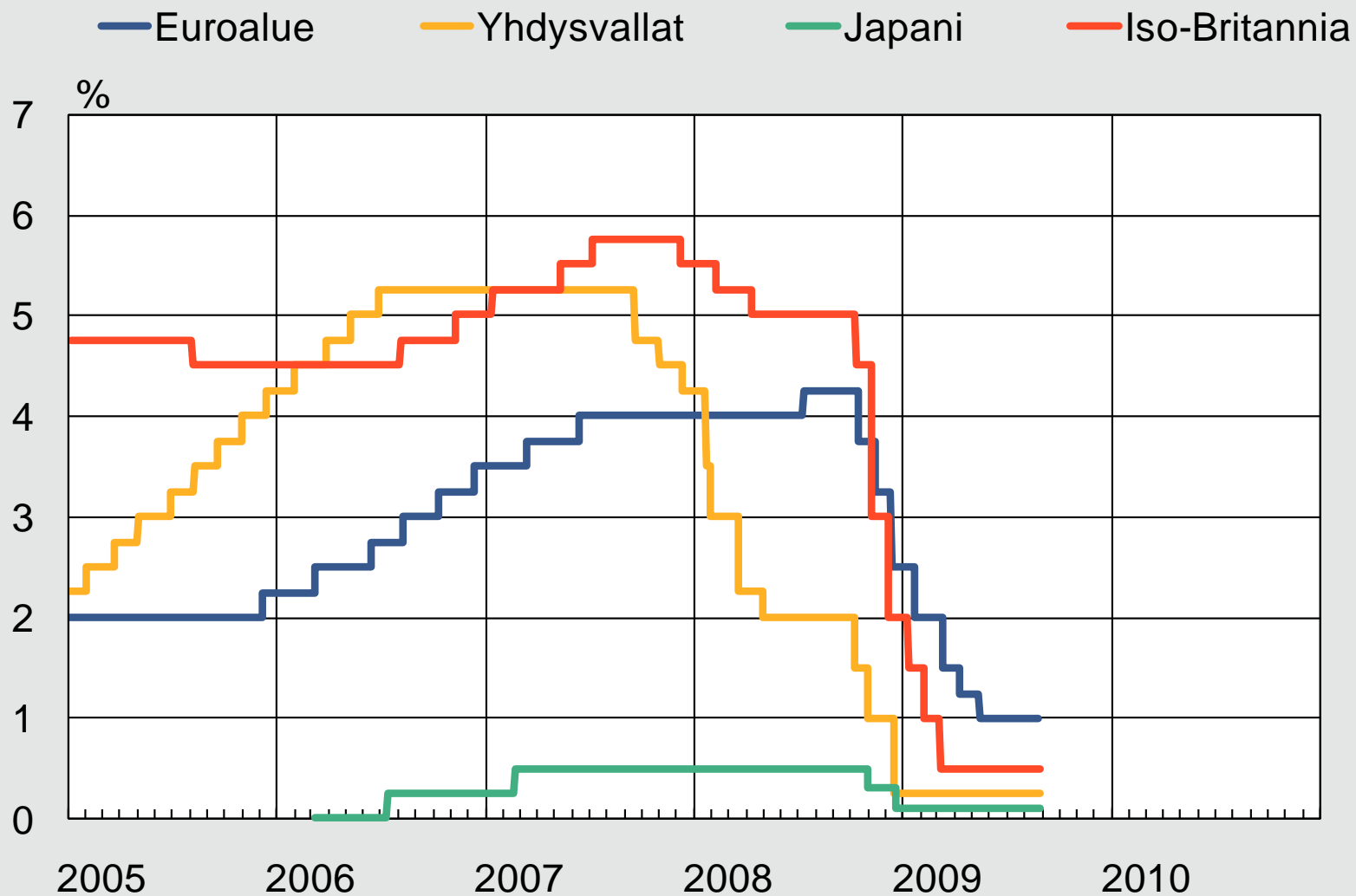
# Hallitusten elvytystoimet

- ◆ Julkisten kulutus- ja investointimenojen lisäykset
- ◆ Veronkevennykset
- ◆ Kohdistetut toimenpiteet
  
- ◆ Automaattisten vakauttajien merkitys on suuri
  
- ◆ Julkisen velan lisääntyminen toiminut vastavoimana yksityisen sektorin velkaantumisen purkamiselle

# Rahapolitiikan keventäminen

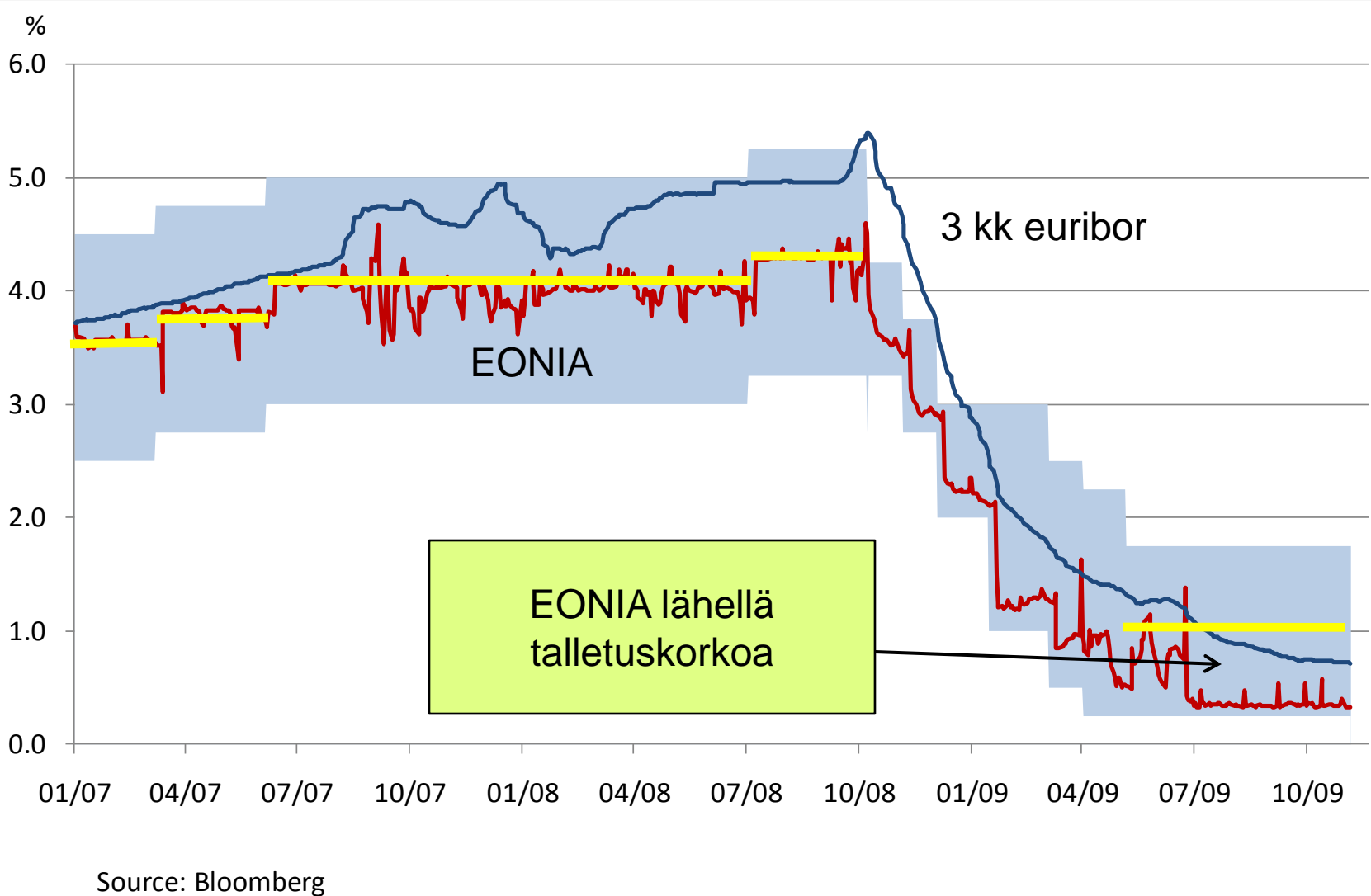
- ◆ Ohjaukorkojen alentaminen
- ◆ Epätavanomaiset rahapolitiikan keinot
  - likviditeettioperaatiot
  - luotto-operaatiot

# Keskuspankkien ohjauskorkoja

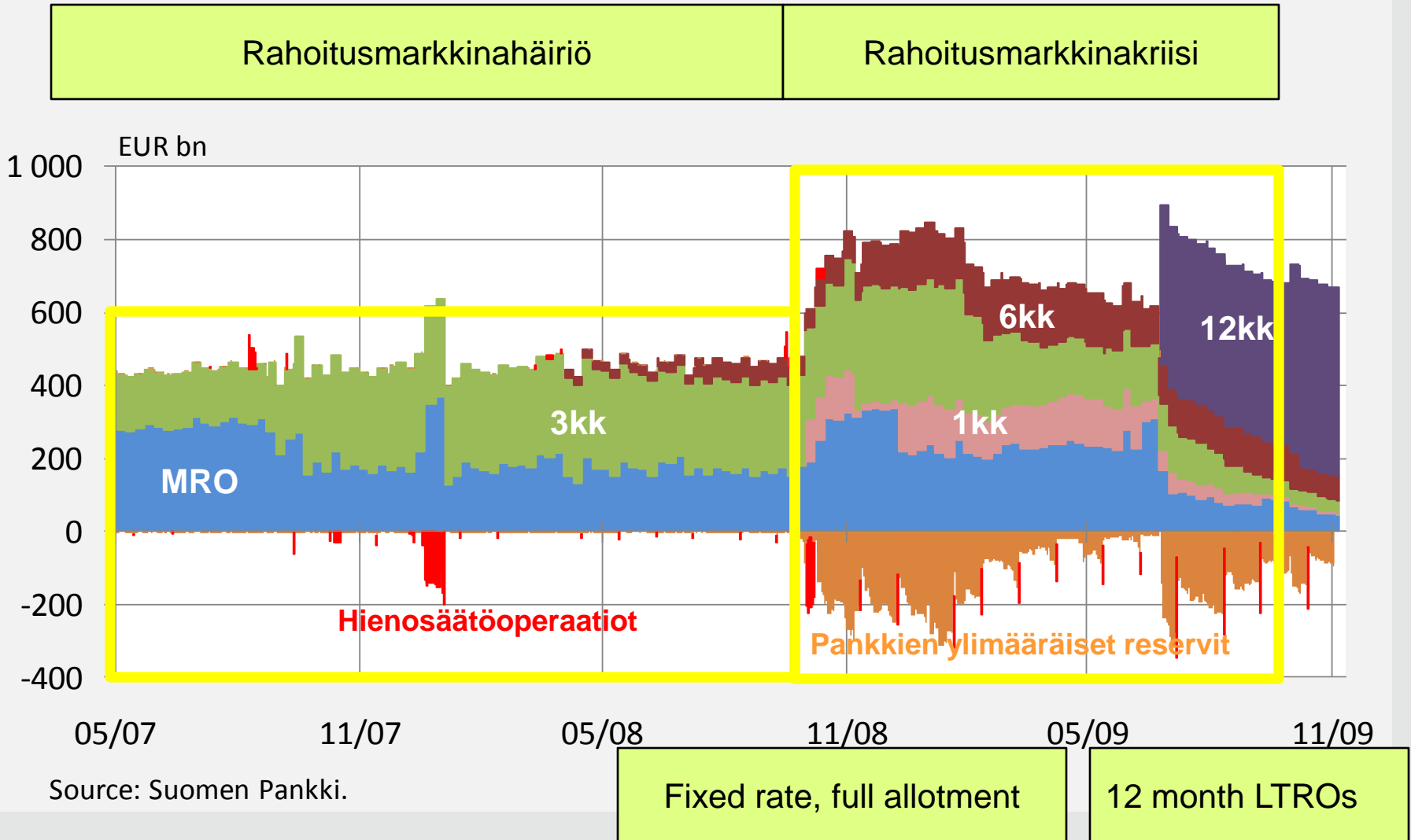


Source: ECB

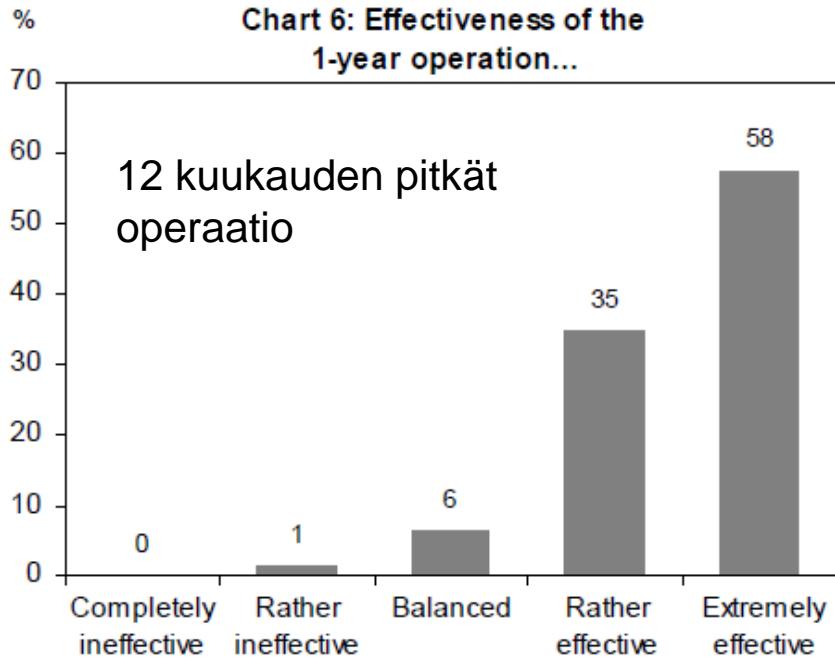
# EKP:n korkokäytävä ja rahamarkkinakorot



# EKP:n likviditeettioperaatiot

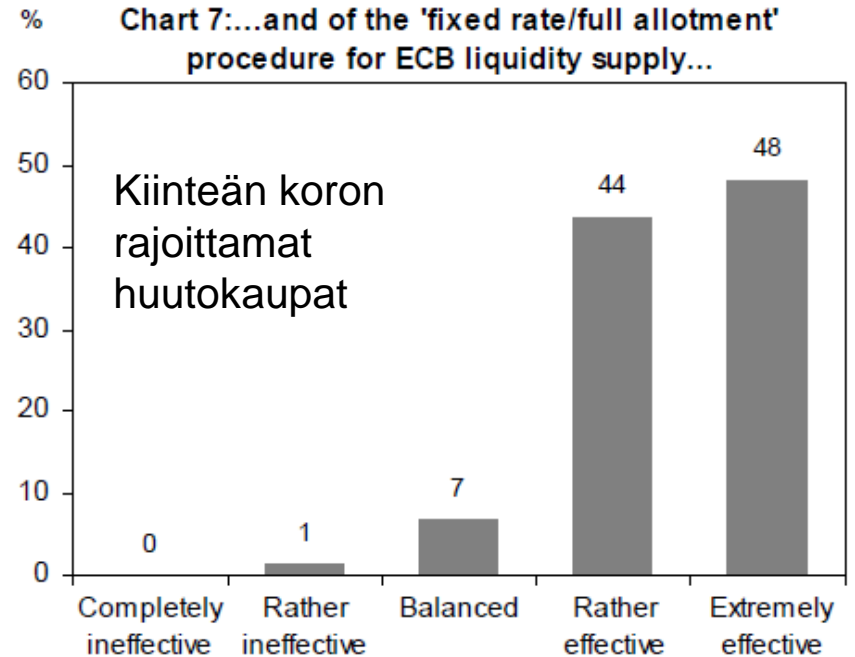


# EKP:n likviditeettitoimenpiteitä pidetään tehokkaina



Source: GS Global ECS Research

Hyvin Erittäin  
tehokas tehokas



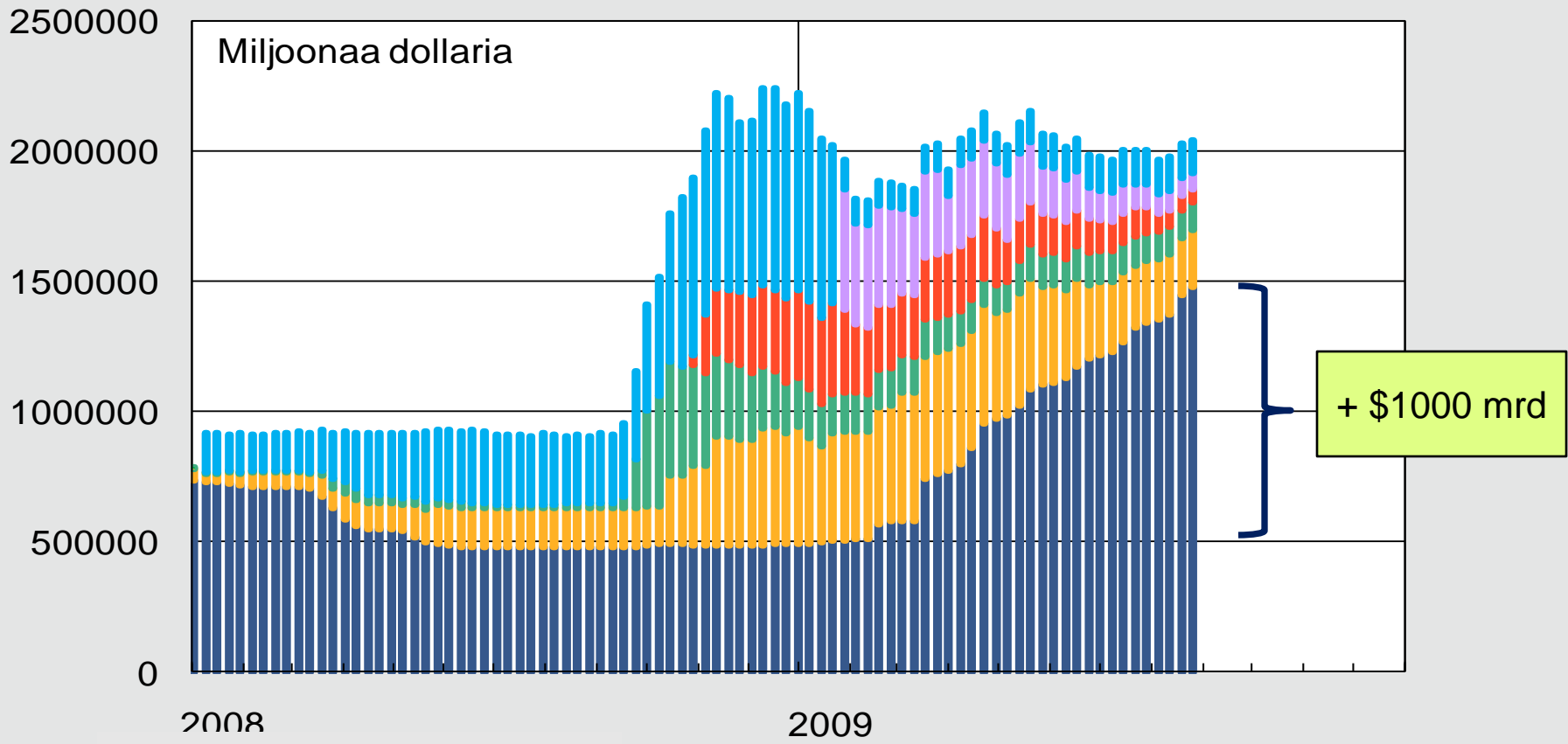
Source: GS Global ECS Research

Hyvin Erittäin  
tehokas tehokas

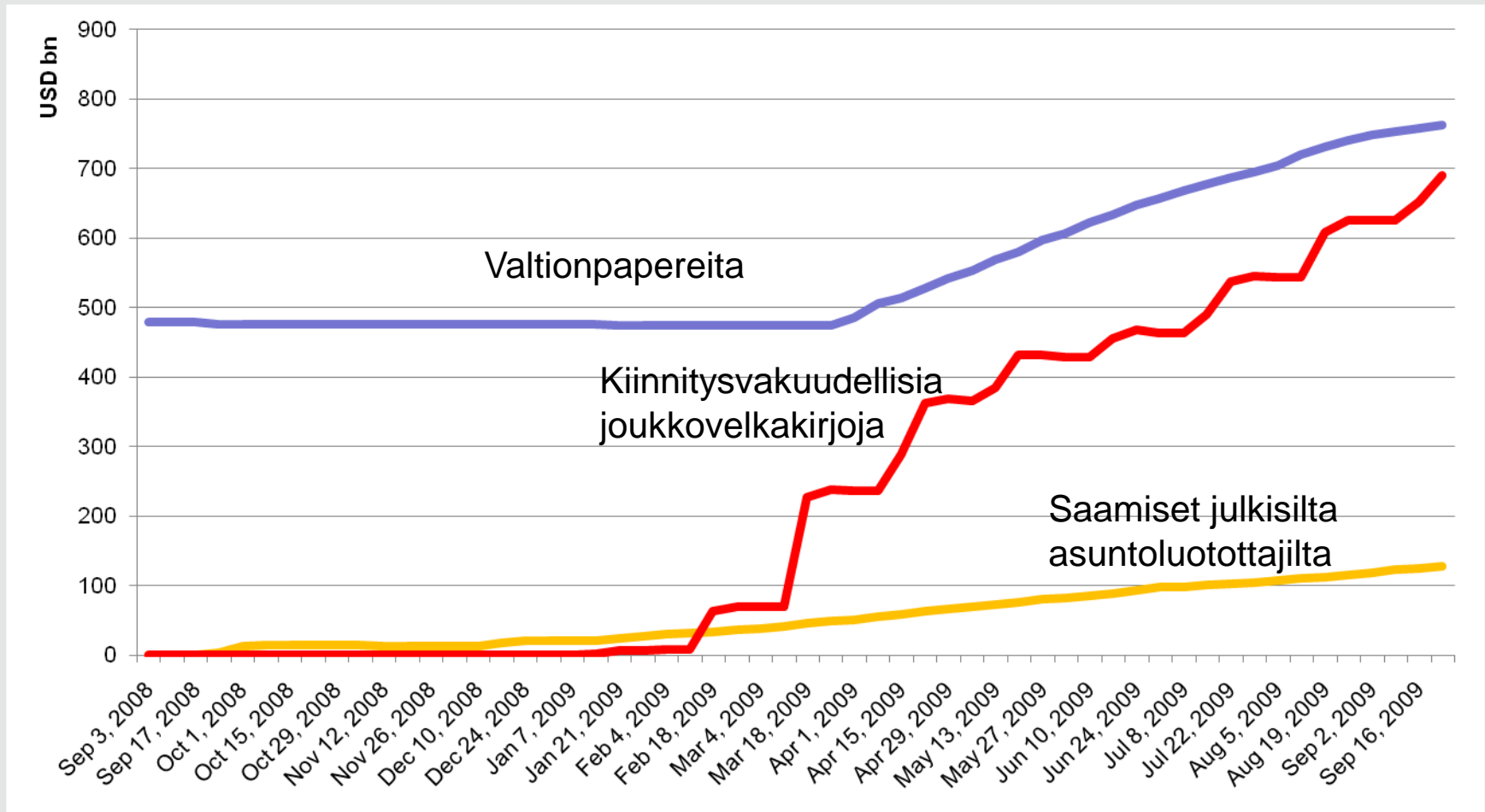
“What markets think of the ECB’s policy, exit and beyond -survey results”, Goldman Sachs European Views, October 21, 2009

# USA:n keskuspankin saamiset

- Securities held outright
  - Other loans
  - Central bank liquidity swaps
- Term auction credit
  - Commercial Paper Funding Facility
  - Other

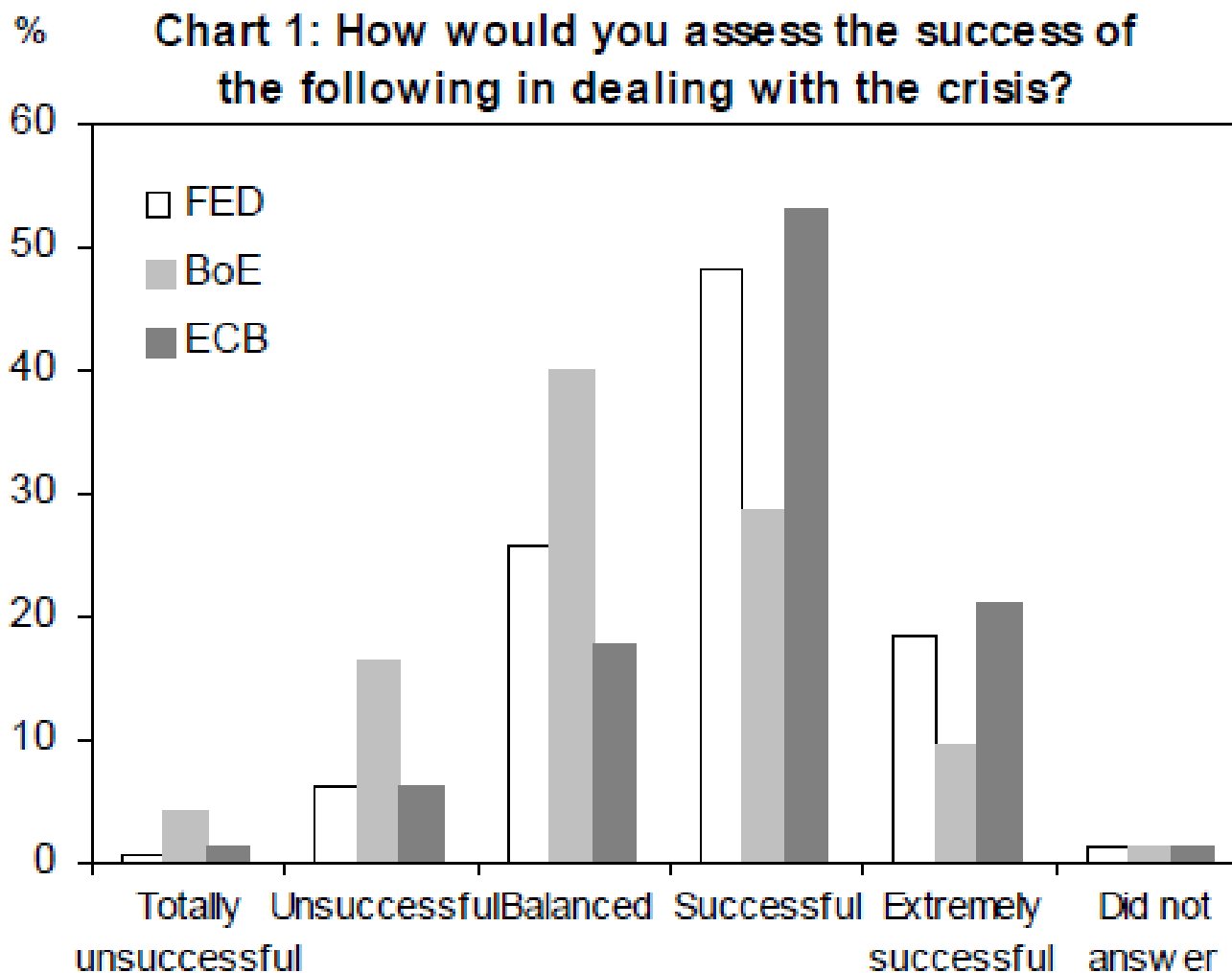


# Fedin luottopolitiikka





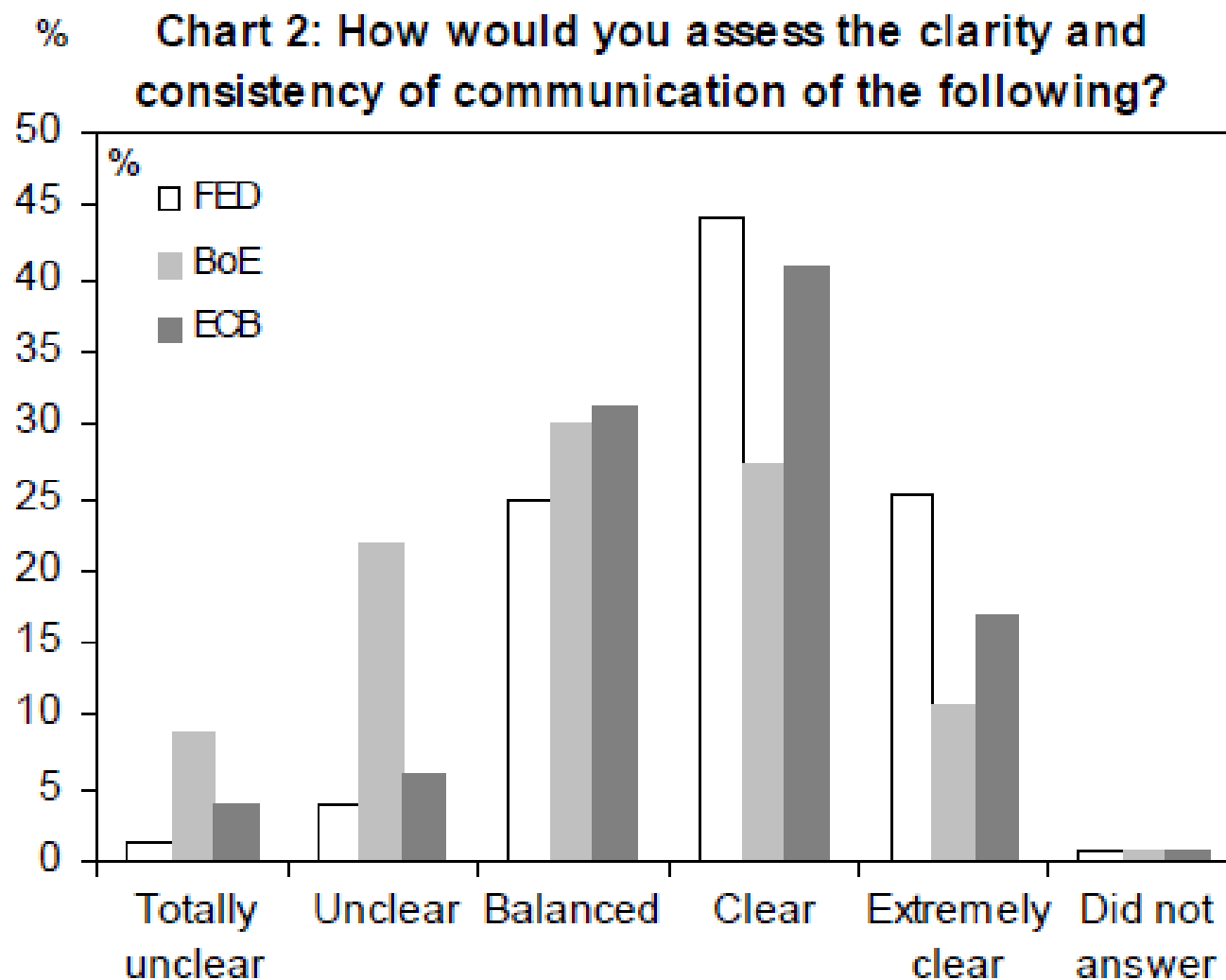
# EKP:n toimia pidetään onnistuneina jopa Fediin verrattuna



Source: GS Global ECS Research

Goldman Sachs European Views, October 21, 2009

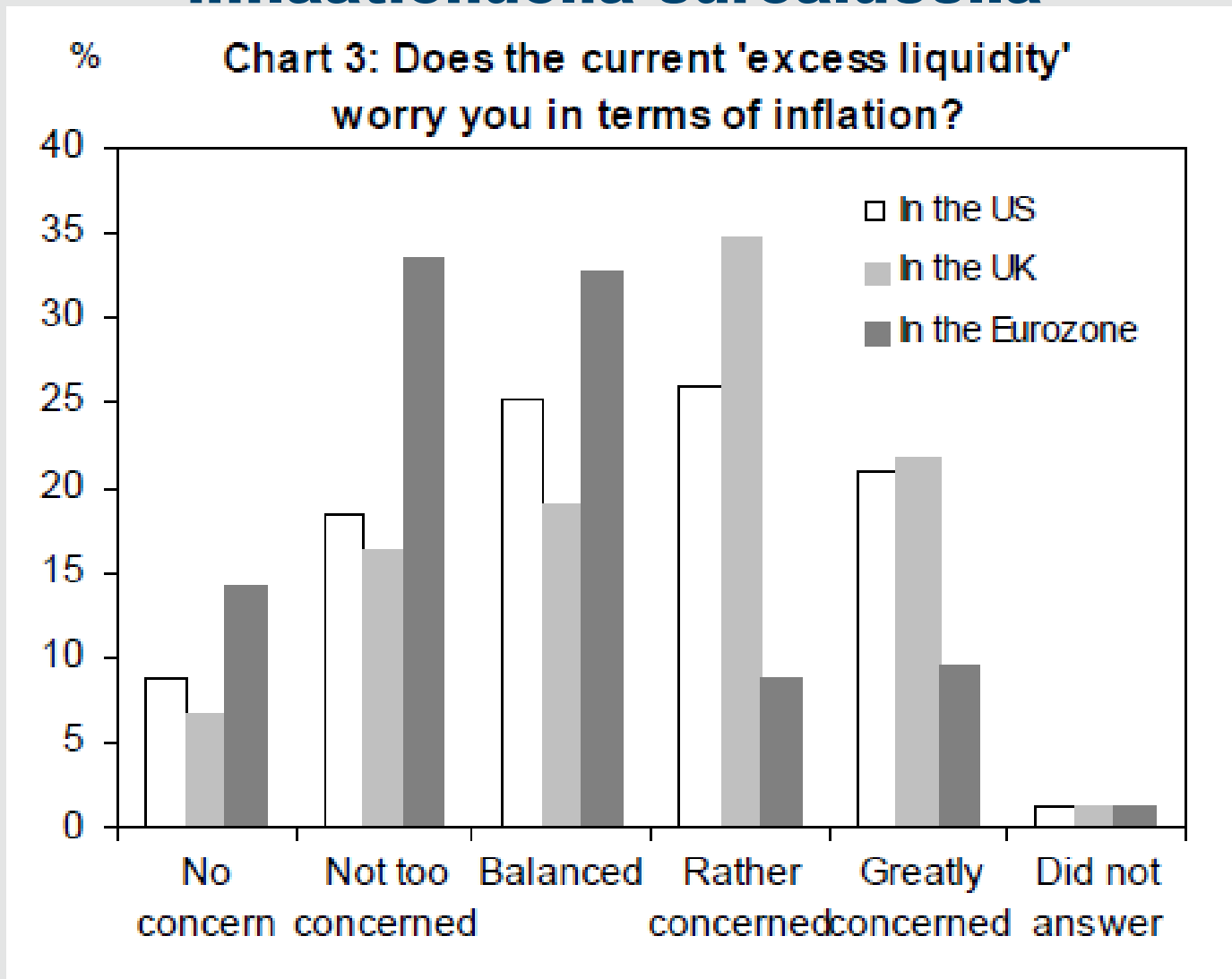
# Fed voittaa kommunikation selkeydessä



Source: GS Global ECS Research

Goldman Sachs European Views, October 21, 2009

# Ylimääräinen likviditeetti ei nosta esiin inflaatiohuolia euroalueella



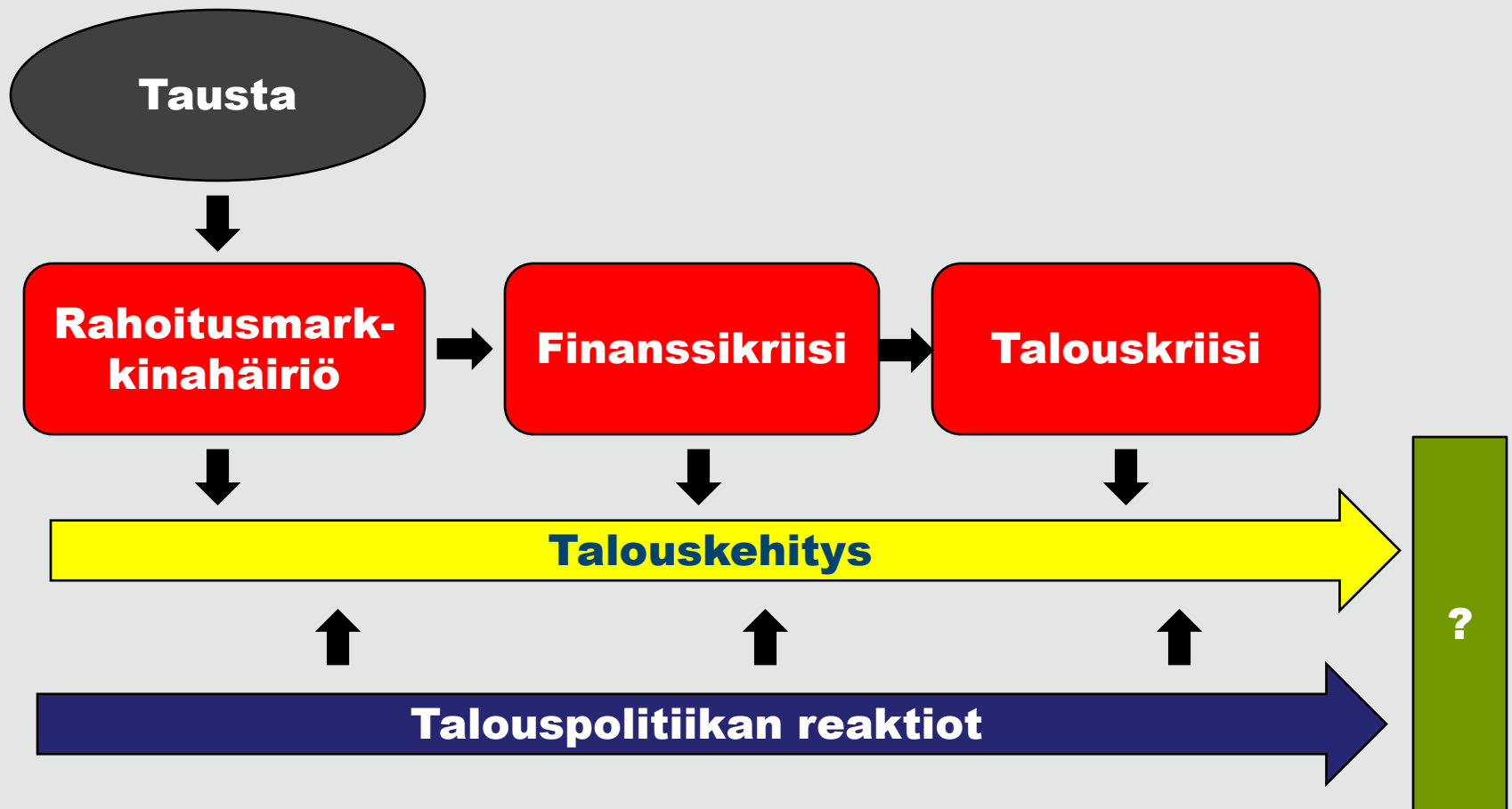
Source: GS Global ECS Research

Goldman Sachs European Views, October 21, 2009

# Johtopäätöksiä

- ◆ Toimenpiteillä estettiin rahoitusjärjestelmän romahdus ja 1930-luvun toistuminen
- ◆ Rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn palauttamiseen tähtäävät toimet ovat auttaneet niitäkin, jotka eivät ole tukitoimenpiteitä tarvinneet
- ◆ EKP:n rahapolitiikka ollut vähintään yhtä onnistunutta kuin Fedin rahapolitiikka
- ◆ Poikkeuksellisilla toimilla myös sivuvaikutuksia
  - kilpailun väheneminen rahoitusmarkkinoilla
  - regulaatiouudistusten vastustaminen voimistuu kun hätä pienenee
  - huippualhaiset korot voivat tuottaa uusia kuplia

# Tarina jatkuu ...



# Vakautuminen on käynnissä

- ◆ Rahoitusjärjestelmän toimintakyky palautunut
  - riippuu kuitenkin edelleen tukitoimista ja alhaisesta korosta
- ◆ Reaalitalouden vapaa pudotus on takanapäin
  - ”vihreitä versoja” on näkyvissä
- ◆ Elpyminen kehittyneissä maissa on hidasta
  - työttömyyden nousu
  - luottotappioiden kasvu
  - velkaantumisen purkaminen
  - julkisten alijäämien kasvu
- ◆ Potentiaalisen tuotannon taso laskee
  - mikä on uusi potentiaalisen tuotannon kasvuvauhti?
  - mikä on ”uusi normaali”?

# Irtaantuminen poikkeuksellisista toimenpiteistä

- ◆ Pankkien toimintakyvyn palauttamiseen tähtäävät toimet
  - pääomittamista ja pankkien restrukturointia tarvitaan lisää
- ◆ Finanssipolitiikan kiristämisen tarve tulee vastaan
  - huolet julkisen talouden kestävyydestä kasvavat
  - markkinat reagoivat nyt aiempaa herkemmin
  - jossain vaiheessa tarvitaan tilaa yksityisten investointien rahoittamiselle
- ◆ Irtaantuminen poikkeuksellisista rahapoliittisista toimenpiteistä
  - tapahtuu osin automaattisesti
  - tekninen valmius, ajoitus auki
- ◆ Toivottava järjestys
  - julkisen talouden konsolidointi alkaa ensiksi

# Huolenaiheita

- ◆ Ajaudutaanko vanhanaikaisesti inflaatioon valtionvelan reaalisesti vähentämiseksi?
  - ei, paitsi siinä tapauksessa, että keskuspankeilta viedään itsenäisyys ja rajoja pannaan kiinni.
- ◆ Irtautuminen ”teollisuuspoliittisista” tukitoimista epäonnistuu ja protektionistiset paineet kasvavat työttömyyden noustessa.
- ◆ Globaalit tasapainottomuudet jatkuvat
  - euroalue joutuu sijaiskärsijäksi euron liiallisen vahvistumisen vuoksi



**Kiitos.**