

Miten taloustiede muuttuu finanssikriisin jälkeen?*

Seppo Honkapohja

Johtokunnan jäsen

Suomen Pankki

Johdanto

Tämänhetkinen talous- ja rahoituskriisi on nyt kestänyt yli kolme vuotta. Kriisi on ollut rauhanajan vaikein sitten 1930-luvun suuren lama-kauden. Nykykriisillä, josta englanniksi käytetään usein nimitystä ”the Second Great Contraction” eli ”toinen suuri taantuma”, on ollut mittavia vaikutuksia eri maihin ja maailmantalouteen. Menetetty tuotanto on ollut merkittävä maailmantalouden päätalousalueilla, ja kestää joitakin vuosia ennen kuin useimmat markkinatalousmaat ovat saavuttaneet bruttokansantuotteella mitaten kriisiä edeltäneen elintason. Esimerkiksi Suomessa taso saavutettaneen vasta vuonna 2012.

Ekonomistit eivät – joitakin poikkeuksia lukuun ottamatta – osanneet ennakoida tulevaa kriisiä, mikä on synnyttänyt voimakasta taloustieteen arvostelua ja herättänyt vilkasta keskustelua talous- ja rahoitustieteiden tutkimuksen erheellisistä suuntauksista. Jotkut ekonomistit, kuten Paul Krugman New York Times -lehdessä syyskuussa 2009, ovat vaatineet taloustieteen

perusteellista uudelleen suuntaamista. Toiset ovat puolustaneet taloustiedettä ja huomauttaneet, että tämänhetkisestä tutkimuksesta löytyy paljon esimerkkejä ns. relevanteista tutkimusalueista.

Ei ole yllätys, että mielipiteiden kirjo tässä keskustelussa on laaja eikä mitään konsensusta ole näköpiirissä. Tällä hetkellä ei ole järkevää yrittää luoda systemaattista katsausta käynnissä olevaan debattiin. Lähdenkin liikkeelle toisesta suunnasta eli tarkastelen lyhyesti talouskriisin syitä ja kommentoin niiden perusteella taloustieteen ongelmakohtia ja muutoksia, joita on havaintojeni mukaan alkanut tapahtua taloustieteessä. Esitykseni loppupuolella siirryn yleisemmälle tasolle ja pohdin lyhyesti makrotaloustieteen metodologisia lähtökohtia ja niiden muutospaineita.

Talouskriisin syistä

Tällä hetkellä tutkijoiden ja päätöksentekijöiden johtopäätös talouskriisiin johtaneista kehityskuluista on, että kriisille ei ole olemassa vain

* *Puhe VATT:n 20-vuotisjublaseminaarissa 1.10.2010.*

yhtä tiettyä syytä. Kriisi syntyi monien tekijöiden yhteisvaikutuksesta.

Makrotalouden ja rahoitusjärjestelmän olosuhteet ennen kriisiä olivat poikkeuksellisen suotuisat. Kasvu oli ripeää, inflaatio pysyi alhaisena, likviditeettiä oli hyvin tarjolla ja rahoitusmarkkinoiden heilahtelut olivat pieniä ja riskipremiot matalat. Nämä olosuhteet ruokkivat, paitsi ripeää talouskasvua, ennen kaikkea voimakasta luottosykliä, jonka nousuvaiheessa monet tasapainottomuudet eivät saaneet tarpeeksi huomiota. Asunto- ja kiinteistö hinnat nousivat monissa maissa korkealle, mitä ruokki voimakas luottojen ja velkaantumisen kasvu. Pankkijärjestelmä nojautui entistä laajemmin luottojen arvopaperistamiseen, minkä kuviteltiin vähentävän rahoituksen tarjoajien riskejä.

Myös makrotaloudellisilla tekijöillä oli merkitystä. Luotonannon kasvu erityisesti Yhdysvalloissa perustui merkittävässä määrin globaaleihin tasapainottomuuksiin, jolloin paradoksaalisesti sijoituspääomat virtasivat kehittyvistä maista rikkaisiin maihin, erityisesti Yhdysvaltoihin. Epätasapainoista tärkein on Kiinan ja Yhdysvaltain välinen tilanne. Kriisin aikana tämä epätasapaino kaventui jonkin verran, mutta se ei ole korjaantunut. Viime vuosikymmenen alun rahapolitiikkaa ja matalia korkoja on niin ikään kritisoitu. Matala korkotaso kannusti etsimään korkeampia tuottoja, mikä johti riskien alihinnoitteluun ja liialliseen riskinottoon.

Rahoitusmarkkinoiden, rahoitusinstituutioiden ja sääntelyn toiminnassa esiintyneet ongelmat muodostavat kolmannen lohkon talouskriisin syistä. Yksi osa oli rahoituksenvälityksen kannustimien vääristyminen. Pyrkimys riskien jaon tehostamiseen motivoi laajalti laskemaan liikkeeseen ja myymään omaisuusvaikudellisia arvopapereita, mm. yhteen niputet-

tuja asuntolainoja, kulutusluottoja ja yrityslainoja sekä muita strukturoituja tuotteita. Tämä luottojen arvopaperistaminen heikensi lainantajien kannustimia arvioida lainanottajan maksukykyä. Ongelmaksi osoittautui se, että useista syistä riskit eivät levinneet riittävästi pankkijärjestelmän ulkopuolelle. Kun markkinat ajautuivat kriisiin, oli merkittävä osa ongelmaluotoista pankkijärjestelmän vastuulla, mikä johti suuriin tappioihin ja monissa tapauksissa pankkien pääomittamiseen julkisista varoista. Myös rahoitusinstituutioiden sisällä sovelletut palkkiorakenteet sisälsivät kannustimien vääristymistä. Monissa sopimuksissa ei käytännössä rajoitettu tuottoja, mutta tappioille oli asetettu rajat, mikä rohkaisi liialliseen riskinottoon.

Myös erilaiset informaatio-ongelmat vaikuttivat rahoituskriisiin syntyyn. Yhtenä keskeisenä lähteenä olivat luottobuumien aikana luodut uudet monimutkaiset arvopaperit. Edes yksinkertaisten pakettimuotoisten arvopapereiden riskien ja arvon arvioiminen ei ole mutkatonta. Arviointiongelmat mutkistuivat entisestään, kun käyttöön otettiin hyvin monimutkaisia arvopapereita, jotka sisälsivät optioita sekä muita erityyppisiä ja -tasoisia instrumentteja. Informaatio-ongelmia aiheuttivat myös kriisin aikana syntyneet merkittävät vastapuolirisikit ja niiden vaikutus suurella velkarahoitusosuudella toimivien rahoituksenvälittäjien käyttäytymiseen.

Heikkouksia paljastui myös rahoitussääntelyn ja -valvonnan puolella. Menemättä yksityiskohtiin voidaan todeta, että ennen finanssikriisiä edeltävinä vuosina rahoitusjärjestelmän muutos oli poikkeuksellisen nopeaa eivätkä sääntelyjärjestelmät pysyneet tässä kehityksessä mukana. Kriisi on osoittanut, etteivät itsesäätely ja markkinoiden asettamat vaatimukset riitä

takaamaan rahoitusjärjestelmän vakautta. Tämä on viime vuosien tapahtumien yksi tärkeistä opetuksista.

Vuoden 2008 jälkipuolella tapahtunut kriisin leviäminen globaaliksi reaalityalouden taantumaksi on ilmiö, josta saadaan tärkeitä opetuksia. Rahoitusjärjestelmä on joskus keskeinen reaalityalouden häiriöiden lähde, ja sen häiriöiden vaikutukset leviävät laajalle. Tästä syystä finanssijärjestelmän vakauden turvaaminen on tulevaisuudessa tärkeä osa talouspolitiikkaa. Vastaavasti rahalla, luotoilla ja pankkitoiminnalla on oltava keskeinen sija makrotaloustieteessä, vaikka osa markkinatalouksien suhdanvaihteluista onkin ”tavallisia” eikä rahoitusjärjestelmä tuolloin ole epävakauden lähde.

Kriisi on myös ollut oppitunti makrotalouspolitiikalle. Yhtäältä keskuspankkien rahapoliittiset ja toisaalta eri maiden hallitusten finanssipoliittiset elvyttävät toimet pystyttiin toteuttamaan yhteistyössä, mikä esti kriisin muuttumisen varsinaiseksi globaaliksi lama-kaudeksi. Koettu ”toinen suuri taantuma” on kuitenkin ollut vaarallisin makrotalouden häiriötilanne toisen maailmansodan jälkeen. On syytä huomauttaa, ettei kriisi ole vielä ohi ja uusia häiriöitä saattaa hyvinkin tulla vastaan. Finanssikriisien tyypillinen kolmas vaihe, julkisen talouden velkakriisi, käynnistyi toden teolla vasta tämän vuoden alkupuolella, ja sen hoitaminen tulee viemään monia vuosia. Lopullinen ulospääsy kriisistä on vielä kaukana, vaikka useimmat kansantaloudet ovatkin päässeet kiinni talouden kasvuun.

Kriisin opetukset taloustieteelle

Pohdittaessa kriisin antamia opetuksia taloustieteelle on syytä tehdä erottelu varsinaisen taloustieteen – paino siis sanalla tiede – ja ta-

louden ohjausmekanismien suunnittelun ja käytön välillä. Jälkimmäisellä tarkoitan sekä yksityisten että julkisten toimijoiden käyttämiä päätöksenteko-, hallinta- ja sääntelyjärjestelmiä, joilla pyritään tiettyihin määriteltyihin tavoitteisiin. Oma näkemykseni on, että talouskriisi on ennen kaikkea paljastanut puutteita sekä yksityisten että julkisten taloudenpitäjien ohjausjärjestelmissä. Sen sijaan talouskriisi ei varsinaisesti ole itse taloustieteen kriisi, vaikka taloustiede onkin yksi askel uusien talouden ohjausjärjestelmien kehittämistyössä. Taloustieteen tutkimuksen uudelleen suuntaamiselle on hyviä perusteita.

Kriisiin vaikuttaneet rahoitusjärjestelmättekijät ovat antaneet talous- ja rahoitustieteiden tutkijoille tärkeän yleisen viestin. Kriisissä esille tulleet ongelmat soveltuvat hyvin taloustieteellisen analyysin kohteeksi. Uudet teoriat ja mallit eivät kuitenkaan voi lähteä hypoteesista, että sääntelemättömät rahoitusmarkkinat toimivat hyvin eikä markkinoilla synny kuplia, ylivelkaantumista ja liiallista volatilitteettia.

Rahoitusmarkkinoilla saatavilla oleva informaatio on aina epätäydellistä. Finanssikriisissä informaation vajavaisuus on yleistä ja epävarmuudet kärjistyvät nopeasti, mikä puolestaan johtaa uusiin ilmiöihin ja ongelmiin. Laumakäyttäytyminen ja paniikit ovat yksi esimerkki informaatiovajauksien ja epävarmuuksien kärjistymisen seurauksista. Informaatio rahoitusmarkkinoilla on lisäksi usein epäsymmetristä, millä on myös vakavia seurauksia. Näistä tunnetuin on moraalikato (moral hazard). Parhailaan käytävä keskustelu pankkijärjestelmän ”too-big-to-fail” -ongelmasta ja sen ratkaisukeinoista on hyvä esimerkki ilmiöstä, jossa moraalikato on keskeinen ulottuvuus.

Toisen suuren taantumien syntyyn vaikuttivat myös makrotaloudelliset tekijät. Näistä glo-

baalit tasapainottomuudet ovat ilmiö, joka on lähinnä seuraus perustavaa laatua olevista vaikeuksista globaalin finanssijärjestelmän toiminnassa ja harjoitetun talouspolitiikan epäonnistumisesta. Vaikka nämä tasapainottomuudet eivät ole taloustieteen ”vika”, on ilmiö tuonut esiin tärkeitä opetuksia myös makrotalouden tutkimukselle.

Taloushistorian opinnoilla tulisi olla nykyistä merkittävämpi asema makrotaloustieteen opinto-ohjelmissa. On tullut tuskallisella tavalla selväksi, että rahoitusmarkkinoiden rajut nousut ja romahdukset ovat melko säännönmukaisia – eivät mitään harvinaisuuksia. Kun aiempia rahoituskriisejä ymmärretään entistä paremmin, saadaan lisätietoa tämänhetkisen kriisin analysointiin. Juuri nyt on erityisen opettavaista tarkastella valtiontalouksien velkakriisien historiaa.

Viimeaikaisesta taloushistoriasta saa myös toisen, hyvin erilaisen opetuksen. Akateemiset tutkijat ja talouden päätöksentekijät eivät saisi antaa rauhallisten aikojen hämätä itseään. Nykyistä kriisiä edeltäneet kaksi vuosikymmentä – joista taloustieteessä käytetään nimitystä ”the Great Moderation” – olivat kansainvälisessä taloudessa suhteellisen rauhallista aikaa. Tämä pitkä rauhallinen jakso vaikutti rahoitusmarkkinoiden toimijoiden, valvojen ja keskuspankkien edustajien näkemyksiin rahoitusjärjestelmän toimintaan sisältyvistä riskeistä. Suuri yllätys kriisissä oli, että pankkipaniikki syntyi ns. varjopankkijärjestelmässä.

Great moderation -ajanjakso vaikutti myös taloustieteilijöiden käsityksiin rahan ja luotonannon merkityksestä makrotaloudessa. Perinteiset makrotalousmallit eivät riittävästi korostaneet rahan, luotonannon ja velkaantumisykliä merkitystä. Talouden keskeisimpien kitkatekijöiden oletettiin tulevan reaalityou-

den puolelta. ”Tavallisia” suhdannevaihteluja on toki olemassa, mutta rahoitusjärjestelmä voi ajoittain olla suurten häiriötilojen lähde. Rahoituksen häiriöiden välittymismekanismien ja seurausten ymmärtäminen edellyttää uutta sukupolvea makrotaloudellisissa malleissa.

Taluskriisin seuraukset taloustieteelle eivät rajoitu makrotalous- ja rahoitustieteiden tutkimukseen. Kriisillä on huomattavat seuraukset muuhun talouteen ja yhteiskuntaan. Taloustieteessä monet soveltavat tutkimusalueet nousevat kriisin myötä tärkeään asemaan. Näistä mainittakoon työttömyyttä ja työmarkkinoiden toimintaa koskevat analyysit, julkisen talouden meno- ja verokysymykset sekä ”fiskaalinen stressitila” talouspolitiikassa tulevina vuosina.

Taloustieteen perusteiden arviointia

Kuten edellä totesin, taluskriisi on perustellusti muuttanut taloustieteen tutkimuspainotuksia. Monet taloustieteen tutkijat ovat parhaillaan kehittämässä uusia makrotalouden ja rahoitusjärjestelmän toimintaa tarkastelevia teorioita ja malleja. Niistä suurin osa rakentuu perinteiselle metodologialle. Makrotaloustieteessä tätä valtavirtaa edustavat dynaamiset ja stokastiset yleisen tasapainon mallit, lyhyesti DSGE-mallit.

Kriisin myötä taloustieteen valtavirran ulkopuoliset tutkimussuunnat ovat aktivoituneet. Jotkut tutkijat ovat esimerkiksi viitanneet Keynesin uuteen relevanssiin, mikä oman käsitykseni mukaan on pahasti yliampuvaa. Yleistä inspiraatiota Keynesin ajatuksista kyllä löytyy, mutta varsinaisessa teorioiden rakentamisessa hänen Yleinen teoriansa on hyödytön. Esimerkkinä eri tutkimussuuntausten aktivoitumisesta voidaan mainita se, että George Soros on

alkanut rahoittaa uutta tutkimuskeskittymää nimeltä ”Institute for New Economic Thinking”. Taloustieteen valtavirran uudet tutkimuskohteet ja eri lähestymistapoja käyttävän tutkimuksen vilkastuminen osoittavat mielestäni taloustieteen elinvoimaisuutta.

En ryhdy systemaattisesti erittelemään erilaisia uusia tutkimussuuntauksia. Pyrin kuitenkin antamaan nopean yleiskuvan makrotaloustieteen piirissä käynnissä olevasta keskustelusta ja metodologisesta kehityksestä. Käytän tässä lähtökohdana DSGE-mallien perusoletuksista ja empiirisistä ongelmista käytävää keskustelua.

Moderni makrotaloustiede ja erityisesti DSGE-mallit nojaavat kahteen opinkappaleeseen. Niistä ensimmäisen mukaan makrotalouden mallin pitää olla ”mikroperusteinen”, ts. mallin taloudenpitäjät (kuluttajat ja yritykset) ratkaisevat dynaamiset optimointiongelmansa ja näistä johdetut päätökset ovat keskenään sopusoinnussa eli talous on dynaamisessa yleisessä tasapainossa. Toinen opinkappale on oletus, että taloudenpitäjien odotukset ovat ”rationaaliset” eli ne ovat sopusoinnussa talouden mallin kanssa. Taloudenpitäjät tuntevat mallitalouden rakenteen yllätyksellisiä satunnaishäiriöitä lukuun ottamatta, ja heidän ennusteensa perustuvat tähän tietämykseen.

DSGE-mallit ovat olleet merkittävä parannus makrotalouden analyysivälineisiin, koska nämä mallit tarjoavat johdonmukaisen analyysikehikon ilman erilaisia ”pikaoletuksia”. DSGE-paradigma on kuitenkin kohdannut kritiikkiä, ja tämä kritiikki on voimistunut finanssikriisin myötä. Mallien peruslähtökohdat, mikroperusteisuus ja rationaaliset odotukset, ovat olleet yksi keskustelun kohde. Sekä oletus hyödyn maksimoinnista tunnetun rakenteen puitteissa että erityisesti rationaalisten odotus-

ten hypoteesi ovat olleet arvioinnin kohteena. Kommentoin lyhyesti rationaalisia odotuksia.

Rationaalisten odotusten oletus on empiiriseltä kannalta ongelmallinen. Uusissa tutkimuksissa käytetään hyväksi empiirisiä aineistoja ennusteista tai markkinadatasta johdetuista odotuksista. Myös kokeellisen taloustieteen tulokset viittaavat samaan suuntaan. Tätä tutkimusta ei ole vielä tehty kovin paljoa, joten voimakkaita johtopäätöksiä ei voida tehdä. Lisäksi tapahtunut kriisijakso on luonnollisesti havainnollinen, sillä kriisitilanteessa talouden toimintarakenteita koskevat epäilyt ja epävarmuudet tekevät vaikeaksi muodostaa systemaattista kuvaa ympäröivistä talouden olosuhteista ja kehityskuluista edes subjektiivisten todennäköisyyksien tasolla.

Empiiriseltä kannalta katsottuna mikroperusteiset makromallit aliarvioivat hintojen ja palkkojen sopeutumisen hitautta. Perusmallissa oletettu hintojen optimaalisesti hidas sopeutuminen ei ollut empiirisesti alkuunkaan riittävää, jolloin DSGE-malleihin ryhdyttiin lisäämään teorialle ulkoisia hitaan sopeutuksen mekanismeja. Edes nämä eivät olleet riittäviä, vaan hyvän empiirisen sopivuuden saavuttamiseksi malleihin lisättiin erilaisia satunnaishäiriöitä ja niihin viiverakenteita. Tällä tavoin saavutettiin kohtuullinen sopusointu havaintoaineistojen kanssa, mutta samalla hämärtyivät suhdannevaihtelujen dynamiikan todelliset syyt. Tulevatko ne optimaalisten mikroperusteiden ja rationaalisten odotusten seurauksena, vai ovatko selityksenä perusteorian ulkopuoliset lisärakenteet ja satunnaistekijöiden oletettu dynamiikka?

DSGE-mallit sivuuttavat myös ilmiöitä, joiden on sanottu olevan aika ajoitin tärkeitä talouden vaihteluissa. Näitä ovat mm. optimismin ja pessimismin aallot ja aika ajoitin voimakkaasti

esille tuleva taloudenpitäjien heterogeenisuus ja koordinaatio-ongelmat.

Kuten edellä totesin, kriisin myötä DSGE-malleja on lähdetty kehittämään ja laajentamaan mm. parantamalla niihin sisältyvää rahoitusmarkkinoiden kehikkoa, mutta samalla pitäen kiinni mallien lähtökohdista eli mikroperusteista ja rationaalista odotuksista. En lähde ennakoimaan, kuinka hyvin nämä yritykset tulevat onnistumaan. Toinen etenemistie tutkimuksessa on lähtenyt pohtimaan rationaalisen käyttäytymisen rajoja suhteessa talouden tietämykseen ja todellisuuteen.

Yksi lähestymistapa korostaa kognitiivista yhdenmukaisuutta tutkimuskohteen ja tutkijoiden kesken. Tällöin oletetaan, että mallimaailman taloudenpitäjät eivät ole viisaampia kuin talouden empiriaa analysoivat ekonomistit. Viimeksi mainitut pyrkivät ajan kuluessa parantamaan tietämystään eli oppimaan talouden rakenteista. Kunakin ajanhetkenä päätökset perustuvat sen hetkiseen tietämykseen eli estimoituihin rakenteisiin, ja toisaalta havainnoista saatu evidenssi vaikuttaa taloudenpitäjien tietämykseen. Taloudenpitäjien päätöksenteko voidaan tällöin mallintaa optimointina heidän subjektiivisen tietämyksensä puitteissa. Tämä tietämys on kuitenkin rajallista, eikä se yleensä ota huomioon kaikkia periaatteessa mahdollisia kehitysuria, joten kyseessä on yksi muoto ”rajallista rationaalisuutta”.

On myös monia muita lähestymistapoja, joita voidaan kutsua yleisnimikkeellä behavio-

rismi. Niidenkin yhtenä lähtökohtana on rajoitettu rationaalisuus. Ympäröivän todellisuuden kompleksisuuden takia taloudenpitäjien päätöksiä kuvataan heuristisilla säännöillä, jotka eivät perustu täyteen optimointiin. Behavioristisen taloustieteen harrastus on ollut voimakkaassa kasvussa jo ennen nykyistä finanssi- ja talouskriisiä, mutta ymmärrettävistä syistä sen suosio on viime aikoina edelleen kasvanut. Behavioristisissa malleissa ongelmana on se, että ei ole yleisesti hyväksyttyä tapaa määritellä rajoitettu rationaalisuus.

Loppukommentti

Toisen suuren taantuman jälkimainingeissa taloustieteen tila on jännittävä – taloustieteessä niin sanotusti kuplii. Aikaisemmin kehitetyissä, taloustieteen valtavirtaan kuuluvissa makrotalous- ja rahoitustieteiden malleissa uusien tutkimus suuntautunut kriisin myötä tärkeiksi osoittautuneisiin kohteisiin. Tämä on hyvin positiivinen kehityskulku. On myös rohkaisevaa, että taloustieteessä kehitetään erilaisia tutkimussuuntauksia, joiden asemaa nykyinen kriisi on vahvistanut.

John Maynard Keynesin työn seurauksena 1930-luvun suuri lama johti vallankumoukseen makrotaloustieteellisessä ajattelussa. Toinen suuri taantuma ei ole toistaiseksi aikaansaanut vastaavaa tilannetta. En lähde ennakoimaan, tapahtuuko makrotaloustieteessä revoluutio vai evoluutio tulevina vuosina. □