

Tie Yhdysvaltojen rahoituskriisiin*

Juha Tervala
Vieraileva tutkija

Suomen Pankki

1. Johdanto

Parhailtaan vallitseva rahoitus- ja talouskriisi on saavuttanut jo tässä vaiheessa (maaliskuu 2009) valtavat mittasuhteet, eivätkä kriisin seuraavat vaiheet ole varmasti kenenkään tiedossa. On syytä korostaa, että on aivan liian aikaista antaa rahoitus- ja talouskriisin syistä, seurauksista ja välittymismekanismeista mitään ehdottomia ja lopullisia vastauksia. Jo kriisin tässä vaiheessa on kuitenkin aiheellista eritellä näitä tekijöitä. Tässä artikkelissa pyritäänkin hahmottamaan Yhdysvalloista alkaneen rahoituskriisin syitä tämänhetkisen tilanteen, tiedon ja tulkintojen valossa.¹

Yhdysvalloista alkunsa saanut, rahoituskriisinä alkanut talouden ongelmatilanne on kärjistynyt globaaliksi talouskriisiksi. Rahoituskriisi vaikutti aluksi, ja vaikuttaa edelleen, suoraan rahoituksen saatavuuteen ja varallisuusesineiden hintoihin (mukaan lukien valuuttakurssei-

hin, joilla on huomattavia vaikutuksia kansainväliseen kauppaan ja tuotantoihin). Osa sen vaikutuksista on kuitenkin epäsuoria ja ”eläimellisiä henkiä”. Nämä tekijät vaikuttavat yritysten luottamukseen, odotuksiin ja halukkuuteen investoida sekä kuluttajien luottamukseen, kulutukseen jne. Rahoituskriisin vaikutukset, olivatpa kuinka suoria tai epäsuoria tahansa, ovat johtaneet kansainvälisen kaupan, investointien ja muun taloudellisen toiminnan supistumiseen. Siksi kriisin tässä vaiheessa olisi puhuttava rahoituskriisin sijaan talouskriisistä. Kokonaiskysynnän riittämättömyys on tehnyt (ikävä kyllä) näyttävän paluun maailmantalouteen. Maailmanlaajuisen taantumien vaikutuksetkin tulevat pahentamaan rahoituskriisiä.

Ymmärtääksemme nykyistä talouskriisiä on ymmärrettävä syitä, jotka aiheuttivat ja käynnistivät sen ensimmäisen vaiheen, toisin sanoen Yhdysvaltojen rahoituskriisin. Tämä artikkeli pyrkii vastaamaan seuraavaan kysymykseen: miksi Yhdysvaltojen rahoituskriisi on syntynyt? Yhtäläillä kirjoitus joutuu vastaamaan kysymykseen, kuinka suhteellisen rajoittunut subprime-asuntolainakriisi voi aiheuttaa niin massiivista

* Kiitän Esa Jokivuolta, Juha Kälposta, Matti Pohjolaa, Jouko Vilmusta ja Matti Viréniä kommentteista. Lisäksi kiitän Tarja Yrjölää avusta kuvien tekemisessä.

¹ Rahoituskriisiä Kansantaloudellisessa aikakauskirjassa on aiemmin käsitellyt mm. Suvanto (2008).

vahinkoa koko Yhdysvaltojen rahoitusjärjestelmälle?

Yhdysvaltojen rahoituskriisin keskeisinä syinä voidaan nähdä varjopankkijärjestelmä (shadow banking system), löysä rahapolitiikka ja globaalit vaihtotaseen epätasapainot. Varjopankkijärjestelmällä tarkoitetaan tässä kirjoituksessa modernia de facto -pankkijärjestelmää, joka ei kuulu perinteistä pankkitoimintaa koskevan säätelyn piiriin.

Yhdysvaltojen rahoituskriisissä merkittävässä asemassa on ollut rahoitusmarkkinoiden de facto -liberalisointi: sääntelemättömät rahoitusmarkkinoiden toimijat, varjopankit, ovat näyttelleet entistä suurempaa roolia rahoitusmarkkinoilla. Kehitys, tie kohti rahoituskriisiä, sopii hyvin historialliseen perspektiiviin, sillä suurinta osaa teollisuusmaita kohdanneita rahoituskriisejä on edeltänyt rahoitusmarkkinoiden liberalisointi (ks. esim. Kaminsky ja Reinhart 1999). Varjopankkijärjestelmän riskialtius on ollut keskeinen tekijä rahoitusmarkkinoiden toiminnan vakavassa häiriötilassa.

Yhdysvaltojen rahoituskriisissä merkittävässä asemassa ovat olleet myös löysä rahapolitiikka ja globaalit vaihtotaseen epätasapainot. Jos poikkeamaa Taylorin säännöstä tulkitaan tarveharkintaiseksi rahapolitiikaksi, Yhdysvaltojen 2000-luvun alun rahapolitiikkaa voidaan pitää tarpeettoman elvyttävänä normaalien talouskasvun aikana. Globaalit vaihtotaseen epätasapainot ovat myös osatekijä syntyneessä kriisissä. Ulkomaiset sijoittajat loivat kysyntää arvopapereille ja mahdollistivat Yhdysvaltojen ulkoisen velkaantumisen. Kehitys sopii historialliseen perspektiiviin hyvin, sillä suurinta osaa rahoituskriisejä on edeltänyt voimakas pääoman virtaaminen maahan (ks. esim. Kaminsky ja Reinhart 1999).

2. Rahoituskriisin keskeisiä syitä

2.1. Rahapolitiikka

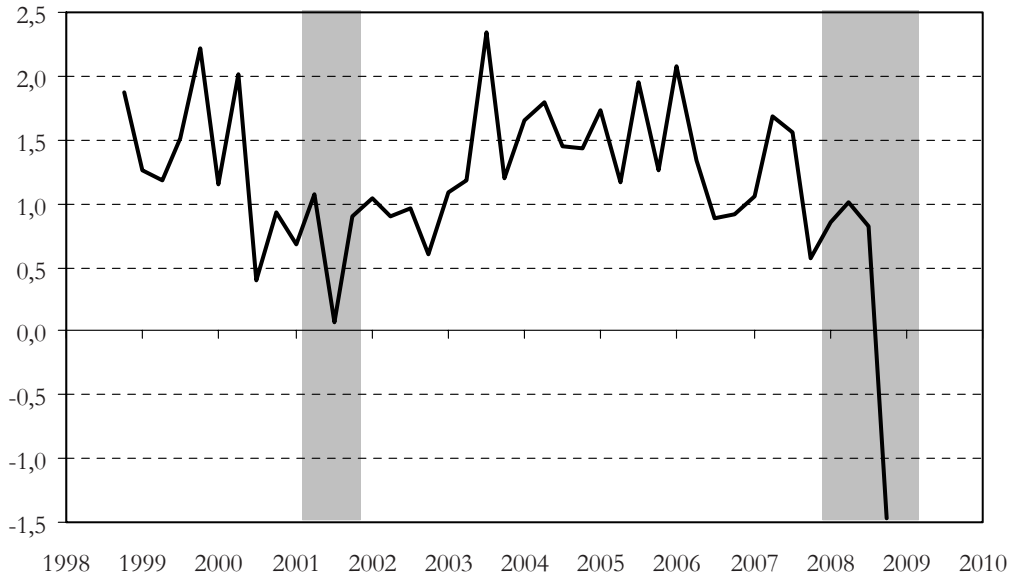
Yhdysvallat ajautui 2000-luvun vaihteessa teknologiabuumia seuranneeseen taantumahan. 1990-luvun lopun nousukaudella oli rakennettu huomattava – joskin talouden kannalta vähämerkityksellinen – osakkeiden hintakupla, joka puhkesi 2000-luvun alussa. Taantumien aikana Yhdysvaltain keskuspankki toteutti Alan Greenspanin johdolla voimakkaan rahapolitiikan keventämisen. Keskuspankki alensikin ohjaukorkoa nopeasti ja useaan otteeseen vuonna 2001. Kuten kuvioista 1 näkyy, taantuma jäi Yhdysvalloissa suhteellisen lieväksi, vaikka työttömyys lisääntyikin lähes yhtäjaksoisesti noin kahden ja puolen vuoden ajan aina vuoteen 2003 saakka.

Voimakas rahapolitiikan reaktio ja taantumien suhteellinen lievyys loivat liiallista optimismia rahapolitiikan kyvykkyyteen tasoittaa suhdanteita. Myös Yhdysvaltain bruttokansantuotteen kasvun volatiliteetti oli vuoden 1985 jälkeen noin puolittunut edeltävään aikaan nähden.² Taloustieteen nobelistin Robert Lucasin sanoista vuodelta 2003 ei optimismia puutu: ”taantumien ehkäisemisen keskeinen ongelma on ratkaistu, kaikessa käytännöllisessä mielessä, ja on itse asiassa ratkaistu monen vuosikymmenen ajan” (Lucas 2003, 1).

Jälleen kerran taloudessa ja rahoitusmarkkinoilla valtasi alaa – virheellinen – näkemys, että suurten suhdannevaihteluiden aika oli auttamattomasti ohi. Makrotaloudellisten riskien aliarvioiminen on ehkä omalta osaltaan vaikuttanut siihen, että rahoitusmarkkinoilla riskejä alihinnoiteltiin, antolainauksen standardit väljenivät ja velkaantumisen vipuvaikutusta käy-

² Katso esimerkiksi Blanchard ja Simon (2001).

Kuvio 1. Yhdysvaltain bruttokansantuotteen kasvu vuosineljänneksittäin (kausitasoitettu sarja). Harmaat alueet kuvaavat NBER:n määrittelemiä taantumia



Lähde: Federal Reserve Bank of St. Louis (2009).

tettiin liiallisesti 2000-luvun alussa.³ Kuten Olivier Blanchard (2008) korostaa, suotuisalta näyttävä taloudellinen ilmapiiri voi olla osasyllinen kriisiin, sillä luottobuomit ja huonojen lainojen myöntäminen on tyypillisiä juuri liiallisen talousoptimismin ajanjaksoille.

Vaikka talouskasvu alkoi olla hyvässä vauhdissa vuonna 2003, Yhdysvaltain keskuspankki jatkoi vielä ekspansiivisen rahapolitiikan tiellä. Ohjaukorkoa jopa alennettiin huolimatta siitä, että talouskasvu oli palannut lähelle normaalia tasoa ja että ohjaukorkot olivat jo lähtökohtaisesti matalampia kuin niiden olisi pitänyt olla Taylorin säännön mukaan. Alan Greenspan on perustellut löysää rahapolitiikkaa deflaation

torjunnalla. Hänen mukaansa deflaation uhka oli todellinen vuonna 2003 (Greenspan 2007).⁴ Jälkikäteen on kuitenkin aiheellista kysyä, kuinka onnistunutta Yhdysvaltain rahapolitiikka 2000-luvun alussa oli.

John Taylorin (1993) mukaan nimetty *hypoteettinen rahapolitiikkasääntö*, jolla on ollut huomattava vaikutus keskusteluun rahapolitiikan käytännön toteuttamisesta, voidaan kirjoittaa muodossa

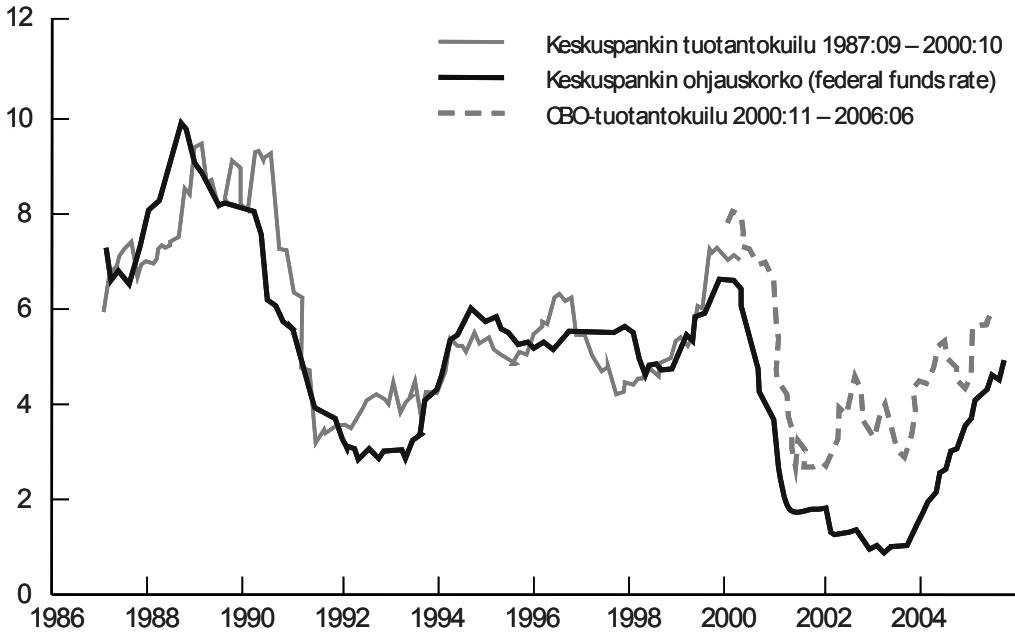
$$i_t = 0,04 + 1,5(\pi_t - 0,02) + 0,5 y_t^{TK}.$$

Tässä yhtälössä i_t on keskuspankin ohjaukorko hetkellä t , π_t on inflaatio ja y_t^{TK} on tuotantokui-

³ Pikkarainen (2008) käsittelee kannustimien roolia rahotuskriisissä.

⁴ Inflaatio on 2003 noin kahden prosentin paikkeilla ja nousi 2004 noin kolmeen prosenttiin.

Kuvio 2. Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskorko (musta yhtenäinen viiva) ja Taylorin säännön ehdottama korkotas (harmaat viivat)



Lähde: Poole (2007, 6).

lu (toteutuneen ja talouskasvutrendin määräämän potentiaalisen bruttokansantuotteen välinen ero). Taylorin säännön mukaan ohjauskoron tulee olla neljä prosenttia, jos tuotantokuilu on nolla ja inflaatio vastaa inflaatiotavoitetta.

Taylorin sääntöä voidaan tulkita hyvinkin eri tavoin. Yleisen tulkinnan mukaan sitä pidetään vertailukohtana keskuspankin ohjauskoron tarkoituksenmukaisesta tasosta ja poikkeamia säännöstä pidetään tarveharkintaisena rahapolitiikkana. Jos korko on alle (yli) Taylorin säännön mukaisen tason, rahapolitiikka voidaan pitää elvyttävänä (supistavana).

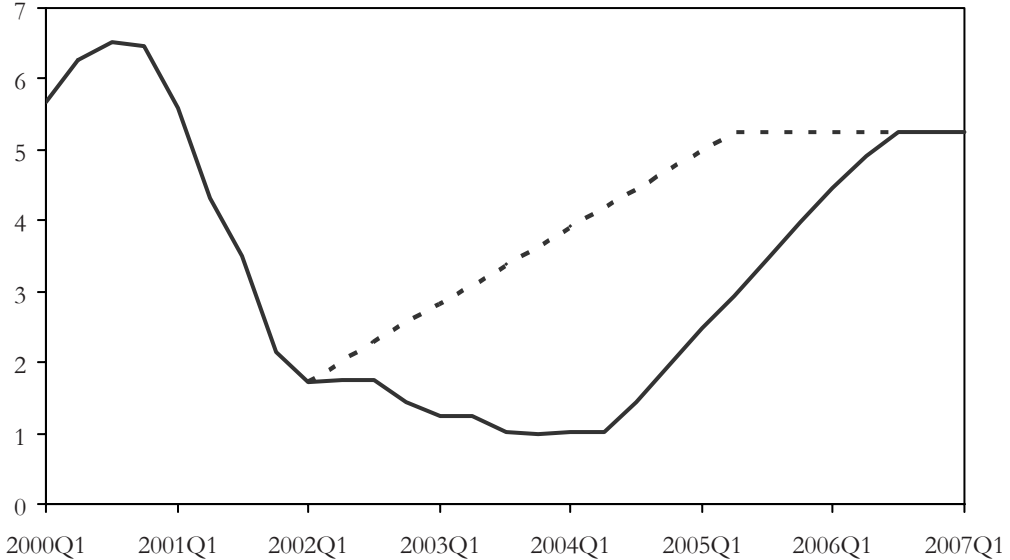
Kuviossa 2 on kuvattu Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskorkoa/tavoitekorkoa (federal funds target rate) mustalla yhtenäisellä viivalla ja Taylorin säännön mukaista ohjauskorkoa

harmailla viivoilla. Keskuspankin tuotantokuilu tarkoittaa keskuspankin johtokunnan (Board of Governors) laskelmaa tuotantokuilusta. Vuoden 2000 jälkeen sitä ei ole ollut saatavilla. Siksi vuoden 2000 jälkeisissä laskelmissa on käytetty Yhdysvaltojen kongressin budjettitoimiston (Congressional Budget Office, CBO) laskelmia tuotantokuilusta (Poole 2007).⁵ Kuvioista käy hyvin ilmi, että keskuspankin ohjauskorko oli selvästi alle Taylorin säännön mukaisen tason koko 2000-luvun alun.⁶

⁵ William Poolen (2007) laskelmat perustuvat "reaaliaikaisen datan" käyttöön eli dataan, joka oli keskuspankin käytettävissä korkopäätöksiä tehdessä.

⁶ Vaihtoehtoinen selitys on, että CBO-tuotantokuilu arvioi todelliset tuotantokuilut väärin.

Kuvio 3. Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskorko (yhtenäinen viiva) ja Taylorin sääntöön perustuva kontrafaktuaalinen korko (katkoviiva)



Lähde: Taylor (2007, 5).

Kuviossa 3 on kuvattu yhtenäisellä viivalla keskuspankin ohjauskorkoa ja katkoviivalla korkoa, joka olisi ollut Taylorin säännön (yhdistettynä ohjauskoron tasaamiseen) mukaista rahapolitiikkaa vain vuoden 2001 taantumän jälkeen. Laskelmat perustuvat oletukseen, että keskuspankki aloittaa koron nostamisen taantumän pahimman vaiheen jälkeen vuonna 2002 ja tasaa ohjauskorkoa muuttamalla sitä vain 0,25 prosenttiyksikköä kerralla. Kuvioista käy ilmi, että korkoja olisi pitänyt Taylorin säännön mukaan nostaa ripeämmin 2000-luvun alussa.

Kuvioista 2 ja 3 käy ilmi, että molemmilla mittareilla mitattuna keskuspankin ohjauskorko oli lähes koko 2000-luvun puolivälin selvästi alle Taylorin säännön ehdottaman tarkoituksemukaisen korkotason. 2000-luvun alun rahapolitiikkaa voidaankin pitää huomattavan – ja tarpeettoman – elvyttävänä jopa normaalin

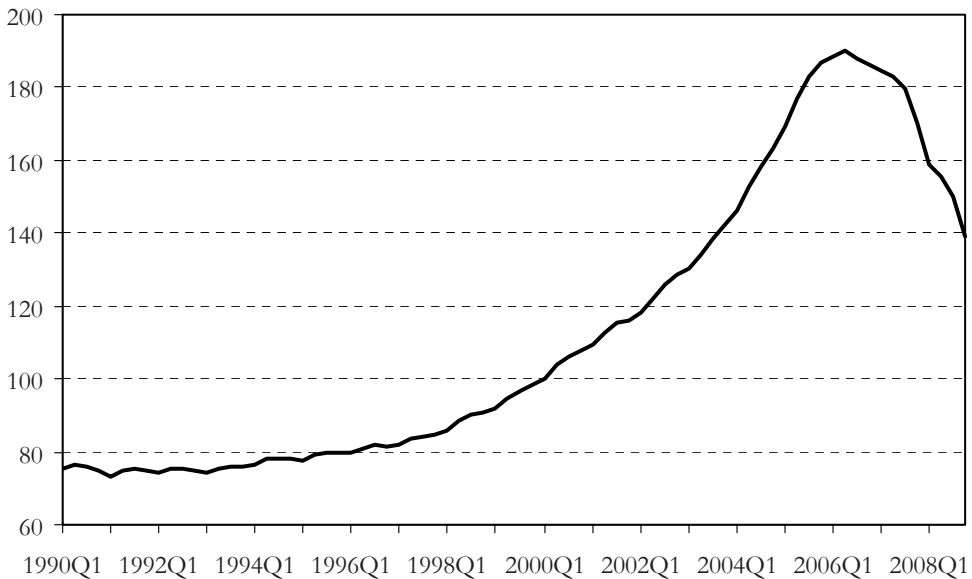
talouskasvun aikana. Taylorin säännön parametrit perustuvat Yhdysvaltain keskuspankin menneeseen käyttäytymiseen. Siksi voidaan myös sanoa, että 2000-luvun alussa nimelliskorot pidettiin huomattavasti alempana kuin niiden historiallisen kokemuksen mukaan olisi tullut olla.

Tässä vaiheessa on kuitenkin todettava, että aina 1980-luvun alusta lähtien sekä reaali- että erityisesti nimelliskorkojen trendi on ollut laskeva sekä Yhdysvalloissa, Japanissa että Euroopassa. Mutta joka tapauksessa 2000-luvun alun matalan ja jopa negatiivisen (2003–2004) reaalikoron aikaa voidaan pitää ongelmallisena.⁷

Esimerkiksi John Taylor (2007, 2–3) tuo esiin sen, että matalat korot – tai tarjolla olleet

⁷ Reaalikorot laskivat Yhdysvalloissa pariksi vuodeksi jopa negatiivisiksi, ensimmäistä kertaa sitten vuoden 1979.

Kuvio 4. S&P/Case-Shiller-asuntobintaindeksi vuosineljänneksittäin



Lähde: Standard & Poor's (2009).

suuret määrät likviditeettiä, jota matalat korot vaativat – edistivät ainutlaatuista ja äkillistä asuntoihin kohdistunutta kysyntää. Korkojen ollessa huomattavasti alle Taylorin säännön ehdottaman ohjauskoron tason Yhdysvaltain keskuspankki käytännössä kannusti asuntojen hintarallia.⁸

Matalien korkojen takia asuntolainat olivat erittäin halpoja ja houkuttelevia. Erityisesti muuttuvakorkoiset asuntolainat, joiden takaisinmaksun alkua oli tavallista huokeampi ja ensimmäiset vuodet lyhennysvapaita, olivat houkuttelevia. Asuntoihin kohdistunut äkillinen kysynnän lisääntyminen nosti asuntojen

hintoja voimakkaasti vuosina 2003–2005 (ks. kuvio 4). Hintojen nousu aiheutti aluksi itseään ruokkivan kysynnän lisääntymisen. Hintojen noustessa asuntolainojen laiminlyönnit ja ulosmittaukset vähenivät. Tämä kehitys ulottui myös korkeariskisiin subprime-asuntolainoihin ja johti siihen, että niille annettiin aiheettoman korkeita luottoluokituksia (Taylor 2007, 2–3).

Kun nimelliskorot nousivat normaalille tasolle, asuntojen kysyntä alkoi hiljalleen hiipua ja hinnat alkoivatkin laskea vuoden 2006 lopulla. Asuntolainojen takaisinmaksujen laiminlyönnit ja ulosmittaukset kasvoivat nopeasti ja johtivat subprime-asuntolainamarkkinoiden ja niihin sidoksissa olleiden johdannaismarkkinoiden romahtamiseen (Taylor 2007, 3).

John Taylorin näkemyksen mukaan syy asuntokuplaan (ja siten rahoituskriisiin synty-

⁸ Abrend, Cournede ja Price (2008) esittävät empiiristä tietoa, jonka mukaan ajat, jolloin nimelliskorot ovat melko pitkään ja huomattavasti alle Taylorin säännön ehdottaman tason, ovat sidoksissa asuntojen hintojen nousuun.

miseen) oli lähes yksinomaan rahapolitiikka.⁹ Mielestäni tämä on hieman liian pitkälle menevä johtopäätös. Jos kohta on valmis omaksumaan näkemyksen, jonka mukaan rahapolitiikalla on huomattava rooli 2000-luvun alun suhdannekehityksessä, tämä ei tarkoita, että rahapolitiikalla voidaan yksin selittää asuntomarkkinoiden kehitys ja tie umpikujaan.

Ahrend, Cournede ja Price (2008) osoittavat, että asuntojen hintojen voimakkaat nousut ovat yhteydessä sekä poikkeamiin Taylorin säännöstä (siis rahapolitiikkaan) että rahoitusmarkkinoiden liberalisointiin ja/tai finanssi-innovaatioihin. Kuten myöhemmin tässä kirjoituksessa argumentoidaan, asuntomarkkinoiden kehityksessä (ja laajemmin 2000-luvun alun suhdannekehityksessä) on otettava huomioon 2000-luvun alun rahoitusmarkkinoiden kehitys, toisin sanoen varjopankkijärjestelmän nousu ja uudet asuntorahoitusinstrumentit.

Kuinka merkittävä tekijä rahapolitiikka on rahoitus- ja talouskriisissä? Tähän kysymykseen on vaikea antaa tyhjentävää vastausta, mutta ehkä historiasta voidaan oppia jotakin. Yhdysvaltain rahapolitiikassa on ollut aiemminkin merkittäviä poikkeamia Taylorin säännöstä. Esimerkiksi Taylorin (1999) tutkimuksesta käy ilmi, että Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskorkopolitiikka oli aina 1960-luvun puolivälistä 1970-luvun loppuun saakka liian löysää.¹⁰ Poikkeama Taylorin säännöstä oli pitkään jopa neljästä kuuteen prosenttiyksikköä 1970-luvulla. Tämän rahapolitiikan voidaan katsoa aiheut-

taneen makrotaloudellista epästabiilisuutta ja inflaatiota 1960- ja 1970-luvuilla. Poikkeamat säännöstä eivät kuitenkaan aiheuttaneet massiivista vahinkoa taloudelle ja rahoitusjärjestelmälle. Siksi on varsin epätodennäköistä, että rahapolitiikka yksistään voi selittää nykyisen rahoituskriisin.

2.2. Globaalit vaihtotaseen epätasapainot

Mutta kukapa olisi vielä pari vuosikymmentä sitten uskonut, että kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden integraatio johtaa Yhdysvaltojen velkaantumiseen ja kehittyvien talouksien vaihtotaseen ylijäämiin? Kuten Olivier Blanchard (2007) sanoo, kehityksen piti kulkea täysin päinvastaiseen suuntaan. Kehittyvien maiden palkat olivat matalat, ja niillä oli globalisaation ansiosta mahdollisuus käyttää kehittyneempää teknologiaa. Niinpä näissä maissa olisi voinut ennakoida olevan korkean investointiasteen. Toisaalta hyvien kasvunäkymien tuli ruokkia kulutusta ja johtaa matalaan säästämisasteeseen. Kehittyvien talouksien vaihtotaseiden olisi siten voinut ennustaa olevan alijäämäisiä.

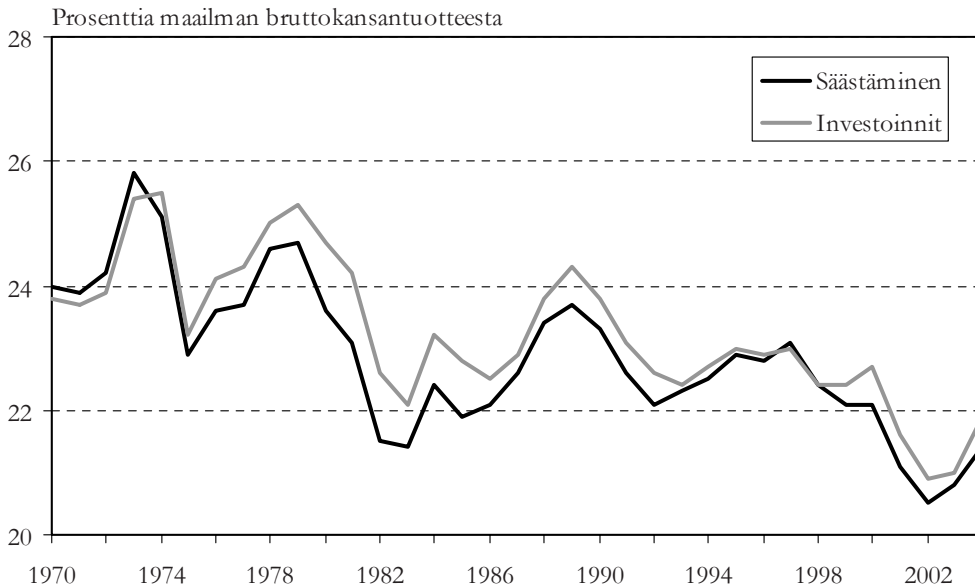
Toisaalta ennustettiin, että rikkailla teollisuusmailla on matala investointiaste ja korkea säästämisaste. Teollisuusmaiden vaihtotaseen piti siis olla ylijäämäinen. Toisin sanoen kehityksen piti mennä siihen suuntaan, että kehittyvät taloudet velkaantuvat teollisuusmaille. Kehitys lähtikin juuri toiseen suuntaan: pääomat ovat virranneet kehittyvästä Aasiasta (erityisesti Kiinasta) ja öljyntuottajamaista Yhdysvaltoihin (Blanchard 2007).

Yhtenä syynä globaaliin rahoitus- ja talouskriisiin on nähty globaali säästämisen ylitarjonta (global saving glut) tai hieman toisin sanoin globaali halutun säästämisen ja investointien yhteensovittamattomuus. Yhdysvaltojen kes-

⁹ *Asuntokuplan syistä on olemassa hieman vastakkaisiakin näkemyksiä. Esimerkiksi Negro ja Otrok (2007) ovat tutkimuksessaan sitä mieltä, että asuntojen hintakupla aiheutui paikallisista hintakuplista ja rahapolitiikan rooli asuntojen hintakuplassa oli subteellisen pieni.*

¹⁰ *Löysä rahapolitiikka tarkoittaa tässä, että ohjauskorko oli alle Taylorin säännön ehdottaman korkotason.*

Kuvio 5. Globaali säästäminen ja investoinnit, prosenttia bruttokansantuotteesta



Lähde: IMF (2005, 92).

kuspankin nykyinen johtaja Ben Bernanke (2005) on argumentoinut, että viimeisen vuosikymmenen aikana yhdistelmä erilaisia tekijöitä on aiheuttanut huomattavan lisääntymisen globaalissa säästämisen tarjonnassa (globaalin säästämisen ylitarjonnan) mikä selittää Yhdysvaltain vaihtotaseen vajeen kasvamista ja pitkien korkojen suhteellisen matalaa tasoa koko tämän päivän maailmassa. Kehittyvien maiden runsaaseen säästämiseen vaikuttivat menestyksenkäs vientivetoinen kasvustrategia ja öljyn korkea hinta, jotka toivat kehittyville maille huomattavia lisätuloja 2000-luvulla.

Olivier Blanchard (2007) korostaa kolmea asiaa: globaalien vaihtotaseen epätasapainojen syynä on ensiksikin kehittyvien talouksien runsas säästäminen, toiseksi se, että kehittyvien talouksien rahoitusjärjestelmän toimimattomuus ja muut ongelmat rajoittivat investointe-

ja kehittyviin maihin, joten säästöt oli investoitava muualle. Kolmanneksi, näille säästöille löytyi kysyntää Yhdysvalloista: sekä yksityisen että julkisen sektorin matala säästämisaste vetivät pääomia ulkomailta.

Tässä yhteydessä on kuitenkin todettava, että globaalia säästämisen ylitarjontaa voidaan pitää terminä hieman harhaanjohtavana, kuten Taylor (2008) tuo esiin. Kyseessä oli enemmänkin tilanne, jossa säästäminen ylitti investoinnit vain Yhdysvaltojen ulkopuolella. Kuviosta 5 käy ilmi, että globaali säästämisaste oli historiallisen matala 2000-luvun alussa. Joten selitys, jonka mukaan globaali säästämisen ylitarjonta vaikutti maailmankorkojen huomattavaan laskuun, ei vaikuta kovinkaan uskottavalta.

Vaikka termiä globaali säästämisen ylitarjonta voidaan pitää hieman harhaanjohtavana, Yhdysvaltojen ja muun maailman välillä vallit-

si silti huomattava vaihtotaseen epätasapaino 2000-luvun alussa: Yhdysvallat velkaantui. Se otti vuonna 2004 vastaan noin 75 % ylijäämämaiden vaihtotaseen ylijäämistä (ks. esim. Rogoff 2009).

Yhdysvaltain likvidit ja toimivat – niin vielä ennen vallitsevan kriisiä ajateltiin – rahoitusmarkkinat olivat jossakin määrin luonnollinen sijoituskohde ulkomaiselle pääomalle. Oman ongelmansa muodostaa Kiinan kiinteän valuuttakurssin politiikka. Ylläpitääkseen vientiveitoista talouskasvua se on pitänyt valuuttansa ulkoisen arvon liian heikkona. Kiinteän valuuttakurssin ylläpitäminen silloin, kun valuutta on aliarvostettu, vaatii ulkomaisten sijoitusten akkumuloimista.

Olivatpa Kiinan kanssa tekemisissä tai eivät, ulkomaiset sijoittajat vaikuttivat ainakin kahdella tärkeällä tavalla Yhdysvaltain talouteen. Ensiksi he loivat sen rahoitusmarkkinoille runsaasti kysyntää maturiteetiltaan lyhyille ja luottoluokituksestaan korkeille arvopapereille. Toiseksi ulkomaiset pääomat mahdollistivat Yhdysvaltain ulkoisen velkaantumisen. Pelkästään ulkomaisten syyttäminen vaihtotaseen vajeesta on kuitenkin varsin hedelmätöntä, sillä Yhdysvalloissa yksityisen sektorin säästämisaste oli riittämätön ja julkisen talouden vaje oli omalta osaltaan aiheuttamassa vaihtotaseen vajeita.

Yhdysvaltojen vaihtotaseen vaje voidaan nähdä keskeisenä tekijänä nykyisessä rahoituskriisissä. Ulkomaisten sijoitusten voimakas virta Yhdysvaltoihin ei ole tarkoittanut ainoastaan sen ulkoista velkaantumista vaan myös dollarin yliarvostusta.¹¹ Kuten esimerkiksi Kaminsky ja Reinhart (1999) tuovat esiin, pankkikriiseille

on ollut tyypillistä, että ne tapahtuvat talouden painuessa taantumaan kasvujakson jälkeen, jolle on ominaista luottojen nopea kasvu, voimakas pääoman virtaaminen maahan ja yliarvostettu valuuttakurssi. Kaikki nämä pankkikriisin ominaispiirteet ovat täyttyneet Yhdysvaltojen viime vuosien talouskehityksessä. Lisäksi Reinhart ja Rogoff (2008) korostavat, että vaihtotaseen vaje on siellä ollut huomattavasti suurempi kuin vajeet ovat tyypillisesti olleet teollisuusmaita kohdanneissa pankkikriiseissä.

3. Varjopankkijärjestelmän nousu ja tuho

Yhdysvaltojen rahoituskriisissä merkittävässä asemassa on ollut rahoitusmarkkinoiden liberalisoituminen: sääntelemättömän pankkitoiminnan merkityksen kasvaminen. Kuten Kaminsky ja Reinhart (1999) sanovat, suurinta osaa teollisuusmaita kohdanneita pankkikriisejä on edeltänyt rahoitusmarkkinoiden liberalisointi. Reinhart ja Rogoff (2008, 342) korostavat, että vaikka Yhdysvalloissa ei ole toteutettu merkittävää de jure -rahoitusmarkkinoiden liberalisointia, rahoitusmarkkinoilla on ollut epäilemättä käynnissä de facto -liberalisointi.¹² Uudet sääntelemättömät, tai kevyesti säännellyt, rahoitusmarkkinoiden toimijat ovat näytelleet entistä suurempaa roolia Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoilla.

¹² *Glass-Steagall-lain kumoaminen vuonna 1999 on toki de jure -liberalisointi. Se lisäsi liikepankkien mahdollisuuksia toimia investointipankkien tavoin ja kasvatti niiden riskinottomahdollisuuksia. Tätä ei ehkä voida kuitenkaan pitää merkittävänä tekijänä kriisissä, sillä keskeisemmän ongelman ovat muodostaneet rahoituslaitokset, jotka eivät ole kuuluneet sääntelyn piiriin (ks. esim. Krugman 2009, 163).*

¹¹ *Katso esimerkiksi Blanchard, Giavazzi ja Spa (2005) tai Obstfeld ja Rogoff (2007).*

3.1. Uusi vaihe asuntorahoituksessa

Yhdysvalloista alkaneeseen rahoituskriisiin voidaan nähdä useita syitä, mutta yksi tärkeimmistä on kuitenkin asuntomarkkinabuumi. Kuten edellä on jo mainittu, yhtenä syynä asuntojen kysynnän kasvuun voidaan pitää matalien korkojen aikaa. Syyksi on katsottava myös liiallinen usko asuntojen hintojen ”ikuiseen” nousuun. Tämä johti asuntolainojen kysynnän ja tarjonnan lisääntymiseen. Kysynnän kasvuun sen vuoksi, että jos asuntolainan lyhennyksissä tuli ongelmia, asuntolainan ottaja pääsi asuntolainasta eroon myymällä asunnon silloin kun hinnat nousivat. Liiallinen optimismi ja riskien aliarvioiminen johtivat myös väljentyneeseen luotonantoon. Kun asuntojen hinnat nousivat, myymällä asunnon myös lainanantajat pääsivät eroon huonosta asuntolainasta ilman tappiota.

Yhtenä syynä asuntokuplaan ja ongelmiin on tarjottu ”luo ja hajauta” -mallia (originate and distribute model). Kun alkuperäinen lainanantaja myy asuntolainan eteenpäin, sen ei tarvitse välittää asuntolainan takaisinmaksusta. Mutta kysymisen arvoinen kysymys on tässä asiayhteydessä se, miksi kukaan sijoittaja on halukas ostamaan tällaisen asuntolainan tai vain osan siitä. Mahdollisen hyvän tuoton takia tietysti, mutta uusiin rahoitusinstrumentteihin liittyvät riskit aliarvioitiin ja se omalta osaltaan vaikutti väljentyneeseen luotonantoon.

Vaikka ”luo ja hajauta” -mallia on tarjottu selitykseksi ongelmiin, asuntokuplaan ovat syynä myös muut tekijät. Sillä ilman liiallista optimismia taloudelliseen tilanteeseen ja uusiin rahoitusinstrumentteihin liittyvien riskien aliarviointia ”luo ja hajauta” -malli ei olisi voinut elää niin laajasti kuin se teki 2000-luvulla. Kuten kriisin seuraavat vaiheet osoittivat, tämä

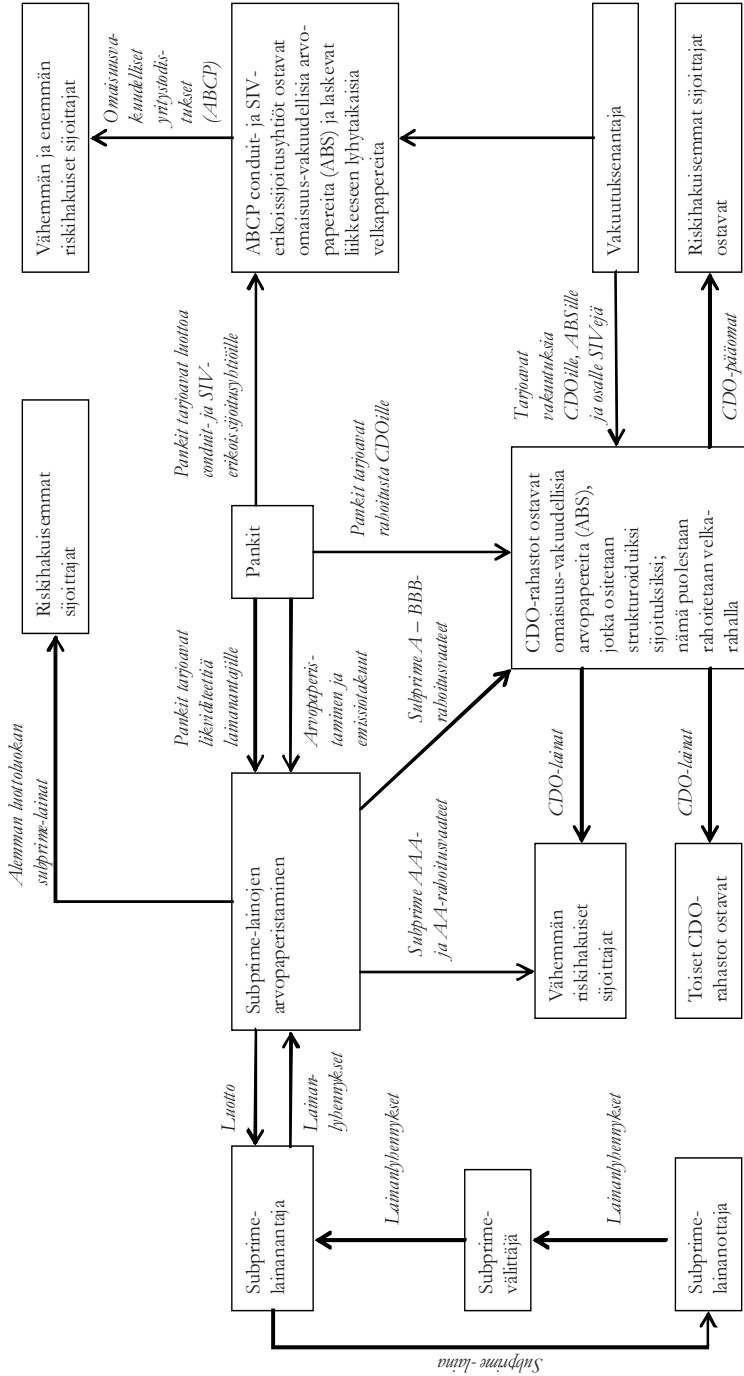
malli romahti välittömästi, kun sijoittajien usko asuntolainoihin sidoksissa olleisiin arvopapereihin loppui.

Kuten esimerkiksi Paul Krugman (2009) ja Olivier Blanchard (2008) korostavat, asuntolainojen arvopaperistaminen (securization) ei ole uusi ilmiö, mutta sen luonne ja määrä muuttuivat 2000-luvulla. Arvopaperistamisessa on kyse suuren asuntolainamäärän kokoamisesta ja myymisestä viipaleina sijoittajille, jotka saavat asuntolainan lyhennykset. Se muuttui kahdessa suhteessa. Ensiksi asuntolainojen arvopaperistaminen levisi myös korkeariskisiin subprime-asuntolainoihin. Toiseksi toiminta laajeni, ja vuoden 2008 puolivälissä jo yli 60 % asuntolainoista oli arvopaperistettu. Kuviossa 6 kuvataan arvopaperistettujen asuntolainamarkkinoiden rahavirtoja ja altistumista riskeille.

Keskeinen rahoitusinnovaatio, joka mahdollisti subprime-lainojen arvopaperistamisen, oli vakuudellinen velkasitoumus (collateralized debt obligation, CDO). Se tarjoaa osuuksia suuresta asuntolainaryhmästä, joka on koottu yhteen ja myyty viipaleina sijoittajille, jotka saavat asuntolainoihin liittyvät maksut. Osa CDO-osuuksista on senioriosuuksia (senior shares), jotka saavat ensisijaisen saamisoikeuden asuntolainoihin liittyviin maksuihin. Tämän piti tehdä senioriosuuksista turvallisia sijoituskohteita (ks. esim. Krugman 2009, 149–150).

Myös luottoluokittajat aliarvioivat näihin osuuksiin liittyvät riskit pahemman kerran ja antoivat riskialttiille sijoituksille jopa AAA-luottoluokituksia. Tämä kasvatti subprime-asuntolainojen markkinoita, koska monet institutionaaliset sijoittajat, kuten eläkerahastot, voivat sijoittaa ainoastaan korkean luottoluokan arvopapereihin (Krugman 2009, 150). Alemman senioriluokituksen saaneet osuudet saivat vastaavasti matalampia luottoluokituk-

Kuvio 6. Asuntolainamarkkinoiden rahavirtat ja riskeille altistuminen



Lähde: Blanchard (2008, 7).

sia. Vaikka subprime-lainojen riskejä (tietysti) arvioitiin, ne aliarvioitiin pahasti.

Kuten Nouriel Roubini (2007) asian ilmaisi, CDO-osuuksien käyttö oli kuin mustaa magiaa, jolla subprime-lainoja ja BBB-luottoluokkaan kuuluvia kiinteistövakuudellisia arvopapereita (mortgage backed securities, MBS) muutettiin AAA-luottoluokkaan kuuluviksi. Raghuram Rajan (2008) meni vielä pidemmälle kuvatesaan, että strukturoiduilla arvopapereilla muutettiin ”lyijy kullaksi”. Tilannetta ei myöskään auttanut uusien asuntorahoituksessa käytettyjen rahoitusinstrumenttien monimutkaisuus.¹³

Yksi syy niiden suosion kasvuun oli riskitömien valtion obligaatioiden reaalisen tuoton painuminen historiallisen alas. Tämä ajoi sijoittajia etsimään ankarasti parempaa tuottoa obligaatioiden tyypisistä instrumenteista, joilla pystyi kompensoimaan riskittömien sijoituskohteiden tuottojen laskua (Financial Services Authority 2009, 12–14).

3.2. Varjopankkijärjestelmän nousu – rahoitusjärjestelmän huomaamaton muutos

Ennen kuin käsitellään nykyistä rahoituskriisiä, on hyödyllistä käydä läpi lyhyt oppimäärä pankkitoiminnan ideasta ja historiasta. Pankkien yksi keskeisimmistä toimista on allokoida rahoitusta rahoitusaliijäämäisten ja -yliijäämäisten toimijoiden välillä. Toinen keskeinen pankin ominaisuus on, että se lupaa tallettajille mahdollisuuden vetää talletukset pois pankista. Näin toimitaan, vaikka suurinta osaa pankkien

talletuksista ei voida likvidoida samanaikaisesti. Pankit ottavat vastaan talletuksia ja lainaavat suuren osan näistä rahoista muille. Näin pankkien kassaan jää vain varsin vähän likvidejä varoja.

Aika ajoin historian saatossa pankkeja on kohdannut ns. pankkipako (bank run/a run on the bank), kun suuret määrät asiakkaita ovat vetäneet talletuksiaan pois pankeista, jotka saattavat olla maksukyvyttömiä. Kun talletuksia vedetään pois pankista, joutuu pankki myymään varallisuuttaan usein nopeasti ja mahdollisesti hinnoilla, jotka ajavat pankin vaikeuksiin.

Perinteisiä talletuspankkeja on historian saatossa kohdannut kaikissa maissa pankkipako, myös Yhdysvalloissa. Siellä koettiin pankkikriisiä vuosina 1873 ja 1907, jolloin sarja pankkipakoja romahdutti pankkeja ja rahoituslaitoksia dominonappuloiden tavoin. Vuoden 1907 pankkikriisiä seurasi pankkireformi, kun vuonna 1913 luotiin keskuspankkijärjestelmä. Tavoitteena oli pakottaa kaikki talletuksia vastaanottavat rahoituslaitokset pitämään riittäviä reservejä ja avaamaan taseet valvonnalle. Uusi järjestelmä ei kuitenkaan pystynyt estämään pankkikriisiä ja pankkipakoja, vaan 1930-luvun lamassa pankkikriisi ulottui koko Yhdysvaltoihin. Yleisen tulkinnan mukaan se oli keskeinen tekijä, joka muutti vakavan taantuman suureksi lamaksi (Krugman 2009, 154–157).

Sen jälkeen syntyi Glass-Steagall-laki, jonka avulla luotiin kehittyneempi turvaverkkojärjestelmä pankeille. Laki muun muassa erotteli pankit liikepankkeihin (commercial bank) ja investointipankeihin (investment bank). Liikepankit saivat ottaa vastaan talletuksia, investointipankit taas eivät. Liikepankkien riskinotomahdollisuuksia rajoitettiin, ja ne saivat oikeuden ottaa lainaa keskuspankilta. Tärkeintä

¹³ Gorton (2008) valaisee asuntorahoituksessa käytettyjen rahoitusinstrumenttien ideaa. Kauko (2008) käsittelee strukturoidun rahoituksen ja subprime-kriisin välistä yhteyttä.

kuitenkin oli ehkä se, että keskuspankki takasi liikepankkien talletukset. Tämä on käytännössä lopettanut pankkipaot (Krugman 2009, 157).

Investointipankit sen sijaan jäivät kevyemmin säännellyiksi. Tämä hyväksyttiin, koska investointipankit eivät kyenneet ottamaan vastaan talletuksia. Lisäksi niiden nähtiin olevan turvassa pankkipaoilta. Pankkikriisien ajan piti olla ohi, koska pankkien kuviteltiin olevan säänneltyjä, vakuutettuja ja turvassa. Harmi vain, että osa modernista de facto -pankkijärjestelmästä on jäänyt pahasti sääntelemättömäksi (Krugman 2009, 153–157).

Viimeisten vuosikymmenten aikana Yhdysvaltain rahoitusjärjestelmä on kehittynyt paljolti sellaisen pankkitoiminnan varaan, joka on perinteisen ja säännellyn pankkitoiminnan ulkopuolella. Syy tähän on selvä: liikepankkien sääntelystä aiheutuu joskus huomattaviaakin kustannuksia. Liikepankit joutuvat pitämään sekä likvidejä reservejä ja pääomia että maksamaan talletusten vakuusjärjestelmän piiriin kuulumisesta. Käyttämällä säänneltyyn pankkijärjestelmään kuulumattomia rahoituslaitoksia rahoituksen välittämistä tuli halvempaa. Kääntöpuolena on kuitenkin se, että tämä toiminta ei ole säänneltyä pankkitoimintaa suojaavien turvaverkkojen ulottuvissa (Krugman 2009, 159).

Niistä instituutioista ja järjestelyistä, jotka toimivat rahoituksen välittämisessä, mutta eivät ole perinteisen ja säännellyn liikepankkijärjestelmän piirissä, käytetään englannin kielessä termejä ”parallel banking system,” ”non-bank financial system,” ”shadow financial system” tai ”shadow banking system.” Tässä kirjoituksessa puhutaan varjopankkijärjestelmästä. Termin lanseeraaja lienee Paul McCulley. Hän käytti termiä, koska järjestelmä pysyi piilossa

vuosien ajan ja ei ollut perinteistä pankkitoimintaa koskevan säätelyn piirissä (CNNMoney.org 2007).

Varjopankkijärjestelmä koostuu siis rahoituslaitoksista, jotka toimivat pankkien tavoin, mutta eivät ole niiden säätelyn piirissä. Nouriel Roubinin (2008) mukaan tähän järjestelmään kuuluville laitoksille on tyypillistä, että ne pankkien tavoin ottavat lainaa lyhytaikaisessa ja likvidissä muodossa. Toisaalta niiden antolainaus ja/tai investoinnit ovat pitkäaikaisemmissa ja vähemmän likvideissä muodoissa. Varjopankkijärjestelmän osia ovat: SIV- (structured investment vehicle) ja conduit-erikoissijoitusyhtiöt, rahamarkkinarahastot (money market funds), monoline-yhtiöt (monolines), investointipankit, hedgerahastot ja muut rahoituslaitokset, jotka eivät ole perinteisiä pankkeja.¹⁴

Kaikki nämä rahoituslaitokset ovat alttiita markkinariskille, luottoriskille ja erityisesti likviditeettiriskille, sillä niiden vastuut ovat lyhytaikaisessa ja likvidissä muodossa, kun taas niiden varallisuus on pidempiaikaisessa ja vähemmän likvidissä muodossa. Mutta päinvastoin kuin pankeilla, näillä laitoksilla ei ole suoraa tai epäsuoraa mahdollisuutta käyttää keskuspankin ns. hätärahoitusta, koska ne eivät ole talletuksia vastaanottavia laitoksia (Roubini 2008.)

Kuten esimerkiksi Yhdysvaltain nykyinen valtiovarainministeri Timothy Geithner (2008) on korostanut, Yhdysvaltain rahoitusjärjestelmä koki 2000-alun nousukaudella suuren rakenteellisen muutoksen. Osuus varallisuudesta, joka allokoitiin perinteisen pankkijärjestelmän ulkopuolella, kasvoi tuolloin dramaattisesti. Vuoden 2007 alussa markkina, jonka muodostavat omaisuusvakuudelliset yritystodistukset

¹⁴ *Rahoitusjärjestelmään liittyvää sanastoa esittelevät Alanen, Kauko, Saarenbeimo ja Välimäki (2008: 18).*

(asset-backed commercial paper, ABCP), SIV-erikoissijoitusyhtiöt, ARPS (auction rate preferred security), TOB (tender option bond) ja VRDN (variable rate demand note), kasvoi noin 2,2 biljoonaan dollariin. Kolmikantarepojen (triparty repo) koko kasvoi kahteen ja puoleen biljoonaan dollariin. Hedge-rahastoissa olevan varallisuuden arvo oli noin 1,8 biljoonaa dollaria. Viiden suurimman investointipankin taseissa oli varallisuutta neljän biljoonan arvosta. Kuten Timothy Geithner (2008) toi myös esiin – vertailun vuoksi – viiden suurimman perinteisen pankin varallisuus oli vain noin 6 biljoonaa ja koko pankkijärjestelmän varallisuus noin 10 biljoonaa dollaria.

Hän huomautti myös seikasta, joka viranomaisten ja rahoituslaitosten olisi tullut huomata jo jokin aika sitten: varjopankkijärjestelmä on riskialtis. Tämä johtui siitä, että rahoituslaitosten pitkäaikaiset, riskiset ja suhteellisen epälikvidit varat ovat rahoitettu lyhytaikaisilla veloilla. Tämä teki varjopankkijärjestelmän alttiiksi klassiselle pankkipaolle, koska se jäi ilman keskuspankkijärjestelmän tarjoamaa talletussuojaa, joka jo olemassaolollaan ehkäisee pankkipakojä.

3.3. Varjopankkijärjestelmän tuho – uudentyyppinen pankkikriisi

Subprime-asuntolainoista alkaneita ongelmia ei voida missään nimessä pitää rahoituskriisin keskeisenä ongelmana. Ne muodostivat enemmänkin vain rahoitusmarkkinoiden heikoimman lenkin, joka sattui petteämään ensimmäisenä.

Kuten aiemmin mainittiin, asuntojen hinnat lähtivät Yhdysvalloissa hitaaseen laskuun jo vuoden 2006 aikana (ks. kuvio 4). Hintojen lasku oli kuitenkin aluksi, ainakin S&P/Case-

Shiller-hintaindeksin mukaan, suhteellisen hidasta. Se vei kuitenkin pohjan pois toiminnalta, joka oli perustunut (järjettömään) uskoon hintojen jatkuvasta noususta. Kuten aiemmin mainittiin, korkojen nousu vähensi asuntojen kysyntää.

Mutta syntyvien ongelmien syinä on nähtävä myös ylimitoitettut lainat suhteessa velallisten maksukykyyn ja sopimukset, joissa lainojen maksut nousevat huomattavasti parin ensimmäisen vuoden jälkeen. Asuntojen hintojen lasku merkitsi, että asunnon panttiarvo muuttui riittämättömäksi. Osa asuntolainoista ja niihin sidoksissa olleista arvopapereista menetti siten arvoa.

Totuuden hetki koitti vuonna 2007, kun korkeariskisten subprime-asuntolainojen ongelmat tulivat näkyviin. Kuten aiemmin mainittiin, asuntolainoista riippuvat vakuudelliset velkasitoumukset (CDOt) oli purettu etuoikeutettuihin senioriluokan osuuksiin ja alemman senioriluokan osuuksiin. Jälkimmäiset pääsivät tuottoihin vain, jos ylemmän senioriluokan osuudet olivat saaneet ensin maksusuorituksen (Krugman 2009, 168).

Kun kävi ilmeiseksi, että alemman senioriluokan osuuksille ei jäänyt enää paljoakaan jättävää, näiden osuuksien hinnat laskivat jyrkästi. Ja kun osuuksien kauppa käytännössä loppui, ei uusille subprime-asuntolainoille löytynyt enää lainkaan ostajia. Siten niiden myöntäminen käytännössä loppui. Näin yksi asuntokysynnän komponentti poistui markkinoilta, mikä pahensi asuntomarkkinoiden tilaa. Kun viimein kävi ilmeiseksi, että Yhdysvaltain asuntomarkkinoilla oli valtava kupla, lähes kaikkien asuntolainoihin sidoksissa olleiden arvopapereiden hinnat laskivat (Krugman 2009, 168).

Vuonna 2007 alkoi uudentyyppinen pankkipako ja itseään ruokkiva noidankehä, velka-

vivun purkamisprosessi (deleveraging). Sen voimakkuuden syiksi on nimetty useita tekijöitä. Keskeisiä ovat kuitenkin seuraavat kaksi: rahoitusjärjestelmän laitosten läheinen riippuvuus toisistaan ja niiden velkaantumisen vipuvaikutuksen runsas käyttö. Rahoituslaitokset ovat kasvavissa määrin rahoittaneet sijoitustoimintaa vieraalla pääomalla maksimoidakseen oman pääoman tuottoa.

Kuten Olivier Blanchard (2008, 11–14) sanoo, rahoitusmarkkinoilla tapahtuneeseen noidankehään vaikutti kaksi käsitteellisesti erillistä, mutta vuorovaikutuksessa olevaa mekanismia, jotka vahvistivat rahoitusmarkkinoiden noidankehää. Ensimmäinen on puhtaasti moderni pankkipako. Toinen vahvistusmekanismi aiheutuu rahoituslaitosten tarpeesta pitää riittävää pääomasuhdetta.

Rahoituslaitoksia voi kaikessa yksinkertaisuudessaan kuvata laitoksiksi, joiden taseen vasemmalla puolella on varat ja oikealla velat. Oma pääoma on taas varojen ja velkojen erotus. Kuten äsken mainittiin, monien rahoituslaitosten täytyy pitää riittävää oman pääoman osuutta. Kun varojen arvo laskee ja tulee epävarmemmaksi, rahoituslaitoksen maksukyvyttömyyden riski lisääntyy. Tällaisessa tilanteessa on kaksi vaihtoehtoa, nimittäin joko hankkia lisää rahoitusta tai purkaa velkavipua (deleverage) myymällä osa varallisuudesta tai vähentämällä antolainausta. Kun rahoituslaitosten kyky ottaa lainaa vähenee, niiden täytyy myydä varallisuutta (Blanchard 2008, 11–14).

Kun rahoituslaitokset vetivät suuria määriä sijoituksia markkinoilta, järjestelmässä alkoi itseään ruokkiva varallisuusesineiden myyminen ja hintojen lasku. Ensimmäisenä askeleena voidaan pitää huonojen varallisuusesineiden hintojen laskua (tai romahdusta).

Kun rahoitusmarkkinoita kohtaava sokki

on makrotaloudellinen, halukkaita ostajia on vähän suhteessa myyjiin. Kun kyseessä on palava tarve myydä varallisuutta ja ostajia on markkinoilla vähän suhteessa myyjiin, varallisuusesineiden hinnat laskevat jyrkästi ja nopeasti. Hintojen lasku supistaa niiden rahoituslaitosten taseita, jotka pitävät hallussa näitä omaisuuseriä. Seuraavaksi ne ovat puolestaan pakotettuja myymään varallisuutta. Tämä ruokii laskevien hintojen kierrettä (Blanchard 2008, 12).

Myös varallisuusesineiden ja niiden hinnoittelun vaikeaselkoisuus lisää maksukyvyttömyyden ja pankkipaon todennäköisyyttä. Samasta syystä ulkopuoliset sijoittajat ovat haluttomia ostamaan näitä omaisuuseriä. Arvopaperistaminen johti myös siihen, että samat riskit koskivat suurta joukkoa rahoituslaitoksia. Näin useat rahoituslaitokset ovat samassa pakottavassa tilanteessa (Blanchard 2008, 12).

Lopuksi kuvaan on vielä lisättävä rahoituslaitosten velkaantuneisuus. Niiden vähäinen oman pääoman määrä kasvatti maksukyvyttömyyttä ja lisäsi pankkipakoa. Kaikki nämä syyt ovat näytelleet tärkeää roolia rahoituskriisin synnyssä (Blanchard 2008, 11–13).

Lehman Brothersin konkurssi vain pahensi pankkipakoa, kun kävi ilmi, että sijoittajat voivat kärsiä huomattavia tappioita ja yrityksiä voi kaatua. Jälkikäteen on helppo sanoa, että Lehman Brothersia ei olisi missään tapauksessa pitänyt päästään menemään nurin. Se vain kärjisti tilannetta, kun se vähensi luottamusta ja loi paniikkia.

Asuntolainojen monimutkainen arvopaperistaminen ja arvopapereiden leviäminen laajalti koko rahoitusjärjestelmään ilman läpinäkyvyyttä merkitsi huomattavan epätäydellistä informaatiota. Rahoituslaitokset toimivat ikään kuin nekään eivät olisi olleet tietoisia riskeis-

tään tai eivät ainakaan halunneet paljastaa riskejään. Rahoitusmarkkinoiden toimijoiden keskinäisen luottamuksen menettäminen johti rahoituslaitosten välisen rahaliikenteen huomattavaan vähenemiseen ja riskilisien nousuun.

Varjopankkijärjestelmä oli siten tullut (hetkellisesti?) tiensä päähän, eikä perinteinen pankkijärjestelmä pystynyt kattamaan kaikkea sitä rahoituksen kysyntää, joka siirtyi sille varjopankkijärjestelmästä. Ensin Yhdysvallat koki luottopulan (credit crunch), kunnes tilanne kärjistyi rahoituskriisiksi. Myös liikepankkien taseiden vasemmat puolet kutistuivat, mikä rajoitti niiden kykyä antolainaukseen. Yritysten rahoitusvaikeudet johtivat paitsi luottamuksen myös investointien ja muun taloudellisen aktiiviteetin vähenemiseen. Tie Yhdysvaltain subprime-asuntolainuongelmista talouskriisiksi oli alkanut.

4. Loppupäätelmät

Yhdysvaltain rahoituskriisin keskeisinä syinä voidaan nähdä löysä rahapolitiikka, globaalit vaihtotaseen epätasapainot ja riskialtis varjopankkijärjestelmä.¹⁵ 2000-luvun alun rahapolitiikka oli huomattavan elvyttävää jopa normaalin talouskasvun aikana. Keskuspankin olisi pitänyt nostaa ohjauskorko nopeammin noin 4–5 prosentin ”luonnolliselle” tasolle vuoden 2001 taantuman jälkeen.

Globaalit vaihtotaseen epätasapainot ovat olleet keskeisessä osassa rahoituskriisin synnysä. Ulkomaiset sijoittajat loivat kysyntää yhdysvaltalaisille arvopapereille ja mahdollistivat

Yhdysvaltojen ulkoisen velkaantumisen. Siksi öljytuottajamaiden ja kehittyvän Aasian talouspolitiikan ml. valuuttakurssipolitiikan voidaan nähdä vaikuttaneen Yhdysvalloista alkaneeseen rahoituskriisiin. Öljytuottajamaiden ja monien Aasian maiden tulisi luopua kiinteistä, aliarvostetuista valuutoista ja valuuttojen likaisista kelluttamisista (dirty floating) ja antaa valuuttakurssien kellua vapaasti.

Rahoituskriisin syntymisessä on otettava huomioon perinteisen talletuspankkitoiminnan rinnalle noussut – ja myöhemmin riskialttiiksi paljastunut – varjopankkijärjestelmä. George W. Bushin hallinto ja Yhdysvaltain keskuspankki Alan Greenspanin johdolla eivät olleet 2000-luvulla suojeita rahoitusmarkkinoiden sääntelyn lisäämiselle, koska sen katsottiin rajoittavan ”finanssi-innovaatioiden” syntyä ja kehittymistä. Suuren vastuun talouskriisistä kantavat ei ainoastaan Greenspanin johtama keskuspankki, vaan myös Bushin hallinto sekä rahoitusmarkkinoiden valvonnasta vastaavat tahot. Olivatpa sääntelyn vastustamisen syyt joko ideologisia tai voimakkaan lobbauksen tulosta, viimeistään nyt on selvää, että usko rahoitusmarkkinoiden itsesääntelyyn on murusina.

Yhdysvaltojen tulisi paikata rahoitusmarkkinoiden valvonnan puutteet ja pyrkiä kohti rahoitusmarkkinoiden – ei ehkä tiukempaa vaan – kattavampaa sääntelyä. Lopuksi haluankin mukailla Paul Krugmanin (2009, 189–190) sanoja varjopankkijärjestelmästä ja sen sääntelyn tarpeesta: Varjopankkijärjestelmän kasvu ilman vastaavaa sääntelyn laajentamista valmisti tien nykyisenkaltaiseen massiiviseen pankkipakoon. Niinpä tarvitaankin uutta rahoitusmarkkinoiden sääntelyä. Kaikki ne rahoitusjärjestelmän osat, jotka täytyy pelastaa nykyisessä kriisissä, tulee ulottaa kelvollisen sääntelyn piiriin. Nyt kun olemme nähneet, kuinka suurta

¹⁵ Haluan korostaa, että on liian aikaista antaa rahoituskriisin syyille, seurauksille ja välittymismekanismeille mitään ehdottomia ja lopullisia vastauksia.

tuhoa joukko säännelyihin talletuspankkeihin kuulumattomia rahoituslaitoksia voi aiheuttaa, on aika laajentaa sääntely koskemaan myös varjopankkijärjestelmää. □

Kirjallisuus

- Ahrend, R., Cournede, B. ja Price, R. (2008), "Monetary policy, market excesses and financial turmoil", OECD Working Paper 597.
- Alanen, T., Kauko, K., Saarenheimo, T. ja Välimäki, T. (2008), "Rahoitusmarkkinoiden häiriöt, makrotalous ja keskuspankkien reaktiot", BoF Online 7/2008.
- Bernanke, B. (2005), "The global saving glut and the U.S. current account deficit", esitelmä, Virginia Association of Economics, 14.4.2005.
- Blanchard, O. (2007), "Global imbalances", julkaisematon käsikirjoitus.
- Blanchard, O. (2008), "The crisis: basic mechanisms, and appropriate policies", Massachusetts Institute of Technology, Department of Economics Working Paper 09–01.
- Blanchard, O., Giavazzi, F. ja Spa, F. (2005), "The U.S. Current Account and the Dollar", *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1–66.
- Blanchard, O. ja Simon, J.A. (2001), "The long and large decline in U.S. output volatility", *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 135–164.
- CNNMoney.org (2007), "Beware our shadow banking system", http://money.cnn.com/2007/11/27/news/newsmakers/gross_banking.fortune/ (viitattu 8.03.09).
- Financial Services Authority (2009), *The Turner review: A regulatory response to the global banking crises*, Financial Services Authority, Lontoo.
- Geithner, T. (2008), "Reducing systemic risk in a dynamic financial system", esitelmä, Economic Club of New York, kesäkuu 12.
- Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence: Adventures in a New World*, The Penguin Press, New York.
- Iacoviello, M. ja Neri, S. (2008), "Housing market spillovers: Evidence from an estimated DSGE model", Bank of Italy, Economic Working Paper 659.
- IMF (2005), *World economic outlook: Building institutions*, International Monetary Fund, Washington DC.
- IMF (2007), *Global financial stability report: Financial market turbulence: causes, consequences, and policies*, International Monetary Fund, Washington DC.
- Kaminsky, G.L. ja Reinhart, C. (1999), "The twin crises: The causes of banking and balance of payments problems", *American Economic Review* 89: 473–500.
- Kauko, K. (2008), "Strukturoidusta rahoituksesta ja subprime-kriisistä", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 104: 186–194.
- Krugman, P. (2009), *The return of depression economics and the crisis of 2008*, W. W. Norton & Company, New York.
- Negro, M.D. ja Otkrok, C. (2007), "99 luftballons: Monetary policy and the house price boom across US states", *Journal of Monetary Economics* 54: 1962–1985.
- Obstfeld, O. ja Rogoff, K. (2007), "The unsustainable US current account position revisited", teoksessa Clarida, R. (toim.), *G7 Current Account Imbalances: Sustainability and Adjustment*, University of Chicago Press, Chicago: 339–376.
- Pikkarainen, P. (2008), "Rahoitusmarkkinoiden kriisi paljastanut monia ongelmia kannustimissa", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 104: 379–381.
- Poole, W. (2007), "Understanding the Fed", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* 89: 3–13.
- Rajan, R. (2008), "The causes and consequences of the current financial crisis", esitelmä, Suomen Pankki 5.12.2008.
- Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2008), "Is the 2007 U.S. subprime crisis so different? An international historical comparison", *American Economic Review* 98: 339–344.

- Rogoff, K. (2009), "Global imbalances and exchange rates", luentomuistio, <http://isites.harvard.edu/fs/docs/icb.topic542640.files/Global%20Imbalances%20and%20Exchange%20Rates%20Spring%202009.pdf> (viitattu 18.3.09).
- Roubini, N. (2007), "It is now time to downgrade the monoliners: a business model that cannot survive without an AAA rating is a business model that cannot fundamentally deserve an AAA rating", <http://www.rgemonitor.com/blog/roubini/233688/> (viitattu 9.03.2009).
- Roubini, N. (2008), "NYU professor predicting a whale of a bear market", *Financial Week*, 23.2.2008.
- Suvanto, A. (2008), "Velkavedolla luottokriisiin – horjuuko maailmantalous?", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 104: 25–41.
- Taylor, J. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195–214.
- Taylor, J. (1999), "An historical analysis of monetary policy rules", teoksessa Taylor, J. (toim.), *Monetary policy rules*, University of Chicago Press, Chicago: 319–347.
- Taylor, J. (2007), "Housing and monetary policy", NBER Working Paper 13682.
- Taylor, J. (2009), "The financial crisis and the policy responses: An empirical analysis of what went wrong", NBER Working Paper 14631.