

Taluskriisi, finanssikriisi ja ennustaminen

Markus Haavio

Ekonomisti

Suomen Pankki

Mika Kortelainen

Ekonomisti

Suomen Pankki

Jarmo Kontulainen

Toimistopäällikkö

Suomen Pankki

Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta kesällä 2007 alkunsa saanut rahoitusmarkkinakriisi syveni entisestään syksyllä 2008. Samalla kriisin vaikutukset levisivät aiempaa laajemmalle. Kun investointipankki Lehman Brothers ajautui syyskuussa 2008 konkurssiin ja samoihin aikoihin luottoriskivakuutusmarkkinoilla keskeisessä asemassa ollut vakuutusyhtiöjätti American International Group horjui vararikon partaalla, paniikki levisi rahoitusmarkkinoilla. Markkinaosapuolet eivät enää luottaneet toisiinsa, ja osa rahoitusmarkkinoista lakkasi toimimasta.

Rahoitusmarkkinoiden aiempaa vakavam-
malla häiriötilalla oli dramaattisia vaikutuksia reaali-
talouteen: finanssikriisistä kehittyi täysi-
mittainen taluskriisi. Kansainvälinen kauppa
romahti, ja etenkin vientiteollisuuden tuotanto
supistui rajusti niin Suomessa kuin monissa
muissakin maissa. Suomen bruttokansantuot-
teen kasvu jäi vuonna 2008 yhden prosentin
tuntumaan, kun kasvu oli ollut kahtena edel-

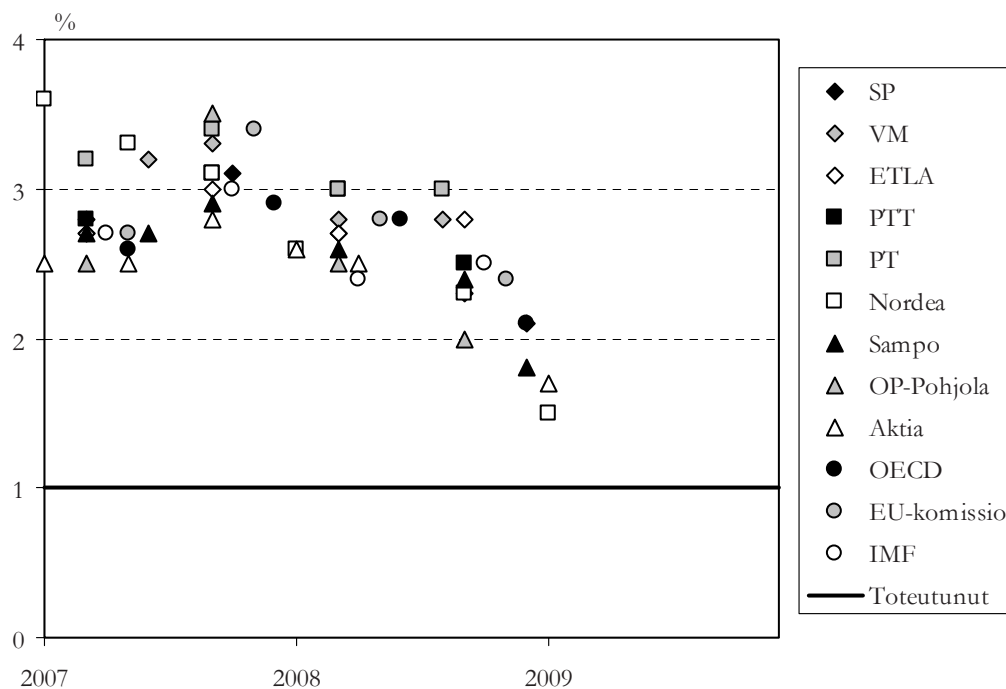
lisenä vuonna lähes viiden prosentin luokkaa.

Kriisin syveneminen tuli talousennustajille
pitkälti yllätyksenä. Keväällä ja kesällä 2008
ennustelaitokset arvioivat, että Suomen talous
kasvaisi vuonna 2008 kahden ja puolen, kolmen
prosentin vauhtia (kuvio 1). Lehmanin kon-
kurssia seuranneina kuukausina kasvulukuja
korjattiin alaspäin, mutta vielä loppuvuodesta
julkaistuissa ennusteissa kasvun arvioitiin yltä-
vän vuositasolla kahden prosentin tuntumaan.

Vuotta 2009 koskevat arviot muuttuivat vie-
lä rajummin. Kun ennen Lehmanin konkurssia
tehdyissä arvioissa Suomen talouden kasvu-
vauhdin oletettiin asettuvan vuonna 2009 kah-
den prosentin tuntumaan, talvella 2009 teh-
dyissä ennusteissa kasvuluvut olivat painuneet
selvästi pakkasen puolelle (kuvio 2).

Kuviossa 3 näytetään, miten jyrkästi tuonti
laski eräillä Suomen keskeisillä vientimarkki-
noilla syksyn 2008 ja talven 2009 aikana. Ku-
viossa näkyy myös Suomen viennin romahtami-

Kuvio 1. Ennusteet Suomen vuoden 2008 talouskasvuksi



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

nen. Suomen Pankin syyskuun 2008 ennuste valmistui juuri ennen Lehmanin konkurssia. Ennusteessa talouden näkymiä ja Suomen vientimarkkinoiden tulevaa kehitystä luonnehdittiin mm. seuraavaan tapaan:

”Kasvun vaimeneminen kuluvana vuonna (2008) johtuu ennen kaikkea kotimaisen kysynnän hiipumisesta. Kasvun hidastumisen taustatekijät poikkeavat näin siitä, mitä on vastaavissa suhdannetilanteissa aiemmin nähty. Tyypillistä tähän suhdannetilanteen muutosta on hallinnut vientikysynnän vaihtelu.¹ Mikäli ennusteen mukaisesti finanssikriisin nostattamat lainet maailmalla vähitellen tyyntyvät, talouden

aktiivisuus Suomen tärkeimmissä vientimaissa alkaa ensi vuonna (2009) uudelleen vahvistua, mikä vetää Suomen mukanaan.”²

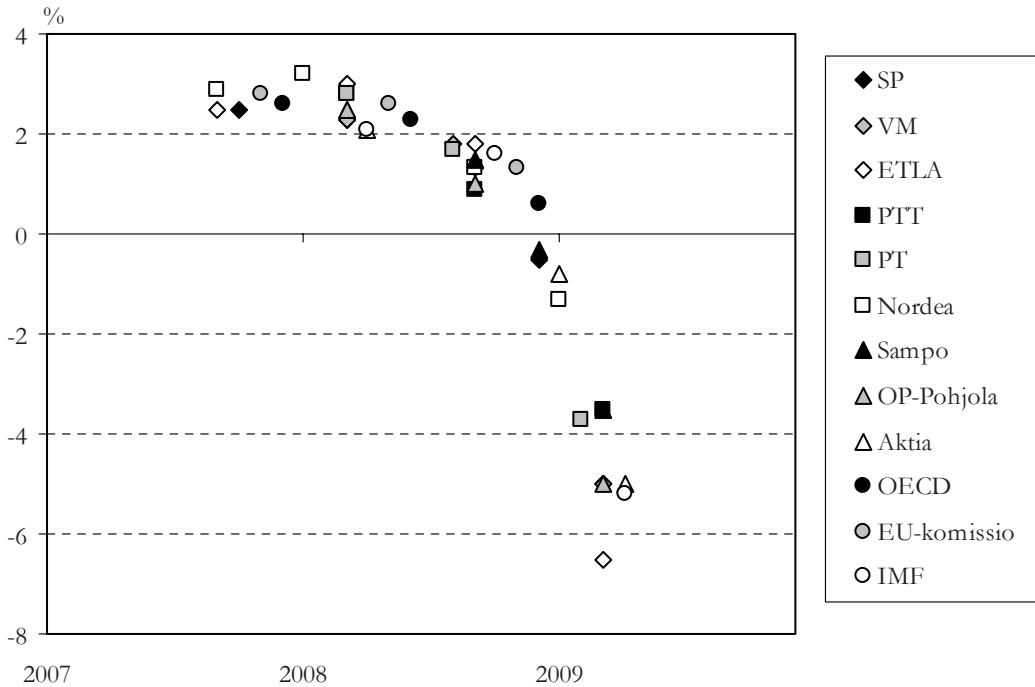
1. Taluskriisin taustatekijät olivat tiedossa

Se, että rahoitussektorilla oli ongelmia, ei tietenkään tullut yllätyksenä talousennustajille. Rahoitusmarkkinoilla oli ollut rauhatonta loppukesästä 2007 lähtien. Asuntojen hinnat olivat alkaneet laskea Yhdysvalloissa vuonna 2006, ja samalla maksuhäiriöiden määrä Yhdysvaltain asuntoluottomarkkinoilla oli alkanut kasvaa.

¹ *Euro ja Talous: Talouden näkymät 2/2008, s. 5.*

² *Ibid. s. 1.*

Kuvio 2. Ennusteet Suomen vuoden 2009 talouskasvuksi



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

Kesään 2007 mennessä oli ilmeistä, että velkajirjat, joiden vakuutena oli amerikkalaisia asuntoluottoja, olivat huomattavasti aiemmin arvioitua riskipitoisempia sijoituskohteita. Yhdellä markkinasegmentillä havaitut ongelmat muuttivat yleisemminkin suhtautumista riskeihin, joiden hinnoittelu oli laskenut poikkeuksellisen alas. Elokuussa 2007 riskilisät nousivat kaikilla markkinoilla. Pankkien ongelmat tulivat esille, kun vakuudellisten ja vakuudettomien luottojen korkoero pankkien välisillä markkinoilla leveni ja likviditeetin kysyntä lisääntyi voimakkaasti.

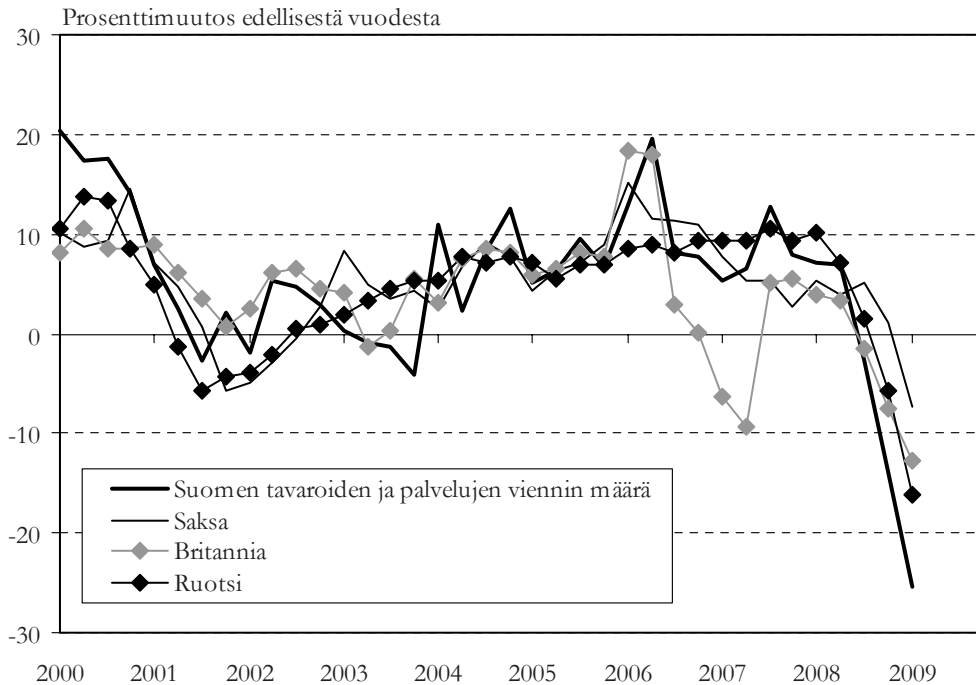
Käynnissä olevan talouskriisin taustalla oleviin ns. globaaleihin tasapainottomuuksiin oli kiinnitetty huomiota jo paljon aiemmin. Yh-

dysvaltojen velkaantumista ja Kiinan suuria vaihtotaseen ylijäämiä oli käsitelty mm. Suomen Pankin ennusteraporteissa ja taloudellisissa katsauksissa 2000-luvun alkuvuosista lähtien. Lisäksi oli yleisesti tiedossa, että rahoitusmarkkinoilta alkunsa saaneet taantumat ovat usein tavallista syvempiä ja pitkäkestoisempia. Hyviä esimerkkejä tästä ovat pohjoismaiden pankkikriisit 1980-luvun lopulla ja 1990-luvun alussa sekä Japanin kriisi 1990-luvulla.

2. Finanssikriisin vaikutusten arviointiin liittyi epävarmuutta

Kuten edellä todettiin, talouskriisin taustatekijät olivat pääpiirteittäin tiedossa. Rahoitus-

Kuvio 3. Tuonnin kehitys Suomen vientimarkkinoilla



Lähde: Eurostat.

markkinahäiriön taloudellisten vaikutusten arviointiin liittyi kuitenkin paljon epävarmuustekijöitä. Ensinnäkin näkemykset rahoitussektorin ongelmien mittasuhteista ovat muuttuneet huomattavasti ajan mittaan. Syksyllä 2007 arvioitiin, että kriisin rahoituslaitoksille aiheuttamat alaskirjaustarpeet olisivat muutaman sadan miljardin dollarin luokkaa. Keväällä 2008 Kansainvälinen valuuttarahasto IMF esitti, että luotto- ja arvonalennustappioiden kokonaismäärä olisi vajaa 1000 miljardia, ja syksyllä 2008 IMF nosti lukua 1500 miljardiin. IMF:n uusimpien arvioiden mukaan alaskirjausten kokonaismäärä on lähes 3000 miljardia dollaria.

Kun edellä kuvattuja talousennusteita teh-

tiin, oli myös epäselvää, miten ongelma-arvopaperit olivat jakautuneet pankkien, muiden rahoituslaitosten, erilaisten rahastojen ja muiden sijoittajaryhmien kesken. Finanssikriisin alkuvaiheessa ajateltiin yleisesti, että pankit olisivat arvopaperistaneet asuntoluottoja ja myyneet luomansa arvopaperit suurelle joukolle erilaisia sijoittajia. Myöhemmin on kuitenkin käynyt ilmi, että huomattavan suuri osa ongelma-arvopapereista oli päätyneet pankkien taseisiin – joko suoraan tai epäsuorasti varjopankkijärjestelmän kautta. Arvopaperistamisella ei pyrittykään ehkä ensisijaisesti hajauttamaan asuntoluottoihin liittyviä riskejä vaan pikemminkin kiertämään pankkeja koskevia vakava-raisuussäännöksiä. Se, että ongelmapapereita

oli runsaasti pankkien taseissa, teki pankkijärjestelmästä haavoittuvan.

Myös rahoitusmarkkinariskien maakohtainen jakautuminen oli epäselvä. Kriisin alkuaikoina vaikutti siltä, että keskeisten euroalueen maiden kuten Saksan pankkijärjestelmä olisi kohtuullisen hyvässä kunnossa. Myöhemmin saatujen tietojen valossa nämä uskomukset ovat osoittautuneet ainakin osittain katteettomiksi.

Kun eletään epätavallisia aikoja, jollakin yksittäisellä tapahtumalla voi olla huomattava vaikutus niin markkinaosapuolten kuin talousanalyttikkojenkin ajatteluun. Maaliskuussa 2008 liikepankki JP Morgan Chase otti vaikeuksissa olleen investointipankki Bear Stearnsin haltuunsa Yhdysvaltain liittovaltion avustuksella. Bear Stearnsin tapauksen jälkeen ajateltiin, ettei mitakaan systeemisesti merkittäviä rahoituslaitoksia päästettäisi vararikkaan. Vaikka Lehman Brothersin ja American International Groupin vaikeuksista tiedettiin, kevään 2008 kokemusten perusteella talousnustajilla oli syytä uskoa, että koko rahoitusjärjestelmä ei kaatuisi jonkin yksittäisen rahoituslaitoksen ongelmien takia.

Oli myös vaikea arvioida, miten laajalti – ja mitä kanavia pitkin – kriisi leviäisi rahoitusmarkkinoilta reaalitalouteen ja Yhdysvalloista muihin maihin. Esimerkiksi edellä mainitut pohjoismaiden talouskriisit ja Japanin kriisi olivat olleet laajuudeltaan kansallisia tai alueellisia. Samaten Aasian kriisi 1990-luvun lopussa koetteli ankarasti Etelä-Koreaa, Filippiinejä, Indonesiaa, Malesiaa ja Thaimaata, ja sen jälkikaiut vaikuttivat myös mm. Venäjän ja Argentiinan talouteen. Sen sijaan suurin osa kehittyneistä maista selvisi suhteellisen vähin vaurioiden. Tuoreessa muistissa oli myös kuplan puhkeaminen 2000-luvun alussa. Tuolloin osakkeiden

hinnat putosivat jyrkästi eri puolilla maailmaa, myös Suomessa, mutta rahoitusmarkkinoilla vallitsevan myllerryksen vaikutukset reaalitalouteen jäivät lopulta melko vähäisiksi.

3. Kansainvälisen kaupan romahtaminen

Pankkien käyttäytyminen, johon oli jo kriisin alusta alkaen kuulunut likviditeetin hamstrausta, johti yritysrahoituksen tyrehtymiseen. Yritykset reagoivat tähän supistamalla varastoja, luopumalla jo suunnitelluista investoinneista ja viivästyttämällä laskujen maksamista. Ilmiö oli globaali ja vaikutukset kansainväliseen kauppaan ennakoimattomat. Kun finanssikriisin vaikutukset alkoivat syksyllä 2008 näkyä Suomen taloudessa, keskeinen vaikutuskanava oli nimenomaan kansainvälinen kauppa. Seuraavaksi tarkastellaan hieman lähemmin kansainvälisen kaupan ennustamista koskevia kysymyksiä.

Kauppaa koskeviin arvioihin liittyi ainakin kahdenlaisia hankaluuksia ja epävarmuustekijöitä. Ensinnäkin finanssikriisin jäljet näkyivät kauppavirroissa vasta melko pitkän viiveen jälkeen. Kun moneen kuukauteen ei näyttänyt tapahtuvan mitään kovin dramaattista, tuntui mahdolliselta, että kaupan kasvu saattaisi jatkua rahoitusmarkkinoiden myllerryksestä huolimatta. On vaikea edes jälkikäteen löytää selviä indikaattoreita, jotka selittäisivät nähdyn kansainvälisen kaupan supistumisen.

Esimerkiksi Suomen Pankin ennusteeseen sisältyvissä riskiarvioissa rahoitusmarkkinakriisin mahdollisia vaikutuksia kansainväliseen kauppaan pohdittiin toistuvasti syksystä 2007 lähtien. Pelättiin, että Suomen vientimarkkinoiden kasvu hiipuisi ja erityisesti investointitavaroiden kysyntä tyrehtyisi; tästä olisi vakavia

seurauksia Suomen viennille. Tilastojen valossa vaikutti kuitenkin pitkään siltä, että finanssikriisi ei suuremmin haittaisi maailmankauppaa. Esimerkiksi Suomen viennin kasvu jatkui riipeänä vielä vuoden 2008 toisella neljänneksellä.

Reaalitalouden olosuhteisiin nähden vahvaa kehitystä pyrittiin myös selittämään ja tulkitsemaan. Monissa taloudellista tilannetta koskevissa analyyseissa arvioitiin, että kehittyvät Aasian maat, etenkin Kiina ja Intia, voisivat korvata Yhdysvallat maailmanlaajuisen kasvun veturina. Vaikutti myös siltä, että Suomen vientiteollisuuden keskeinen markkina-alue Eurooppa saattaisi välttyä kriisin pahimmilta vaikutuksilta. Vuoden 2008 ensimmäisellä puoliskolla useimpien EU-maiden talouskasvu oli odotettua vahvempaa. Julkisessa keskustelussa usein esitetyn tulkinnan mukaan Yhdysvaltoja kohdanneet ongelmat johtuivat osaltaan siitä, että maa oli elänyt pitkään yli varojensa. Sen sijaan euroalueen vaihtotase oli hienokseltaan ylijäämäinen. Esimerkiksi euroalueen suurimmassa jäsenmaassa Saksassa kotitalouksien säästämisaste oli korkea ja yritysten taseet olivat hyvässä kunnossa.

Toiseksi, kun finanssikriisi lopulta iski kansainväliseen kauppaan, vaikutuskanavat olivat ainakin osittain totutusta poikkeavia. Yksi näistä kanavista oli kriisin vaikutus vientiyritysten tarvitsemaan lyhytaikaiseen rahoitukseen ja kansainväliseen maksuliikenteeseen.

Kun yritys vie hyödykkeitä ulkomaille, se saa usein maksun toimittamistaan tavaroista tai palveluista vasta jälkikäteen. Koska työvoimasta, raaka-aineista ym. tuotantopanoksista koituvat kustannukset lankeavat tyypillisesti maksettaviksi jo tuotantoprosessin aikana, yritys tarvitsee usein lyhytaikaista rahoitusta. On myös olemassa riski, että maksua ei koskaan

saada, ja vientiyritys saattaa haluta suojautua tämän mahdollisuuden varalta. Normaalioloissa rahoituslaitoksilta voi ostaa tähän tarkoitukseen sopivia vakuutuksia ja takauksia.

Ylipäätään pankeilla on keskeinen rooli kansainvälisessä maksuliikenteessä. Viejäyritys ei välttämättä tunne kovin hyvin kauppakumppaniaan, eikä se voi tällöin olla täysin varma kauppakumppaninsa maksukyvyistä. Sekä viejäettä tuojayrityksellä on kuitenkin tyypillisesti kiinteä suhde johonkin omassa maassaan toimivaan pankkiin. Näin maksuliikenteen välittäjinä toimivat pankit voivat tarjota ratkaisun edellä kuvattuun ongelmaan. Jos viejäyrityksen käyttämä pankki luottaa tuojayrityksen käyttämään pankkiin, tuojayrityksen pankki voi toimia maksun takaajana.

Nykytietojen valossa vaikuttaa siltä, että kansainvälisessä kaupassa tarvittavaan rahoitusjärjestelmään ja maksuliikenteeseen tuli vakavia häiriöitä syksyllä 2008 ja talvella 2009. Kun pankkien varainhankinta vaikeutui, kulut nousivat ja likviditeetistä oli pulaa, myös ulkomaankauppaa käyvien yritysten tarvitseman lyhytaikaisen rahoituksen hinta nousi ja rahoituksen saatavuus heikkeni. Toisaalta kun pankkien väliltä katosi luottamus, ne eivät voineet enää toimia totuttuun tapaan kansainvälisen maksuliikenteen välittäjinä.

Kuten edellä mainittiin, Suomen Pankin ennusteraporteissa käsiteltiin useaan otteeseen rahoitusmarkkinakriisin ja kansainvälisen kaupan välisiä yhteyksiä. Näissä pohdinnoissa lähettiin kuitenkin siitä, että rahoitusmarkkinoiden häiriötila vaikuttaa Suomen vientiin kysyntätekijöiden kautta: vientimarkkinoiden kasvu hidastuu ja investointitavaroiden kysyntä heikenee. Edellä kuvattuja kansainväliseen maksuliikenteeseen syntyneitä vaikeuksia ei näissä arvioissa otettu huomioon.

Miksi rahoitusmarkkinakriisin suoria vaikutuksia kansainväliseen kauppaan ei sitten osattu ennakoita? Tähän on ainakin kaksi syytä. Ensinnäkin vastaavia laajamittaisia häiriöitä maksuliikenteessä ei ole juuri ollut ainakaan toisen maailmansodan jälkeen. Tosin jonkinlaisena poikkeuksena tästä voidaan pitää Neuvostoliiton hajoamista 1990-luvun alussa. Tuolloin mm. Suomen ja Neuvostoliiton välinen bilateraali-kauppaan perustuva maksujärjestely lakasi toimimasta ja myös Suomen idänkauppa romahti.

Toinen syy liittyy ennustamisessa käytettyihin malleihin. Mallit auttavat talousennustajia arvioimaan erilaisten taloudellisten kehityskulkujen mittasuhteita sekä analysoimaan taloudellista tilannetta johdonmukaisella tavalla. Samalla talousteoria ja kokonaistaloudelliset mallit myös ohjaavat ja muovaavat talousennustajien tapaa jäsentää talouden ilmiöitä. Se, mikä jää tämän kehikon ulkopuolelle, jää usein myös vähemmälle huomiolle taloudellisessa analyysissa. Tyypillisesti ennustemalleissa voin kehitys riippuu vientimarkkinoiden kasvusta, kotimaisten vientiyriyten perimistä hinnoista, kilpailijoiden hinnoista sekä valuuttakursseista. Kun esimerkiksi Suomen Pankissa tehdään vientiä koskevia arvioita, päähuomio kiinnittyy edellä lueteltuihin, Suomen Pankin ennustemallissa mukana oleviin muuttujiin. Malleissa oletetaan, että kansainvälinen vaihdanta sujuu kitkatta. Toisin sanoen implisiittisenä tausta-ajatuksena on, että kansainväliseen kauppaan liittyvät maksu- ja rahoitusjärjestelyt

toimivat. Ylipäätään ennustemallit on rakennettu ja mitoitettu siten, että ne kuvaavat varsin hyvin talouden toimintaa normaaliaikoina. Mallien avulla on vaikeampi analysoida tilannetta, jossa osa rahoitusmarkkinoista lakkaa toimimasta.

4. Lopuksi

Tässä artikkelissa on käsitelty rahoitusmarkkinakriisin tähänastisten vaiheiden arvioimiseen liittyneitä ongelmia ja tehtyjä ennustevirheitä. On kuitenkin syytä huomata, että myös tulevan kehityksen arviointiin liittyy paljon tavallista enemmän epävarmuutta. Lyhyen aikavälin ennusteiden epävarmuutta kuvastaa mm. se, että keväällä esitetyt arviot Suomen bruttokansantuotteen kasvusta vuonna 2009 vaihtelevat $-3,5$ prosentista $-6,5$ prosenttiin (kuvio 2). Yleensä eri ennustelaitosten kasvuarviot mahtuvat noin prosenttiyksikön levyiseen haarukkaan.

Myös epävarmuus kriisin pitkän aikavälin vaikutuksista vaikeuttaa ennusteiden tekemistä jatkossa. Ei ole täsmällistä tietoa siitä, kuinka paljon kansainvälisen työjaon, pääomakannan ja työvoiman määrän supistuminen vähentää talouden tuotantopotentiaalia. Yhtälailla tiettyjen rahoitusmarkkinasegmenttien näivettyminen vaikeuttaa rahoituksenvälitystä mahdollisesti hyvinkin pitkäaikaisesti. On myös epävarmaa, millaiseksi rahoitusmarkkinoiden säätelyjärjestelmä muotoutuu ja mitä vaikutuksia uudella järjestelmällä on talouden kehitykseen. □