

## Taluskriisien ennustaminen vaikeaa

Janne Huovari

*Ekonomisti*

Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos

Petri Mäki-Fränti

*Ekonomisti*

Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos

Markus Lahtinen

*Ekonomisti*

Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos

Raija Volk

*Tutkimusjohtaja*

Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos

Syksyllä 2008 finanssimarkkinat romahtivat nopeasti ja maailmanlaajuisesti. Finanssikriisin syvetessä myös tuotanto lähti poikkeukselliseen jyrkkään laskuun. Vuonna 2009 maailmantalouden tuotannon odotetaan laskevan ensimmäistä kertaa toisen maailmansodan jälkeen. Ennustukset, me muiden mukana, eivät kuitenkaan nähneet tai uskoneet maailmantalouden romahtavan vielä edes alkusyksystä 2008.

Mikä meni pieleen? Ongelma ei ole, etteikö finanssimarkkinoiden kriisin taustalla olleita tekijöitä olisi tunnistettu ajoissa. Päinvastoin, yksittäisistä tekijöistä puhuttiin jo monta vuotta ja seurauksista varoitettiin laajasti. Riskien toteutumista ja sen seurausten nopeaa siirtymistä reaalityouteen ei kuitenkaan pystytty hahmottamaan.

### Riskit tunnistettiin

Nykyisen taluskriisin taustalla on kaksi toisiinsa liittyvää ilmiötä: Ensinnäkin USA:n suuret vaihtotaseen alijäämät ja sen vastinparina Asian maiden, erityisesti Kiinan ja öljyntuot-

tajamaiden suuret ylijäämät, ja toiseksi liiallisen likviditeetin alhaalla pitämä korkotaso yhdistettynä valvonnan ulkopuolelle kehittyneeseen ”varjopankkijärjestelmään”.

Tunnistimme, kuten muutkin ekonomistiorganisaatiot, Yhdysvaltojen vaihtotaseen alijäämään liittyvät riskit. Kotitalouksien velkaantumisen kasvu oli ollut kestäättömällä uralla jo vuosia ja säästämisaste oli painunut lähes nolnaan. Niin ikään tunnistettiin velkaantumisen kytkeä nopeasti kallistuneisiin asuntojen hintoihin ja ”innovatiivisiin” rahoitusjärjestelyihin erityisesti Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla. Tiedettiin tilanteen kestäättömyys vaiheessa, jossa asuntojen hintojen nousu pysähtyy, puhumattakaan niiden kääntymisestä laskuun.

Asuntojen hintojen jatkuva nousu oli sekä finanssialan menestyksen että Yhdysvaltojen kasvavan kulutuksen edellytys. Tältä osin kriisin merkit olivat tunnistettavissa jo vuonna 2006, jolloin asuntojen hinnat kääntyivät laskuun. Pitää tosin muistaa, että jos tuolloin olisi ennustettu asuntomarkkinakriisin nopeaa leviämistä muuhun talouteen, olisi jälkikäteen

katsoen tehty seuraaville vuosille useita liian pessimistisiä ennusteita. Asuntojen hintojen lasku jo kaksi vuotta ennen romahdusta olisi kuitenkin tarjonnut aineksia toteutunutta parempaan näkemykseen tulevan laskusuhdanteen ennustamisessa. Tältä osin kyse oli huonosti tehdyistä kotiläksyistä.

Vaikeammin havaittava ilmiö oli uuden asuntorahoituksen laajat kytkökset finanssimarkkinoilla sekä asuntomarkkinainstrumenttien monimutkaisuus. Niinikään olemattomalle huomiolle jäi varjopankkijärjestelmä, jossa suuri osa riskeistä ja vastuista oli siirretty pankkien taseiden ulkopuolelle ja finanssivalvonnan ulottumattomiin. Subprimelainojen laajat jälkimarkkinat nousivat keskustelun kohteeksi vasta näiden markkinoiden romahdettua kesällä 2007.

Vaikka ongelmat siis nähtiin, ei nähty sitä kuinka nopeasti ja totaalisesti asuntomarkkinoilta levinneet ongelmat halvaannuttivat koko maailman finanssimarkkinat. Markkinoiden haavoittuvuus aliarvioitiin ja lisäksi luotettiin liikaa keskuspankkien kykyyn toimia kriisin estämiseksi.

Asuntojen hintojen jo laskettua ja öljyn hinnan noustessa nopeasti keväällä 2008 maailmantalouden yllä nähtiin tummia pilviä. Oletimme kuitenkin Yhdysvaltain keskuspankin FEDin kykenevän takaamaan pankkijärjestelmän vakauden subprimemarkkinoiden romahdettuaakin. Niin ikään FEDin noudattama tapauskohtainen harkinta rahoitusmarkkinoiden toimijoiden pelastamisessa nähtiin toimivaksi ratkaisuksi. Bearn Sternin ainakin jossain määrin onnistunut pelastamisoperaatio keväällä 2008 antoi uskoa FEDin kykenevän määrittämään finanssiyrityksiin liittyvät riskit ja toimimaan sen mukaisesti.

Lehman Brothersin kaaduttua syyskuun puolivälissä oletimme FEDin jälleen tunnista-

neen yritykseen liittyvät systeemiriskit oikein ja tämän pohjalta ei nähty aihetta erityiseen huoleen. Pikemmin sisäisessä keskustelussa nousi esiin argumentteja konkurssin positiivisista vaikutuksista rahoitusalaan liittyvien riskien hinnoitteluun tulevaisuudessa.

Konkurssia seuraavat viikot olivat kuitenkin kaoottisia. FED olikin tehnyt karkean virhearvion konkurssiin liittyvistä systeemiriskeistä. Välittömästi Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen FEDin oli yhdessä Treasuryn kanssa pelastettava vakuutusyhtiö AIG. Lopulta valtiovarainministeri Paulsonin kongressissa pitäjä epäonnistunut puhe rahoitussektorin vakauttamisesta veti maton alta markkinoilta. Syvä luottamuslama oli todellisuutta.

Finanssikriisin dramaattisimmat käännteet ajoittuivat ajankohtaan, jolloin PTT teki syksyn 2008 ennustetta kuluvalle ja tulevalle vuodelle. Ennuste olisi ollut mahdollista rakentaa uudestaan perustuen kirjallisuuteen pankkikriisien vaikutuksesta talouskasvuun. Tapahtumat vyöryivät kuitenkin niin nopeasti ja alkuoletukset olivat niin vääriä, että emme pystyneet reagoimaan tapahtuneeseen kehitykseen syksyn ennusteprosessin aikana. Ongelma oli ennen kaikkea väärä analyysi rahoitussektorin tilanteesta. Siltä osin ongelmaksi nousi osin myös riittävän informaation saaminen, koska monet ”varjopankkijärjestelmään” liittyvät olennaiset tunnusluvut eivät olleet julkisia. Makrotaloudellisten vaikutusten suuruutta oli vaikea arvioida, koska pankkijärjestelmän vaikeuksien laajuutta ei kvantitatiivisesti pystytty arvioimaan.

## **Reaalitalous seurasi finanssimarkkinoita**

Perimmäinen virhe ennusteissa tehtiin finanssimarkkinoiden kohdalla, mutta finanssimarkki-

noiden ja reaalitalouden kytköksiä ei myöskään nähty niin vahvoina kuin miksi ne sitten osoit-tautuivat. Talouden ongelmat ja kasvun hidastuminen olivat nähtävissä jo vuoden 2008 aikana. Ennusteet vuoden 2009 kasvusta olivatkin alhaisia ja alenivat vuoden mittaan. Talouden romahtamista ja tuotannon määrän kääntymistä jyrkkään laskuun ei kuitenkaan nähty vielä vuoden 2008 syksylläkään, vaikka finanssimarkkinoiden kriisi oli jo täydessä vauhdissa.

Kaikki keskeiset reaalitalouden mittarit näyttivät tuolloin edelleen kasvua, vaikkakin hidastuvaa. Ennusteissa ei uskottu, että finanssimarkkinoiden kriisi romahduttaisi loppuvuodesta myös reaalitalouden, eikä varsinkaan Suomen reaalitaloutta. Kotimaan talouden tilanne näytti edelleen varsin valoisalta. Finanssikriisin ei uskottu vakavasti koskettavan kotimaisia pankkeja (pitää edelleen paikkansa) eikä kotimaassa ollut tekijöitä, joiden olisi voinut ajatella romahduttavan kysynnän (investointien vähenemisen odotettiin kyllä hidastavan kasvua). Lisäksi valtiontalous oli reilusti ylijäämäinen eli hyvin varustautunut kestävänsä laskusuhdanteen.

Uhka tuli siis ulkoapäin ja suuri kysymys oli miten käy vientimarkkinoille. Ennustetta tehdessä kansainväliset ennusteet näyttivät edelleen selvää kasvua vuodelle 2009. Niitä kyllä pidettiin optimistisina finanssikriisin riehuessa, mutta lopulta niistä poikettiin vain piirun verran alaspäin. Oikeaan osunut ennuste maailmantaloudesta olisi vaatinut täysin toisenlaista käsitystä kuin suurilla kansainvälisillä ennustelaitoksilla oli.

Finanssikriisin ei siis ylipäätään nähty vaikuttavan niin voimakkaasti ja nopeasti reaalitalouteen kuin tapahtui. Sen lisäksi uskottiin pahimpien vaikutusten rajoittuvan Yhdysvaltoihin. Tämä oli tietenkin toiveajattelua. Suh-

danteet vaihtelevat maailmalla nykyään hyvin samaan tahtiin. Tästä huolimatta oli yllättävää kuinka nopeasti ja samanaikaisesti teollisuustuotanto romahti kaikkialla maailmassa marraskuusta 2008 alkaen.

Keskeinen virhe reaalitalouden ennusteessa oli finanssikriisin vaikutuskanavien väärin arvioiminen. Pääasiallisen vaikutuksen ajateltiin tulevan yritysten investointi- ja käyttörahoituksen kallistumisen ja saatavuuden vaikeutumisen kautta. Tämän ns. luottolaman mahdollisuudesta puhuttiin yleisesti. Tällöin vaikutus olisi tullut viiveellä ja valtioiden poikkeusrahoitusjärjestelyt yrityksille olisivat pehmentäneet iskua. Reaalitalous romahti kuitenkin hyvin nopeasti finanssimarkkinoiden jälkeen. Yritykset, mutta myös kuluttajat yksinkertaisesti äkkijarruttivat näkymien muuttuessa ja epävarmuuden lisääntyessä. Tärkein vaikutuskanava olivatkin odotukset, jotka muuttuivat hyvin nopeasti.

### **Onko taloutta ylipäätään mahdollista ennustaa?**

Mitä ennusteissa olisi voitu tehdä paremmin? Ovatko suhdannevaihtelut luonteeltaan ylipäätään sellaisia, että niitä on mahdotonta ennustaa, vai onko taloustiede vain niin kehittymätöntä että toimivat ennustustyökalut odottavat vielä keksimistään?

LSE:n professori ja entinen Englannin keskuspankin neuvonantaja Willem Buiten pohdiskeli keväällä syitä siihen, miksi tämänkertaista finanssikriisiä ei pystytty näkemään. Buiten arvioi, että akateemisen makrotaloudellisen tutkimuksen keskiössä vaikuttaneet uusklassiset ja uuskeynesiläiset mallit ovat muovanneet myös käytännön ennustustyötä tekevien ekonomistien ajattelutapaa. Näiden mallien perusoleuksista seuraa, että nykyisen kaltaista fi-

nanssikriisiä on hyvin vaikea ennustaa niiden avulla. Täydellisillä ja informatiivisesti tehokkailta rahoitusmarkkinoilla ei koskaan synny rationaalista hinnoittelukuplaa, eikä likviditeettikriisi muodostu ongelmaksi. Linearisoidut yleisen tasapainon mallit rakennetaan niin, että talouden shokit oletetaan vähäisiksi ja mallien dynamiikka sallii vain lyhyet poikkeamat tasapainouralta.

1990-luvun alusta lähtien pitkä nopean talouskasvun ja matalan inflaation kausi Yhdysvalloissa antoi ainakin epämuodollista empiiristä tukea rahateoreettisille todisteluille riippumattoman keskuspankin omnipotentista kyvystä suhdanteiden hienosäätöön korkopoliitikalla. IT-kuplan puhkeamista seurannut minitaantumakin aiheutti vain pienen kuprun pitkään nousukauteen. Tämä osaltaan ruokki liiallista optimismia mallien ja politiikan mahdollisuuksista. Suhdannevaihtelut julistettiin kokonaan kuolleiksi tai ainakin uskottiin, että on löydetty keinot niiden tehokkaaseen säätelyyn talouspolitiikan keinoin.

Keynesin idea kuluttajien, yritysten ja sijoittajien käyttäytymistä ohjaavasta psykologisesta luottamuksesta ja uskosta – animal spiritistä – suhdannevaihteluiden aiheuttajana tai ainakin niiden voimistajana on tullut uudestaan muotiin nykyisen finanssikriisin myötä. Tulihan taantumasta maailmanlaajuinen vasta Lehman Brothersin konkurssia seuranneen yleisen luottamuslamman myötä. Jo ennen nykyistä finanssikriisiä rahoitusmarkkinoiden häiriöt olivat merkittävästi vaikuttaneet suhdannevaihteluihin.

## **Huonotkaan ennusteet eivät ole turhia**

Samat resurssit, sama tietopohja ja ennustajien samankaltainen koulutus selittävät pitkälti sen

miksi esimerkiksi suomalaiset talousennustajat ovat aina menneet metsään rinta rinnan. Myös ennustetyön jokapäiväiset käytännöt karsivat pois rohkeimmat etunojat julkisuuteen annetuista ennusteista. Vaikka näkyvyys tai ainakin keskustelun herättäminen ovat monelle ennustajalle tärkeitä tavoitteita, mahdollisuus olla yksin oikeassa ei kata riskiä olla yksin väärässä. Väitetäänhän taloustieteilijöiden muutenkin olevan luonteeltaan riskinkarttaji. Useimmat talousennusteet ovat myös ryhmätyn tulosta. Tällöin ennustetyön lopputulos helposti konvergoituu kohti keskimmäistä ennustetta, vaikka ennusteryhmään mahtuisi sekä yltiöoptimisteja että -pessimistejä. Tulevaisuus on aina hämärän peitossa ja ennusteet epävarmoja, mikä näkyy ennustajien varovaisuutena. Vuosittainen BKT-ennusteiden vaihteluväli on huomattavasti pienempi kuin itse BKT:n vaihteluväli.

Suhdannekäänteitä tuskin pystytään ennustamaan nykyistä paremmin tulevaisuudessaakaan. Jos suhdannekäänteiden ajoittumisen määräävät viime kädessä animal spirits eli psykologiset tekijät kuten odotukset, luottamus ja vaistonvarainen reagointi, on suhdannevaihteluiden ennustaminen käytännössä lähes mahdotonta. Vaikka tarkka suhdannekäänteiden ennustamatta, ennustetyön avulla voidaan kuitenkin tunnistaa talouden ongelmia ja talouteen lähivuosina todennäköisesti vaikuttavia tekijöitä.

Talousennusteet eivät siis ole turhia. Niiden tärkein tehtävä ei ole tarjota desimaalien tarkkuudella lopullisia totuuksia, vaan toimia keskustelun pohjana ja sen herättäjänä. Piste-ennusteiden sijaan enemmän tarvetta on johdonmukaisille perusteluille, ehdollisille ennusteille ja huolelliselle talouden riskien analyysille. □