

# Salkunhoitajat talouskriisien ytimessä

Jukka Peltola

Yhdysvalloissa asuntorahoittajat arvioivat väärin 2000-luvun alkupuolella subprime-asiakkaiden luottoriskit. Ei oivallettu, että vähävaraisten amerikkalaisten huono tulokehitys ja kohoavat asuntojen hinnat on mahdoton yhtälö. Virheiden paljastuminen vuosina 2006–2007 syöksi maailmantalouden kriisiin.

Kriisin anatomia ei ollut yllätys, sillä rahoitusmarkkinatutkijat ovat raportoineet lukuisista samankaltaisista kriiseistä viimeisen kahdensadan vuoden ajalta. Mutta unohtuuko asian ydin? Rahoituskriisi ei syttynyt valtioiden, keskuspankkien tai reaalityalouden yritysten toimista. Euforiat ja paniikit virisivät finanssikeksuksissa toimivien pankkien, sijoitusrahastojen, eläkerahastojen, vakuutusyhtiöiden ja sijoituspalvelutalojen hektisissä dealinghuoneissa. Toimeksiantajiensa varoja sijoittavien salkunhoitajien käyttäytymistä on analysoitava, sillä heistä riippuvat yksityisen rahantarjonnan määrät ja ehdot ja lopulta myös arvopaperien markkinahinnat.

## 1. Uusimman finanssikriisin kolme vaihetta

Tuoreet havainnot vahvistavat tutkimuskirjallisuudessa usein esitetyn talouskriisin ”käsikirjoituksen”. On kuitenkin paikallaan tulkita vuosien 2007–2013 draamaa salkunhoitajien näkökulmasta. Siihen tarvitaan muutama peruskäsite. *Rahoittajalla* tarkoitan mm. pankkia, vakuutusyhtiötä tai eläke-, pääoma-, kiinteistö- ja sijoitusrahastoa. *Yksityisrahantarjonnalla* tarkoitan em. yksityisten rahoittajien markkinoille tarjoamia varoja. *Salkunhoitaja* on henkilö tai tiimi, joka rahoittajan palveluksessa tai toimeksiannosta huolehtii sen varojen sijoittamisesta. *Rahoituskohteella* tarkoitan julkisyhteisöä, yritystä, asunnonomistajia (kollektiivina) tai kiinteistönomistusyhteisöä. *Rahoituskaute* on rahoituskohteen ansaitsema tuotto, mistä katetaan rahoittajille osingot, korot, lyhennykset tai pääomavuokrat. *Arvopaperi* voi olla osake, luotto, asunto-osake, sijoitusrahasto- tai kiinteistöosuus, niistä johdettu jälleenrahoitusväline tai muu johdannainen.

VTM Jukka Peltola (jukka.s.peltola@kolumbus.fi) on vapaa tutkija ja kirjoittaja. Hän on toiminut mm. vakuutusosalalla Pohjola-yhtiöiden ja Suomi-yhtiöiden johtajana ja johtoryhmän jäsenenä.

Kriisin alkutahdit kajahtavat, kun osa salkunhoitajista löytää tavallista lupaavamman rahoituskohteen. 2000-luvun alkupuolella varsinakin Irlannin ja Espanjan kiinteistömarkkinat sekä Yhdysvaltain supprime-jälleenrahoitusvälineet houkuttelivat. Varhaiset rahoittajat taivoittelivat pitkän aikavälin tuottoa, mutta pian lyhyen aikavälin arvonnousua etsivät salkunhoitajat pyrkivät imuun mukaan. Yksityisrahantarjontaa kasvoi, rahoitusehdot kilpailuystävällisiksi löystyivät ja siksi arvopaperien hinnat näissä kohteissa alkoivat kohota. Kohteiden rahoituskatteet eivät nousseet ehkä lainkaan. Talousmedia nosti dramaattiset hinnannousut pääuutiin, ja yhä useammat salkunhoitajat kokivat painetta mennä mukaan. Media levitti optimismia, talouskasvu vilkastui ja kohteitten rahoituskatteet kohosivat, mutta vain vähän. Tälle euforiselle kierteelle oli niukalti reaalisia perusteita, mutta yksi oli ylitse muiden: *This time is different*. Eipä ollutkaan.

Kriisi oli ovella, kun useissa salkuissa oli arvopapereita, joiden korkeille ostohinnoille ei ollut mahdollista saada kunnan tuottoa. Rahoituskatteet eivät olisi riittäneet. Useilla salkunhoitajilla oli myös riskikeskittymiä, kun nousukiidossa riskien hajauttaminen olisi syönyt tuottoa. Salkunhoitajien keskinäiset epäluulot alkoivat kasvaa. Tarkkaa tietoa ei ollut saatavissa. Huhujen ”kupla” odottikin negatiivista uutista puhjetakseen. Tällä kertaa paniikki virisi, kun subprime-asuntojen hinnat kääntyivät laskuun Yhdysvalloissa, ja toinen paniikki, kun Kreikan, Portugalin ja Irlannin velanhoitokykyä ryhdyttiin epäilemään. Näiden ”kriisipesäkkeiden” yhteenlasketun tappioriskin arvioitiin yleisesti olevan vajaan 400 miljardia euroa. Yhdysvaltain ja Euroopan rahoittajien yhteenlaskettu sijoituskapasiteetti oli noin 70 biljoonaa euroa. Riskit olisivat olleet hajautettavissa.

Kriisi eskaloituu aina nopeasti. Niin nytkin. Subprime-asuntojen hintojen kääntynyt laskuun rahoittajat vetäytyivät nopeasti Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta. Yksityisrahantarjonnan vähetessä hintojen lasku levisi koko asuntokantaan ja edelleen muihin kiinteistöihin. Vähän myöhemmin Euroopassa salkunhoitajat vetäytyivät kriisimaiden valtionlainoista. Ensimmäiset katosivat lyhyttä tuottoa hamuavat jälleenrahoittajat. Salkunhoitajien kasvaneet epäluulot kollegojen salkkujen ”saloista” alkoivat rapauttaa rahoittajien välisiä jälleenrahoitusmarkkinoita.

Talousmediat nostivat hintojen syöksyt ja epäluulot päätöksiköihin. Pelot investointien rahoituspuolelta pettämisestä ja talouskasvun pysähtymisestä nostivat päätään. Niinpä pörsisiosakkeiden, kiinteistöjen sekä valtionlainojen ja yrityslainojen markkina-arvot lopulta laajalajaisesti romahtivat. Tämä ei johtunut suuryhtiöitten tai useimpien valtioiden toimintaympäristön muutoksista, sillä kriisipesäkkeiden (subprime ja kolme pientä euromaata) merkitys oli vähäinen. Mutta monien rahoittajien taseet murskautuivat, sillä nyt arvopaperien markkinahinnat olivat myös kriisipesäkkeiden ulkopuolella luonnottoman alhaalla. Niiden laajalajaiselle romahdukselle ei siis juuri ollut reaalitaloudellisia perusteita. Mutta poliitikkojen ja keskuspankkien oli taas kerran ryhdyttävä sammuttamaan rahoitusmarkkinoilla roihuavia tulipaloja.

## 2. Euforia ja paniikki vääristävä markkinahinnat

Kriisimekanismin ydintä ovat arvopaperien osto- ja myyntihinnat. On perusteltua esittää kolme kysymystä. Miksi salkunhoitajat ostavat euforiavaiheessa arvopapereita hintaan, mille

kohteiden rahoituskatteet eivät anna järkevän tuoton edellytyksiä? Miksi he myyvät paniikki-vaiheessa arvopapereita hintaan, mille kohteiden rahoituskatteet olisivat tarjonneet huippu-tuoton? Eivätkö tällaiset transaktiot ole asiakkaitten etujen vastaisia?

Motiiveja lienee kaksi. He saattavat arvioida, että kohteiden rahoituskatteet ovat nopeasti kasvamassa tai supistumassa. Tai he arvelevat, että rahoituskatteista riippumatta kollegat todennäköisesti tulevat jatkossa ostamaan niitä yhä korkeampaan tai myymään yhä halvempaan hintaan. Viimeksi mainittua kutsutaan ”markkinasentimentiksi”. Rahoitusmarkkinoista tehdyt laajat jälkitutkimukset tyrmäävät kuitenkin kummankin ansaintamallin. Yritysten tai julkisyhteisöjen rahoituskate-ennusteiden osumatarkkuus on erittäin heikko pidemmälle kuin parin vuoden päähän. ”Sentimenttien” ennustaminen on toivotonta. Toisaalta tutkimustieto näyttää vahvistavan teorian, että arvopaperien hinnat ennemmin tai myöhemmin asettuvat väkisinkin tasolle, missä kohteiden rahoituskatteet ja rahoittajien yleiset pitkän aikavälin tuottovaatimukset ovat tasapainossa. Kutsun tällaista arvopaperin tasapainohintaa *prime-arvoksi*.

Salkunhoitajalle jääkin vain yksi rationaalinen ansaintamalli:

1. Analysoi huolella rahoituskohde ja haarukoi varovaisesti lähitulevaa. Johda kertaeristä ”puhdistettu” rahoituskate-aikasarja ja siitä realistinen arvopaperin prime-arvo. Päivitä se säännöllisesti.
2. Älä osta prime-arvoa korkeampaan äläkä myy halvempaan hintaan. Pidä pitkäkään.
3. Älä luota ylimalkaisiin markkinauutisiin tai skenaarioihin. Et saa takaisin ”turhi- en” kauppojen transaktiokuluja.

4. Hajauta salkkusi riskikeskittymät. Suojaa valuuttaposition ja suojaudu markkina-arvojen heilahteluilta esim. johdannaisilla, jos sinulle on tulossa likviditeettitarpeita.

Malli ei liene yllätys. Näin on pitkän aikavälin sijoittajia neuvottu. Näin toimivat yritys-järjestelyitä tekevät pääomasijoittajat hajautusvaatimusta lukuun ottamatta.

Osa salkunhoitajista toimii kuitenkin toisin. He rakentavat tietotekniikan avulla ”lyhyitä” tuottoja etsiviä arvonnousuhimmeleitä, mutta joutuvat purkamaan ne nopeasti tappioiden uhatessa. Tässä ansaintamallissa ei ole vaihtoehtoa; epävarmoihin markkinauutisiin, skenaarioihin ja ounasteltuihin sentimenttimuutoksiin on reagoitava heti. Muutoin lyhyet tuotot menetetään varmasti. Keskimäärin näin myös tapahtuu, eli asiakkaille ei heru lisätuottoja.

Varsinainen rahoituskriisi syntyy, jos markkinahintojen nousun ja yksityisrahantarjonnan kasvun euforinen kierre on laaja-alainen ja pitkäaikainen. Tällöin rahoittajien keskinäiset epäluulot lopulta kuivaavat yksityisrahantarjonnan investointeihin, ja talouskasvun kääntymisen miinukselle syöksee arvopaperien hinnat jyrkkään laskuun. Paniikki leviää maiden, toimialojen ja arvopaperilajien rajojen yli. Tehokkaita levittäjiä ovat suuria arvopaperijoukkoja yhdistelevät tai niistä muodostetut johdannaistuotteet. Niiden ostot ja myynnit kohtelevat jopa tuhansia rahoituskohteita samalla tavoin, ovat ne sitten hyviä tai huonoja.

Salkunhoito on viime vuosina myös keskittynyt, eli yksittäisillä markkinanäkemyksillä ja varojen siirroilla on yhä enemmän vaikutusvaltaa. Paniikin ja euforian leviämistä edistävät myös kirjanpitosäännökset, joiden mukaan käytännössä kaikki salkut on arvostettava markkinahintojen mukaan, vaikka euforian tai

paniikin iskiessä katkeakaan markkina-arvojen yhteys rahoituskohteitten taloudelliseen menestymiseen.

### 3. Kohti vakaampia rahoitusmarkkinoita

Tuoreet kokemukset herättivät. Rahoitusmarkkinoita suitsetaan nyt ns. makrovakausvälineillä. Pankkien puskureita kasvatetaan niin, että vastedes luotonantoa voitaisiin jatkaa kriisioloissa ja että julkisia varoja ei tarvittaisi pelastusoperaatioihin. Uusilla säännöksillä on kaksi heikkoutta. Ne eivät ulotu muihin yksityisrahoittajiin, vaikka pankkien merkitys luotomarkkinoilla koko ajan supistuu. Toiseksi ne parhaimmillaan lieventävät kriisien seurauksia, mutta eivät pure varsinaiseen ”sairauteen” eli yksityisrahantarjoonnan suureen heilahteluolttiuteen. Väitän, että vain salkunhoitajien päätöksentekoympäristöä muokkaamalla voidaan päästä tuloksiin. Esitänkin seuraavia vakautuskeinoja, jotka nojautuvat edellä esiteltyyn arvopaperien prime-arvostusmalliin.

1. Markkinaosapuolten käyttöön ”reitaan” ja julkistetaan säännöllisin väliajoin tärkeimpien kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien prime-arvot. Arvioinnin suorittavat luokitusyhteisöt tai sitä varten perustetut uudet yhteisöt. Luotettavat ammattilaisarviot poistavat tehokkaasti markkinoilta asymmetristä tietovajetta rahoituskohteiden menestymisestä.
2. Rahoittajien pitkäaikaissalkut arvostetaan prime-arvoon taseissa ja vakavaraisuustesteissä. Salkunhoitajia palkitaan ”käteisjoihtustuottojen” ja salkun prime-arvokehityksen mukaan. Silloin rat-

kaisevaa on salkkuun valittujen kohteiden saavuttama taloudellinen menestys eivätkä markkinoilla vallitsevat epämääräiset odotukset.

3. Keskuspankeille annetaan pysyvät valtuudet vastasyklisiin arvopaperien ostoihin ja myynteihin. Prime-arvojen ja markkina-arvojen erotukset toimivat tunnuslukuina, kun arvioidaan markkinoiden optimismin tai pessimismin asetta.
4. Asiakkaidensa varoja sijoittavien salkunhoitajien ei pääsääntöisesti sallita ostavan arvopapereita merkittävästi prime-arvoja korkeampiin hintoihin tai myyvän niitä merkittävästi alempiin hintoihin. Poikkeuksiin vaaditaan useamman asiantuntijan mielipide.

Ollakseen tehokkaita uudistusten tulisi olla saman sisältöisiä Yhdysvaltain, Euroopan ja Aasian johtavissa finanssikeskuksissa.

Prime-arvojen luotettava johtaminen rahoituskohteen katteista ei ole ongelmatonta. Tarvitaan kokeneita analyytikkoja sekä perusteellista rahoituskohteiden tuntemusta. Varsinkin alkavat kasvuyritykset ja liiketoimintakonseptit, joiden elinkaaret alun perin arvioidaan lyhyiksi, vaativat prime-arvojen määrittelyperiaatteiden hyvin harkittua soveltamista. Muutoin esitetyn kaltaiset *back to basics*-uudistukset rapauttavat rahoitusmarkkinoiden dynaamista kykyä rahoittaa korkean riskin hankkeita. Toisaalta niiden osuus rahoituksen koko volyyminstä ei ole kovin suuri.

En varmaankaan esittänyt uutta tulkintaa päättyneestä kriisistä. Mutta johtopäätöksiin on mielestäni reagoitava ärhäkämmin. Makrovakausvälineet eivät riitä. □