

PITKÄÄN KESTÄNYT KASVU TEKI TALOUDESTA VAROMATTOMAN
Näkemyksiä 2007 alkaneeseen rahoituskriisiin

Pro gradu-tutkielma
Jyrki Jokinen
Kansantaloustiede
Tampereen yliopisto
Johtamiskorkeakoulu
2012

Tiivistelmä

Tampereen Yliopisto	Johtamiskorkeakoulu
Tekijä:	JOKINEN, JYRKI
Tutkielman nimi:	Pitkään kestänyt kasvu teki taloudesta varomattoman: Näkemyksiä 2007 alkaneeseen rahoituskriisiin
Pro gradu-tutkielma	Kansantaloustiede, 87 sivua
Aika:	Toukokuu 2012

Tässä tutkimuksessa pyritään luomaan kattava näkemys rahoituskriisin taustoihin, syntyyn, seurauksiin, uhkakuviin ja toimiin joita on suoritettu sen hillitsemiseksi ja kriisin uusiutumisen estämiseksi. Tutkimuksessa esitetään myös vaihtoehtoisten teorioiden tarjoamia tulkintoja kriisistä ja oikeista toimista. Tutkimus keskittyy lähinnä Yhdysvaltoihin, koska Yhdysvallat ovat kriisin keskiössä ja sen asema maailman johtavana taloutena tekee siitä erittäin merkitsevän toimijan maailmantaloudessa.

Kriisin syntyyn vaikuttaneena olennaisena tekijänä pidetään Yhdysvaltojen asuntomarkkinoita ja erityisesti subprime-asuntolainoja, jotka ovat luottoluokitukseltaan heikkoja. Kriisiä edeltäneenä nousukautena uskottiin rahoitusmarkkinoiden riskin laskeneen niin, että lainat olisivat kannattavia ja luotettavia. Heikkojen lainojen yleistyessä koko rahoitusmarkkinoiden toiminta pohja heikkeni. Aluksi kriisin ilmetessä ja Yhdysvaltojen asuntomarkkinakuplan puhjetessa toivottiin kriisin rajoittuvan vain asunto- ja rahoitusmarkkinoihin, mutta rahoitusmarkkinat eivät olleet varautuneet kriisin suuruisiin luottotappioihin. Suurten rahoitusyritysten kaatuessa oli ilmeistä, ettei kriisiä pystyttäisi rajoittamaan vain rahoituspuolelle.

Tutkimuksessa esitetään: kolme tarinaa, jotka kilpailevat valinnasta viralliseksi selitykseksi kriisille; taloudellinen ilmiö *rahoituksellinen musta-aukko* ja osoitetaan kuinka tämä on havaittavissa rahoitusmarkkinoilla ennen kriisiä; neljä erilaista uhkakuva, jotka eri tavoin ja eri asteisesti uhkaavat talouden toimintaa sekä elpymistä; Yhdysvaltojen vastatoimet kriisille kuten TARP, TALF ja diskontto-ikkunan laajennus; Euroopan ja Yhdysvaltojen erot kriisin ratkaisemisessa ja pohditaan Euroopan kohtaloa; keinoja joilla kriisin uusiutuminen on estettävissä ja behavioraalisen taloustieteen näkemys kriisistä ja tarjotaan behavioraalinen ratkaisu kriisille.

Tutkimuksessa on päädytty siihen lopputulokseen, että rahoituskriisin mahdollisti kriisiä edeltänyt pitkä suhteellisen tasaisen talouskasvun jakso ja ylisuuri usko rahoitusmarkkinoiden toimintakykyyn. Tutkimuksessa on esitetty erilaisia teoreettisia selityksiä ja teorioita, miksi näin kävi, mutta pohjimmiltaan kaikissa näkemyksissä ovat tapahtumat samat. Erityisesti Yhdysvalloissa rahoitusmarkkinoilla alettiin toimia ylitse kannattavan sijoitustoiminnan eli laajennettiin rahoitusmarkkinat talouden osa-alueille, joilla toiminnan riski oli liian suuri sekä sijoitustoiminta oli liian riippuvaista talouden ja hintojen jatkuvasta kasvusta ja tämä kostautui.

Tutkimuksen aikana ilmeni, että nämä tutkimuksessa esitetyt uhkakuvat on otettu valtioiden taholla vakavasti ja vastatoimet on yritetty kohdistaa juuri näiden uhkien torjuntaan. Asuntopolitiikan vaikutus on merkittävästi sivuutettu. Tutkimusta tehdessä oli havaittavissa rahoitusmarkkinoille erikoinen yritys. Rahoitusmarkkinat yrittivät uusin sijoitusmuodoin ja arvopaperistamisen keinoin poistaa riskiä sijoitustoiminnasta. Tämä loi illusion rahoitusmarkkinoille, joka kesti nousukaudella, mutta talouden hidastuessa ja asuntojen hintojen kasvun lakatessa johti rahoitusmarkkinoiden sortumiseen. Onkin mielenkiintoista, että esimerkiksi behavioraalinen taloustiede ehdottaa, että julkisen sektorin olisi paikattava rahoitussektorin aukot, mutta tosiasiasa taloudessa vallitseva aukko on itse asiassa hälventynyt valhe. Sen sijaan, että haikaillaan kriisiä edeltäneen hälventyneen valheen tasoa taloudessa, pitäisi miettiä, kuinka tämä talouden taso voitaisiin saavuttaa realistisesti.

Sisällysluettelo

1. Johdanto	1
2. Talouskriisin synty	4
2.1 Globaali epätasapaino	4
2.2 Yhdysvaltojen asuntokupla	5
2.3 Lainamarkkinoiden epäonnistuminen	10
3. Kolme tarinaa talouskriisin taustoista	13
3.1 Ensimmäinen tarina: Valtio kriisin takana	14
3.2 Toinen tarina: Wall Street kriisin takana	15
3.3 Kolmas tarina: ”Kaikki” kriisin takana	17
4. Mallin esittäminen talouskriisin synnystä	21
4.1 Rahoituksellinen musta aukko	21
4.2 Malli rahoituksen mustan aukon syntymästä	22
4.3 Oliko Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilla musta aukko?	27
5. Talouskriisin uhkakuvia	30
5.1 Riskipääoman aleneminen ja riskinotto	30
5.2 Repo-rahoitus ja aliarvostukset	32
5.3 Deflaation uhka	33
5.4 Inflaation uhka	34
6. USA:n vastatoimenpiteet talouskriisille	37
6.1 Rahoitusmarkkinoiden elvytys ja deflaation torjunta	37
6.2 Globaalin epätasapainon väheneminen	40
7. Euroopan ja USA:n vastatoimien vertailu	42
7.1 Likviditeetin lisääminen rahoitusmarkkinoilla	42
7.2 Pankkien takaaminen	43
7.3 Euroopan elvytys	45
7.4 Kuihtuva Eurooppa	47

8. Kriisin uusiutumisen estäminen	50
8.1 Kolme tarinaa, yksi ratkaisu	50
8.1.1 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act	52
8.1.2 Dodd-Frank Actin suuri heikkous	53
8.2 Too Big to Fail -linjasta luopuminen	54
8.2.1 Pankkien hajoittamiselle vaihtoehto	56
8.2.2 Markkinaperusteinen sääntely	59
9. Behavioraalisen taloustieteen näkemys rahoituskriisistä	63
9.1 Behavioraalinen taloustiede	63
9.1.1 Luottamus	64
9.1.2 Oikeudenmukaisuus	66
9.1.3 Korruptio ja epäsosiaalinen käytös	68
9.1.4 Rahaillusio	71
9.1.5 Tarinat	73
9.2 Behavioraalisen taloustieteen näkemys 2007 kriisistä	75
9.3 Behavioraalisen taloustieteen tarjoama ratkaisu kriisiin	77
10. Lopuksi	80
Lähteet	85

1. Johdanto

Maailmantalous joutui koetukselle, kun vuonna 2007 alkanut rahoituskriisi ajoi maailman talouskriisiin. Kriisin syntyyn vaikuttaneena olennaisena tekijänä pidetään Yhdysvaltojen asuntomarkkinoita ja erityisesti subprime-asuntolainoja, jotka ovat luottoluokitukseltaan heikkoja. Kriisiä edeltäneenä nousukautena uskottiin rahoitusmarkkinoiden riskin laskeneen niin, että lainat olisivat kannattavia ja luotettavia. Heikkojen lainojen yleistyessä koko rahoitusmarkkinoiden toiminta pohja heikkeni. Aluksi kriisin ilmetessä ja Yhdysvaltojen asuntomarkkinakuplan puhjetessa toivottiin kriisin rajoittuvan vain asunto- ja rahoitusmarkkinoihin, mutta rahoitusmarkkinat eivät olleet varautuneet kriisin suuruisiin luottotappioihin. Suurten rahoitusyritysten kaatuessa oli ilmeistä, ettei kriisiä pystyttäisi rajoittamaan vain rahoituspuolelle.

Tämän tutkimuksen tavoite on havainnoida kriisin syntyyn johtaneita tekijöitä, kriisistä muodostuneita uhkakuvia erityisesti rahoitusmarkkinoilla sekä sitä, kuinka julkinen valta on vastannut kriisiin ja miten Yhdysvaltojen ratkaisut kriisinhoitoon eroavat Euroopan ratkaisuista. Tutkimus pyrkii esittämään useita näkemyksiä kriisistä niin sen synnystä kuin ratkaisuja kriisiin. Talouskriisi on kuitenkin liian tuore ja monitahoinen, että tutkimus kykenisi huomioimaan kaikki kriisiin vaikuttaneet tekijät ja kriisistä seuranneet vaikutukset. Tutkimus keskittyy raskaasti ylikuormittuneeseen Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoihin, joille kerääntyi rahaa kehittyvistä talouksista ja joista raha ajautui Yhdysvaltojen asuntomarkkinoille luoden ennen näkemättömän suuren asuntokuplan heikolla pohjalla oleviin asuntolainoihin.

Tutkimus keskittyy lähinnä Yhdysvaltoihin, koska rahoitusmarkkinoiden ylikuumeneminen ja subprime-asuntolainakriisi keskittyvät Yhdysvaltoihin. Yhdysvallat ei kuitenkaan ole yksin kriisissä, ja talouskriisin aiheuttamat paineet julkisen vallan toimille ovat kohdistuneet myös Eurooppaan sekä Yhdysvaltoihin paljon tavaraa vieviin valtioihin, kuten Kiinaan. Talouskriisi on ajanut julkisen vallan toimimaan suurten yritysten ja pankkien pelastamiseksi sekä talouden elvyttämiseksi, ja varsinkin Yhdysvalloissa elvytyksen kohdentuminen on herättänyt vastustusta. Tässä tutkimuksessa ei sen tarkemmin tutkita kritiikin aiheellisuutta ja syytä, vaan keskitytään julkisen vallan toimien oikeutukseen rahoitusmarkkinoilla. Seuraavaksi esitetään lyhyt katsaus tutkimuksen rakenteeseen.

Toisessa luvussa käsitellään talouskriisin syntyä. Aluksi tarkastellaan, kuinka globaali epätasapaino loi nettovelanottajamaihin, kuten Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan, mahdollisuuden

rahoitusmarkkinakuplalle. Globaalin epätasapainon jälkeen käsitellään Yhdysvaltoihin syntynyttä asuntokuplaa ja sen taustalla ollutta asuntopolitiikkaa. Tämän jälkeen käydään lyhyesti läpi rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja tarkastellaan, kuinka ylitarjonta lainamarkkinoilla johti maailmantalouden kannalta kannattamattomiin päätöksiin.

Kolmannessa luvussa esitellään kolme erilaista tarinaa talouskriisin synnystä. Tarinoiden merkitys korostuu siinä, että kriisin uusiutumista torjuvat lainsäädännöt määräytyvät sen tarinan mukaan, joka valitaan selitykseksi kriisille. Pohjimmiltaan tarinat ovat samanlaisia, mutta ratkaisevana erona on näkemys siitä, mitä tai ketkä olivat kriisin syntymisen taustalla. Esitetyt vaihtoehdot ovat julkinen valta, rahoitusmarkkinat tai kaikki.

Neljännessä luvussa pyritään esittämään asuntomarkkinoille syntynyt kupla ja sen heikko pohja käyttäen tilannetta yksinkertaistavia matemaattisia kaavoja ja mallia. Luodaan näkemys rahoituksellisesta mustasta aukosta, joka imi huomattavat määrät varoja markkinoilta ja jätti jälkeensä kriisin aiheuttaneen varallisuus kadon. Luvun lopussa tarkastellaan, onko 2007 vuonna puhjenneessa rahoituskriisissä havaittavissa rahoituksellinen musta aukko.

Viidennessä luvussa tarkastellaan minkälaisia uhkakuvia talouskriisi ja erityisesti rahoituskriisi loivat. Luvussa käsitellään ensin, kuinka rahoitusmarkkinoilla epävarmuus luo mahdollisuuden kahdelle julkiselle kierteelle, jotka ilman julkisen vallan puuttumista saattaisivat kutistaa huomattavasti markkinoita elleivät jopa lopettaisi markkinoita kokonaan. Luvun lopussa käsitellään myös lyhyesti kriisin luomaa uhkaa deflaatiosta ja talouden toimintaa uhkaavasta inflaatiosta.

Luvussa kuusi käsitellään Yhdysvaltojen vastatoimia niin rahoituskriisiin kuin sen syntyyn vaikuttaneeseen globaaliin epätasapainoonkin. Luvussa keskitytään rahoituskriisissä avainasemassa olevan Yhdysvaltojen ratkaisuihin ja sen julkisen vallan suorittamaan rahoitusmarkkinoiden elvytykseen. Luvussa käsitellään joukko aloitteita, jotka Yhdysvaltojen valtionvarainministeriö ja Keskuspankki ovat laittaneet liikkeelle.

Luku seitsemän käsittelee eroavaisuuksia Euroopan ja Yhdysvaltojen ratkaisuiden välillä. Luvussa keskitytään Eurooppaan ja siinä pyritään pohtimaan, mikä olisi Euroopalle parhaaksi. Pitäisikö Euroopan unionin ottaa isompi rooli ja toimia keskitetysti Yhdysvaltojen tapaan vai olisiko jäsenmaiden hajautettu ratkaisu parempi? Luvun lopussa myös mietitään lyhyesti Euroopan elvytyksen ajankohtaa ja parhainta elvytysmuotoa. Euroopassa suurta suosiota nauttiva austerity- eli

kiristyspolitiikka asetetaan myös tarkkailuun ja pohditaan sen pitkäaikaista kannattavuutta.

Luvussa kahdeksan pohditaan toimia, joilla kriisin uusiutuminen voidaan estää. Luvussa esitellään luvun kolme tarinoille tarjottu ratkaisu Dodd-Frank Act Yhdysvalloista ja pohditaan keinoja, joilla Too Big to Fail -linjauksen rahoitusmarkkinoita vääristävä vaikutus saataisiin poistettua. Esitetyt keinot lähestyvät ongelmaa hiukan eri tavoin, mutta ratkaisun periaate on suunnilleen sama eli vastuun palauttaminen rahoitusmarkkina toimintaan.

Yhdeksäs luku esittelee behavioraalisen taloustieteen ja sen tarjoaman näkemyksen rahoituskriisiin. Behavioraalinen taloustiede haastaa monet perinteiset näkemykset taloustieteessä ja tarjoaa uuden inhimillisemmän tulkinnan talouden toimintaan. *Animal spiritsiin* perustuva lähestymistapa luo uudet näkemykset kriisin tapahtumista ja tarjoaa erilaisen ratkaisun kriisin taltuttamiseksi.

Luku kymmenen sisältää loppupäätelmät, joissa arvioidaan tutkimuksen onnistumista ja tutkimustuloksia. Lopuksi pyritään keräämään talouskriisistä tutkimuksessa ilmenneet piirteet yhteen ja luomaan niistä päätelmiä. Viimeisessä luvussa pohditaan myös mahdollisia jatkotutkimusaiheita sekä arvioidaan tutkimuksessa esitettyjä teorioita ja niiden yhteensopivuutta.

2. Talouskriisin synty

Johtuen maailman talouden moninaisuudesta ja globalisaation kasvusta, jonka myötä lähes kaikki maailman valtiot ovat verkostoituneita toisiinsa, on lähes mahdotonta yksiselitteisesti määrittää talouskriisin tarkkoja syitä ja seurauksia. Usein talousilmiöt ovatkin monien pienempien ilmiöiden summia, jotka ovat kasautuneet ja puhkeavat ajoittain kuin saippuakuplat. Tässä luvussa pyrin esittelemään kolme eri teoriaa, jotka mahdollisesti selittävät osan ilmiöstä, joka johti rahoitusmarkkinoiden kuplan paisumiseen ja lopulta vuoden 2007 keskivaiheilla sen puhkeamiseen talouskriisinä. Teoriat eivät ole toisiaan pois sulkevia ja ovat vain kolme osaa talouskriisin selityksestä.

2.1 Globaali epätasapaino

Talouskriisin juurten katsotaan olevan rahoitusmarkkinoiden ylikuumenemisessä ja sitä seuranneessa rahoitusmarkkinoiden lamautumisessa. Tässä kappaleessa tarkastellaan, kuinka globaali epätasapaino eli vajeet ja ylijäämät eri maiden rahoitustaseissa mahdollisesti johtivat rahoituksen löyhentymiseen, jota seurasi ylikuumeneminen ja rahoitusmarkkinoiden kriisi. Rahoitustaseiden yli- ja alijäämät syntyvät, kun maiden sisäiset säästöt ja investoinnit eivät kohtaa. Tästä seuraa kansainvälisiä pääomavirtoja. Englannin pankin mukaan on huomattavissa trendi, missä kehittyneet maat kuten Iso-Britannia, Australia ja Yhdysvallat ovat ainakin jo vuodesta 1997 lähtien kasvattaneet rahoitustaseensa vajetta, kun taas suuren säästöasteen valtiot kuten öljyntuottajamaat, Saksa ja Kiina ovat kasvattaneet rahoitustaseensa ylijäämää (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 178).

On huomioitava, että perinteisen talousteorian mukaan pääomavirtojen pitäisi kuvata eroja pääoman tuottoasteille maiden välillä, eli suurta tuottoa tarjoava maa vetää puoleensa ulkomaalaisia sijoittajia. Tämä mahdollistaa kyseisessä maassa investoinnit, jotka ovat suurempia kuin maan säästöasteella olisi mahdollista toteuttaa. Tyypillistä onkin, että nopeasti kasvavat taloudet tarjoavat suurempaa tuottoastetta pääomalle kuin modernit teollisuusmaat. Tältä kannalta onkin hyvin erikoista, että pääoma on virrannut vähemmän kehittyneistä maista kuten Kiinasta ja muista Kauko-Idän valtioista kehittyneisiin valtioihin kuten Yhdysvaltoihin ja Iso-Britanniaan. (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 179.)

Selitys tälle erikoiselle ilmiölle löytyy maiden säästämiskäyttäytymisestä. On havaittavissa, että ylijäämäisissä maissa vallitsee korkea ja kasvava säästöaste samalla, kuin alijäämäisissä maissa

säästämisaste on alempi ja se on laskussa (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 179). Astley, Giese, Hume ja Kubelec uskovat, että varsinkin Kauko-Idässä vähäinen sosiaaliturva, kiinteä valuuttakurssi suhteessa Yhdysvaltojen dollariin, vähäiset kotimaiset sijoitusmahdollisuudet, raaka-aineiden hintojen nousu ja kulutusmahdollisuuksien hidaskasvu ovat johtaneet maiden suureen säästöasteeseen (2009, 179-180). Kiinteä valuuttakurssi suhteessa USA:n dollariin selittää osan Yhdysvaltoihin perinteisen rahoitusteorian vastaisesti virtaavasta rahasta, mutta on myös mahdollista, että perinteisen talousteorian vastainen rahavirta johtuu riskin minimoinnista. On perusteltavissa olettaa, että pieni sosiaaliturva ja epästabiili kotimaisen rahan arvo johtaisivat riskiä välttävään sijoitustoimintaan esimerkiksi Kauko-Idässä. Perinteisen ajattelun mukaan raha liikkuu suurten tulojen perässä ja suuret tulot syntyvät suurten riskien aloilla tai maissa.

Nettovelanottajamaissa, kuten Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa, perinteisen rahoitusteorian vastaisesti kulkenut raha on johtanut maan sisäisen säästöasteen laskuun ja rahan ylitarjonta on laskenut lainanannon kriteereitä, mistä seurauksena on luottokorkeasuhdanne. Korkeasuhdanne nousi huippuunsa vuonna 2007, jolloin nettovelanottajamaissa yksityisen sektorin lainat olivat nousseet 160 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Samaan aikaan, kun lainanotto on kasvanut, on maiden pitkän aikavälin reaalin korko laskenut, esimerkiksi Iso-Britannian pitkän aikavälin reaalin korkoaste on pudonnut vuosina 1991-2009 kuudesta prosentista kahteen prosenttiin. (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 180-181.) Osasyllinen pitkän aikavälin reaalin korkolaskuun on ulkomailta tullut pääoma, josta suurin osa on sijoitettu turvallisiin sijoituskohteisiin, kuten valtion joukkovelkakirjoihin.

Globaali epätasapaino mahdollisti nettovelanottajamaissa, kuten Yhdysvalloissa nimellisen kasvun. Esimerkiksi asuntomarkkinoilla asuntojen hinnat nousivat huomattavasti, kun halvat lainat mahdollistivat entistä suurempien asuntojen hankinnan ja yhä useammalle avautui mahdollisuus omaan tai isompaan asuntoon. Globaalin epätasapainon muodostama kupla oli havaittavissa ennen kriisiä, mutta silloin uskottiin, että Yhdysvaltain dollarin arvo laskisi ja tämä hidastaisi maahan tulevia rahavirtoja ja purkaisi paineen hillitysti (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 182).

2.2 Yhdysvaltojen asuntokupla

Ennen talouskriisin syntyä maailma oli nauttinut konflikteista ja terrori-iskuista huolimatta suhteellisen vakaata pitkää aikaista talouskasvua. Maailman talous yhtenäistyi ja kehittyi aivan uudella tavalla johtaen tilanteeseen, että käsitys talouden suhdannevaihtelusta häveni ja jatkuvan kasvun koettiin olevan normi. Tämä johti suuriin virhearvioihin Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla

ja lainsäätäjien keskuudessa. Tässä luvussa käsitellään Yhdysvalloissa syntynyttä asuntokuplaa ja niitä virhearviointeja, jotka mahdollistivat sen syntymisen ja erityisesti sen pitkäaikaisen ja suunnattoman kasvun.

Tässä tutkimuksessa ja erityisesti tässä luvussa käytetään paljon termiä ”kupla”, joten on asiallista määrittää, mitä kyseinen termi tässä tutkimuksessa tarkoittaa. Käytän kuplasta samaa hieman löysää määritelmää kuten Elliot ja Baily, eli kupla viittaa mihin tahansa tilanteeseen, jossa varallisuuserien hinnat ovat ylihinnoiteltuja psykologisista syistä (Elliot ja Baily 2009, 2). Psykologinen syy viittaa tässä tapauksessa siihen, että ihmiset tekevät taloudellisia päätöksiä, kuten sijoituspäätöksiä, perustaen päätöksensä syihin tai uskomuksiin, jotka perustuvat ihmisen psykologiseen toimintaan taloudellisen toiminnan ymmärtämisen sijaan. Tämä sisältää esimerkiksi kestämättömän suuren laskun sijoittajien vaatimassa vakuutusmaksussa vallitsevalla riskitasolla ja ylioptimismin sijoituskohteen tulevista tuotoista (Elliot ja Baily 2009, 2).

Taluskriisin yhteydessä puhjennut ja monin tavoin kriittisessä asemassa koko kriisissä ollut Yhdysvaltojen asuntokupla ei ollut perinteinen kupla. Peter J. Wallison korostaa, että tämä tuorein kupla oli reaalityaloudellisesti huomattavasti suurempi kuin edeltävät kuplat ja kesti yli kaksi kertaa pidempää erityisesti jos verrataan 1980- ja 1990-luvuilla olleisiin kupliin (Wallison 2011, 541-543). Voidaan argumentoida, että maailman talous on kasvanut huomattavasti verrattuna edellisiin kupliin, mutta asuntokuplan suuruus ja pitkä kasvuaika eivät kuitenkaan selity pelkästään maailman talouden kasvulla ja globaalin yhteistyön luomien mahdollisuuksien ansiosta. Suuren talouskuplan taustalla on varmasti huomattava määrä pieniä tekijöitä, joista osa mahdollisti havaitaan vasta huomattavasti tämän tutkimuksen jälkeen, mutta käsittelen seuraavaksi osan tekijöistä, jotka johtivat hyvistä tarkoituksistaan huolimatta talouden lamauttaneeseen asuntokuplaan.

Asunto on useasti yksilön suurin omaisuus, ja hyvin harvoin yksilö on kykenevä ostamaan asuntonsa ilman lainarahoitusta. Asuntolainoilla on myös erityispiirteitä muihin lainoihin, kuten opintolainoihin, autolainoihin ja kulutusluottoihin nähden se, että normaalioloissa asuntolainan takuuna on asunto, joka muihin lainanotto kohteisiin nähden säilyttää hyvin arvonsa. Tämä mahdollistaa asuntolainojen pienemmän koron muihin lainoihin nähden. Edellä esitetyissä argumenteissa on kuitenkin huomattava aukko: jos asunnon hinnat kuplassa nousevat ylitse asunnon arvon, ollaan kuplan puhjetessa ja asuntolainan kaatuessa heikolla pohjalla.

2007 puhjennun kuplan vaaralliseksi teki sitä edeltänyt pitkä vakaa ajanjakso. Kriisiä edeltäneestä

ajasta käytetään ajoittain nimeä ”great moderation” (suuri maltillisuus), jolloin karkeasti 25 vuoden ajan rahoitusmarkkinat toimivat erinomaisesti ja suhdannevaihtelut lähes katosivat (Elliot ja Baily 2009, 4-5). Tämä pitkä nousukausi tulkittiin virheellisesti talouden normitilanteeksi, mikä johti vääriin johtopäätöksiin. Erityisen suureksi kuplan ruokkijaksi ja ongelmaksi muodostui Yhdysvaltojen hallituksen vääriin johtopäätöksiin perustunut asuntopolitiikka.

Asuntolainakriisiä edeltäneinä vuosina säädettiin lakeja asuntolainojen myöntämiseen ja pääomamarkkinoiden säätelyyn, mutta lainsäätäjät eivät kuitenkaan täysin käsittäneet lakejensa vaikutuksia ja tahattomasti loivat näillä säädöksillä pohjan asuntolainakriisille (Werkmeister 2010, 93). Varsinkin asuntolainojen myöntämiseen liittyvistä säädöksistä ilmenevät hyvät tarkoitukset, mutta myös täysi sokeutuminen asuntokuplan mahdollisuudelle. Esimerkki näistä säädöksistä on Bill Clintonin hallinnon alulle panema National Homeownership Strategy (kansallinen asunnonomistajuusstrategia), jolla pyrittiin edistämään asuntolainojen saatavuutta. Säädöksellä määritettiin pankeille kiintiöt korkean riskin subprime-koroille ja lainoille, jotka perustuivat asiakkaan etniseen ryhmään luottoanalyysin sijaan, jolla pyrittiin helpottamaan lainojen saatavuutta, mutta tämä johti yleiseen riskitason nousuun asuntolainamarkkinoilla. (Werkmeister 2010, 94.) Kiintiöt ovat poliittisena työkaluna hyvin yksinkertaisia ymmärtää ja niiden toteutumista on helppo seurata, mutta kiintiöt vääristävät markkinatilannetta ja luovat täten pohjaa haitallisille ilmiöille, kuten kuplat. National Homeownership Strategy toi markkinoille myös uudet ”no-doc”-lainat, joissa asuntolainan ottajalta ei vaadita mitään dokumentointia omista tuloistaan (Werkmeister 2010, 94). On syytä uskoa, että kyseisen riskilainan myöntämisen taustalla oli ajatus, että asuntojen hinnan nousu korvaa todennäköisen lainan maksamatta jättämisen korkojen kera.

Yhdysvaltojen hallitusta voidaan pitää asuntokuplan arkkitehtinä, koska sen asuntopolitiikka pyrki voimakkaasti kasvattamaan asunnonomistajuusastetta maassa. Tämä rohkaisi miljoonat perheet hankkimaan asunnon, jonka kaltaiseen sitoutumiseen heillä ei realistisesti ollut taloudellisia mahdollisuuksia. (Elliot ja Baily 2009, 3.) Nämä miljoonat perheet eivät kuitenkaan olleet ainoat, jotka joutuivat valtion ajaman asuntopolitiikan uhriksi. Samat keinot, jotka saivat ihmiset siirtymään vuokra-asunnoista omistusasuntoon, saivat entiset asunnonomistajat vaihtamaan suurempiin asuntoihin, joihin heillä ei ollut ennen varaa, ja pahimmassa tapauksessa asuntoja hankittiin puhtaasti sijoituskohteina. Tämä massiivinen kasvu asuntojen kysynnässä aiheutti rajun hinnan nousun kasvattaen kaikkien paisuneeseen hintaan ostaneiden riskiä. (Elliot ja Baily 2009, 3.) On hyvä huomioida, että kuplaan osallistuneet eivät todennäköisesti kuplaa paisuttaessaan tajunneet edes kuplan mahdollisuutta. Kupla paisui ennenäkemättömiin mittoihin, kun asuntojen reaaliset

hinnat nousivat 80 prosenttia kymmenessä vuodessa, kun edellisissä asuntokuplissa hinnat ehtivät nousta suunnilleen 10 prosenttia ennen puhkeamista (Wallison 2011, 543).

Kun arvioidaan tämän tuoreimman asuntokuplan riskin suuruutta ja luonnollisuutta, on asiallista ottaa huomioon seuraavat tekijät. Muiden varallisuuserien kuplat voivat suhteellisesti kasvaa yhtä suuriksi kuin asuntokupla, mutta todennäköisyydet sille, että kyseiset kuplat sisältävät varallisuuserän, joka vastaa kuudennesta Yhdysvaltojen taloudesta, ovat pienet, tai kupla rakentuu niin suurelta osin heikoista ja suuren riskin varallisuuseristä (Wallison 2011, 543). Asunnot ovat taloudessa huomattava varallisuuserä, joten varallisuutta tuhoava kupla asuntomarkkinoilla on koko talouden kannalta pahasta, ja tässä tuoreimmassa tapauksessa kuplan keinotekoisuus teki tilanteesta vielä pahemman. Yhdysvaltojen hallinto ei pelkästään tukenut ja velvoittanut edullisten lainojen tarjontaa yhtiöiltä, kuten Fannie Mae ja Freddie Mac, mutta asetti yhtiöt kilpailemaan samoista asiakkaista Federal Housing Administrationin (Liittovaltiollinen asuntohallinto) ja valtion vakuuttamien pankkien kanssa (Wallison 2011, 544). Tämä asetti kyseiset toimijat tilanteeseen, jossa kovassa kilpailussa ajettiin lainojen hinnat alas ja lainoja annettiin vapaasti kannattamattomille asiakkaille. Asuntokuplan puhjetessa kaksi kolmasosaa kaikista subprime-lainoista ja muista suuren riskin lainoista oli joko valtion elimen hallussa, sen takaamina, tai toimijalla, jolta valtio velvoitti lainojen myöntämistä, takaamista tai vakuuttamista. Tämä osoittaa vahvasti ja todistaa, että kupla ei ollut luonnollinen vaan syntyi Yhdysvaltojen valtion asuntopolitiikan luomuksena. (Wallison 2011, 544.)

Ohessa taulukko 1, jossa huomattavaa on Yhdysvaltojen asuntokuplaa ruokkineen ja lopulta puhkaisseeseen subprime- ja Alt-A-lainojen huomattava keskittyminen Yhdysvaltojen hallinnon alaisille tai velvoittamille toimijoille. Yksityiseltä puolelta on huomioitava suhteellisen suuret tappiot lainojen määrään nähden.

Taulukko 1: Subprime ja Alt-A lainat liikkeellelaskijan tai hallussa pitäjän mukaan, Kesäkuu 30, 2008

Lainanmyöntäjä	Subprime ja Alt-A lainojen lukumäärä (miljoonissa)	Maksamaton lainapääoma (biljoonissa dollareissa)
Fannie Mae ja Freddie Mac	12	1,8
FHA ja muut liittovaltiolliset	5	0,6
CRA- ja HUD- ohjelmat	2,2	0,3
<i>Liittohallitus yhteensä</i>	19,2	2,7
Muut (sisältää Countrywiden, Wall Streetin ja muiden yksityisten liikkeelle laskemat subprime ja Alt-A MBS:t)	7,8	1,9
Yhteensä	27	4,6

Lähde: Pinto, E (2010) Government Housing Policies in the Lead-up to the Financial Crisis: A Forensic Study. AEI Online 11. lokakuuta

Yhdysvaltojen asuntokupla osoittaa osuvalla tavalla, kuinka suurta vahinkoa voidaan tehdä, kun poliittiset päätökset tehdään heikolla pohjalla. Asuntokupla Yhdysvalloissa on selvästi suuri tekijä kriisissä, koska sen aiheuttamat suuret taloudelliset tappiot rahoituslaitoksille ajoivat rahoitusmarkkinat kaaokseen, mutta se ei ole kuitenkaan ainoa kriisin tekijöistä.

2.3 Lainamarkkinoiden epäonnistuminen

Edellisissä luvuissa tarkasteltiin, kuinka maiden väliset laina- ja sijoitusmarkkinat loivat rahan ylitarjontaa osassa länsimaita, kuten Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa sekä kuinka Yhdysvalloissa syntyi suunnaton kupla asuntomarkkinoilla. Tässä kappaleessa tarkastellaan, kuinka tämä ylitarjonta johti erikoisiin päätöksiin rahoitusmarkkinoilla mukaan lukien asuntokuplan ruokkiminen ja lopulta talouskriisin syntyyn. Ennen kuin tarkastellaan, kuinka erikoisiin ratkaisuihin päädyttiin lainamarkkinoilla, on tärkeää selventää lainamarkkinoiden toiminta ja siellä toimijat.

Lainamarkkinoiden kaupat käydään lähinnä rahoitusinstituutioiden esimerkiksi pankkien, vipurahastojen ja vakuutusyriyten välillä. On olennaista huomioida, että markkinoilla toimivista rahoitusinstituutioista vain osa on tyypillisiä kaupallisia pankkeja, jotka ottavat vastaan kotitalouksien talletuksia. Kaikille lainamarkkinoiden toimijoille ja täten markkinoille kokonaisuutena on ominaista se, että halutessaan tehdä sijoituksen on toimijan rahoitettava se joko myymällä osa vanhoista varoista tai lainaamalla rahaa joltain kolmannelta osapuolelta. (Krishnamurthy 2009, 2.) Näin toimivat markkinat ovat erittäin riippuvaisia rahoituksen likviditeetistä. Rahoituksen on oltava helposti saatavilla ja arvopapereiden on kyettävä liikkumaan markkinoilla sulavasti, mutta kuten myöhemmin selviää, rahoituskriisistä seurasi rahoituksen saamisen hankaloituminen ja markkinoiden hidastuminen. Ohessa on esitelty taulukko 2, jossa on Yhdysvaltojen lainamarkkinoiden koko ja sen jakautuminen. Taulukossa huomattavaa on kriisiin olennaisesti vaikuttaneiden subprime-asuntolainojen pieni arvioitu määrä koko lainamarkkinoiden arvioituun määrään nähden. Taulukko on vuodelta 2008, joten subprime-asuntolainojen ensimmäiset arvonalennukset ovat ehtineet jo kohdentua ja oletettavasti subprime-asuntolainat olivat ennen kriisiä huomattavasti suuremmat.

Taulukko 2: Lainamarkkinoiden koko vuonna 2008 (miljardeissa Yhdysvaltojen dollareissa)

Lainat	Arvioitu määrä	Arvopaperit	Arvioitu määrä
Subprime- asuntolainat	300	Omaisuusvakuudelliset arvopaperit	1750
Alt-asuntolainat	600	Omaisuusvakuudelliset arvopaperit muodossa panttilainan velkasitoumukset	400
Prime asuntolainat	3800	Prime kiinnitys-arvopaperit	3800
Liikekiinteistö	2400	Kaupalliset kiinnitys-arvopaperit	940
Yritysluotot	3700	Korkea-asteen yrityslainat	600
		Panttilainan lainavelvoitteet	350
Yhteensä	10800	Yhteensä	7840

Lähde: IMF Global Financial Stability Report October 2008, Table 1.1

Lainamarkkinoilla olevat velkainstrumentit voidaan jakaa kahteen ryhmään, on lainoja ja taattuja arvopapereita. Rahoitusinstituution tekemät investoinnit, jotka se aikoo pitää erääntymispäivään asti ovat lainoja, kun taas taattu arvopaperi on vara, jonka jokin toinen rahoitusinstituutio on asianomaiselle myynyt, ja se on taattu joukolla lainoja, jotka arvopaperin myynyt rahoitusinstituutio on myöntänyt. (Krishnamurthy 2009, 3.) Tyypillinen taattu arvopaperi on arvopaperi, jossa joukolla asuntolainoja taataan arvopaperin arvo. Velkainstrumentit jakautuvat markkinoille niin, että lainat ovat lähes kaikki kaupallisilla pankeilla ja arvopaperit jakautuvat riskinsä mukaan. Pienen riskin arvopaperit ovat yleensä vakuutusyhtiöiden ja valtion tukemien yhtiöiden hallussa, kun taas suuremman riskin arvopaperit ovat vipurahastojen, välittäjien ja meklarien sekä kaupallisten pankkien hallussa. (Krishnamurthy 2009, 3-4.) Koska arvopapereita myydään aktiivisesti eri rahoitusinstituutioiden välillä, voidaan päätyä tilanteeseen, jossa rahoitusinstituutiolla on hallussaan arvopapereita, joita ei ole taattu heidän vaatimuksensa täyttävällä tasolla, ja näin tapahtuikin 2007 alkaneessa rahoitusmarkkinoiden kriisissä.

Kuten luvussa 2.1 kuvailtiin, kriisiä ennen elettiin ajassa, jolloin rahoitus- ja lainamarkkinoilla oli rahasta ylitarjontaa ja tämä laski reaalisia pitkän aikavälin korkoja. Esimerkiksi valtion markkinoille laskemien joukkovelkakirjojen tuotto prosentti laski. Koska perinteisistä sijoituskohteista ei ollut mahdollista saada enää entisen kaltaista tuottoa, tilanne synnytti ja rohkaisi sijoittajia ”etsimään tuottoa” (search for yield tai profit-seeking). ”Tuoton etsiminen” ei rajoittunut pelkästään sijoittajiin, vaan kovan kilpailupaineen alla myös pankit ja varojenhoitajat laajensivat

toimintaansa riskialttiimpiin sijoituskohteisiin, jotta he olisivat kykeneviä ylläpitämään tuottoensa. (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 181.) Jälkiviisaana on tietenkin helppo todeta, että suuren tuoton toivossa suurien riskien ottaminen on useasti ennemmin tai myöhemmin kannattamatonta. Sijoittajilla vallitsi kuitenkin suuri usko rahapolitiikan tasapainottavaan voimaan, ja ”tuoton etsiminen” oikeutettiin uskolla siihen, että rahoitusmarkkinoiden riski oli alentunut (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 181).

Perinteisten sijoituskohteiden alentuneet tuotot, usko rahoitusmarkkinoiden riskien alenemiseen ja löyhentyneet lainaperusteet johtivat asuntolainapuolella riskiluokan subprime eli kaikkein riskialteimman luottoryhmän kasvamiseen. Yksittäisinä subprime-lainat eivät kuitenkaan olleet kannattavia, joten niitä niputettiin yhteen ja näin katsottiin tarvittava vakuus subprime-arvopapereille saavutetuksi. Subprime-lainat onnistuivat hetkellisesti ylläpitämään ylikuumenevia lainamarkkinoita, mutta asuntomarkkinoilla kasvoi samalla hintakupla. Tämän hintakuplan puhkeaminen johti myös subprime-lainoissa rajuihin luottotappioihin, kun lainoja takaamaan käytettyjen asuntojen hinnat laskivat. Isojen rahoitusyritysten, kuten Lehman Brothersin ja Washington Mutualin, kaatuminen syyskuussa 2008 johti maailman talouden ”rahoitukselliseen sydänkohtaukseen” (Schmieding 2009, 4).

Suuret luottotappiot ja isojen yritysten kaatumiset säikäyttivät rahoitus- ja lainamarkkinoiden toimijat, minkä seurauksena sijoitukset siirrettiin kaikista turvallisimpiin sijoituskohteisiin, kuten länsimaalaisten valtioiden joukkovelkakirjoihin (Schmieding 2009, 4). Suurten rahoitusinstituutioiden kaatumisesta noussut epävarmuus johti rahoituksen saamisen vaikeutumiseen lainamarkkinoiden välisiin kauppoihin ja rahaliikenne hidastui, minkä seurauksena rahoitussektorin vaikeudet levisivät myös reaalityönteeseen (Krishnamurthy 2009, 2). Talouskriisi oli syntynyt.

3. Kolme tarinaa talouskriisin taustoista

Edellisessä luvussa pyrittiin vastaamaan kysymykseen, miten talouskriisi syntyi. Tässä luvussa pyritään esittämään vastaus erittäin tärkeään kysymykseen, miksi talouskriisi syntyi. On huomion arvoista, että tässä luvussa käytetty tarinankerronta on tieteelliseltä arvoltaan kyseenalainen varsinkin perinteisen taloustieteen puolella, mutta tarinankerronnalla on tärkeä asema talouspoliittisissa päätöksissä, kuten tässä luvussa osoitetaan. Peter J. Wallisonin mukaan tärkein opetus, minkä rahoituskriisistä voi oppia, on juuri kriisin synnyn syy (Wallison 2011, 535).

Valtaväestö useasti ymmärtää suuret kriisit, kuten tutkimuksen kohteena olevan rahoitus- ja talouskriisin, jonkin yksinkertaisen tarinan kautta, mikä vaikuttaa sitten hyvin vahvasti päätöksiin, joita poliitikot asian suhteen sitten tekevät (Elliot ja Baily 2009, 1). Tämän kaltaisesta yhteydestä on näyttöjä esimerkiksi Yhdysvaltojen historiassa. Yhdysvaltojen liittyminen ensimmäiseen maailmansotaan katsottiin johtuneen taloudellisista intresseistä suojella lainojaan ja kauppavirtoja, mikä kasvatti Yhdysvaltojen kynnystä liittyä toiseen maailmansotaan tämän syttyessä, mikä johti Yhdysvaltojen pitkään eristäytymiseen sodasta. Toinen hyvä esimerkki on 1930-luvun suuren laman (the Great Depression) synnyintarina, jossa lama katsottiin syntyneen Wall Streetin romahduksesta, jonka taustalla olivat tarinan mukaan rahoitusmarkkinoita manipuloineet pankit ja rikkaat spekuloijat. Tämä johti pankkien ja investointipankkien erottamiseen toisistaan, Securities and Exchange Commissionin perustamiseen ja sijoittajia suojaavien lakien kirjaamiseen. (Elliot ja Baily 2009, 1.) On täysin mahdotonta sanoa, mitä olisi tapahtunut, jos edellä mainittujen tarinoiden sijaan oltaisiin päädytty joihinkin toisiin tarinoihin.

Vuoden 2007 puolestavälistä alkanut talouskriisi on tämän kirjoitushetkellä vielä niin tuore, ettei kriisi ole saanut vakiintunutta nimeä, ja tulevia lakeja ja säädöksiä ajatellen tärkeämpää on, ettei kriisin syntytarina ole vielä vakiintunut. Elliot ja Baily esittävät seuraavat kolme tarinaa, joista todennäköisesti yksi valitaan vallitsevaksi näkemykseksi kriisin synnystä (Elliot ja Baily 2009, 1). Tässä tutkimuksessa aluksi esitellään lyhyesti nämä kolme tarinaa, jonka jälkeen jokaiseen esitettyyn tarinaan perehdytään tarkemmin ja pyritään luomaan näkemys siitä, mikä näistä kolmesta todennäköisimmin valitaan ja kuinka kyseisen tarinan valinta vaikuttaa tulevaisuudessa päätöksiin.

Ensimmäinen tarina: Kriisi on Yhdysvaltojen valtion syytä, joka kannusti ja mahdollisti suuren asuntokuplan ja hoiti huonosti siitä seuranneen kriisin (Elliot ja Baily 2009, 1).

Toinen tarina: Wall Street on syyppää kriisiin. Wall Streetillä ahneus, ylimielisyys, typeruus ja huonosti määritellyt palkitsemisjärjestelmät johtivat lyhytnäköisen toiminnan kautta kriisiin. (Elliot ja Baily 2009, 1.)

Kolmas tarina: ”Kaikki” ovat syyllisiä kriisiin, niin Yhdysvaltojen valtio kuin Wall Street kuin koko väestö. Pitkään jatkunut nousukausi sai talouden toimijat ja instituutiot sokeutumaan rahoitustoiminnan riskeille johtaen kuplaan, joka kattoi monia eri investointeja ja maita. (Elliot ja Baily 2009, 1.)

Elliot ja Baily ovat itse kolmannen tarinan kannalla, mikä Wallisonin mielestä on: ”uskottava tarina ja kattaa suurimman osan kriisiin johtaneesta riskinotosta, mutta ei ole lopulta muuta kuin mielenkiintoinen teoria” (Elliot ja Baily 2009, 1 ja Wallison 2011, 535). On ilmeistä, että tarinoihin suhtautuminen täysin neutraalisti varsinkin yhdysvaltalaisten tutkijoiden keskuudessa on hankalaa, koska lopullisella valinnalla tarinasta on poliittisia vaikutuksia. Elliot ja Baily sekä Wallison molemmat tutkimuksissaan korostavat tätä. Wallison tuo myös hyvin esiin sen, että väärä johtopäätös kriisin syy-seuraus -suhteesta johtaisi väriin vastatoimiin jatkossa ja mahdollistaisi kriisin uusiutumisen tulevaisuudessa. Wallison on itse ensimmäisen tarinan kannattaja. (Wallison 2011, 535-536.)

3.1 Ensimmäinen tarina: Valtio kriisin takana

Aluksi on hyvä tehdä selväksi, että Yhdysvaltojen valtion ei tietoisesti luonut kriisiä. Tässä tarinassa keskeisessä roolissa ovat virhearviot valtion toiminnassa ja hyvään tarkoitukseen tehdyn säädöksen kääntyminen tuhoisaksi. Tämän tarinan mukaan Yhdysvaltojen valtio toimillaan paisutti asuntomarkkinoilla syntynyttä kuplaa ja hallitsi huonosti siitä seuranneet riskit ja ongelmat. Ongelmien keskiössä olivat erityisesti puolivaltiolliset yhtiöt Fannie Mae ja Freddie Mac. (Elliot ja Baily 2009, 1.) Fannie Mae ja Freddie Mac ovat suuria toimijoita Yhdysvaltojen asuntolainamarkkinoilla ja yhdessä hallitsevat noin puolta Yhdysvaltojen markkinoista.

Ensimmäinen tarina on suosittu selitys kriisille erityisesti Yhdysvaltojen konservatiivien piirissä, koska se tukee näkemystä, että julkisen vallan puuttuminen markkinatoimintaan on pahasta ja ilmeinen ratkaisu on sääntelyn vähentäminen lisäämisen sijaan (Elliot ja Baily 2009, 2). Julkinen valta ei yksin luonut koko globaalia kriisiä, mutta toimillaan tämän tarinan mukaan loi kriisille sopivan pohjan.

Tämän tarinan ytimessä on kriisin syntyminen ennennäkemättömästä kuplasta Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla, joka puhjetessaan aiheutti suurta vahinkoa rahoituslalle ja taloudelle, koska asuntomarkkinat ovat niin keskeisessä asemassa taloudessa (Elliot ja Baily 2009, 2). Yhdysvallat eivät olleet ainoa valtio, jossa halpa raha johti asuntokuplaan. Hyvänä esimerkkinä eurooppalaisesta maasta, jossa samankaltainen kupla syntyi asuntomarkkinoilla, on Kreikka. Asuntomarkkinoiden kupla on kuitenkin erilainen muista kuplista, kuten 2000-luvun alun IT-kupla Suomessa tai dotcom-kupla maailmalla. Muihin kupliin nähden asuntomarkkinoiden kupla kasvoi suuremmaksi ja paisui pidempään, koska Yhdysvaltojen valtio jaloin tavoittein pyrki lisäämään asuntojen omistajuutta maassa (Wallison 2011, 536). Jälkiviisaana on helppo sanoa, että hyvät tarkoitukset eivät johtaneet hyvään lopputulokseen. Vastuuton asuntopolitiikka ajoi toimijat, kuten Fannie Mae ja Freddie Macin, tilanteeseen, jossa heillä oli 5 biljoonan dollarin kiinnitys asuntomarkkinoihin minimaalisella pääomalla kattamaan riskit (Elliot ja Baily 2009, 2).

Ensimmäisen tarinan alajuonena tai jatkokertomuksena voisi pitää Yhdysvaltojen valtion heikkoa vastaamista kriisiin. Kriisitilanteissa tarvitaan vahvaa johtamista ja johdonmukaista toimintaa, jotta kriisin aiheuttama shokki saadaan kuriin ja tulevaisuuden epävarmuus saataisiin hieman hälvenemään. Ensimmäinen virhe hallinnolta kävi, kun se ei pyrkinyt hillitsemään yksityisen sektorin kasvanutta riskinottoa ja täten antoi toiminnalle hiljaisen hyväksyntänsä. Seuraava virhe tehtiin pelastamalla Bear Stearns, mutta Lehman Brothers jätettiin pelastamatta. (Elliot ja Baily 2009, 3.) Tämä toiminta ajoi sijoittajat ja muut taloudentoimijat epätietoisuuteen ja epävarmuuteen, koska epäjohdonmukainen toiminta teki tulevaisuuden ennustamisesta hankalaa. Yhdysvaltojen hallinto antoi ymmärtää, että suuret pankit ovat turvattuja, ja Bear Stearnsin pelastaminen sai markkinat kuvittelemaan, että suojele koskee myös suuria investointipankkeja. Tämä uskomus kuitenkin mureni, kun hallinto ei pelastanutkaan Lehman Brothersia ja näin ajoi rahoitusmarkkinat kaaokseen, kun kaikki markkinoilla toimivat joutuivat uudelleen arvioimaan tilanteensa. (Elliot ja Baily 2009, 3.) Epäjohdonmukainen toiminta johti tässä tapauksessa mahdollisesti tilanteeseen, joka on huonompi kuin siinä tapauksessa, että hallinto ei olisi tehnyt mitään.

3.2 Toinen tarina: Wall Street kriisin takana

Tarinan numero kaksi keskiössä on Wall Street eli Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinat. Toisen tarinan mukaan Wall Street loi kriisin holtittomalla toiminnallaan, ahneuden sokaisemana ja ylimielisellä uskolla kykyynsä ymmärtää ja hallita jatkuvasti monimutkaisempia investointikohteita (Elliot ja Baily 2009, 3). Tämä tarina pohjimmillaan syyttää kriisistä suhteellisen pientä joukkoa ihmisiä eli rahoitusmarkkinoilla toimijoita ja katsoo muun maailman olevan syyttömiä kriisiin ja suorastaan

tämän pienen joukon ahneuden uhreja. Tämä tarina on suosittu poliittisen vasemmiston piirissä, muttei rajoitu siihen. Tarinan on ottanut omakseen monet medioissa vaikuttajat ja laaja populistinen ilmapiiri näkee suuret pankit ja yhtiöt kaikkien ongelmien juurena. (Elliot ja Baily 2009, 3.) Tämän kirjoitushetkellä massaliike Occupy Wall Street (vallataan Wall Street) on jo vaimennut, mutta liike ilmeisesti uskoi hyvin vahvasti tähän toiseen tarinaan, koska koki maailman rikkaimman prosentin aiheuttavan ongelmat ja riistävän loppua 99 prosenttia.

Toisen tarinan ytimessä on uskomus rahoittajien moraalittomasta ja lyhytkatseisesta toiminnasta. Kohtuuttomat palkitsemisjärjestelmät saivat rahoittajat tuputtamaan naiiveille kuluttajille asuntolainoja, joihin heillä ei ollut varaa, mutta lainat olivat rakenteeltaan sellaisia, että suuret maksut ja korko prosentit olivat piilotettu ja iskivät vasta parin vuoden päästä. Rahoittajat tiesivät näiden lainojen olevan riskialttiita, mutta eivät välittäneet, koska pystyivät myymään ne eteenpäin sijoittajille, jotka luottivat luottoluokittajien arvioihin näistä sijoituskohteista. (Elliot ja Baily 2009, 3.) Tilannetta pahentaa vielä se, että toisen tarinan mukaan luottoluokittajat eivät olleet puolueettomia vaan Wall Streetin taskussa. Koska toisen tarinan ytimessä on arvopaperistaminen (securitization), käyn seuraavaksi lyhyesti läpi, mistä arvopaperistamisessa on kyse.

Arvopaperistaminen on rahoituslaitoksen toimenpide, jossa kasataan lainoja yhteen, kuten asuntolainat, opintolainat ja yrityslainat ja muodostetaan näistä takuu asuntolainan asunnon tavoin arvopaperille, joka sitten voidaan myydä kuin mikä tahansa arvopaperi. Arvopaperiin kasattujen lainojen korot ja maksut kattavat sitten liikkeelle lasketun arvopaperin korot ja maksuveloitteet. (Werkmeister 2010, 92.) Arvopaperistaminen mahdollistaa rahoitusmarkkinoilla huomattavasti suuremmat rahavirrat, kun rahoituslaitokset pystyvät muuntamaan lainansa rahaksi. Kasattujen lainojen arvopaperista saaduilla rahoilla pystyttiin taas myöntämään uusia lainoja, jotka rahoituslaitos pystyi taas arvopaperistamaan.

Arvopaperistaminen mahdollisti lainamarkkinoiden huomattavan kasvun ja nousukaudella arvopaperistaminen tuottikin yrityksille massiivisia voittoja ja toimintaan osallistuneille suhteettomia bonuksia, mutta arvopaperistamisen huumassa toiminnan riski unohtui. Riski ei täysin unohtunut, esimerkiksi asuntolainoilla taatuissa arvopapereissa (MBS, mortgage-backed securities) arvopaperin ostaneille sijoittajille maksettu osuus oli alle pakattujen asuntolainojen yhteenlasketut korot ja maksut, mikä loi arvopapereille rahallisen turvatyynyn mahdollisia lainan maksun laiminlyöntejä varten (Werkmeister 2010, 93). Nämä rahalliset turvatyynyt olivat kuitenkin täysin riittämättömät kattamaan tilanteen, jossa kaikki takaajina olleet lainat maksuineen laiminlyötiin.

Toisen tarinan taustalla on havaittavissa samat aatteet ja ajatukset, kuin oli aikoinaan taustalla 1930-luvun suurta lamaa torjumaan kehitetyssä New Deal:issä (Wallison 2011, 537).

3.3 Kolmas tarina: ”Kaikki” kriisin takana

Kolmas tarina on laajakatseisempi kuin kaksi edeltävää tarinaa ja asettaa kaikki syyllisiksi kriisin kasaantumiseen ja syntymiseen. On hyvä huomioida, kuten Elliot ja Bailykin omassa tutkimuksessaan tuovat esille, että kaikki ei viittaa kirjaimellisesti kaikkiin maailman ihmisiin vaan lähes jokaisessa suuressa instituutiossa tai ihmisryhmässä tehtiin ennen kriisiä joukko huonoja valintoja (Elliot ja Baily 2009, 4). Kolmas tarina tavallaan sisältää kaksi edellistä tarinaa ja lisää niihin vielä omia näkemyksiä kriisin synnystä ja siihen vaikuttaneista tekijöistä. Hyvä esimerkki kolmannen tarinan erosta edellisiin on Yhdysvaltojen ulkopuolisten ihmisten ja instituutioiden vaikutus kriisin syntyyn (Elliot ja Baily 2009, 4). Kaksi ensimmäistä tarinaa kriisin synnystä selittävät kumpikin tavallaan kriisin, mutta molemmissa saattaa olla kriittinen virhe, joka mahdollistaa kriisin uusiutumisen. Tarinat yksi ja kaksi ovat molemmat keskittyneet selittämään kriisiä, kuin se olisi ollut Yhdysvaltojen sisäinen kriisi ja täten sulkenut globalisoituneen maailmantalouden vaikutukset kriisistä. Kolmas tarina ensimmäisen ja toisen tarinan tavoin keskittyy Yhdysvaltoihin, mutta ei sulje samanlailla Yhdysvaltojen ulkopuolisia vaikuttajia pois kriisin syntytarinasta.

Kolmannella tarinalla on yhteistä ensimmäisen tarinan kanssa se, että kumpikin tarina esittää Yhdysvaltojen hallinnon asettaman asuntopolitiikan pettäneen. Kolmannen tarinan mukaan ensinnäkin julkinen sektori ei valvonut tarpeeksi hyvin toimijoitaan, kuten Fannie Maeta ja Freddie Maciä, mahdollistaen näin yhtiöiden kohtuuttoman riskinoton, ja toiseksi osa liittovaltion toimista edistää omistusasumista menivät liian pitkälle ja loivat kannustimia vastuuttomaan käytökseen asuntomarkkinoilla (Elliot ja Baily 2009, 4). Vaikka ensimmäinen ja kolmas tarina huomioivatkin tavallaan saman ongelman, on molempien tarinan kerronnassa huomattava ero. Ensimmäisessä tarinassa kerronta kohdistetaan niin, että julkinen valta on epäonnistunut ja vähempi puuttuminen markkinoihin olisi parempi vaihtoehto, kun taas kolmannen tarinan kerronta näkee ongelmana heikon valvonnan ja täten julkisen sektorin kasvatus olisi ratkaisu.

Yhteistä toisen ja kolmannen tarinan välillä on näkemys Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoiden eli Wall Streetin epäonnistumisesta. Kolmannessa tarinassa asia esitetään seuraavasti: rahoitus instituutiot epäonnistuivat riskiensä hallinnassa ja ne eivät asettaneet tarvittavia rajoitteita

riskialttiille toiminnalleen pitääkseen sen kurissa (Elliot ja Baily 2009, 4). Rahoitusmarkkinoiden ja julkisen sektorin virheet Yhdysvalloissa ovat kaksi suurinta virhettä kolmannen tarinan mukaan, mutta kriisiin vaikuttivat myös joukko pienempiä ongelmia, joita käsitellään seuraavaksi.

Julkinen ja yksityinen puoli molemmat epäonnistuivat luottoluokittajien suhteen. Yksityisen puolen epäonnistuminen luottoluokittajilla kävi, kun mahdolliset vahvat eturistiriidat ajoivat luottoluokittajat antamaan täysin perusteettomasti hyviä luottoluokituksia riskialtteille sijoituskohteille. Julkinen sektori epäonnistui, kun antoi luottoluokittajille puolivirallisen aseman markkinoiden riskien arvionnissa tarkkailematta yhtään luottoluokittajien toimintaa. (Elliot ja Baily 2009, 4.) Tämä asetti niin markkinat kuin luottoluokittajat epämurkkaan asemaan, jossa luottoluokittajan oli taloudellisesti kannattavaa väärillä luokituksilla, mutta puolivirallinen asema suojaasi luottoluokittajia väärinkäytöksen epäilyiltä.

Kolmannen tarinan kriisin synnyn juuret eivät rajoitu pelkästään instituutioihin. Kuluttajien ja sijoittajien joukosta löytyy suuri joukko ihmisiä, jotka ennen kriisin puhkeamista tekivät joko epäilyttäviä tai typerä päätöksiä. Asuntolainoja ottaneiden ihmisten joukossa oli kolmannen tarinan mukaan keinottelijoita, jotka joko ottivat asuntolainoja väärää tietoa antamalla tai he olivat tietoisia ottamistaan suurista sijoitusriskeistä, mutta eivät välittäneet, koska heidän oma sitoutumisensa keinottelun kohteena olleeseen asuntoon oli pieni (Elliot ja Baily 2009, 4). Täydellisen informaation vallitessa tämän kaltainen toiminta ei olisi ollut mahdollista, mutta täydellinen informaatio markkinoilla on mahdollista lähinnä teoreettisissa malleissa. Kärjistäen keinottelijat pystyivät piiloutumaan muiden asuntolainojen ottajien joukkoon ja toiminnallaan kiihdyttivät asuntokuplan kasvua samalla siitä hyötyen aina kuplan puhkeamiseen asti. Koska asunto oli hankittu sijoituskohteena asumisen sijaan, ei asunnon menetys lainan takuuna ole suuri tappio keinottelijalle. Vertauskuvallisesti keinottelijat ostivat lainarahalla kasan lottokuponkeja ja voittaessaan he maksoivat velkansa, mutta hävitessään he antoivat lainanantajalle hävinneet lottokuponkit toivottaen ”parempaa onnea seuraavalla kerralla”.

Keinottelu ei kuitenkaan ollut ainoa valtaväestön synty kolmannen tarinan mukaan vaan hyväuskoisuutta on havaittavissa myös huolestuttavan paljon. Asuntomarkkinoilla osa asuntojen ostajista sokeasti uskoi asuntojen hintojen jatkuvaan nousuun ja suuri osa Yhdysvaltojen keskiluokasta luotti sokeasti osakemarkkinoihin, pahimmissa tapauksissa yksilön eläkesäästöt saattoivat olla kokonaan kiinni osakkeissa (Elliot ja Baily 2009, 4). Tämän kaltainen vahva luottamus ja hyväuskoisuus ei synny hetkessä ja seuraavaksi käsitellään tämän riskin katoamisen

taustoja.

Ennen 2007 puhjennutta kriisiä maailma oli nauttinut suhteellisen tasaista menestystä rahoitusmarkkinoilla noin 25 vuotta, mikä johti riski-premioiden huomattavaan laskuun. Rahoitusmarkkinoiden vahva toiminta ja pitkään jatkunut kasvu saivat ihmiset uskomaan, että suhdannevaihtelut olivat historiaa. (Elliot ja Baily 2009, 4-5.) Uskottiin, että oli onnistuttu luomaan systeemi, joka samaan aikaan vartioisi itseään markkinaehtoisesti ja pitäisi suhdannevaihtelut kurissa. Keskuspankit ja korot olivat tämän systeemin keskiössä, ja pitkään jatkuneella kasvukaudella systeemi näyttikin toimivan erittäin hyvin. Pitkään jatkunut kasvu ja suhdannevaihteluiden hälveneminen näkyivät erityisesti osakemarkkinoilla, joilla esimerkiksi Dow Jonesin teollisuuskeskiarvo (Dow Jones Industrial Average) kävi pohjassa 800:ssa 1982, mutta nousi seuraavana neljännesvuosisatana lähes 20 kertaiseksi (Elliot ja Baily 2009, 5). Tämä pitkä talouden kasvu ei ollut täysin kuopatonta. Esimerkkeinä ongelmista tuolta 25 vuodelta olkoon 1987 vuoden romahdus sekä IT- ja dotcom-kupla, mutta nämä talouden horjahdukset olivat suhteellisen pieniä, lyhyitä tai keskittyivät vain pieneen osaan koko taloudesta.

Ihmistä ei tullut pelkästään varomattomia sijoitusmarkkinoilla, he suorastaan pitivät sijoitusriskiä hyvänä. ”Sijoittajat eivät pelkästään odottaneet sijoitusten tuottavan keskiarvoisesti, niin kuin oppikirjoissa sanotaan, vaan kokemus osoitti, että lähes aina sijoitukset tuottivat paljon enemmän ja pienemmällä tuskalla, kuin teoriat väittivät” (Elliot ja Baily 2009, 5). Kannattavat pitkäaikaiset sijoitusstrategiat ja riskin vastuullinen huomiointi unohtuivat, kun nousukaudella koetut sijoitusvoitot sokaisivat sijoittajat markkinoiden todellisuudelta. Riskin katoaminen loi erityisen suuren ongelman yhdessä ”helpon rahan” kanssa. Sijoittajien oli helppo saada rahoitus sijoituksille, joiden riski oli aliarvioitu riskin katoamisen vuoksi, ja nämä sijoituskohteet tuntuivat tuottavan suuria tuottoja riskiin nähden, koska riskiä ei täysin havaittu (Elliot ja Baily 2009, 5).

Rahoitusmarkkinoilla toimineiden virheet eivät ole pelkästään sattumaa, ja lähes jokainen markkinoilla toiminut teki samat virheet. Kriisin puhjettua on ollut julkisuudessa jopa tarinoita, joissa työntekijä on vastustanut virheen tekemistä, mikä on johtanut joko potkujen uhkaan tai potkuihin. Vastuullinen toiminta ja tarvittava riskien hallinta olisivat pienentäneet lyhyen tähtäimen voittoja ja rahoituslaitokset uskottelivat itselleen ja maailmalle, että heidän löysähkö riskinhallinta oli riittävä ja kuittasivat suuret voitot (Elliot ja Baily 2009, 5). Tämä valheiden verkko oli erittäin kannattava niin kauan, kuin se kesti. Lainsäätäjät tekivät virheen osoittamalla liian paljon luottoa rahoituslaitosten sisäiseen riskien hallintaan, ja itsenäiset tutkimukset asiasta päättyivät lähes

järjestelmällisesti samoille ajatusradoille kuin rahoitusinstituutit (Elliot ja Baily 2009, 5). Rahoitusmarkkinoille muodostui siis ongelma, kun kukaan ei uskaltanut tai saanut kyseenalaistaa järjestelmää, joka tuotti suuria voittoja vain lyhyellä aikavälillä. Kielikuvaa käyttäen rahoitusmarkkinoiden toimijat juoksivat kilpaa miinakentällä tietäen toiminnan riskit, mutta pois jääminen kilpailusta olisi näyttänyt huonolta, joten jokainen vain toivoi, että miina ei osuisi omalle kohdalle. Kilpailun typeruus huomattiin vasta sen päätyttyä osan kilpailijoista astuttua miinoihin.

Kolmas tarina on kahta edellistä kattavampi ja huomioi niin julkisen sektorin, yksityisten ihmisten kuin rahoitussektorinkin virheet. Kolmannen tarinan keskiössä on kuitenkin riskin hälveneminen tai toisin esitettynä ylisuurien riskien ottaminen kaikkien osapuolien toimesta. Riskien ottaminen on tärkeässä roolissa dynaamisessa markkinataloudessa ja se ajaa taloudellista kasvua, joten riskinottamisen rajoittaminen vahingoittaisi niin markkinatalouden tehokkuutta kuin hidastaisi talouskasvua (Elliot ja Baily 2009, 5). Mielenkiintoinen kysymys herääkin kolmannesta tarinasta, voidaanko talouskriisin uusiutuminen estää, jos kriisi syntyy talouden toiminnalle ja kasvulle olennaisesta riskistä. Onko globaalin maailmantalouden siirryttävä pysähtyneisyyden aikaan, jotta vältetään talouskriisin uusiutuminen. Elliot ja Baily esittävät, että pääomaan ja likdiviteettiin liittyviä säädöksiä kannattaa vahvistaa, koska nämä toimivat turvana ongelmista riippumatta ja näin vältetään turha spekulaatio seuraavan kriisin muodosta. Lainsäätäjät ja huippuanalyttikot ovat yhtä sokeita kuplille, joten paras ratkaisu on talouden vahvistaminen kriisinkestäväksi seuraavan kriisin puhkeamisen estämisen sijaan. (Elliot ja Baily 2009, 5-6.)

4. Mallin esittäminen talouskriisin synnystä

Edellisissä luvuissa on käsitelty 2007 vuonna puhjenneen kriisin syntyä käytännönläheisin teorioin ja taulukoin sekä tarinankerronnallisin menetelmin. Tässä luvussa käsitellään rahoituskriisiä puhtaasti teoreettisemmin ja esitetään Romain Rancierin ja Aaron Tornellin kehittämä malli selittämään rahoituskriisin syntyä Yhdysvaltojen asuntolainamarkkinoilla. On hyvä huomioida, että tässä tutkimuksessa ei käsitellä Rancierin ja Tornellin mallia kokonaisuudessaan, koska malli on oman tutkimuksensa arvoinen. Ranciere ja Tornell esittävät, että 2007 puhjennut rahoituskriisi on aivan uudenlainen kriisi ja nimittävät tämän kriisin ”rahoitukselliseksi mustaksi aukoksi” (Ranciere ja Tornell 2011, 271).

4.1 Rahoituksellinen musta aukko

Lähes teoriasta ja koulukunnasta riippumatta ollaan maailmanlaajuisesti yhtä mieltä siitä, että maailmaa 2007 vuodesta eteenpäin riepottellut rahoituskriisi on lähtöisin Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilta. Tässäkin tutkimuksessa on esitetty joukko syitä kriisin syntyyn, ja seuraavissa luvuissa esitellään myös kriisin uhkakuvia. Ranciere ja Tornell uskovat, että 2007 vuonna puhjennut kriisi ei kuitenkaan ole kuin muut kriisit vaan kyseessä on aivan uudenlainen kriisi. He kutsuvat tätä uudenlaista kriisiä ”rahoitukselliseksi mustaksi aukoksi” ja kriisille ominaista muista kriiseistä poiketen ovat lainamarkkinoiden kurin hajoaminen ja suuren luokan rahoitus projekteille, joilla on negatiivinen nettonykyarvo (negative net present value). (Ranciere ja Tornell 2011, 271.) Rahoituslaitosten kurin hajoaminen tai toisin muotoiltuna riskin hälveneminen on toistuva teema monissa kriisin selitysteorioissa, mutta huomion kiinnittäminen nettonykyarvoltaan negatiivisiin projekteihin on jäänyt vähemmälle. Nettonykyarvoltaan negatiivinen projekti ei perinteisessä ajattelussa ole kannattava, joten suuren luokan rahoitus kyseiselle toiminnalle on suorastaan epäilyttävää.

Koettu Yhdysvaltojen hallituksen takuu ja kyky myöntää ilman vakuuksia katastrofi-obligaation (Catastrophe-bond) kaltaisia velkoja, jotka maksavat vähän hyvässä tilanteessa, mutta erinomaisesti kriisitilanteessa, muodostivat myrkyllisen yhdistelmän, joka synnytti mustia aukkoja rahoitusmarkkinoille (Ranciere ja Tornell 2011, 272). Lepsu säätely ja vahva takaus tärkeän taloudellisen aseman takia ajoivat rahoituslaitokset tilanteeseen, jossa lyhytnäköinen voittojen haaliminen muuttui kannattavaksi toiminnaksi. Rahoitusmarkkinoilla vallitsi tilanne, jossa lainatyypeillä ei ollut rajoituksia, ja tämä johti rahoituskurin murenemiseen, eivätkä

lainanmyöntämisperiaatteet määräyty enää investointikohteen tuottavuuden mukaan vaan odotetun pelastuspaketin muhkeuden mukaan. Vuosien 2003 ja 2006 välillä Yhdysvaltojen taloudessa on havaittavissa monia musta aukko-tasapainon ominaisuuksia: uuden tyyppisten asuntolainojen, joiden takaisinmaksu rakenne vastaa katastrofi-obligaatioita, massiivinen liikkeelle lasku ja arvopaperistaminen; huonon takaisinmaksukyvyyn lainanottajien suuren luokan rahoitus ja systemaattisen kriisin riskin alihinnoittelu. (Ranciere ja Tornell 2011, 272.) Rahoitusmarkkinoille rakentui tilanne, joka odotti ellei suorastaan toivonut rahoitusmarkkinoiden kaatumista ja Yhdysvaltojen hallinnon pelastuspaketteja. Suuri ero 2007 vuoden rahoituskriisin ja muiden niin sanottujen ”kolmannen sukupolven” rahoituskriisien välillä on, että muissa kriiseissä kriisiä edeltänyt luoton hurja kasvu on muodostunut riskialttiista perinteisestä velasta, ei katastrofi-obligaatioista, kuten tapahtui 2007 vuoden rahoituskriisissä (Ranciere ja Tornell 2011, 272). Rahoituslaitos kriittiset voisivat väittää, että rahoituslaitokset olivat oppineet edellisistä kolmannen sukupolven rahoituskriiseistä ja ensimmäisten kriisin ennusmerkkien ilmetessä rahoituslaitokset kriisin estämisen sijaan päättivätkin ruokkia kriisiä ja valtion avustuspaketteja hyväksi käyttäen muuttaa kriisin edukseen.

Musta aukko teorian keskiössä on julkisen hallinnon suorittama pankkien pelastaminen. Vaikka pankkien pelastamisen pitäisi olla viimeinen vaihtoehto rahoituskriisissä, on ilmeistä, että rahoituslaitokset olivat tietoisia hallituksen suomasta suojaverkosta ja valmiita häikäilemättömästi käyttämään sitä hyväksi. Jos pankkien pelastamistakuut pystyttäisiin peruuttamattomilla lakisäädöksillä kieltämään, päästäisiin tilanteeseen jossa säätelyn tarve olisi huomattavasti pienempi, koska lainanottajien ja -antajien täytyisi sisäistää päästöstensä seuraukset (Ranciere ja Tornell 2011, 272). Rahoitusmarkkinoiden suojaverkko katoaisi ja markkinoilla toimivat joutuisivat palauttamaan toimintaansa sijoituskurin. Rahoituslaitosten pelastamistakuun puolustukseksi on asiallista todeta, että kyseessä on itseasiassa poliittis-taloudellisen pelin lopputulema, jossa viranomaiset ovat pakotettuja kriisin lauettua pelastamaan rahoituslaitokset, jotta säästytään vielä pahemmalta taloudelliselta katastrofilta ja rahoitusmarkkinoiden sulamiselta. Koko talouden kannalta ei viranomaisilla ole mitään painetta pelastaa rahoituslaitosta, joka joutuu ongelmiin vastoin koko muun rahoitusmarkkinan toimintaa. (Ranciere ja Tornell 2011, 272-273.) Seuraavaksi esittelen tiivistetysti Romain Rancierin ja Aaron Tornellin kehittämän mallin kuvastamaan Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla tapahtunutta musta-aukon syntymää.

4.2 Malli rahoituksen mustan aukon syntymästä

Tämä malli on yksinkertaistettu näkemys Yhdysvaltojen asuntolainamarkkinoista, jossa

markkinoilla toimii kolmen kaltaisia asiakkaita ja heille lainoja myöntää kolme erilaista lainanantajaa. Mallissa aika on tiivistetty kahdeksi ajanjaksoksi yksinkertaistamisen vuoksi, eli on lainanottohetki ja lainantakaisinmaksun hetki. Mallissa lainanottaja voi maksaa lainansa takaisin joko tuloillaan y^i tai ottamalla uuden lainan kasvanutta asunnon arvoa vastaan eli uudelleen rahoittamalla lainansa. Asunnon ostajan tulojen ja asuntolainan uudelleen rahoituksen yhteenlaskettu arvo täytyy olla suurempi kuin asunnon ostajan sitoumukset takaisin maksuun asuntolainastaan, tai asukas häädetään ja asunto joudutaan pakkohuutokauppaamaan ja asuntolainan arvo menetetään konkurssi- käsittelyssä. (Ranciere ja Tornell 2011, 274.) Rahoituslaitos menettää siis asuntolainan saatavat, mutta asunnosta se saa huutokaupan kautta osan saatavistaan takaisin.

Mallissa asuntolainat yksinkertaistamisen vuoksi maksetaan jo seuraavalla periodilla takaisin eli asunnonostaja maksaa lainan takaisin ja asuntolainakoron μ , joka sisältää riskittömään r korkotasoon nähden pienen korotuksen (Ranciere ja Tornell 2011, 274). Yksinkertaisuuden vuoksi asunnon hinta on 1 hetkellä t ja asunnon hinta voi mennä niin ylös kuin alas hetkeen $t+1$ mennessä. Asunnon hinnan kehitys muodostuu seuraavasti.

$$p_{t+1} = \begin{cases} \bar{p} > 1 & \text{todennäköisyydellä } u \\ \underline{p} < 1 & \text{todennäköisyydellä } 1 - u \end{cases}$$

On hyvä huomioida, että asunnon hinnan kehityksessä ei tässä mallissa ole mahdollisuutta sille, että asunnon hinta ei muuttuisi. Edellä esitetystä seuraa siis, että ajanhetkellä t asuntolainan arvo on 1, joten sovittu takaisinmaksu ajanhetkellä $t+1$ on siis $[1+\mu]$ ja uudelleen rahoitettavissa oleva asuntolaina on P_{t+1} (Ranciere ja Tornell 2011, 274). Tämä muodostaa mallin yksinkertaistetun asuntolainan, ja seuraavaksi käsitellään mallin kolme eri asuntolainanottaja ryhmää. On hyvä huomioida, että 2007 vuonna puhjenneessa rahoituskriisissä asuntomarkkinoilla ilmeni asuntojen ostoa sijoituskohteeksi ja keinottelua asunnoilla, mutta tässä yksinkertaistetussa mallissa oletusarvoisesti asunnonostajat hankkivat asunnon kodikseen.

Asunnonostajien kolme ryhmää ovat: turvalliset, riskialttiit ja no-doc asunnonostajat (Ranciere ja Tornell 2011, 274). No-doc on Yhdysvalloissa erityisesti 2007 kriisin myötä yleistynyt lyhenne *no documentation*ista (ei dokumentointia), joka viittaa lainanottajiin, joilla ei ole dokumentoituja tuloja eli kyseessä on erittäin riskialtis lainanottajaryhmä. Mallissa turvallisilla asunnonostajilla on korkeat ja vakaat tulot, ja he kykenevätkin maksamaan asuntolainansa asunnon hinnasta riippumatta

$$y^\sigma > 1 + \mu.$$

Riskikkäillä asunnonostajilla on sattuman varainen tulo:

$$y^\theta = \begin{cases} \tilde{y} & \text{todennäköisyydellä } \theta \\ 0 & \text{todennäköisyydellä } 1 - \theta. \end{cases}$$

(Ranciere ja Tornell 2011, 274-275.) Riskikäs asunnonostaja voi olla vaikka henkilö, joka työllistyy todennäköisyydellä θ . Riskikäs asunnonostaja pystyy siis maksamaan asuntolainansa, jos asuntojen hinnat nousevat tai asuntojen hinnat laskevat, mutta asunnonostajalla on positiivinen tulo

$$\bar{p} > 1 + \mu > \underline{p} \quad \text{ja} \quad \tilde{y} + \underline{p} > 1 + \mu \quad (1)$$

No-doc -asunnonostajat eivät saa vakituista tuloa, joten he ovat kykeneviä maksamaan asuntolainansa vain jos asuntojen hinnat nousevat ja he saavat uudelleen rahoittaa lainansa. (Ranciere ja Tornell 2011, 275.) No-doc -asuntolainanottajat ovat siis täysin asuntojen arvo kehityksen varassa. Tästä yksinkertaistetusta asetelmasta seuraa kolme mahdollista tilannetta taloudessa. On hyvä tilanne, jossa asuntojen arvo on noussut ja kaikki ovat kykeneviä maksamaan asuntolainansa. On huono tilanne, jossa asuntojen arvo on laskenut ja riskikkäät asunnonomistajat menettävät työnsä, eli vain turvalliset asunnonostajat pystyvät maksamaan asuntolainansa. Lopulta on myös keskinkertainen tilanne, jossa asuntojen arvo on laskenut, mutta riskikkäät asunnonomistajat ovat työllistettynä, joten vain no-doc asunnonomistajat eivät ole kykeneviä maksamaan asuntolainojaan. Tämä kaikki voidaan tiivistää seuraavaan matemaattiseen kaavaan:

$$S_{t+1} = \begin{cases} \bar{s}: & p_{t+1} = \bar{p} & \text{todennäköisyydellä } u \\ \bar{s}': & p_{t+1} = \underline{p} \text{ and } y_{t+1}^\theta = \tilde{y} & \text{todennäköisyydellä } [1 - u]\theta \\ \underline{s}: & p_{t+1} = \underline{p} \text{ and } y_{t+1}^\theta = 0 & \text{todennäköisyydellä } [1 - u][1 - \theta]. \end{cases}$$

Tämä muodostaa mallin pohjan ja toisen puoliskon asuntolainamarkkinoista. Seuraavaksi luodaan mallille asuntolainojen antajapuoli. Yksinkertaistamisen vuoksi olkoon markkinoilla kolme erilaista asuntolainanantajaa $\{\sigma, \theta, \varepsilon\}$, joista jokainen erikoistuu eri asunnonostaja tyyppiin (Ranciere ja Tornell 2011, 275). Asuntolainanantaja σ myöntää lainoja vain turvallisille asunnonostajille, θ myöntää lainoja vain riskikkäille asunnonostajille ja ε symbolilla edustettu rahoituslaitos myöntää asuntolainoja vain no-doc asunnonostajille. Mallin asuntolainojen rahoituslaitosten budjettirajoite rakentuu seuraavasti: jokaisella rahoituslaitoksella on sisäiset varansa w ja ne laskevat liikkeelle joukkovelkakirjoja nimellisellä arvolla b , jotka riskineutraalit sijoittajat ostavat vähentäen hinnan r . Rahoituslaitos voi varojaan käyttää asuntolainojen I luontiin tai ostaa varoilla riskittömiä

joukkovelkakirjoja, jotka tuottavat $1+r$ seuraavalla periodilla. (Ranciere ja Tornell 2011, 275.)

Rahoituslaitoksen budjettirajoite on siis

$$I_t + s_t = w_t + b_t. \quad (2)$$

Ajanhetkellä t asuntolainanantajat $\{\sigma, \theta, \varepsilon\}$ myöntävät asuntolainan vastaaville asunnonostajille. Ajanhetkellä $t+1$ asunnonostaja maksaa takaisin $1+\mu$ jos hän on maksukykyinen tai 0 jos hän on maksukyvytön. Rahoituslaitos σ saa varmasti rahansa takaisin seuraavalla periodilla:

$$q_{t+1}^\sigma = I^\sigma [1 + \mu]. \quad (3)$$

Rahoituslaitos θ saa rahansa takaisin, jos asuntojen hinnat nousevat tai asuntojen hintojen laskiessa riskikkäät asunnonostajat saavat työstä tarvittavan tulon

$$q_{t+1}^\theta = \begin{cases} I^\theta [1 + \mu] & \text{jos } S_{t+1} = \{\bar{s}, \bar{s}'\} \\ 0 & \text{jos } S_{t+1} = \underline{s}. \end{cases} \quad (4)$$

Rahoituslaitos ε saa rahansa takaisin vain jos asuntojen hinnat nousevat. (Ranciere ja Tornell 2011, 275.) Tässä kärjistetyssä mallissa on eri rahoituslaitosten toimintojen välillä huomattavaa eroa riskissä. Rahoituslaitoksen ε täydellinen riippuvuus asuntojen hintojen noususta voi tuntua vastuuttomalta toiminnalta rahoitusmarkkinoilla, mutta tosiasiasa ei ole pelkistämistään lukuunottamatta kaukana 2007 vuotta edeltäneen nousukauden lyhytkatseisesta toiminnasta. Koska tulot ja asuntojen hinnat eivät ole riippuvaisia toisistaan mallissa, on asuntolainojen odotetut takaisinmaksut seuraavanlaiset:

$$E(q_{t+1}^\sigma) = [1 + \mu]I^\sigma, \quad E(q_{t+1}^\theta) = \zeta[1 + \mu]I^\theta, \quad E(q_{t+1}^\varepsilon) = u[1 + \mu]I^\varepsilon,$$

jossa todennäköisyys sille, että asunnonostaja θ maksaa asuntolainansa on

$$\zeta := u + [1 - u]\theta.$$

Asuntolaina ε :tä voisi kuvastaa pelkän koron asuntolaina (interest-only mortgage), jossa vaadittu maksu on alhainen pari ensimmäistä laina vuotta ja hypähtää sen jälkeen korkeammaksi. (Ranciere ja Tornell 2011, 275-276.) Olennaista on näistä kolmesta asuntolainatyypistä huomata niiden nettonykyarvo. Turvallisilla ja risikikkäillä asuntolainoilla on positiivinen nettonykyarvo NPV, mutta no-doc asuntolainoilla on negatiivinen nettonykyarvo

$$u[1 + \mu] < 1 + r < \zeta[1 + \mu].$$

Vain julkisen vallan antama takuu rahoituslaitosten pelastamisesta on voinut kannustaa rahoituslaitokset nettonykyarvoltaan negatiivisten sijoituskohteiden rahoittamiseen. (Ranciere ja Tornell 2011, 276.) Rahoituslaitokset eivät kuitenkaan pysty tässä mallissa tai reaali maailmassa

toimimaan ilman rahoitusta. Rahoitusmarkkinat supistuisivat huomattavasti, jos rahoituslaitokset olisivat täysin riippuvaisia omista varoistaan w . Toimintaansa laajentaakseen rahoituslaitokset laskevat liikkeelle joukkovelkakirjoja, jotka tässä mallissa jakaantuvat kahteen eri luokkaan: normaaleihin joukkovelkakirjoihin ja katastrofijoukkovelkakirjoihin.

Normaalin joukkovelkakirjan tapauksessa joukkovelkakirjan liikkeelle laskija maksaa seuraavalla periodilla velkansa talouden tilanteesta riippumatta. Normaalin joukkovelkakirjan tapauksessa velan takaisinmaksun lauseke on seuraavanlainen

$$L_{t+1}^{sd} = b_t[1 + \rho_t^{sd}] \text{ kaikilla } S_{t+1}, \quad (5)$$

jossa ρ on velkakirjassa määritetty korko. (Ranciere ja Tornell 2011, 276.) Normaali joukkovelkakirja on suhteellisen turvallinen sijoituskohde ja varmoille rahoituslaitoksille edullinen tulonlähde, mutta erittäin riskikkäille ε rahoituslaitoksille varma velvoite voi johtaa konkurssiin. Katastrofijoukkovelkakirja lähestyykin lainaamista hieman eri tavalla. Siinä missä normaali joukkovelkakirjan liikkeelle laskija lupautuu maksamaan velan olosuhteista riippumatta, katastrofijoukkovelkakirjalla on hieman uhkapelimäisempi lähestymistapa velan takaisin maksuun. Katastrofi-joukkovelkakirja lupautuu maksamaan erittäin paljon huonossa talouden tilanteessa ja ei mitään muissa olosuhteissa, ja tämä voidaan esittää seuraavasti

$$L_{t+1}^{cb} = \begin{cases} 0 & \text{jos } S_{t+1} = \{\bar{s}, \bar{s}'\} \\ b_t^{cb}[1 + \rho_t^{cb}] & \text{jos } S_{t+1} = \underline{s}. \end{cases} \quad (6)$$

Katastrofijoukkovelkakirjojen kriittisyyttä kuvastaa se, että rahoituksellinen musta aukko syntyäkseen tarvitsee lainsäädännön, joka mahdollistaa katasrofi-joukkovelkakirjojen liikkeelle laskun ilman vakuuksia. (Ranciere ja Tornell 2011, 276-288.) Katastrofijoukkovelkakirjojen tuotto on erittäin riippuvainen julkisen vallan pelastuspaketeista, koska muuten rahoituslaitoksen olisi erittäin hankalaa sitoutua maksamaan suuria korvauksia vastoin markkinakehityksen. Katastrofijoukkovelkakirjat ja julkisen vallan pelastustakuu tekevät tyypillisistä kolmannen sukupolven pankkikriiseistä vakavempia rahoituksellisia musta-aukkoja (Ranciere ja Tornell 2011, 288).

Ennen rahoituksellisten mustien aukkojen syvällisempää analyysiä on asiallista kerätä yhteen mallin rahoituslaitosten menot ja tulot. Tämän mallin rahoituslaitosten tuotto muodostuu siis seuraavanlaiseksi: rahoituslaitos saa myöntämistään asuntolainoista tulot q_{t+1} ja L_{t+1} se joutuu maksamaan lainoistaan eli tuotto on siis yhtä kuin $q_{t+1} - L_{t+1}$. Tästä voidaan sitten muodostaa rahoituslaitoksille odotetun voiton lauseke

$$\pi_{t+1}^j = E_t(\max\{0, q_{t+1}^j - L_{t+1}^j\}), \quad j = \{\sigma, \theta, \varepsilon\}. \quad (7)$$

(Ranciere ja Tornell 2011, 276.) Rancieren ja Tornellin tutkimuksessa perehdytään vielä syvemmin tähän malliin ja lisätään esimerkiksi endogeeniset laina rajoitteet, mutta tässä tutkimuksessa tyydytään toteamaan, että yksinkertaistettu malli osoittaa hyvin asuntolainamarkkinoiden heikon kohdan, josta kasvoi rahoituksellinen musta aukko.

4.3 Oliko Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilla musta aukko?

Siitä, oliko Yhdysvaltojen asunto- ja rahoitusmarkkinoilla rahoituksellinen musta-aukko vuonna 2007 puhjenneessa kriisissä, on varmasti maailmalla eri näkemyksiä. Erityisesti huonoon valoon joutuneet rahoituslaitokset tuskin haluavat myöntää toimineensa moraalisesti epäilyttävästi. Seuraavaksi esitän taulukon numero 3, jossa on neljään osioon kerätty neljä eri tekijää, jotka viittaavat siihen, että Yhdysvaltojen taloudessa on vuosien 2003 ja 2006 välillä siis ennen kriisin puhkeamista kehittynyt rahoituksellinen musta-aukko.

Taulukko 3: Todisteet taloudellisen musta-aukon läsnäolosta

	2002	2006
Katastrofilainanomaiset asuntolainat		
Ainoastaan korko + vaihtoehto ARM asuntolainat (miljardia U.S. \$)	5	760
Prosenttiosuus kaikista liikkeelle lasketuista asuntolainoista	0	26
Yksityinen arvopaperistaminen		
MBS:ien liikkeelle lasku yksityisten arvopaperistajien toimesta (miljardia U.S. \$)	290	917
Prosenttiosuus liikkeelle lasketuista asuntolainoista	10	31
Prosenttiosuus liikkeelle lasketuista MBS:tä	13	46
Negatiivisen nettohyötyarvon asuntolainat		
Lainat, joilla alas-maksu nolla (prosenttiosuus kaikista liikkeelle lasketuista asuntolainoista)	4	31
Lainat, joilla alas-maksu nolla ja alhainen dokumentointi (prosenttiosuus kaikista liikkeelle lasketuista asuntolainoista)	1	15
Luottoluokitukseltaan muut kuin prime-asuntolainat (prosenttiosuus kaikista liikkeelle lasketuista asuntolainoista)	14	48
Takaisinmaksamattomuuden riskin hinnoittelu		
BBB-tyypin yksityisen sektorin MBS-arvopaperit (tuottovaatimusero verrattuna Yhdysvaltain valtionvarainministeriön U.S. Treasury liikkeelle laskemiin joukkovelkakirjoihin)	3,20%	1,30%

Lähde: Levitin ja Wachter (2010), Inside Mortgage Finances, Mortgage Bankers Association.

Taulukossa 3 on havaittavissa rahoitukselliseen mustaan aukkoon viittaavat edellä mainitut neljä kohtaa. Nämä kohdat ovat: katastrofilainanomaisten asuntolainojen markkinoille ilmestyminen; uusien arvopaperistamiskeinojen syntyminen; massiivinen kasvu asuntolainoissa asiakkaille, joidenka kyky maksaa takaisin on erittäin riippuvainen asuntojen arvon noususta ja neljäntenä kohtana on katastrofi riskin alihinnoittelu MBS-arvopapereissa (Ranciere ja Tornell 2011, 289-290). Seuraavaksi tarkastellaan näitä neljää kohtaa yksitellen hieman tarkemmin.

Katastrofilainanomaisten asuntolainojen ilmestyminen: Uudentyyppiset asuntolainat mahdollistivat alhaiset ensimmäiset maksut lykkäämällä pääoman takaisinmaksut (ainoastaan korko) tai mahdollistamalla pääoman kasvun ylitse ajan (vaihtoehto ARM). Alhaisia ensimmäisiä maksuja seuraa huomattavasti suuremmat maksut myöhemmin ellei asuntojen hintojen jatkuva nousu mahdollista asuntolainanottajia uudelleen rahoittamaan lainansa. (Ranciere ja Tornell 2011, 289.) Nämä lainat olivat kielikuvaa käyttäen aikapommeja asunnonostajien sylissä, jossa asuntojen hinnan nousu soi lisää armon aikaa, mutta rahoituslaitos odotti räjähdystä. On hämmästyttävää ja samalla rahoituksellista mustaa aukkoa tukevaa, että tämän kaltaisten asuntolainojen liikkeellelasku koko markkinoihin nähden kasvoi 0,2 prosentista 25,5 prosenttiin.

Uusien arvopaperistamiskeinojen syntyminen: Uuden tyyppiset asuntolainat tarvitsivat uudenlaista arvopaperistamista, koska Freddie Mac ja Fannie Mae eivät asuntolainan luonteen vuoksi voineet arvopaperistaa niitä. Suurten julkisten yhtiöiden Freddie Macin ja Fannie Maen ollessa kykenemättömiä arvopaperistamaan näitä asuntolainoja tarvittiin uusien asuntolainojen arvopaperistamiseen yksityisiä arvopaperistajia (Private Label Securitizers, PLS), joiden arvopaperistamista asuntolainoista suuri osa uudelleen pakattiin omaisuusvakuudellisiksi arvopapereiksi (Collateralized Debt Obligations, CDOs). (Ranciere ja Tornell 2011, 289.) Omaisuusvakuudelliset arvopaperit mahdollistivat säädeltyjen rahoittajien osallistumisen rahoituksellisen mustan aukon rahoitukseen, koska kyseiset arvopaperit oli määritelty kelpoisiksi ja nauttivat tasoonsa nähden parempaa luottoluokitusta.

Massiivinen kasvu asuntolainoissa asiakkaille, joiden kyky maksaa takaisin on erittäin riippuvainen asuntojen arvon noususta: Tyypillisesti asuntolainanottajilta, joilla ei ole näyttöä vakituisista tuloista, vaaditaan huomattavan ennakkomaksun asettamista takuuksi. Tämä kuitenkin muuttui 2002 ja 2006 välisenä aikana, kuten taulukosta 3 on nähtävissä, kasvu yhdestä prosentista kaikista liikkeelle lasketuista asuntolainoista viiteentoista prosenttiin. (Ranciere ja Tornell 2011,

290.) Tähän kasvuun varmasti vaikutti kohdassa 2.2 esitelty Yhdysvaltain asuntokupla ja erityisesti asuntopolitiikka, mutta huolestuttavaa on, että asuntopolitiikasta muodostunutta riskiä ei muilla toimilla pyritty torjumaan vaan siitä pyrittiin hyötymään, mikä ruokki rahoituksellisen mustan aukon syntyä.

Katastrofi riskin alihinnoittelu MBS arvopapereissa: Vuosien 2002 ja 2006 aikana arvopaperistettujen asuntolainojen tason laskiessa vastoin perinteisen ja vastuullisen hinnoittelun riskipreemiot asuntolaina painotteisille arvopapereille laskivat (Ranciere ja Tornell 2011, 290). Markkinoilla vallitsi luottoluokittajien arvio virheen takia epätäydellinen informaatio arvopaperistetuista asuntolainoista, mikä johti näiden arvopapereiden alihinnoitteluun. Koska näissä arvopapereissa oli huomattava riski siitä, että taustalla olevat asuntolainanottajat päätyvät maksukyvyttömiksi, oli markkinoilla katastrofin riski huomattavasti alihinnoiteltu.

Edellä esitetyt neljä kohtaa osoittavat, että Yhdysvaltojen asunto- ja lainamarkkinoille syntyi suunnaton rahoituksellinen musta aukko. Aukko nieli suuria määriä rahaa markkinoilta ennen kuin markkinoiden toimijat havaitsivat nämä rahareiät. Mustan aukon syntyyn vaikutti monet tekijät, mutta yksi suurimmista lienee sokea usko siihen, että asuntojen hinnat voisivat nousta jatkuvasti. Väärä johtopäätös rahoituksellisesta mustasta aukosta olisi rahoitusmarkkinoiden säätelyn voimakas lisääminen uusien kriisien estämiseksi. Vapaat rahoitusmarkkinat kriiseistä huolimatta parantavat niin tuotannon tehokkuutta kuin talouden kasvua, kunhan lainamarkkinoiden kuri säilyy. (Ranciere ja Tornell 2011, 302.) Vapaa rahoitusmarkkinoiden toiminta johtaa talouden nousukausiin ja ajoittain valitettavasti kriiseihin, mutta vain kurittomalla rahoitusmarkkinatoiminnalla päädytään rahoitukselliseen mustaan aukkoon.

5. Talouskriisin uhkakuvia

Globaali rahoituskriisi paisui vuonna 2007 talouskriisiksi, ja sen juuria tutkittiin luvussa 2. Koska tapahtunutta ei voi muuttaa, on tämän luvun tarkoitus tutkia uhkakuvia, joita talouskriisin myötä on noussut. Johtuen Yhdysvaltojen edelläkävijän asemasta kriisissä tutkitaan tässä luvussa lähinnä Yhdysvaltojen lukuja ja uhkia. Tässä luvussa tutkitaan aluksi rahoitusmarkkinoilla tapahtuneita tappioita ja niistä seuraavia kehävaikutuksia ja sen jälkeen tarkastellaan hidastuneista markkinoista syntyvää deflaation uhkaa ja vaihtoehtoista inflaation uhkaa.

5.1 Riskipääoman aleneminen ja riskinotto

Rahoitusinstituutioilla omaa pääomaa kutsutaan ”riskipääomaksi” (Krishnamurthy 2009, 4). Nimi ”riskipääoma” ei viittaa siihen, että rahoitusinstituutioilla oma pääoma olisi jotenkin riskialttiimpaa kuin vieras pääoma, vaan kyse on oman pääoman tehtävästä toimia lainamarkkinoiden arvonlaskujen ja lainatappioiden takuuna. Riskipääoma vastaa lainamarkkinoilla kärsityistä arvonlaskuista, eli suuri riskipääoma mahdollistaa sijoituksissa suuremman riskinottokyvyn (Krishnamurthy 2009, 5). Jos siis rahoitusinstituution myöntämissä lainoissa tapahtuu arvonlaskua, johtaa se riskipääoman laskuun. Pienemmästä riskipääomasta seuraa pienempi riskinotto, ellei rahoitusinstituutio paikkaa menetettyä riskipääomaa kasvattamalla omaa pääomaansa menetystä edeltävälle tasolle. (Krishnamurthy 2009, 5.)

Lainamarkkinoille ominaisia ovat juuri niihin liittyvät riskit, eivätkä riskipääomatappiot ole alalla ennenkuulumattomia. Yksittäisen rahoitusinstituution riskipääoman menetyksen ei pitäisi vaikuttaa lainamarkkinoiden tasapainoon. 2007 nousseessa kriisissä olikin kyse systemaattisista riskipääomatappioista, eli kaikki rahoitusinstituutiot kokivat samanaikaisesti tappioita ja tällä oli vaikutusta varojen hintoihin. (Krishnamurthy 2009, 6.) Taulukossa 4 näemme arvion tappioiden ja arvonalentumisten jakautumisen rahoitusinstituutioiden ja velkainstrumenttien mukaan. Tarkkaa lukua tappioiden suuruudesta on kuitenkin vaikea saada, koska oletettavasti rahoitusinstituutiot pyrkivät vähättelemään luottotappioitaan, mutta kerääntyneeksi rahoitusinstituutioiden tappioksi vuoden 2007 toiselta kvartaalilta vuoden 2009 toiselle kvartaalille on 971 miljardia Yhdysvaltain dollaria. Tätä tappiota vastaamaan rahoitusinstituutiot ja julkinen valta ovat onnistuneet nostamaan 732 miljardin dollarin pääoma, jota suuresti on avustanut Yhdysvaltain keskuspankin pääomanlisäysohjelma TARP (Troubled Asset Relief Program). (Krishnamurthy 2009, 6.) Keskuspankin yrityksistä huolimatta rahoitussektorilla vaikuttaa kuitenkin 239 miljardin dollarin

vaje.

Taulukko 4: Tappiot rahoitusinstituutioiden ja velkainstrumenttien mukaan vuonna 2008 (miljardeissa Yhdysvaltojen dollareissa)

Velkainstrumentti	Arvioitu määrä	Arvioidut tappiot ja arvonalentumiset		
		Pankit	Vakuutusala	Vipurahastot ja muut
Kiinteistölainat	7100	150	15	40
Omaisuusvakuudelliset arvopaperit	2150	260	110	40
Prime kiinnitys-arvopaperit	3800	20	10	< 5
Kaupalliset kiinnitys-arvopaperit	940	85	25	20
Yrityslainat ja panttilainan laina-velvoitteet	4650	135	40	30
Yhteensä	17920	650	200	135

Lähde: IMF Global Financial Stability Report October 2008, Table 1.1

Varsinainen uhka taloudelle muodostuu laajalle levinneestä riskipääoman menetyksestä, kun tarkastellaan siitä syntyvää kehävaikutusta. Suuret riskipääoman menetykset vähentävät likvideettiä lainamarkkinoilla hidastaen markkinoiden toimintaa, mikä vähintään asettaa markkinoilla vallitseville hinnoille laskupaineita. Hintojen laskusta seuraa rahoitusinstituutioiden myöntämissä lainoissa arvonalaskua, josta seuraa taas riskipääoman väheneminen, mikä riskinoton alenemisen myötä laskee taas lainamarkkinahintoja. Tämä kehä ruokkii itseään luoden suurta tuhoa rahoitussektorilla. (Krishnamurthy 2009, 7.) Pahimmassa tapauksessa tämä kehävaikutus kuihduttaa rahoitussektorin, ellei julkinen valta puutu ilmiöön korjaavilla toimenpiteillä.

5.2 Repo-rahoitus ja aliarvostukset

Krishnamurthyn mukaan rahoitusinstituutiot harvoin kasvattavat omaa pääomaa. Päivittäisessä lainamarkkinatoiminnassa tyypillisempi rahoitusratkaisu on lainaaminen takaisinostosopimuksilla, joihin yleensä viitataan lyhenteellä ”repo” (repurchase agreement). (Krishnamurthy, 2009, 7.) Seuraavaksi käyn läpi lyhyesti repo-markkinoiden toiminnan ja sen jälkeen kriisin luoman uhan näillä markkinoilla.

Takaisinostosopimuksessa eli repo-sopimuksessa on kyse lainasta, joka taataan muilla arvopapereilla, esimerkiksi joukolla asuntolainoja (Krishnamurthy 2009, 7). Tavallaan siis rahoitusinstituutio lainaa toiselta rahoitusinstituutiolta rahaa panttaamalla tälle väliaikaisesti itse myöntämiään lainoja. Lainamarkkinoilla vaikuttavasta riskistä johtuen myönnetty repo-laina ei ole rahallisesti lainojen arvoa vastaava summa vaan siitä vähennetään aliarvostuksen verran, koska lainojen arvoilla on riski alentua. Hyvän luottoluokituksen asuntolaina-arvopapereille aliarvostus oli ennen 2007 vuonna alkanutta kriisiä 2,5 % arvopaperien arvosta. (Krishnamurthy 2009, 7.) Edellä mainittu riski pääoma on avain asemassa myös reposopimuksissa, koska pystyäkseen suorittamaan haluamansa oston rahoitusinstituution on nostettava rahaa riskipääomastaan aliarvostuksen verran. Repo-sopimusrahoitus on kuitenkin rahoitusinstituutiolle helpompi ratkaisu kuin ostoa varten koko rahasumman nostaminen riskipääomasta. (Krishnamurthy 2009, 7).

Oikeansuuruiset aliarvostukset vaikuttavat merkittävästi repo-markkinoiden toimintaan. Lainanantajalle aliarvostus toimii suojana panttina toimivien arvopaperien laskulle, ja siksi lainanantajan onkin mietittävä kahta asiaa lainaa myöntäessään: ensinnäkin todennäköisyyttä sille, että lainanottaja ei maksakaan lainaa takaisin ja toiseksi, minkä arvoisia ovat takuina käytetyt arvopaperit ja kuinka helposti ne saadaan muutettua rahaksi (Krishnamurthy 2009, 8). Aliarvostukset riippuvat siis lainanantajasta, mutta markkinoilla vallitseva linja on, että lainanottajan luotettavuus ja suuri koko sekä takuina käytettyjen arvopapereiden likviditeetti laskevat aliarvostusprosenttia. Repo- markkinoilla muodostui kriisin aikaan ongelma, kun aliarvostukset oli alimitoitettu. Kriisistä seurasi arvopapereiden likviditeetin lasku, kun arvopaperimarkkinat hidastuivat, ja tämä johti aliarvostuksen korotuspaineisiin. (Krishnamurthy 2009, 8-9.)

Krishnamurthyn mukaan vain Yhdysvaltain valtionvarainministeriön liikkeelle laskemat lyhyen aikavälin joukkovelkakirjat ovat säästyneet aliarvostusprosentin korotuksilta (Krishnamurthy 2009, 9). Tämä selittyy sillä, että nämä joukkovelkakirjat ovat pysyneet likvideinä koko kriisin ajan.

Samaa ei kuitenkaan voi sanoa joistain eksoottisista velka-markkinavälineistä, joiden aliarvostusprosentti oli vuoden 2008 syksyllä noussut 100 prosenttiin, eli käytännössä repo-markkinat olivat niiden osalta sulkeutuneet (Krishnamurthy 2009, 9). Ohessa on taulukko 5, jossa on esitetty eräiden aliarvostusten kehitys kriisissä. Huomattavaa on luottamus julkisen sektorin arvopapereihin ja panttilainan kiinnitys velvollisuuksien aliarvostus luottoluokituksesta huolimatta.

Taulukko 5: Repo-aliarvostukset Yhdysvalloissa

	Repo-aliarvostukset			
	Kevät 2007	Kevät 2008	Syky 2008	Kevät 2009
Yhdysvaltain valtionvarainministeriön lyhyen ajanjakson joukkovelkakirjat	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Valtionvarainministeriön pitkän ajanjakson joukkovelkakirjat	5,00%	5,00%	6,00%	6,00%
Virasto kiinnitys-arvopaperit	2,50%	6,00%	8,50%	6,50%
Yrityslainat luottoluokitukseltaan A-/A3 tai enemmän	5,00%	10,00%	20,00%	20,00%
Panttilainan kiinnitys velvollisuudet luottoluokitukseltaan AAA	10,00%	30,00%	40,00%	40,00%
Omaisuuksivakuudelliset arvopaperit luottoluokitukseltaan AA/Aa2 tai enemmän	10,00%	25,00%	30,00%	35,00%

Lähde: DTCC, Investment Bank Reports

Kuten on oletettavissa, aliarvostusten nousu rahoituskriisin aikaan sai repomarkkinat kutistumaan. Tästä syntyy lainamarkkinoille haitallinen kehävaikutus, joka rahoittamisen vaikeutumisen myötä peilaantuu myös reaalityalouteen. Kehävaikutuksessa kasvaneet aliarvostukset johtavat markkinoiden likviditeetin pienenemiseen, joka johtaa taas aliarvostusten kasvuun (Krishnamurthy 2009, 10). Pahimmassa tapauksessa kaikilla arvopaperikategorioilla aliarvostusprosentti nousee sataan ja repomarkkinat sulkeutuvat kokonaan.

5.3 Deflaation uhka

Deflaatio on taloustieteen termi ilmiölle, jossa talouden hintataso laskee. Kuluttajahintaindeksi (KHI) ei kuitenkaan ole relevantin tiedon lähde deflaation tarkasteluun, vaan kuten esimerkiksi Columbia-yliopiston Joseph Stiglitz sanoo: ”Palkat ovat merkityksellisempiä” (USA Today, 2009).

Palkkojen ja hintojen yhteys on ilmeinen, kun tarkkailemme talouden kiertokulkua, jossa kuluttajat käyttävät palkkansa ostaakseen hinnoilla määritellyt tuotteet. Koska tuotteet kilpailevat keskenään kuluttajien rahoista, jotka pääasiallisesti muodostuvat palkoista, johtaa palkkojen lasku myös tuotteiden hintojen laskuun.

Donald L. Luskin toteaa, että inflaatio useasti katsotaan välttämättömäksi pahaksi ja on niin keskipitkällä kuin pitkällä tähtäimelläkin hyväksyttävää, kun taas deflaatio on riski, jota Yhdysvaltain keskuspankki ei voi hyväksyä (Luskin, 2009). Deflaatiotilanteessa kuluttaja saa etua laskevista hinnoista, mutta talous kärsii, kun tuottajapuoli joutuu kiristämään kulujaan ja leikkaamaan palkkoja. Pahimmassa tilanteessa deflaatio saa talouden pysähtymään kokonaan, kun kuluttajat säästävät ja jäävät odottamaan, että tuotteiden hinnat laskisivat vielä lisää.

Kuten edellä mainittiin, pelkkä kuluttajahintaindeksi ei kerro koko totuutta. Vaikka siis KHI Yhdysvalloissa on noussut 0,2 prosenttia vuonna 2009, ovat reaaliset keskimääräiset viikoittaiset tulot laskeneet 1,9 prosenttia, ja tämä lasku voi olla osa karmivaa kierrettä, jossa korkea 9,8 prosentin työttömyys ajaa palkkoja alas. Pienemmät palkat taas laskevat hyödykkeiden ja palveluiden kysyntää, mikä pakottaa yritykset laskemaan tuotteidensa hintoja saadakseen tuotteensa myytyä. (USA Today, 2009.) Yritysten hintojen lasku johtaa kulujen uudelleenarviointiin, joka suuren työttömyyden vallitessa useasti johtaa palkkojen laskuun ja kierre alkaa taas alusta. Paul Ashworth haluaa korostaa, että deflaatio on suuri ongelma varsinkin Yhdysvalloissa, jossa vallitsee suuri velkaantumisaste. Kotitalouksilla on vähemmän rahaa käytettävänä asuntolainoihinsa ja yrityksillä on vähemmän rahaa maksaa velkansa, mikä johtaa niin ulosottoihin kuin konkursseihin. (USA Today, 2009.)

5.4 Inflaation uhka

Inflaatio on taloustieteen termi ilmiölle, jossa talouden hintataso nousee. Inflaatio on vahvasti sidoksissa vahvaan talouskasvuun, mutta pahimmillaan inflaatiota ilmenee ilman talouskasvua. Periaatteessa vahvassa talouskasvussa inflaatio syntyy, kun talouskasvusta saaduilla varoilla yritykset ja kotitaloudet ovat kykeneviä tekemään niukoista hyödykkeistä avoimilla markkinoilla suurempia tarjouksia, ja täten hintataso nousee. Yhdysvaltain hallinto on ajautunut vuonna 2007 alkaneen talouskriisiin myötä epävarmaan tilanteeseen. Maassa käydään kiivasta väittelyä siitä, kumman riski on suurempi, deflaation vai inflaation (Karlgaard 2010, 19). Deflaatio ja inflaatio ovat ilmiöinä toistensa vastakohtat, joten tilanteen epäselvyys korostaa Yhdysvaltojen talouden tilanteen kaottisuutta.

Kuluttajahintaindeksiä käytettäessä inflaation arvioimiseen lienee suurin ongelma siinä, että se on aina erittäin karkea keskiarvo (Karlgaard 2010, 19). Keskiarvon käyttäminen hintatason muutosta laskiessa luo mahdollisuuden eri tuoteryhmien samanaikaiseen eri- suuntaiseen hintakehitykseen, joka saisi kuluttajahintaindeksin näyttämään pientä tai olematonta hintatason nousua. On havaittu, että teknologian tai globaalien työvoiman hinnasta riippuvaiset hyödykkeet ovat halventuneet heikenneestä dollarista huolimatta. Kuluttajahintaindeksiä tarkasteltaessa tämä hyödykkeiden halpeneminen on peittänyt hinnan kasvun, jota on tapahtunut hyödykkeillä, jotka ovat riippuvaisia raaka-aineiden hinnoista tai valtion säädöksistä. (Karlgaard 2010, 19). Raaka-aineiden hinnoista riippuvaiset hyödykkeet saattavat ajoittain markkinatilanteesta johtuen ajautua tilanteeseen, jossa hyödykettä myyvä yritys ei pysty reagoimaan raaka-aineen hinnan muutokseen tuotteensa hinnassa, koska markkinoilla muut toimijat saattavat pystyä ylläpitämään entistä hintatasoa. Esimerkkinä kasvaneesta raaka-aineen hintatasosta toimikoon kulta, joka vuonna 2002 oli 275 dollaria unssilta, on vuonna 2010 noussut 1 150 dollariin unssilta (Karlgaard 2010, 19).

Inflaatio useasti katsotaan välttämättömäksi pahaksi ja on niin keskipitkällä kuin pitkällä tähtäimelläkin hyväksyttävää (Luskin, 2009). Hintavakauden kannalta katsotaan, että pieni inflaatio on pienempi paha hintavakauden ja talouden kannalta kuin pienikin riski deflaatiosta. Yhdysvalloissa onkin eletty viimeiset 14 vuotta ennen talouskriisiä suhteellisen vakaan inflaation aikaa ajanjakson inflaatio keskiarvon ollessa 2,5 prosenttia vuodessa (Kirby 2010, 42).

Osa talouden ennustuksista, kuten A. Gary Shillingin ja John Mauldinin ennustukset, viittaavat siihen, että Yhdysvaltain talous on taseen lamassa. Jos tämä ennustus pitää paikkansa, on Japanissa kärsitty deflatorinen pysähtyneisyys todennäköisempi lopputulema kuin 1970-luvulla kärsitty stagflaatio. (Karlgaard 2010, 19.) On kuitenkin huomioitava, että ennustus ei huomioi eroja näiden kahden kansakunnan välillä. Yhdysvaltalaiset eivät ole kuten japanilaiset säästökäyttäytymiseltään. Yhdysvaltalaiset mielellään kuluttaa paljon ja ottavat paljon lainoja. (Karlgaard 2010, 19.) Tämän kaltaisessa kulutusympäristössä deflaatio, joka suosii säästäjiä, ei ole kovin todennäköinen uhka. Karlgaard uskookin, että yhdysvaltalaiset eivät sietäisi usean vuosikymmenen deflatorista lamaa, vaan he painostaisivat poliitikkonsa tekemään asialle jotain (Karlgaard 2010, 19).

Inflaatio ja varsinkin suuri inflaatio vaikuttaa koko talouteen, mutta erityisesti se uhkaa säästöjä, joista merkittävimmät ovat eläkesäästöt. Seuraavaksi esitetään joukko esimerkkejä inflaation vaikutuksesta säästöjen arvoon. Huomioitavaa on, että esimerkkien säästöt eivät kasva korkoa, joten esimerkit ovat kärjistettyjä. Jos eläkesäästämistä ajatteleva olisi vuonna 1996 asettanut syrjään

100 dollaria, tarvitsisi sen olla vuonna 2010 138,71 dollaria, jotta sillä olisi talletushetken ostovoima. Jos verrataan vuonna 1991 sijoitettuun 100 dollariin, täytyisi säästön olla 160 dollaria, jotta se vastaisi ostovoimaltaan säästöhetken ostovoimaa. (Kirby 2010, 42.) Vaikka 2,5 prosenttia vuodessa vaikuttaa pieneltä muutokselta ostovoimassa, on se juuri pitkällä aikavälillä kuten eläkevuosia varten säästäessä huomattava tekijä. Yhdysvalloissa erityisesti 1970- ja 1980-luvut kärsivät suuresta inflaatiosta ja esimerkin kaltaisesti jos oltaisiin säästetty vuonna 1966 samainen 100 dollarin summa olisi se nykyään vain 14,90 dollarin arvoinen entiseen ostovoimaansa nähden. Hinnat ovat siis tänä aikavälinä nousseet 584 prosenttia. (Kirby 2010, 42.)

6. USA:n vastatoimenpiteet talouskriisille

Vaikka markkinataloudelle ominaista onkin sen sykliisyys eli nousukautta seuraa laskukausi, pidetään valtiota useasti velvollisena toimimaan syklivastaisesti eli nousukaudella hillitsemään kasvua ja laskukaudella elvyttämään taloutta uuteen nousuun. Vuoden 2007 puolivälistä alkanut rahoitus- ja talouskriisi on herättänyt paljon kysymyksiä sen suhteen, kuinka taloutta pitäisi elvyttää. Todennäköisesti kysymykseen ei ole yhtä oikeaa vastausta, koska eri valtioita kriisi on koskettanut eri tavoin, ja täten erilaiset taloudelliset lääkkeet ovat tarpeen. Talouskriisi on saanut lähes välittömästi kaikki rajun finanssipolitiikan kannalle rahoituskriisin reaalityökalujen vaikutusten vähentämiseksi. Valtiot kaikilla mantereilla ovat julistaneet suuret talouden tasapainotusohjelmansa, joita kohtaan on ilmennyt erittäin vähän vastustusta talouden asiantuntijoilta. (Gros 2009, 10.) Tässä luvussa tutkitaan, kuinka Yhdysvallat on pyrkinyt torjumaan luvussa 5 esitetyt uhat ja miten globaali epätasapaino on lähtenyt tasoittumaan niin ylijäämäisissä kuin alijäämäisissä maissa.

6.1 Rahoitusmarkkinoiden elvytys ja deflaation torjunta

Vaikka kriisin juuret voidaankin jäljittää yhdistelmään, jossa vaikuttivat globaali epätasapaino, rahoitusjärjestelmän rakenteelliset heikkoudet ja lainaperusteiden raju löyhentyminen, on Frankin ja Hessen mukaan kriisin ydin pankkienvälisten rahamarkkinoiden osittaisessa toimintahäiriössä (Frank ja Hesse 2009, 3). Kuten jo aikaisemmin tutkimuksessa on tuotu esille, rahoitus- ja lainamarkkinoilla on tapahtunut ensin ylikuumeneminen, ja sitä seurasi raju kaupankäynnin hidastuminen. Koska rahoituskriisi on ajanut rahamarkkinat ennenkuulumattomaan paineeseen, keskuspankkien on täytynyt elvyttää markkinoita yhtä ennenkuulumattomilla likviditeettiä lisäävillä toiminnoilla (Frank ja Hesse 2009, 3).

Krishnamurthyn mukaan useat akateemikot ja lainsäätäjät uskovat varallisuushyödykkeiden hintojen kriisin aikaan poikenneen niiden perusarvoista, ja tämä poikkeama on osa ongelmaa, joka vaikuttaa rahoitusinstituutioihin. Vaikka on kohtuullista epäillä pankkien väitteitä heidän varojensa olevan huomattavasti suurempia, kuin markkinahinnat antavat ymmärtää, on huomioitava, että joillain lainamarkkinoilla on tapauskohtaista todistusaineistoa poikkeamasta markkinahinnan ja perusarvon välillä. (Krishnamurthy 2009, 21.) Tämä näkemys poikkeamasta on hyvä ottaa huomioon, kun tarkastellaan Yhdysvaltain valtion toimia rahoitusmarkkinoiden elvyttämiseksi.

Ensinnäkin Yhdysvaltojen valtiovarainministeriö on pyrkinyt lieventämään luvussa 3.1 esitettyä

riskipääoman vähänemisen muodostamaa uhkaa. Syksyllä 2008 Yhdysvaltojen valtiovarainministeriö käynnisti Troubled Asset Relief Programin (ongelmallisten omaisuuserien helpotusohjelma) eli TARP:in. Yhdysvaltojen valtiovarainministeriö ohjelmalla osti pääomaa yli kuudelta sadalta kaupalliselta pankilta noin 200 miljardilla dollarilla. (Krishnamurthy 2009, 22.) Yhdysvaltojen hallitus sijoitti verovaroja ongelma-pankkeihin, jotta nämä eivät joutuisi konkurssiin. Koko rahoituskriisin kannalta on kuitenkin olennaista huomioida, että tämä ohjelma koski lähinnä vain kaupallisia pankkeja, jotka muodostavat vain pienen osan kaikista rahoitussektorilla toimijoista (Krishnamurthy 2009, 22). TARP siis helpotti painetta kaupallisten pankkien puolella ja laski riskipääoman vähenemisestä muodostuvaa uhkaa koko taloudelle, mutta muita toimia tarvitaan, jotta koko rahoitussektori saataisiin elvytettyä.

Toisessa aloitteessa muunneltiin perinteistä Yhdysvaltain keskuspankin ”diskontto-ikkunaa”, joka ennen kriisiä ja muutosta oli kaupallisille pankeille suunnattu lainanotto mahdollisuus, missä pankki sai lainaa panttia vastaan (Krishnamurthy 2009, 22). Kyseessä oli siis eräänlainen luvussa 5.2 kuvailtu repo-laina, jonka keskuspankki mahdollisti kaupallisille pankeille. Diskontto-ikkunaa muutettiin kahdella tavalla, jotta se palvelisi mahdollisimman hyvin elvytysprosessia. Ensimmäkin keskuspankki on laajentanut toimintansa kattamaan myös ensisijaiset joukkovelkakirjojen jälleenmyyjät, kuten Goldman Sachs ja Morgan Stanley, jotteivät nämä yritykset kaatuisi kuin Bear Stearns (Krishnamurthy 2009, 22). Rahoituskriisin kannalta tämä oli tärkeä muutos, koska suurin osa lainamarkkinoiden kaupoista kulkee näiden jälleenmyyjien lävitse. Tämä muutos antaa heille vaihtoehtoisen rahoitusmahdollisuuden purkien ongelmia repo-markkinoilta. Toinen muutos diskontto-ikkunassa on pantiksi kelpaavien velkainstrumenttien määritelmän laajentaminen. Ennen muutosta pantiksi kelpasivat lähinnä keskuspankin ja valtion tukemien virastojen liikkeelle laskemat joukkovelkakirjat. (Krishnamurthy 2009, 22.) Vaikka aliarvostuksia ei voi suoraan vertailla, koska markkinat eivät ole homogeeniset varojen suhteen, on muutoksen myötä 100 prosentin aliarvostus yksityisillä markkinoilla voinut muuttua keskuspankin tarjoamaan noin 20 prosentin aliarvostukseen ja täten mahdollistanut taas kaupanteon varoilla (Krishnamurthy 2009, 22). Näillä muutoksilla keskuspankin diskontto-ikkunaan on lisätty likviditeettiä rahoitusmarkkinoilla ja puhallettu elämää hidastuneisiin repo- markkinoihin.

Kolmas aloite on Yhdysvaltain valtiovarainministeriön ja keskuspankin yhteishanke Term Asset-Backed Lending Facility (arvopaperistettujen lainasaatavien rahoitusohjelma) eli TALF. Tämä järjestely tarjoaa repo-lainoja uusille esinevakuudellisille arvopapereille ja nämä lainat voivat olla jopa kolmevuotisia. (Krishnamurthy 2009, 22.) Yksityisillä markkinoilla vallitsi muuten tilanne,

jossa on tarjolla lähinnä yönyli -luottoja tai ei luottoa ollenkaan. Koska tulevaisuuden näkymät ovat niin epämääräiset, tämä järjestely tuo kaivattua luottoa. Rahoitussektorin toimijoiden välinen luototuksen puute on johtanut myös kuluttajille myönnetyn luoton tiukentumiseen (Krishnamurthy 2009, 22). Tämä heijastuu reaalityouteen, kun kulutus vähenee kuluttajien luopuessa esimerkiksi luottokorttien käytöstä. TALF:n avulla valtio on pyrkinyt tasapainottamaan luottojen lyhenemisen yksityisten repomarkkinoiden puolella ja samalla laajentamaan markkinoiden kykyä ottaa vastaan uusia esinevakuudellisia arvopapereita (Krishnamurthy 2009, 22). Valtio siis tavallaan näyttää mallia järkyttyneille luottomarkkinoille, että pidempiaikaisten luottojen antaminen on mahdollista ja kannattavaa. Samaan tapaan edellisessä kappaleessa mainittuja diskontto-ikkuna luottoja tarjotaan yön yliluottojen lisäksi pidempiaikaisina 28 päivän diskontto-ikkuna luottoina (Krishnamurthy 2009, 22-23). Tällä aloitteella on pyritty tasapainottamaan luottoaikojen lyhenemistä, joka on tapahtunut yksityisillä lainamarkkinoilla.

Neljäs Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoita tasoittava toimi on keskuspankin ja valtion tukemien yritysten yhteistoiminta, jolla pyritään ostamaan asuntolainoilla taattuja arvopapereita markkinoilta (Krishnamurthy 2009, 23). Tämä toiminta alkoi vuoden 2008 lopussa ja sillä pyritään suoraan poistamaan markkinoilta arvopaperit, joita markkinoilla myydään kriisin takia alle niiden perusarvon. Kielikuvaa käyttäen kyse on myrkyn imemisestä haavasta. Suunnitelmien mukaan keskuspankin ja valtion tukemien yritysten olisi tarkoitus ostaa yli yhdellä biljoonalla dollarilla valtion tukemien yritysten liikkeelle laskemia arvopapereita. Alihinnoiteltujen varojen poistaminen rahoitusinstituutioiden taseista alentaa niin yritysten kiinnityksiin liittyvää riskiä kuin taloudellisen ahdinkoon joutumisen todennäköisyyttä. (Krishnamurthy 2009, 23.) Tämän osto-operaation tavoitteena on vähentää kriisin myötä lisääntyneitä riskin välttelyä lainamarkkinoilla ja näin mahdollistaa markkinoilla uusien lainojen myöntämisen.

Yhdysvaltain valtionvarainministeriö on linjannut, että deflaatio ei ole hyväksyttävä riski miettiessä elvytystä, koska suuri joukko historioitsijoita uskoo, että 1930-luvun suuri lama johtui juuri deflaatiosta eikä vastaavaa lamaa haluta kokea uudelleen (Luskin 2009). Yhdysvaltain keskuspankki on täten painattanut suuren määrän lisää rahaa markkinoille välttääkseen deflaation. Täystyöllisyys ja vakaat hinnat ovat kaksi valtion perinteistä tavoitetta, mutta 2007 puolivälissä alkanut talouskriisi on ajanut maan tilanteeseen, jossa se on valmis ottamaan inflaation riskin työllistämisen edistämiseksi (Luskin 2009).

6.2 Globaalin epätasapainon väheneminen

Globaali epätasapaino on kriisissä jäänyt rahoitusmarkkinoiden kompuroinnin varjoon, ja tästä syystä julkinen valta ei ole lähtenyt tasoittamaan globaalia epätasapainoa samalla tavoin, kuin se on rahoitusmarkkinoita elvyttänyt. Globaalin epätasapainon tekijät ovat kuitenkin vahvasti sidoksissa nousukauteen, joten globaali laskukausi on ainakin väliaikaisesti rajoittanut näitä globaalia epätasapainoa kasvattavia voimia ja siitä seurauksena on ollut pienehkö tasapainottuminen (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 185).

Rahoituskriisi on ajanut useat rahoitusinstituutiot likvidoimaan arvopapereitaan rakentaakseen uudelleen pääomakantansa. Suuri osa kansainvälisistä säästötoimista on kohdistunut rajoja ylittäviin rahavirtoihin pankkien ulkomaille lainaamien lainojen määrän pudotessa enemmän kuin kotimaiset lainat. (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 185.) Ulkomailta saatavien lainojen väheneminen on johtanut alijäämäisissä maissa rahan tarjonnan vähenemiseen ja kulutuksen supistumiseen. Näissä maissa ennen kriisiä rahan suuri tarjonta mahdollisti suuren kulutuksen. Esimerkiksi Iso-Britanniassa talouskriisi on johtanut kotitalouksien nettopankkilainojen laskuun noin seitsemästä prosentista noin yhteen prosenttiin bruttokansantuotteesta (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 185). Rahan tarjonnan vähentyminen ja epävarmuuden kasvu työmarkkinoilla alijäämäisissä maissa on saanut näiden maiden säästöasteet kasvamaan, mikä on vähentänyt globaalia epätasapainoa. Yhdysvalloissa nettosäästäminen ei ole kuitenkaan paljoa muuttunut, koska yksityisen säästämistään kasvua tasapainottavat kasvaneet valtion lainat (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 187).

Säästämistään lisäksi valuuttakurssien muutokset ovat vähentäneet globaaliin epätasapainoa. Etenkin Iso-Britanniassa punnan arvon lasku on toiminut tasapainottajana. Heikko kysyntä on saanut tuonnin laskemaan vientiä enemmän ja 20 %:n punnan arvonlasku välillä 2007 elokuusta 2009 kesäkuuhun on parantanut Iso-Britannian nettokauppaa (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 186). Rahoitusmarkkinoilla valuuttakurssien muutos on johtanut Iso-Britannian ulkomailta saamien punnissa määriteltyjen lainojen arvon laskuun ja ulkomaille tehtyjen muissa valuutoissa määriteltyjen sijoitusten arvon nousuun. Iso-Britannian oli vielä 2008 kolmannella kvartaalilla ulkoisenlainan netto-ottaja, kun vuoden 2009 ensimmäisellä kvartaalilla on Iso-Britannia siirtynyt ulkoisenlainan nettoantajaksi. (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 186.)

Muutokset eivät ole rajoittuneet pelkästään alijäämäisiin valtioihin vaan kriisi on vaikuttanut myös ylijäämäisiin maihin. Raaka-aineista erityisesti öljyn hinta on laskenut rajusti kriisissä. Se oli 2008

heinäkuussa 130 dollaria barrelilta mutta putosi 2008 joulukuuhun mennessä 40 dollariin barrelilta. (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 187.) Öljyn hinnan lasku on johtanut öljyntuottajamaiden ylijäämän pientymiseen, ja IMF onkin ennustanut öljyntuottajamaiden yhteenlasketun ylijäämän lähes kokonaan katoavan vuonna 2009 (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 187).

Öljyn hinnan laskun pitäisi teoriassa nostaa ylijäämäisten valtioiden, kuten Kiinan, Saksan ja Japanin ylijäämää, koska niiden tuonnin arvo laskee öljyn hinnan laskiessa. Näin ei kuitenkaan ole käynyt, koska maiden oma vienti on laskenut tuontia enemmän. (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 187.) Talouskriisi on rajusti rajoittanut sitä edeltänyttä kulutusjuhlaa Länsimaissa, erityisesti Yhdysvalloissa, minkä seurauksena monien tuotteiden kysyntä on laskenut. Talouskriisissä kysynnän lasku on suhteettomasti keskittynyt intensiivisesti kansainvälisesti kaupattuihin hyödykkeisiin kuten tuotantohyödykkeisiin ja kesto-kulutushyödykkeisiin (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 187). Tämä kysynnän väheneminen on erityisesti vaikuttanut Saksan ja Japanin ylijäämän vähenemiseen, koska maat ovat kuuluisia juuri näistä hyödykkeistä. Lieventääkseen talouskriisin vaikutusta talouteensa Kiinan valtio on ryhtynyt suuriin finanssipoliittisiin toimiin aloittamalla jättimäisiä julkisia rakennusprojekteja maassa, esimerkiksi uusia siltoja ja teitä on ryhdytty rakentamaan.

Globaalin epätasapainon väheneminen ei kuitenkaan ole pysyvää, ellei näistä muutoksista tule rakenteellisia. Muutokset, kuten alijäämäisten maiden kysynnän suurempi lasku kuin ylijäämäisten, valuuttakurssien muutokset ja raaka-aineiden rajut hinnanlaskut voivat kaikki olla vain laskukauteen liittyviä ilmiöitä, ja seuraava nousukausi voi palauttaa tilanteen kriisiä edeltäneeseen tilaan. Rakenteellista tasaantumista täytyisi tapahtua globaalissa kysynnässä, jotta globaalissa epätasapainossa tapahtunut tasaantuminen olisi pysyvää (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 188). Rakenteellinen muutos ei kuitenkaan ole helposti saavutettavissa. Se vaatisi kysynnän kasvua ylijäämäisissä maissa, ja alijäämäisissä maissa täytyisi kasvaneen säästämisasteen säilyä, mitä pidetään hyvin epätodennäköisenä (Astley, Giese, Hume ja Kubelec 2009, 188).

7. Euroopan ja USA:n vastatoimien vertailu

Edellisissä luvuissa on lähinnä käsitelty kriisiä ja sen hoitamista Yhdysvalloissa. Kriisi ei kuitenkaan rajoitu pelkästään Yhdysvaltoihin, ja täten se luo uuden haasteen suhteellisen nuorelle Euroopan unionille. Euroopan unionissa onkin ajauduttu tilanteeseen, jossa rahoituskriisiin on tarjolla kaksi erilaista ratkaisumallia. Se voi lähteä torjumaan kriisiä joko hajautetulla tai keskitetyllä ratkaisulla. Yhdysvalloissa on toimittu keskitetysti, mutta voisiko Euroopan unioni löytää yhteisen sävelmän, jotta keskitetty ratkaisu olisi tehokas vai olisiko hajautettu elvyttäminen parempi kokonaisuuden kannalta?

Teoriassa keskitetylle ratkaisulle on perustelut helposti koottavissa Euroopassa. Melkein jokainen eurooppalainen talous on laskeutunut pahimpaan taantumaan vuosikymmeniin, ja BKT:n uskottiin laskevan noin 3 % unionin suurimmissa jäsenvaltioissa vuonna 2009. Eurooppa siis kaipaa yhtenäistä finanssipoliittista tukea, onhan se nyt yhtenäisempi kuin koskaan aikaisemmin. (Schmieding 2009, 4.) On mahdollista, että valtion yrittäessä omin avuin elvyttää, olisi elvytys tehotonta. Liian suuri osa elvytyksestä valuisi vapaamatkustaja-naapureille tai pahimmassa tapauksessa elvytys tapahtuisi toisen jäsenmaan kustannuksella. (Schmieding 2009, 4.) Teorian ja käytännön eroavaisuus on kuitenkin pätevä syy tarkastella tilannetta hieman tarkemmin, kun kyseessä on Euroopan unionin elvytyksen kokoisista rahamääristä.

7.1 Likviditeetin lisääminen rahoitusmarkkinoilla

Kuten aikaisemmin on jo käsitelty, rahoituskriisi laski suuresti likviditeettiä pankkien ja muiden rahoitusinstituutioiden välisillä rahoitusmarkkinoilla. Likviditeetti on elinehto rahoitusmarkkinoille, joten niin Euroopan kuin Yhdysvaltain keskuspankit ryhtyivät toimiin ylimääräisen likviditeetin lisäämiseksi markkinoille. Euroopan keskuspankin ratkaisu on täydentävät 90 päivän pitkän aikavälin jälleenrahoitus-operaatiot (long-term refinancing operations) eli LTRO:t ja Yhdysvaltain keskuspankin ratkaisu on Term Auction Facility (ei vakiintunutta käännöstä, Suomen Pankki käyttänyt ”likviditeettiä lisäävä operaatio) eli TAF (Frank ja Hesse 2009, 8).

Euroopan keskuspankki rauhallisemmissa olosuhteissa toimii lähinnä hätävarana muille rahoitusinstituutioille, jonka puoleen käännyttään, kun näyttää siltä, ettei muuten pystytä täyttämään sovittuja sitoumuksia (Frank ja Hesse 2009, 9). Rahoituskriisi ajoi kuitenkin rahoitusmarkkinat tilanteeseen, jossa EKP:n perinteinen toiminta ei olisi riittänyt markkinoiden ylläpitoon.

Rahoituskriisi johti markkinoilla likviditeetti vajeisiin, ja EKP alkoi lisätä likviditeettiä pankkien välisiin markkinoihin hienosäädöillä, jotka olivat väliaikainen ratkaisu ja yhteensä ylittivät 200 miljardia Yhdysvaltain dollaria aikavälillä 9.-14.8.2007. Näiden hienosäätöjen lisäksi aiemmin mainitut täydentävät pitkän aikavälin jälleerahoitusoperaatiot otettiin käyttöön 22.8. (Frank ja Hesse 2009, 9.) Näillä toimilla EKP pyrki lieventämään markkinoilla kriisin myötä syntyneitä epävarmuutta. Erityisesti toimilla keskityttiin pitkäaikaisiin arvopapereihin ja lainoihin, koska niiden rahoittaminen oli vaikeutunut suuremmasta riskipremiosta johtuen ja täten kärsivät suuremmasta likviditeettivajeesta (Frank ja Hesse 2009, 9). EKP:n vähentäessä samaan aikaan lyhyen aikavälin rahoitusta, se saavutti tavoitteensa lähinnä muuttamalla maturiteettikoostumusta sen sijaan, että olisi lisännyt kokonaislikviditeetin määrää. Näin rahapoliittiset ja korkotasotavoitteet olivat saavutettavissa koko ajan. (Frank ja Hesse 2009, 9.)

Ottaen huomioon, että rahoituskriisin katsotaan alkaneen Yhdysvalloissa, ja koska valta maassa on keskitetty pitäisi sen käytön olla tehokkaampaa, on siis hieman erikoista, että Yhdysvaltain keskuspankki reagoi likviditeettikriisiin hitaammin kuin EKP. Vasta vuoden 2007 lopussa rahoituspaineiden kasvaessa Yhdysvaltain keskuspankki toimi käynnistämällä 12.10.2007 väliaikaisen TAF:n siten, että pankit kykenivät ottamaan lainaa 28 päiväksi sopivaa takuuta vastaan (Frank ja Hesse 2009, 9). Tämän ratkaisun takana oli kaksi syytä. Ensinnäkin keskuspankki normaalisti Yhdysvaltain markkinoilla toimittaa likviditeetin tiettyjen välittäjien välityksellä, mikä rajoittaa keskuspankkirahoituksen vastapuolten määrää. Ongelmaksi muodostui kuitenkin rahoituskriisin alla näiden välikäsien varojen hamstraus, mikä vaikeutti varojen jakautumista markkinoille toivotulla tavalla. (Frank ja Hesse 2009, 9.) Jälkikäteen on tietenkin helppo todeta, että välikäsien käyttö ei liene ”kriisin kestävä”-ratkaisu, mutta ilmeisesti järjestelmä oli toiminut mainiosti ennen kriisiä tai sen takana on ollut vahvoja lobbareita. Toinen syy TAF-ratkaisuun oli tarve poistaa kielteinen leimaantumisen, joka liittyi diskontto-ikkunaan. Diskontto-ikkunan puoleen kääntyminen usein katsottiin merkinä rahoitusinstituution tilanteen heikkoutena ja saattoi johtaa muiden markkinoilla toimijoiden luottamuksen rajoittumiseen. (Frank ja Hesse 2009, 9.)

7.2 Pankkien takaaminen

Lehman Brothersin kaatuminen sai sijoittajat kauhun valtaan, ja julkisen vallan oli puututtava pankkien toimintaan molemmin puolin Atlanttia, jotta välttyttäisiin katastrofilta. Tässä kappaleessa tarkastellaan tarkemmin, kuinka kappaleessa 5.1 mainittu TARP sai lopullisen muotonsa ja kuinka Euroopassa saatiin ratkaisu pankkien takaamiseen.

Teoriassa Yhdysvaltain keskitetty valta mahdollistaa toiminnan nopeasti ja tehokkaasti. Nopeasti ja tehokkaasti maan hallinto pyrkikin toimimaan, kun se esitti ohjelmansa (TARP) 19.9.2008. Ohjelma poistaisi huonot varat pankeilta ja sillä olikin silloisen istuvan presidentin George W. Bushin, hänen kahden mahdollisen seuraajansa, keskuspankin, lainsäätäjien ja lukemattomien rahoitusmarkkina-asiantuntijoiden täysi tuki. (Schmieding 2009, 6.) Ohjelmalla oli siis selvästi suuri tuki, ja ilmeisesti toivottiin, että kriisi voitaisiin torjua mahdollisimman kivuttomasti. Suuresta tuesta huolimatta ohjelma ei saanut tarvittavaa kannatusta ensimmäisessä äänestyksessä senaatissa 29.9.2008. Äänestyksen tulos sai rahoitusmarkkinat syöksykierteeseen, ja pian sen jälkeen molemmat parlamentin osat hyväksyivätkin muunnellun version ohjelmasta. (Schmieding 2009, 6.)

TARP:in mentyä läpi paljastui siitä eräs keskeinen vika, jonka takia sillä ei alkuun ollut lähes mitään vaikutusta. Yksinkertaisesti ei ollut mitään tapaa määrittää hintaa kauppakelvottomille ongelmavaroille, jotka haluttiin ostaa pois pankeilta (Schmieding 2009, 6). Jossain muissa olosuhteissa olisi ehkä ollut mahdollista, että ajan myötä hintamekanismi oltaisiin pystytty luomaan, mutta kriisin alla tarvittiin nopeampaa ratkaisua. 14.10.2008 mennessä olikin Yhdysvaltain hallinto muuttanut 700 miljardin Yhdysvaltain dollarin ohjelman luonteen täysin, alkuperäisen tavoitteen sijaan ohjelma alkoi pumpata pääomaa pankkeihin ja taata pankkien tappioilta (Schmieding 2009, 6). Tästä muutoksesta ei kuitenkaan koitunut tarpeeksi apua markkinoille ja Yhdysvaltain hallinto alkoi taas lämmitä idealle ongelmavarojen riskin siirtämisestä pankeilta valtiolle. TARP löysi lopulta lopullisen muotonsa, kun Yhdysvaltain viranomaiset päättivät ottaa mallikseen Swiss National Bankin UBS:lle suunnitteleman pelastuspaketin ja alkoivat käsitellä suurten pankkien ongelmia tapauskohtaisesti (Schmieding 2009, 6).

Ottaen huomioon kuinka hankalaa Yhdysvalloilta oli löytää takaamiselle lopullinen muoto, luulisi hajanaisen Euroopan unionin olevan vielä heikommilla. Irlanti ei kuitenkaan jäänyt odottamaan unionin ratkaisua vaan naapurinsa järkyttyä julisti 30.9.2008 takaavansa kaikki maan pankkitalletukset. Tämä sai talletukset virtaamaan Iso-Britannian pankeista irlantilaisiin pankkeihin suututtaen Britannian viranomaiset ja pakottaen heidät nopeuttamaan omaa vastaustaan kriisiin. (Schmieding 2009, 6.) Irlannin toiminta pakotti muutkin Euroopan maat toimimaan. Ensimmäinen Pariisin huippukokous ei kuitenkaan tuottanut yhtenäistä linjaa takaamisen suhteen 4.10.2008. Huippukokouksessa sovittiin epämääräisesti, ettei yksikään suuri pankki Euroopassa kaatuisi sekä *Euroopan vakaus- ja kasvusopimuksessa* määritellyt julkisen talouden alijäämäraajat väliaikaisesti kumottiin. (Schmieding 2009, 6.) Huippukokouksen lopputuloksen epämääräisyydestä on huomattavissa, että Eurooppa ei ollut vielä löytänyt huippukokoukseen mennessä

yhteisymmärrystä kriisiin hoitoon. Saksa ei jäänyt odottamaan yhteisymmärryksen syntymistä, vaan pian Pariisin huippukokouksen jälkeen liittokansleri Angela Merkel julisti saksalaisten talletusten olevan turvattuja (Schmieding 2009, 6). Saksan ja Irlannin jo toimittua kasautui paineet muiden Euroopan maiden päättäjille, koska toimimattomuus voisi vaarantaa oman maan pankkien kohtalon. 8.10.2008 sai Iso-Britannia luotua suhteellisen järkevän kriisinvastaisen ohjelmansa, johon sisältyi talletusten takaaminen, mahdollisuus rahoittaa pankit julkisella rahalla ja pankkien taattu kolmen vuoden rahoittaminen. Iso-Britannian ratkaisusta syntyi pohja, joka Euroalueen huippukokouksen 12.10.2008 jälkeen levisi paikallistettuna lähes kaikkiin Länsi-Euroopan maihin. (Schmieding 2009, 6.) 15.10.2008 mennessä oli lähes kaikilla Länsi-Euroopan mailla kansalliset pankkien takaamisohjelmat.

Pankkien takaamisessa on huomattavissa ero keskitetyn ja hajautetun ratkaisun välillä. Eurooppalainen ratkaisu ei ollut mitenkään kaunis, mutta käyttäen hyväksi erojaan ja mahdollisuutta verrata maiden kesken toimintojen toimivuutta Eurooppa saavutti toimivan ratkaisun huomattavasti Yhdysvaltoja nopeammin (Schmieding 2009, 6). Yhdysvallat selvästikin kärsi joko kokemuksen puutteesta kriisin suhteen, tai keskitetty ratkaisunteko ei ollut tarpeeksi tehokas, jotta se loisi ratkaisun hajautettua nopeammin. Huomattavaa kuitenkin on, että Euroopan ratkaisun takana ei ollut Euroopan unioni vaan yksittäisten jäsenvaltioiden ratkaisut eli itse unionin ratkaisunluontikykyä ei testattu kriisissä. Schmiedingin on kirjoittanut seuraavasti asiasta: ”Lyhyesti sanottuna, yhtenäinen Euroopan finanssipoliittinen vastaus kriisiin olisi mitä todennäköisimmin ollut virheellisempi ja vielä enemmän myöhässä kuin kansalliset finanssipoliittiset ohjelmat tapaavat olla” (Schmieding 2009, 7.)

7.3 Euroopan elvytys

Elvytystä pohdittaessa tärkeätä on elvytyksen suuruus, ajankohta ja muoto. Tässä luvussa lyhyesti tarkastellaan, kuinka Euroopassa saataisiin mahdollisesti parhain hyöty irti elvytyksestä. Esimerkiksi Saksa on 12.1.2009 käynnistänyt 50 miljardin euron elvytysohjelman vuosille 2009 ja 2010 (Schmieding 2009, 8). Elvytyspakettien määrityksen ajankohtana huolena oli, että jotkin ennustukset viittasivat talouden elpymiseen jo vuoden 2009 toisella kvartaalilla ja täten Saksan elvytys olisikin lähinnä myötäsyclistä (Belke 2009, 15). Huoli olisi luultavasti ollut aiheellinen, ellei Eurooppa olisi syöksynyt uuteen kriisiin, kun osa Euroopan unionin yhteisen rahaliiton maista, kuten Kreikka, Portugali, Irlanti ja Italia, joutuivat tiukentuneessa rahoitustilanteessa vakaviin lainaongelmiin.

Kriisi ja elvytys luovat Euroopalle myös mahdollisuuden vaikuttaa markkinoita vaikeuttaneisiin jäykkyyksiin (Boeri 2009, 13). Vaikka teoriassa Euroopan unionissa vallitsee vapauksia pääoman, tavaran ja henkilöiden liikkuvuudelle, on unionin alueella esimerkiksi työvoiman liikkuminen erittäin jäykkää, koska eri järjestöt suojaavat etujaan. Boerin mukaan tästä haitasta ollaan tietoisia, mutta muutosta ei olla haluttu tehdä, koska poliitikot pelkäävät äänestäjien menetystä. Kriisi täten luo tekosyyntä markkinoita vapauttavien säädösten läpiajamiseen. (Boeri 2009, 13.) Päätöksiä tehdessä voidaan vedota siihen, ettei vaihtoehtoja ole. Huomioitavaa on Boerin väitteiden teoria peräisyys, koska työmarkkinoiden jäykkyyteen vaikuuttaa myös olennaisesti kulttuuri- ja kielierot.

Elvytysmuodoista paras on Schmiedingin mukaan hyvin suunnitellut ennakonpidätysten vähennykset. Ne voidaan pistää täytäntöön nopeammin, ja niillä on mahdollisuus toimia paremmin kuin julkisen kulutuksen kasvattaminen ja niiden pitkän aikavälin kustannukset olisivat pienet, koska ne kasvattavat kasvu- ja työllistämispotentiaalia. (Schmieding 2009, 8.) Muita veronpalautuksia ja rahansiirtoja mietittäessä on huomioitava talouden rakenne. Esimerkiksi Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa lisätulot voivat auttaa kotitalouksia ylläpitämään kulutustasoaan, mutta Saksassa väliaikaiset lisätulot päättyisivät mitä luultavimmin jo huomattaviin säästöihin. (Gros 2009, 11.)

Euroopan elvytystä käsitellessä on hyvä ottaa huomioon, että tämä tutkimus keskittyy 2007 alkaneeseen pankkikriisiin. Euroopassa pankkikriisiä seurasi lainakriisi, kun pankit joutuivat uudelleen arvioimaan sijoituksensa ja osassa Euroopan maissa, erityisesti edellä mainituissa Kreikka, Portugali, Irlanti ja Italia lainarahan kallistuminen johti suuriin vaikeuksiin.. Seuraavassa kohdassa 7.4 käsitellään hieman kiristyspolitiikkaa ja sen toimivuutta, mutta tämä Euroopan unionin suuri koettelemus on oman tutkimuksensa arvoinen ja täten muuten sivuutetaan tässä tutkimuksessa.

Elvytystä oikeutettaessa ja mietittäessä on hyvä muistaa, että vaihtoehto voi olla vielä kauheampi ja kalliimpi. Hyvällä tuurilla Eurooppa ajautuisi Japanin kaltaiseen tilanteeseen, jossa viimeiset kaksikymmentä vuotta on kulunut pysähtyneessä tilanteessa stagnaatioissa ja osakekurssit ovat laskeneet 60 % huipustaan, eikä tästä huolimatta maassa ole koettu poliittista tai sosiaalista kaaosta. Tämä ei kuitenkaan ole todennäköistä niin kuin tunnettu hedge-fund sijoittaja Barton Biggs asian ilmaisee: ”Amerikkalaiset ja eurooppalaiset eivät todennäköisesti ole tarpeeksi kärsivällisiä tai siedä lamaantunutta taloutta, vaurauden tuhoutumista ja poliittista toimettomuutta. Täytyy kuitenkin muistaa, että suuri lama (The Great Depression) synnytti henkilöt nimeltään Hitler ja Stalin,

kansallissosialismin ja kommunismin.” (Foroohar 2011, 29.)

7.4 Kuihtuva Eurooppa

Tässä luvussa 7 esitetyt elvytystoimet eivät ole tuottaneet halutulla tavalla elpymistä Euroopan talouteen, ja täten Euroopassa on herännyt uudenlainen keskustelu oikeasta ratkaisusta kriisiin. Britannia manner-Eurooppaan on rantautunut austerity- eli kiristyspolitiikka, jossa julkisen sektorin toimintaa leikkaamalla pyritään luomaan säästöjä ja velkaantumisen kierre pyritään estämään. Läpi Euroopan, erityisesti unionin yhteiseen valuuttaan euroon kuuluvissa maissa, julkinen sektori on asetettu rajulle laihdutuskuurille, mutta onko eurokriisi seurausta holtittomasta taloudenpidosta vai voisiko kriisin takana olla maksutaseongelma?

Britannia kuuluu erittäin löyhästi Euroopan unioniin, ja täten siellä käyttöön otettu kiristyspolitiikka on vastaus eri kysymykseen, kuin mikä on muun Euroopan vaivana. Iso-Britannia on lähempänä kulutuskäytökseltään ja tilanteeltaan Yhdysvaltoja kuin muuta Eurooppaa, ja siksi sen kiristyspolitiikka kannattaisi verrata ennemmin Yhdysvaltojen elvytyspolitiikkaan, kuin ottaa käyttöön Euroopassa. Näin ei kuitenkaan ole käynyt. Kuten kansantaloustieteen professori Matti Tuomala asian ilmaisee, elvytyskeskustelusta on tullut sekasotku, jossa pysyviä veronalennuksista on tullut elvytystä, todellinen elvytys on torjuttu ja kiristyspolitiikkaan ollaan siirrytty (Tuomala 2012, 4). Julkisessa keskustelussa ongelman keskiöksi on nostettu holtiton taloudenpito Euroopan unionin kriisimaissa, ja siksi kiristyspolitiikka on saanut hyvin suurta kannatusta.

Näytöt holtittomasta taloudenpidosta kaikissa Euroopan unionin kriisimaissa on kuitenkin heikohkot. Ennen vuoden 2008 kriisiä kriisimaiden Irlanti ja Espanja budjetit olivat ylijäämäisiä, kun taas vakaana pidetyn Saksan budjetti oli alijäämäinen, ja tämä viittaisi enemmänkin Saksan holtittomaan taloudenpitoon kuin kriisimaiden (Tuomala 2012, 4). Kreikka on kriisimaista ainoita, jossa oikeasti vallitsi holtiton talouspolitiikka. Euroopan unioni ei siis tilastojen perusteella ajautut syvimpään kriisiinsä holtittoman talouspolitiikan takia vaan taustalla on itse asiassa yhteisvaluutta euro. Yhteinen valuutta on johtanut tilanteeseen, jossa Saksan ylijäämät kääntyivät kriisimaiden tappioiksi. (Tuomala 2012, 4). Avain asemassa tällä hetkellä kriisin keston ja ratkaisemisen kannalta ovat Saksa ja sen pankit. Vahvasti ylijäämäinen Saksa, jossa kuluttajien säästämisaste on suuri, on pankkeijensa välityksellä rahoittanut halvalla rahalla nyt kriisin joutuneita euromaita. Saksan yksityisen säästämisen ylijäämä virtasi euron ansiosta esimerkiksi Irlantiin ja Espanjaan, joissa tuloksena oli kiinteistöbuumi, hintakupla ja yksityinen velkaantuminen. Matti Tuomala uskoo että: ”Jos saksalaiset olisivat pelastaneet pankkinsa, niin Kreikan kurittamista ei olisi tarvinnut

jatkaa näin pitkään.” (Tuomala 2012, 4-5.)

Euroopan Unionin ja erityisesti euroalueen kriisin taustalla on todennäköisesti holtittoman taloudenpidon sijaan järjestelmävika. Euroalue kattaa suuren ja kirjavan joukon erilaisia talouksia ja talouksia erilaisissa tilanteissa, ja tämä on yhteisvaluutalle suuri ongelma. Järjestelmä, jossa on yhteinen rahapolitiikka, mutta jäsenmailla erillinen talouspolitiikka, suorastaan kerjää ongelmia. Tämän ennusti esimerkiksi Nobel-palkittu amerikkalainen taloustieteilijä Paul Krugman 1990-luvun lopulla. ”Oikeastaan yllätys on se, että eurokriisi tuli näin myöhään,” kommentoi asiaa professori Matti Tuomala. (Tuomala 2012, 5.) Euroopan unioni sisältää nettotukienmaksaja ja -saaja valtioita, mikä asettaa yhteisen valuutan erittäin hankalaan asemaan. Nettotukienmaksaja valtiot kuten Saksa ja Suomi tarvitsevat erilaista rahapolitiikkaa kuin nettotukiensaaja valtiot, kuten Kreikka. Ennen eurokriisin puhkeamista nousukausi peitti ongelmat, ja vähemmän tuottavat nettotukiensaaja valtiot pystyivät velkarahalla korjaamaan taloutensa epäonnistumiset. Jälkikäteen on helppo torua maita liiallisesta velanotosta, mutta aikoinaan olisi lainanantajienkin pitänyt tarkemmin arvioida lainanottajansa ja lainaaminen huomattavasti Saksan taloutta heikommille maille Saksan korkotasolla oli täysin vastuutonta toimintaa.

Euroopan unioni on ajautunut tilanteeseen, jossa sillä on kolme vaihtoehtoa eteenpäin. Se voi jatkaa nykyisellä linjalla ja tehdä uusia suuria tukipaketteja hamaan loppuun saakka. Nämä tukipaketit eivät kuitenkaan koskaan poista nettotukienmaksajien ja -saajien tuottavuuseroa. Vaihtoehtoisesti rahaunioni voi hajota heikkoihin ja vahvoihin talouksiin, ja kummallekin oma valuuttansa, tai kolmas vaihtoehto on liittovaltiokehitys. Optimitilanteessa teorian mukaan valuutta-alueen maiden täytyy olla riittävän samanlaisia, jotta ne voisivat muodostaa valuuttaunionin (Tuomala 2012, 5). Euroalueen syntyessä ajatus yhtenäisestä Euroopasta ajoi reaali-teettien edelle, mutta mikään ei pakota unionia hukkumaan tähän virheeseen. Vahvat taloudet loisivat oman vahvan euronsa ja heikommilla talouksilla olisi oma heikompi euronsa ja näin ne kuroisivat umpeen maiden välistä kilpailukykyetua. Erityisesti amerikkalaiset taloustieteilijät suosittelivat Euroopalle yhteistä talouspolitiikkaa eli liittovaltiokehitystä (Tuomala 2012, 5). Liittovaltiokehitys voisi olla ratkaisu Euroopan unionin ongelmiin, mutta se on erittäin epätodennäköinen. Euroopalla on hyvin pitkä ja verinen historia, mikä on tehnyt Euroopan valtioista itsenäisiä ja ylpeitä maita. Eurooppalaisilta puuttuu vahva yhteinen eurooppalainen identiteetti, ja vaikka unioniin suhtaudutaan positiivisesti, ei sen valtaa haluta kuitenkaan kasvattaa.

Euroopan unioni on ajautunut tilanteeseen, josta se ei kiristyspolitiikalla pääse pois.

Kiristyspolitiikka perustellaan usein sillä, että pyritään välttämään velkataakan siirtyminen seuraavalle sukupolvelle ja näin annetaan jälkipolville mahdollisuus. ”Asian todellisuus on toisin päin, eli että jos me nyt järjettömällä kiristyspolitiikalla syöstään talous alamäkeen, niin silloinhan me vasta tulevien sukupolvien mahdollisuuksia heikennetään,” kommentoi professori Matti Tuomala asiaa (Tuomala 2012, 5).

8. Kriisin uusiutumisen estäminen

Edellisissä luvuissa on esitelty näkemyksiä talouskriisin synnystä, toimia, joita on tehty sen hillitsemiseksi ja uhkakuvia, jotka ovat motivoineet nämä vastatoimet. Tässä luvussa käsitellään toimia, joita on tehty ja joita voidaan tehdä, jotta kriisi ei uusiutuisi. Rahoitus- ja talousmaailma ovat jatkuvasti muuttuvia ja kehittyviä, josta rahoitus- ja talouskriisit ovat murheellisimpia esimerkkejä. Kriisit, jotka tavallaan ovat talouden kasvukipuja, on ymmärrettävä ja analysoitava oikein, jotta niiden syy-seuraus -suhde tiedostetaan ja pystytään jatkossa välttämään. Seuraavaksi esittelen erilaisia toimia kriisin uusiutumisen estämiseksi.

8.1 Kolme tarinaa, yksi ratkaisu

Luvussa 3 käsittelin kolme esitettyä tarinaa kriisin synnystä ja tekijöistä. Ennen kriisin uusiutumista estämään tehdyn lain esittelyä on hyvä käydä läpi syitä, miksi yhdistelmä tarinoista 2 ja 3 valittiin paremmin kuvaamaan kriisin syntyä kuin tarina 1. Ensinnäkin riskipreemiot sijoituksille eri markkinoilla ympäri maailman laskivat tavattoman alas vuosina 2006-2007, ja tämän kaltainen ylenpalttisuus on läpi historian johtanut vakaviin rahoituskriiseihin, varsinkin kun ilmiötä ruokkii suuri likviditeetti taso (Elliot ja Baily 2009, 7). Vaikka Yhdysvaltojen asuntomarkkinat ja asuntolainamarkkinat ovatkin huomattavat, eivät ne tai niihin julkisen vallan puuttuminen pysty selittämään rahoitusmarkkinoiden maailmanlaajuisia riskipreemion laskua.

Toinen argumentti, joka vähentää asuntomarkkinoiden syyllisyyttä koko kriisiin, on kriisiin ajaneiden luottotappioiden kohdistuminen. Suurin osa kriisin luottotappioista tuli suurelta rintamalta lainoja, kuten yritysten liiketilalainoista, yrityslainoista ja luottokorttilainoista. Tämä ei sulje pois sitä, että asuntokupla käynnisti ketjureaktion, jossa joukko rahoituskuplia puhkesi, mutta on huomattavaa, että muillakin kuin asuntomarkkinoilla oli ongelmia kasaantumassa jo ennen asuntokuplan puhkeamista. (Elliot ja Baily 2009, 7-8.) Tämä viittaa siihen, että ongelmat kattoivat koko rahoitusmarkkinat ja itse asiassa asuntomarkkinat selvisivät kriisistä suhteellisen hyvin. Lainamarkkinat, kuten yritysten kiinteistölainamarkkinat tai jopa osakemarkkinat, olisivat teoriassa siis voineet laukaista tämän kriisin (Elliot ja Baily 2009, 8).

Kolmas argumentti, joka tukee ajatusta, että asuntokupla ei olisi kriisin ainoa syy, on kriisin purkautuminen. Siitä ei ole epäselvyyttä, että asuntokupla oli ensimmäinen kupla, joka puhkesi tuhoisasti, mutta asuntokupla ei ollut ainoa kupla. Hedge-rahastot, joilla oli ylisuuri kiinnitys

Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden subprime-asuntolainoihin, olivat ensimmäinen domino palikka, joka kriisissä kaatui. Seuraava kaatuva domino palikka oli velkavivutetut lainamarkkinat, joilla pankit ja muut sijoittajat tarjosivat rahoitusta erittäin velkaisille yhtiöille, jotta nämä useasti pystyivät suorittamaan yritysostoja. (Elliot ja Baily 2009, 8.) Ensimmäinen dominopalikka on ilmeisesti sidoksissa asuntolainamarkkinoihin, mutta toisen dominopalikan yhteys asuntolainoihin on erittäin heikko ellei olematon. Elliot ja Baily uskovat, että ainoa yhteinen tekijä näillä markkinoilla on ylisuurien riskien ottaminen, joka kostautui, kun kuplan puhjettua sijoitusriskeistä tultiin huomattavasti tarkemmiksi (Elliot ja Baily 2009, 8). Ylisuurien riskien ottaminen oli mahdollista rahoituskohteesta riippumatta niin kauan, kuin korot olivat alhaisella tasolla ja raha liikkui helposti.

Kaksi viimeistä argumenttia, miksi tarina 3 on tarinaa 1 parempi Elliotin ja Bailyn mukaan, ovat hieman heikompia, mutta esittelen ne kuitenkin lyhyesti. Elliot ja Baily uskovat, että ilman asuntokuplaa muut kuplat olisivat pystyneet kasvamaan pidempään tuhoisammin vaikutuksin ja todennäköisyys sille, että asuntokuplaa ei olisi syntynyt ilman julkisen sektorin puuttumista muiden kuplien keskellä, on häilyvän pieni (Elliot ja Baily 2009, 8). Nämä kaksi argumenttia ovat rakennettu spekulatiiviselle varaukselle ja eivätkä ne tarpeeksi hyvin sulje pois sitä mahdollisuutta, että asuntokupla oli muiden kuplien taustalla, ja muut kuplat syntyivät, koska asuntomarkkinoille syntyi kupla. Jos muut kuplat syntyivät asuntokuplan ansiosta, eivät ne voi toimia selityksenä sille, että asuntokupla oli vain yksi kupla muiden joukossa.

Yhdysvaltojen hallinto on tämän talouskriisin uusiutumisen estämiseksi asettanut heinäkuun 21. 2010 uuden lain presidentti Barack Obaman toimesta. Kyseessä on Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Dodd-Frank Act, DFA). Dodd-Frank Act:issa on havaittavissa hyvin voimakkaasti tarinoiden 2 ja 3 vaikutus (Wallison 2011, 537). Seuraavaksi käyn lyhyesti läpi Dodd-Frank Actin pääkohtia.

8.1.1 Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act

Dodd-Frank Actin tavoitteeksi on kirjattu seuraava: ”DFA luo vakaan taloudellisen perustuksen luomaan työpaikkoja, suojaamaan kuluttajia, hillitsemään Wall Street:iä ja suuria bonuksia, lopettamaan pankkien pelastamisen verovaroilla ja Too Big to Fail- linjauksen sekä estämään uuden rahoituskriisin synnyn.” (US Gov, 2010, 1). Seuraavaksi esittelen Dodd-Frank Act:in pääkohdat, kuten ne ovat ”Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”issa esitetty (US Gov, 2010, 1-2).

Kuluttajien suojaaminen auktoriteetillä ja itsenäisesti: Luodaan uusi itsenäinen toimija ”vahtikoira” Yhdysvaltojen keskuspankin sisään, jonka tehtävänä on varmistaa, että yhdysvaltalaiset kuluttajat saavat kaiken tarvittavan tiedon ottaessaan asuntolainoja, luottokortteja tai ostaessaan muita rahoitustuotteita. Tämä toimija suojelee kuluttajaa piilotetuilta menoeriltä, kohtuuttomilta ehdoilta ja muilta vilpillisiltä keinoilta.

Too Big to Fail pelastamisen päättäminen: Päätetään käytäntö, jossa veronmaksajat saattoivat päätyä pelastamaan rahoituslaitoksia, joidenka suuri koko teki niistä koko taloudelle tärkeitä. Tämä saavutetaan luomalla turvallinen tapa likvidoida epäonnistuneet rahoituslaitokset, asettamalla uusia kovia pääoma- ja lainavaatimuksia rahoituslaitoksille, jotka kannustavat rahoituslaitoksia välttämään kasvua liian suureksi, päivittämällä Yhdysvaltojen keskuspankin valtuus tukemaan koko rahoitusalaan yksittäisten toimijoiden sijaan ja asettamalla tiukat standardit ja valvonta suojaamaan taloutta, yhdysvaltalaisia kuluttajia, sijoittajia ja yrityksiä.

Kehittynyt varoitusjärjestelmä: Perustetaan neuvosto tunnistamaan ja puuttumaan systemaattisiin riskeihin, joita aiheuttavat suuret, monimutkaiset yhtiöt, tuotteet ja toiminnot ennen kuin nämä uhkaavat talouden tasapainoa.

Läpinäkyvyys ja vastuullisuus eksoottisille rahoitusinstrumenteille: Eliminoidaan porsaanreiät, jotka mahdollistavat hyväksikäytön ja riskikkään toiminnan niin, että se tapahtuu huomaamatta ja säätelemättä. Tämä sisältää porsaanreiät liittyen over-the-counter -johdannaisiin, pääomanturvattuihin arvopapereihin, hedge-rahastoihin, asuntolainojen välittäjiin ja palkkapäivä lainanantajiin.

Johtajien palkitseminen ja yhtiön hallinta: Tarjotaan osakkeenomistajille mahdollisuus vaikuttaa palkkoihin ja yhtiön toimintaan antamalla heille ei sitova ääni yhtiön johtajien palkitsemisiin ja

”kultaisiin kädenpuristuksiin.”

Sijoittajien suojele: Luodaan uudet tiukat säännöt läpinäkyvyydestä ja vastuullisuudesta luottoluokituslaitoksille suojaamaan sijoittajia ja yrityksiä.

Kirjanpidollisen säätelyn valvonta: Vahvistetaan valvontaa ja valtuutetaan viranomaiset aggressiivisesti jahtaamaan rahoituspetoksia, eturistiriitoja ja järjestelmän manipulaatioita, jotka hyödyntävät erityisiä intressejä yhdysvaltalaisen perheitten ja yritysten kustannuksella.

Edellä esitetyt 7 kohtaa ovat Dodd-Frank Actin pääkohdat, joista jokainen sisältää joukon tarkennuksia ja alakohtia selventämään linjauksia. DFA lisää sääntöjä ja säätelyä siinä toivossa, että seuraava rahoituskriisi pystytään estämään tai ainakin 2007 vuonna puhjennut kriisi ei uusiudu, mutta turvaako säätely tulevaisuuden ja onko DFA oikein kohdistettu?

8.1.2 Dodd-Frank Actin suuri heikkous

Dodd-Frank Act vastaa erinomaisesti toimiessaan tarinaan 2 ja osaan tarinasta 3, mutta on mahdollista, että tarinasta 3 jätetty osa, joka vastaa tarinaa 1 suhteellisen hyvin on juuri se tärkein osa kriisin syntyä. Yksikään DFA:n seitsemästä pääkohdasta ei tuo esiin sitä ongelmaa, että Yhdysvaltojen hallinto ruokki toimillaan asuntomarkkinoille syntyneitä kuplalla. Jos todellisuudessa rahoituskriisi syntyikin Yhdysvaltojen asuntokuplasta, on mahdollista, että kriisi uusiutuu, kun säädetyt vastatoimet ja kriisin ehkäisytoimet ovat kohdistettu väärään ilmiöön. On totta, että markkinoilla vallitsee liian vähän säätelyä, saalistushinnoiteltua lainanantoa ja ylisuurta riskinottoa, joita kaikkia DFA pyrkii hillitsemään, mutta mikään näistä ilmiöistä ei ole kuitenkaan tarpeeksi suuri aiheuttamaan maailmanlaajuisia rahoituskriisiä (Wallison 2011, 538). Voidaan sanoa, että näitä kaikkia ilmiöitä on aina. Niiden nimi, suuruusluokka ja muoto voivat muuttua, mutta nämä ilmiöt eivät säätelyllä katoa.

DFA:ssa tarinoiden 2 ja 3 opetukset ovat havaittavissa seuraavasti. Tarina 2 on ilmeinen ratkaisussa perustaa Consumer Financial Protection Bureau (kuluttajan rahoitussuojavirasto) eli ”vahtikoira.” Viraston perustamisen taustalla on vahva usko siihen, että ”naiivit kuluttajat” huijattiin ostamaan asuntoja, joihin heillä ei ollut varaa, jotta pystyttiin luomaan maksuja ja palkkioita asuntolainan myöntäjille ja rahoittajille. (Wallison 2011, 538.) Virasto suojelee siis kuluttajia ja markkinoita ”Wall Streetin keinottelijoilta.” Kolmannen tarinan pääjuoneen vastaaminen, eli riskien hälvenemiseen ja niitä varten varautumiseen on havaittavissa DFA:n säädöksissä, joissa suuret

pankit ja muut taloudelle merkitsevät toimijat asetetaan tarkemman julkisen valvonnan alle, jotta riskinotto, yksityiset päätöksenteot ja markkinat eivät ajaisi enää taloutta uuteen kriisiin (Wallison 2011, 538). DFA:ssa on havaittavissa uskomus siitä, että julkisella sektorilla ja sen virastoilla on oman näkemyksen mukaan parempi käsitys riskeistä ja markkinoiden toiminnasta kuin markkinoilla toimivilla yrityksillä, joka todennäköisesti on harhaluulo, vaikka julkinen sektori tehottomuudestaan huolimatta harvoin kykenee samanlaiseen tuhlaukseen kuin yksityinen sektori.

Dodd-Frank Actin suurin heikkous on se, ettei se ota mitenkään huomioon sitä vaihtoehtoa, että Yhdysvaltojen asuntopolitiikka, jos ei suoraan synnyttänyt niin avitti ja ruokki huomattavasti talouskriisiä. Vuosien 1997-2007 aikana kasvanut asuntokupla eroaa suuresti muista kuplista siinä, että sen taustalla eivät olleet voiton tavoittelu tai riskinotto vaan Yhdysvaltojen asuntopolitiikka (Wallison 2011, 543). Seuraavaksi käsitellään, miksi ensimmäinen tarina ja siihen liittyvä kappaleessa 2.2 esitelty asuntokupla ovat tärkeämpiä kriisissä, kuin Dodd-Frank Act vastauksena kriisiin antaa ymmärtää.

Yhdysvaltojen hallinnon sosiaalipolitiikka pyrki kannustamaan asunnonomistajuutta käyttämällä hallinnon rahoitus ja säätelly voimaa tarjotakseen yhteiskunnan vähätuloisille mahdollisuuden lainarahaan (Wallison 2011, 543). Dodd-Frank Act ottaa huomioon, että yhteiskunnan vähempiosaisille päätyi lainoja, joita he eivät pystyneet hoitamaan, mutta ongelman ratkaisussa ei oteta huomioon sitä, että Yhdysvaltojen hallinto kannusti omia laitoksiaan ja yksityisiä rahoituslaitoksia tähän toimintaan. Hyvä esimerkki siitä, että oppi asuntokuplan synnystä ei ole mennyt perille, on syyskuussa 2010 kirjattu laki Community Reinvestment Act (CRA, yhteisön uudelleninvestointi laki) laajennuksesta koskemaan vakuutettujen pankkien ja asuntolainarahastojen lisäksi muuta rahoitusjärjestelmää. CRA velvoittaa vakuutettuja pankkeja ja asuntolainarahastoja tarjoamaan lainoja, pääasiassa asuntolainoja, lainanottajille, joidenka tulot ovat 80 prosenttia tai alle asuinalueensa mediaanitulosta eli rahoituslaitokset ovat velvoitettuja myöntämään lainoja normaaleista luottokelpoisuusvaatimuksista huolimatta. (Wallison 2011, 538.) Tämä lain laajennus on todiste siitä, että asuntopolitiikkaa ei ole havaittu ongelmaksi kriisissä ja on mahdollisesti alkusoittoa uudelle asuntokuplalle ja talouden muista palomuureista riippuen uudelle rahoituskriisille.

8.2 Too Big to Fail -linjasta luopuminen

Too Big to Fail (liian suuri kaatuakseen) on läpi kriisin ollut kiistanalainen linjaus. Yhdysvaltojen veronmaksajien rahojen käyttö yritysten pelastamiseen, jotka omalla riskejä vähättelevällä

toiminnallaan ajoivat rahoitusmarkkinat sekasortoon, herättää luonnollisesti joukon vastalauseita. Linjan puolustajat ovat kuitenkin oikeassa siinä, että suurten rahoituslaitosten kaatumiset olisivat suurempi paha yhteiskunnalle ja taloudelle, kuin niiden pelastaminen verovaroin. Yhdysvallat kykenisivät elämään ilman esimerkiksi Citigroupia, mutta Yhdysvallat eivät tule pärjäämään ilman pankkisektoriaan (Zingales 2010, 536-537). Seuraavaksi lyhyt katsaus siihen miksi Too Big to Fail -linjaus tehtiin, miksi se on ongelma markkinataloudelle ja näkemyksiä siitä, kuinka Too Big to Fail-linjauksen voisi poistaa tai korvata vähemmän haitallisilla keinoilla.

Too Big to Fail-linjauksen taustalla on pohjimmiltaan kaksi ajatusta, rahoitussektorin pelastaminen ja kriisin leviämisen estäminen. Vaikka 2007 alkaneen kriisin Too Big to Fail -linjausta ei haluta toistaa ja Yhdysvalloissa lainsäätäjät tekevät parhaansa sitoakseen kätensä, on todennäköistä, että jos kriisi sattuisi uusiutumaan olisi julkinen sektori taas pelastamassa rahoitussektoria. Poliitikot eivät voi vastustaa kiusausta puuttua, koska onnistunut puuttuminen voi luoda arvoa tai vähintään estää sen tuhoutumisen, ja arvon tuhoutuessa he pystyvät kuvittelemaan toimiensa estävän pankkien joukkotuhon. (Zingales 2010, 536.) Yksikään poliitikko ei halua tulla muistetuksi siitä, että hänen toimettemuksensa ajoi maan syvään kriisiin. Rahoitussektori on hyvin erilainen muihin talouden sektoreihin nähden ja siksi tarvitsee erilaisen lähestymistavan ja pahimmassa tapauksessa toimia kuten Too Big to Fail -linjaus.

Teknologian, rahoitusinstrumenttien ja rahoitusmarkkinoiden kehittyminen sekä rahoitusmarkkinoiden kansainvälistyminen ovat johtaneet tilanteeseen, jossa lähes jokainen markkinoilla toimiva rahoituslaitos on jonkinlaisessa kytköksessä toiseen rahoituslaitokseen. Tämä tekee markkinoilla kilpailevat rahoituslaitoksen kilpailusta huolimatta riippuvaisia toisistaan. Normaaleilla markkinoilla yrityksen konkurssi aiheuttaa kilpailijoille kaksi ilmiötä: substituution ja komplementin. Substituutiovaikutus näkyy kilpailijoilla kasvavana markkinaosuutena, kun kilpailija katoaa markkinoilta ja tämä on lähtökohtaisesti yrityksille hyvästä. Komplementtivaikutus ilmenee kilpailijoiden yhteisten alihankkijoiden ja muiden yhteisten tekijöiden vaikeuksina sekä yrityksen konkurssi aina asettaa alan tuottavuuden kyseenalaiseksi, joten alalle jääneet yritykset joutuvat todistamaan alan kannattavuuden. Rahoitusala poikkeaa muista aloista tässä siinä, että rahoitusalaalla komplementtivaikutukset ovat huomattavasti suuremmat kuin muilla aloilla. Rahoituslaitosten vahva verkostoituminen on johtanut siihen, että yhden rahoituslaitoksen konkurssi voi johtaa yllättävään konkurssiin myös muissa rahoituslaitoksissa, kun saatavia aletaan merkkata luottotappioksi. (Zingales 2010, 536.) Too Big to Fail -linjaus periaatteessa syöttää rahaa rahoitusmarkkinoiden verkon tärkeimpiin tai suurimpiin solmukohtiin, jotta koko verkko ei

sortuisi.

Too Big to Fail -linjauksella on jalot tarkoitukset suojella rahoitusmarkkinoiden verkostoa sortumiselta, mutta samassa kyseinen linjaus on aiheuttanut paljon harmia sen lisäksi, että se on tullut kalliiksi yhdysvaltalaisille veronmaksajille. Ensinnäkin epäillään, että Too Big to Fail -linjaus on kärsinyt poliittisesta ohjauksesta taloudellisen ohjauksen sijaan. Yhdysvaltain valtionvarainministerin Henry Paulsonin päätös pelastaa Goldman Sachs ja Bear Sterns, mutta ei Lehman Brothersia, epäillään johtuneen Paulsonin kytköksestä Goldman Sachsiin (Henry Paulson on Goldman Sachsin entinen toimitusjohtaja) ja vanhasta vihasta Lehman Brothersin toimitusjohtajaa Dick Fuldia kohtaan (Werkmeister 2010, 97). Tämän kaltainen vallan väärinkäyttö syö Too Big to Fail -linjauksen uskottavuutta, mutta ei ole linjauksen ainoa tai suurin ongelma. Luigi Zingales esittää näkemyksensä, että Too Big to Fail -linjaus nakertaa kapitalismin uskottavuutta monella tavalla samanaikaisesti tehden järjestelmästä epävakaamman ja nakertaen kapitalismin moraalisen perustan. Jos rahoituslaitokset toimivat markkinoilla, joilla voitot ovat yksityisiä, mutta tappiot julkisen sektorin eli veronmaksajien maksettava, ollaan tilanteessa, jossa kapitalismin ylivertaisuus murenee niin moraalisesti kuin taloudellisesti. (Zingales 2010, 535.) Rahoitusmarkkinoilta katoaisi riski, ei siksi, että rahoituskohteista katoaisi sijoittamisen riski, vaan rahoituskohteiden epäonnistuessa valtio pelastaisi rahoituslaitoksen luottotappioilta. Tämä aiheuttaa suurilla rahoituslaitoksilla kaksiosaisen *moral hazardin*. Ensinnäkin rahoituslaitokset päätyvät sijoittamaan ylenpalttisesti suuri tuottoisiin riskikohteisiin ja toiseksi rahoittajat lainaavat suurille rahoituslaitoksille liian halvalla, koska kokevat lainansa Yhdysvaltojen valtion turvaamiksi (Zingales 2010, 537-538). Too Big to Fail mahdollistaa suurten rahoituslaitosten ja heidän rahoittajiensa uhkapelin rahoitusmarkkinoilla ja tappion sattuessa veronmaksajat päätyvät maksumiehiksi.

8.2.1 Pankkien hajoittamiselle vaihtoehto

Luonnolliselta kuulostava ja julkisessa keskustelussa Yhdysvalloissa esillä ollut ratkaisu hajottaa suuret ”Too Big to Fail” -rahoituslaitokset pienempiin osiin on teoriassa toimiva ja populistinen, mutta käytännössä se on hankala toteuttaa ja pahimmassa tapauksessa ajaisi rahoitusmarkkinat uudenlaiseen keinotteluun ja kaaokseen. Pankkien jakaminen osiin rankaisi pankkeja kokonsa ei epäonnistumisten vuoksi, ja tämä tuskin olisi oikea ratkaisu ongelmaan (Cowen 2012, 1).

Rahoitusmarkkinoiden ollessa erittäin verkostoituneet ja suurten laitosten ollessa kriittisiä koko markkinoiden tasapainolle on ymmärrettävää, että suurten laitosten jakaminen vähemmän

kriittiseksi pienemmiksi osiksi on esitetty loogiseksi ratkaisuksi tilanteelle. Pankkien jakaminen pienemmiksi osiksi ei kuitenkaan ole niin helppoa. Suuret rahoituslaitokset harvoin muodostuvat helposti jaettavista osista ja suuren rahoituslaitoksen jakaminen voi johtaa rahoituslaitoksen tuhoutumiseen paloittelun sijaan. Jos hajotetun pankin osat eivät pystykään tuottamaan voittoa alkuperäisen suuren pankin tavoin, ollaan pian tilanteessa, jossa nämä uudet pienet pankit joudutaan pelastamaan. (Cowen 2012, 1.) Suurella rahoituslaitoksella on selvät kilpailuedut hajotettuun ryppääseen nähden esimerkiksi suurempi riskipääoma, todennäköisesti pienemmät markkinakorot veloille ja suuressa konsernissa menestys jollain rahoitussektorilla voi paikata tappion toisella rahoitussektorilla. Jos suuri rahoituslaitos jaettaisiin, se todennäköisesti jaettaisiin rahoitussektoreittain ja tällöin eri rahoitussektorit eivät kykenisi enää tukemaan toisiaan. Suurten rahoituslaitosten tuhoaminen on poliittisesti hyvin epätodennäköistä ja mahdollisesti taloudelle erittäin haitallista, eikä voida sulkea pois sitä mahdollisuutta, että hajoitettujen pankkien osat päädytään pelastamaan (Cowen 2012, 1).

Pankkien hajottaminen voi johtaa myös Yhdysvallat erittäin epämukavaan tilanteeseen, kun hajoitettujen rahoituslaitosten ei kykene kilpailemaan suurien ulkomaalaisten rahoituslaitosten kanssa. Tyler Cowen esittää, että Yhdysvalloissa vallitsee pelko Yhdysvaltalaisien rahamarkkinatoimien siirtymisestä suurille ulkomaalaisille pankeille, joilla olisi Yhdysvaltalaisien pankkien hajottamisen jälkeen uusi kilpailuetu (Cowen 2012, 1). Yhdysvallat ovat aktiivisia käymään kauppaa maailmalla ja iso osa maailmantaloutta, mutta yhdysvaltalaiset ovat myös erittäin ylpeitä itsenäisyydestään, joten ajautuminen tilanteeseen, jossa he olisivat riippuvaisia vieraan vallan pankeista, on ainakin poliittisesti epätodennäköinen. Jos tämän kaltaisessa tilanteessa ajaututtaisiin rahoituskriisiin, joutuisivat yhdysvaltalaiset joko pelastamaan ulkomaalaiset pankit tai luottamaan siihen, että ulkomaalainen keskuspankki puolustaisi yhdysvaltalaisien intressejä (Cowen 2012, 1).

Vaikka suurten rahoituslaitosten hajottaminen onnistuisikin toivotulla tavalla, on olemassa riski, että uudet kooltaan rajoitetut pankit ovat edeltäjiään heikommalla pohjalla. Tarkkaan määritetyt rajoitteet rahoituslaitosten kasvulle ja koolle ajaisivat rahoituslaitokset tilanteeseen, jossa suurien riskien jopa huonojen riskien ottaminen on kannattavaa, koska osan sijoituksista epäonnistuessaankin rahoituslaitos olisi sallitussa maksimikasvussa (Cowen 2012, 1). Rahoituslaitosten viimeisetkin insentiivit toimia maltillisesti ja taloudellisesti katoaisivat, kun lainsäädäntö määrittäisi kilpailun. Lumekilpailu tuhoaa pankkien insentiivit kehittyä markkinoilla kovemmiksi, viisaammiksi ja ketterimmiksi, jolloin päädytään uudenlaiseen pankkisysteemiin, jossa huonot päätökset eivät johda rahoituslaitoksen taloudelliseen epäonnistumiseen (Cowen 2012,

1).

Suurten rahoituslaitosten hajoittaminen ei myöskään täysin poista pankkien pelastamisen tarvetta ja luo samalla uudenlaisen ongelman rahoitussektorille. Pieniin rahoituslaitoksiin on helpompi hakea konkurssia ja niiden on helpompi käydä läpi Federal Deposit Insurance Corporationin (liittovaltiollinen talletusvakuus yhtiö) toimenpiteet kuin suurien rahoituslaitosten, mutta tämä ei kuitenkaan poista korreloituneesta riskistä koituvaa uhkaa koko rahoitusmarkkinoille ja kriisin sattuessa tarvetta pelastaa rahoituslaitoksia (Cowen 2012, 1). Pienten rahoituslaitosten tapauksessa yksittäisistä tapauksista tulee helpompia käsitellä, mutta kokonaisuus on yhtä paha kuin suurten rahoituslaitosten tapauksessa. Jo 2007 puhjenneessa talouskriisissä oli havaittavissa ongelmia hallinnon valvonnan ja markkinoilla toimivien välillä. Voittoa tavoitellessaan toimijat olivat liian olevia tai ketteriä hallinnon valvonnalle seurattavaksi ja pankkien kokoon kohdistuvat rajoitukset voivat törmätä samaan ongelmaan. Rahoituslaitokset löytäisivät keinot kiertää rajoitukset tarvittaessa jopa taseen ulkopuolisella toiminnalla, joka tekisi rahoituslaitosten toiminnasta vähemmän läpinäkyvää. Lainsäätäjät todennäköisesti vastaisivat tähän lisäämällä tiukempaa sääntelyä, mutta historia osoittaa, että tämän kaltaiset kilpajuoksut päättyvät usein rahoituslaitosten voittoon. (Cowen 2012, 1.) On siis kehitettävä pankkien hajoittamisen ja koon rajoittamisen sijaan toinen keino poistamaan tarve Too Big to Fail -linjaukselle.

Tyler Cowen ehdottaa yksinkertaista ratkaisua ongelmaan, suurten rahoituslaitosten vastuun kasvattaminen. Käytännössä voitaisiin esimerkiksi kasvattaa osakkeenomistajien ylitse heidän sijoittaman pääoman, vaikka jokaista sijoitettua dollaria kohden osakkeenomistajan vastuu tappioista maksukyvyttömyyden koittaessa olisi puolitoista dollaria. (Cowen 2012, 1.) Tämä kannustaisi rahoituslaitosten omistajat ohjaamaan laitokset vastuulliseen toimintaan, kun sijoittajien vastuu ei rajottuisi pelkästään sijoitettuun pääomaan. Laajennettu vastuu asettaisi osakkeenomistajat vastuuseen kuluista, jotka rahoituslaitoksen kaatuminen aiheuttaa yhteiskunnalle ja samalla pakottaisi pankit järjestelemään toimintansa ja riskinsä uudelle vakaammalle pohjalle (Cowen 2012, 1-2). Tärkeä ero julkisen hallinnon rajoitteisiin nähden on se, että laajennettu vastuu toimii rahoituslaitosten sisäisen kannustimen kautta.

Laajennettu vastuu pienentäisi rahoitussektoria, kun rahoituslaitokset vahvistaisivat ja vakauttaisivat toimintaansa leikkaamalla riskialttiimmat sijoituskohteet pois. Tämä toimenpide voidaan yhdistää muun säätelyn kanssa, kuten velkaantumistasen rajoittamisen kanssa jos kyseiset säätelyt koetaan asiallisiksi ja tarpeellisiksi (Cowen 2012, 2). Muun säätelyn tarve kuitenkin

vähenee huomattavasti, kun rahoituslaitokset itse ovat asemassa, jossa riskikohteiden tuotot eivät enää yhtä helposti kata omistajien kokemaa uhkaa. Lainsäätäjillä ei myöskään ole enää samanlaista tarvetta ymmärtää kaikkia rahoitusalan erikoispiirteitä ja uusia rahoitusinstrumentteja, kun laajennettu vastuu siirtää epäonnistumisesta suuremman vastuun omistajille. Rahoituslaitosten hajottamiseen nähden laajennetulla vastuulla on myös se etu, että tämä asetus kohdistuu paremmin. Rahoituslaitoksia ei rangaistaisi niiden suuren koon vuoksi vaan ongelmia laitokselle koituisi vain jos se epäonnistuu. Tämä muutos voisi johtaa Yhdysvalloissa pankkisektorin muutoksen, jonka jälkeen olisi joukko todella suuria ja varmoja pankkeja markkinoilla. Tämän kaltainen asetelma pankkisektorilla on todettu toimivaksi esimerkiksi Kanadassa, jossa pieni joukko suuria pankkeja on pitänyt markkinat suhteellisen turvallisenä viimeisen vuosisadan. (Cowen 2012, 2.) Suomessa 1990-luvun pankkikriisin jälkeen siirryttiin myös järjestelmään, jossa markkinoilla on vain pari suurta vakaata pankkia.

Tyler Cowen uskoo, että tämä ratkaisu miellyttäisi niin markkinoita kuin Occupy Wall Street -liikettä tarjoamalla samanaikaisesti ratkaisun, joka olisi markkinavetoinen, mutta asettaisi omistajat suurempaan vastuuseen rahoituslaitostensa epäonnistumisista (Cowen 2012, 2). Laajennettu vastuu tarjoaa todennäköisesti ratkaisun rahoitusmarkkinoiden riskien hallintaan ja Too Big to Fail -linjauksen tarve vähenee, mutta ratkaisulla on yksi suuri ongelma. Jos rahoituslaitoksen velvoitetaan lain toimesta tarjoamaan asuntolainoja, joita he eivät normaalisti tarjoaisi vähempiosaisille osana asuntopolitiikka, kuinka näiden lainojen tappiot ja riski voidaan oikeutetusti asettaa osakkeiden omistajien vastuulle? Miksi rahoituslaitosten osakkeiden omistajat joutuisivat ensisijaisesti kärsimään huonosta asuntopolitiikasta?

8.2.2 Markkinaperusteinen sääntely

Toinen ratkaisu Too Big to Fail -linjauksen purkamiseksi voisi olla markkinaperusteisen sääntelyjärjestelmän rakentaminen. Kuten on todettu, julkinen valta on liian hidas ja kömpelö toimivasti valvomaan rahoitusmarkkinoita, jotka kehittyvät nopeammin kuin lakeja ehditään sääntelyä määrittämään. Jotta voidaan luoda markkinaperusteinen sääntely on aluksi eroteltava systemaattiset ja epäsystemaattiset velvoitteet (Zingales 2010, 538). Nämä kaksi velvoiteluokkaa on eroteltava toisistaan, jotta voidaan suojella rahoitusmarkkinoita kriiseiltä systemaattisten tappioiden koittaessa, mutta asettaa yksittäiset rahoituslaitokset vastuuseen epäsystemaattisista tappioistaan. Eläkerahastot, sijoitusrahastot ja Yhdysvaltoihin nähden ulkomaalaiset sijoittajat, joilla on pitkäaikaisia lainoja, pystyvät kestämaan tappiot, kuten tapahtui Internet -kuplan aikana, niin miksi pankkien pitkäaikaiset lainat olisivat systemaattinen riski? Pankit päädyttiin pelastamaan, koska

ennen kriisiä ei ollut oikeaa menetelmää erottamaan systemaattiset ja epäsystemaattiset velvoitteet, ja julkisen vallan puuttuessa tilanteeseen aloittamalla pankkien pelastustoimet ajaututtiin tilanteeseen, jossa ongelmaryhmiin pyrittiin samaistumaan, jotta päästäisiin pelastuksen piiriin. (Zingales 2010, 538.) Tämä kierre olisi voitu välttää, jos ennen kriisiä pankkien toiminnassa olisi eroteltu systemaattinen riski epäsystemaattisesta riskistä ja näin pelastustoimet oltaisiin voitu koordinoita tarkemmin. Rahoituskriisien kustannukset Yhdysvalloille ovat kasvaneet viime vuosikymmeninä hurjaa vauhtia. Liittovaltio selvisi 1998 Long-Term Capital Managementin (pitkäaikainen pääoman hallinta) pelastuksesta pelkällä kahvilla ja doonitseille, kun taas 2008 vuoden rahoituskriisi maksoi liittovaltiolle 700 miljardia dollaria, joten on pelottava miettiä, mitä 2018 rahoituskriisi tulee maksamaan, jos mitään ei sen ehkäisemiseksi tehdä (Zingales 2010, 537).

Kuinka siis rakentaa systemaattisen ja epäsystemaattisen riskin avulla mekanismi, joka sääntelee rahoituslaitoksia markkinaperusteisesti? Ensinnäkin on luotava järjestelmä, jossa täysin turvataan systemaattiset velvoitteet, mutta epäsystemaattisista velvotteista koituneet tappiot ovat kärsittävässä. Ilman lisäyksiä tämä järjestelmä johtaisi katastrofiin, koska yksityinen sektori ennen tai myöhemmin löytäisi keinon tämän järjestelmän väärinkäyttöön. (Zingales 2010, 538.) Takaamalla systemaattiset riskit varmistetaan, että koko rahoitusjärjestelmä ei kaadu, mutta sallimalla epäsystemaattiset riskit varmistetaan, että markkinoilla on rehellistä kilpailua eikä riskisijoituksia tehdä veronmaksajien rahoilla. Suojellakseen rahoitusmarkkinoita uusilta suurilta kriiseiltä ja poistaakseen tarpeen Too Big to Fail -linjauksen tapaisille julkisen vallan kalliille pelastuspaketeille sekä estääkseen yksityisen sektorin systemaattisen riskin takaamisen väärinkäytön ovat Oliver Hart ja Luigi Zingales kehittäneet seuraavan markkinaperusteisen ratkaisun rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn.

Markkinaperusteisen sääntelyjärjestelmän mekanismi perustuu kahteen suojauskerrokseen systemaattisille velvoitteille. Yhtä kerrosta edustaa rahoituslaitosten pääoma ja toinen kerros on pitkäaikaisista junior -veloista muodostuva pakollinen puskuri. (Zingales 2010, 538.) Perinteinen pääoma toimii edelleen rahoituslaitosten riskipääomana, mutta pitkäaikaisista junior -veloista muodostuva pakollinen puskuri voidaan oikein toimin valjastaa markkinaperusteiseksi sääntelymenetelmäksi. Ehkä hieman ironisesti Hart ja Zingales rakentavat pankkejen sääntelyjärjestelmän samoille periaatteille, joita pankit itse käyttävät asiakkaidensa kanssa. Kun asiakas lainaa pankilta vakuuksia vastaan, tarkkailee pankki jatkuvasti myönnetyn lainan arvoa ja vakuuksien arvoa. Jos vakuuksien arvo laskee huomattavasti, suorittaa pankki vakuuksien tarkastuksen, jossa lainanottaja joko lisää vakuuksia lainalle tai lainasopimus raukeaa ja vakuudet

likvidoidaan, jotta lainanantaja saa rahansa takaisin. (Zingales 2010, 538-539.) Tilanteita, joissa vakuudet ovat yliarvostettuja kuten asuntokuplat, lukuunottamatta tämä pankkien järjestelmä toimii hyvin riskien hallinnassa. Tämä rahoituslaitosten ajatus vakuuksien tarkastuksesta onkin siirrettävä toimivasti koskemaan rahoituslaitoksia itseään, jotta voidaan luoda markkinaperusteinen sääntely.

Rahoituslaitosten pääoman toimiessa järjestelmässä vakuutena tarvitaan enää toimiva mekanismi, jotta vakuuksien tarkastus ajankohta on oikea, koska historia osoittaa, että lainsäätäjät ovat liian hitaita reagoimaan kriisien ennusmerkkeihin (Zingales 2010, 539). On hyvä huomioda, etteivät markkinat ole erehtymättömiä, mutta markkinaperusteisesti järjestelmä todennäköisesti toimisi nopeammin ja pienemmällä väärinkäytön riskillä. Hart ja Zingales esittävät, että pitkäaikaisten junior -velkojen luottoriskivaihtosopimusten (credit default swap CDS) hinnat toimisivat oikea aikaisina markkinasignaaleina. Luottoriskivaihtosopimusten hinnat olisivat todella uskottava signaali sille, missä kunnossa on rahoituslaitoksen pääoma puskuri. (Zingales 2010, 539.) Hintojen toimiessa puolueettomana signaalina voidaan määrittää hintojen taso, jolla julkinen valta puuttuu rahoituslaitoksen toimintaan ja tarkastaa tämän tilanteen. Verrattaessa pankista vakuuksia vastaan lainaamiseen on luottoriskivaihtosopimusten hinnat vakuuksien arvoa vastaava ja julkinen valta vastaa pankkia.

Viranomaisten puuttuessa rahoituslaitoksen toimintaan suoritetaan stressitesti, ja jos rahoituslaitos todella on pulassa, aletaan sitä purkamaan maksalla systemaattiset velvoitteet ja rankaisemalla pitkäaikaisia junior -velkoja. Jos rahoituslaitos todetaan stressitestissä turvalliseksi, ei toimenpiteitä tarvita. (Zingales 2010, 539.) Koska päätös on lainsäätäjien ja viranomaisten käsissä, on syytä lisätä ylimääräinen velvoite tilanteen arvioijille, jotta välttytään tilanteilta, joissa turvalliseksi määritetään rahoituslaitos joko liian kevyin perustein tai suuren lobbauksen seurauksena. Hartin ja Zingalesin mielestä oikea ratkaisu olisi, että julistaessaan rahoituslaitoksen turvalliseksi olisi viranomaisilla samalla velvoite sijoittaa hieman turvalliseksi julistetun rahoituslaitoksen pitkäaikaisiin alaluokkaisiin velkoihin. Jos rahoituslaitos kärsi vain likviditeetikriisistä, tämä sijoitus lievennää markkinat, mutta väärän tuomion tapahtuessa tämä pieni sijoitus ei auta ja tilanteeseen joudutaan puuttumaan pian uudestaan ja sijoitetut varat menetetään. (Zingales 2010, 539.) Näin väärästä tuomiosta seuraa niin taloudellista tappiota, kuin väärän päätöksen tehnyt joutuu suuremman poliittisen paineen kohteeksi.

Oliver Hart ja Luigi Zingales uskovat vahvasti ehdottamansa markkinaperusteisen sääntelyn tasapainoon. Markkinaperusteisuus ilmenee CDS hintojen seurannassa valtio- vallan satunnaisen

puuttumisen sijaan, mutta rahoitusmarkkinat ovat suojattu itseään toteuttavilta ennustuksilta julkisen vallan stressitestillä. Stressitestin väärinkäytön estämiseksi julkinen valta sitoutetaan rahallisesti turvalliseksi julistettuun kohteeseen ja oikein toimiessaan markkinaperusteinen järjestelmä pystyy purkamaan epäonnistuneet rahoituslaitokset markkinoilta minimoiden vahingot markkinoille. (Zingales 2010, 539-540.) Tämä järjestelmä ei täysin poista julkisen vallan tarvetta rahoitusmarkkinoilta eikä rahoituslaitoksen purkaminen markkinoilta olisi veronmaksajille ilmainen prosessi, mutta järjestelmä voisi nykyistä järjestelmää paremmin hallita rahoitusmarkkinoiden kriisejä.

Markkinaperusteinen sääntely koskisi vain erittäin suuria rahoituslaitoksia, koska pienten rahoituslaitosten on pystyttävä kaatumaan, jotta perinteinen markkina kuri voisi palata rahoitusmarkkinoille. Too Big to Fail on tällä hetkellä luonut tilanteen, jossa suuret rahoituslaitokset saavat huomattavan aseman vuoksi epäreilua etua markkinoilla, ja siksi sen romuttaminen markkinaperusteisella sääntelyllä on tarpeen, jotta markkinoilla toimivat kilpailisivat tasa-arvoisista lähtökohdista. (Zingales 2010, 540.) Markkinaperusteinen sääntely ei suosi suuria rahoituslaitoksia, vaan varmistaa, että vaikeuksiin joutuessaan kyseiset suuret rahoituslaitokset pystytään purkamaan mahdollisimman pienin vahingoin markkinoille. Zingalesin näkemys eroaa Cowenin näkemyksestä siten, että Zingales ei koe suuria vakaita pankkeja Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoiden eduksi ja kokee keskittyneisyyden ongelmaksi kuluttajille ja veronmaksajille (Zingales 2010, 540). Cowenin malli mahdollisesti loisi suuremmat ja vakaammat pankit rahoitusmarkkinoille, kun taas Hartin ja Zingalesin malli loisi kaiken kokoisille rahoituslaitoksille mahdollisuuden toimia markkinoilla, mutta laitosten asema ei olisi yhtä turvattu.

Zingalesin malli loisi teoriassa markkinaehtoisen sääntelyn rahoitusmarkkinoille, mutta järjestelmä vaatisi silti julkisen sektorin ohjausta. Esimerkiksi mikä olisi oikea CDS - hintataso julkisen sektorin puuttumiselle? Tähän kysymykseen tuskin on oikeaa vastausta, ja tasoa jouduttaisiin korjaamaan inflaation ja muiden ilmiöiden johdosta. Malli ei myöskään ota kantaa Yhdysvaltojen holtittoman asuntopolitiikan aiheuttamiin ongelmiin tai esitä keinoa estämään sitä. Markkinaperusteinen sääntely puuttuisi asuntopolitiikan seurauksiin, mutta ei syyhyn, ja täten se voisi uusiutua. Rahoitusmarkkinoiden sijaan voisikin olla oikea ratkaisu kriisin uusiutumisen estämiseksi siirtää asuntolainamarkkinat takaisin markkinaperusteiseksi ilman julkisen vallan ohjausta.

9. Behavioraalisen taloustieteen näkemys rahoituskriisistä

Behavioraalinen taloustiede on suhteellisen nuori talouden käytöstä selittävä lähestymistapa. Voidaan kuitenkin väittää, että suuri talousteoreettinen vaikuttaja ja keynesiläisyyden isä John Maynard Keynes oli behavioraalinen taloustieteilijä (Akerlof ja Shiller 2009, 3). Keynesin teoksista on monenlaisia tulkintoja, joten mitä Keynes todella tarkoitti teorioillaan, on jatkuvan väittelyn kohteena taloustieteen keskuudessa. Behavioraalinen taloustiede ei nauti vielä samanlaista asemaa talousteorioiden keskuudessa kuin esimerkiksi klassinen teoria, keynesiläisyys, uusklassinen teoria ja uuskeynesiläisyys. On kuitenkin mahdollista, että behavioraalinen taloustiede pystyy vastaamaan 2007 vuonna puhjenneseen kriisiin muita paremmin ja tarjoamaan keinot siitä selviämiseen. Tässä luvussa käydään ensimmäiseksi lyhyesti läpi behavioraalisen taloustieteen pääkohtia ja eroavaisuuksia perinteiseen taloustieteen ajatteluun, ja sen jälkeen perehdytään näiden esitettyjen kohtien avulla 2007 vuonna alkaneeseen rahoituskriisiin sekä esitetään vaihtoehtoinen ratkaisu kriisille.

9.1 Behavioraalinen taloustiede

Behavioraalisen taloustieteen keskiössä on käsite *animal spirits* (sanalle ei löydy hyvää merkitystä täysin kattavaa suomennosta, *vaistot* lienee lähimpänä, joten tässä tutkimuksessa tullaan käyttämään termiä *animal spirits*). *Animal spirits* taloudellisenä terminä viittaa talouden levottomaan ja epäjohdonmukaiseen osaan. Se viittaa ihmisten erikoiseen suhtautumiseen epäselvyyteen ja epävarmuuteen. (Akerlof ja Shiller 2009, 4.) *Animal spirits* voi saada ihmisen lamaantumaan päätöksen hetkellä tai antaa voimaa ja uskoa epävarmuuden hetkellä. Perinteisessä talousteoriassa ihmiset useasti kuvataan rationaalisiksi hyötynsä maksimoijiksi, mutta *animal spirits* haastaa tämän ajattelun. *Animal spirits*istä puhuttaessa on kuitenkin hyvä huomioida, että kyseessä ei ole alkukantaiset eläimelliset vaistot, vaikka termin nimi saattaakin moiseen ajatteluun johdattaa.

Jos behavioraalisen taloustieteen haluaisi jotenkin tiivistää, olisi osuvasti asia ilmaistu sanomalla, että behavioraalinen taloustiede lisää ihmisen taloustieteeseen. Perinteisen taloudellisen ajattelumallin rationaalinen hyötynsä maksimoija on yksinkertainen ja erinomainen toimija malleihin, ja näiden mallien avulla useasti pystytään luomaan käsitys koko talouden normaalista toiminnasta, mutta talous ei aina toimi täydellisesti. Näihin epäkohtiin perinteisessä teoriassa pyrkii behavioraalinen taloustiede vastaamaan. Esimerkiksi perinteisen talousteorian mukaan on

mahdotonta, että ihminen olisi työttömänä vastoin tahtoaan (Akerlof ja Shiller 2009, 97-98). Ajatusketju tämän esimerkin taustalla on, että työmarkkinoilla tarjotun työn hinnan eli palkan laskiessa tarpeeksi alas löytyisi työlle varmasti kysyntää. Tästä seuraa siis, että työnhakija, joka ei ole valmis laskemaan palkkavaatimustaan, ei ole vastoin tahtoaan työtön. Behavioraalinen taloustiede esittää työttömyyden syyksi tehokkuuspalkkioteoriaa, jonka mukaan yritykset haluavat maksaa työntekijöilleen palkkaa, jonka taso ylittää perinteisen markkinoilla määräytyneen tason erinäisistä syistä. Syy korkeamman palkkatason takana voi olla kannustin tekemään töitä ja välttämään laiskottelua tai työntekijän ja työnantajan näkemys siitä, mikä on reilu korvaus omistautumisesta ja työstä. (Akerlof ja Shiller 2009, 99-106.) Ihmisiä on siis vastoin tahtoaan työttömänä, koska perinteisen markkina-ajattelun vastaisesti työnantajat haluavat maksaa palkkaa ylitse markkinatasapainon, eivätkä markkinat pysty tällä palkkatasolla tarjoamaan kaikille halukkaille töitä.

Behavioraalisen taloustieteen olennainen osa *animal spirits* sisältää seuraavat viisi osaa, jotka vaikuttavat taloudelliseen päätöksen tekoon:

- Luottamus
- Oikeudenmukaisuus
- Korruptio ja epäsosiaalinen käytös
- Rahailuusio
- Tarinat

(Akerlof ja Shiller 2009, 5). Nämä viisi *animal spirits*:in piirrettä luovat pohjan behavioraaliselle taloustieteelle ja ne yksin tai yhdessä pystyvät vastaamaan moniin taloudellisiin ongelmiin. Seuraavaksi tässä tutkimuksessa käsitellään nämä viisi piirrettä yksitellen.

9.1.1 Luottamus

Luottamus on erittäin inhimillinen ilmiö, joka useasti ansaitaan hyvillä teoilla, oikeilla teoilla tai kovalla työllä ja menetetään helposti väärillä valinnoilla, odotusten pettämisellä tai petoksella. Akerlof ja Shiller esittävät mielenkiintoista pohdintaa englannin kielen sanasta *confidence* ja päätyvät tiivistämään luottamuksen uskomiseen ja luottamiseen (Akerlof ja Shiller 2009, 11-12). Taloudellisesti luottamus on tärkeä, koska se vaikuttaa ihmisten päätöksiin epäselvissä ja epävarmoissa tilanteissa. Luottamus voi saada ihmisen toimimaan epäjohdonmukaisesti, ja äärimmäisissä tapauksissa luottamus voi hämärtää täysin yksilön talouden ymmärryksen. Luottavainen yksilö voi väheksyä tai täysin hylätä varmaakin tietoa, kun hänen toimintaansa ohjaa

luottamuksesta peräisin oleva uskomus tiedon sijaan. Luottamus murtaa perinteisen taloustieteen ajatuksen ihmisestä rationaalisenä hyötynsä maksimoijana. (Akerlof ja Shiller 2009, 12.)

Luottamuksella on erityisen tärkeä asema makrotaloudessa, koska luottamuksen määrä on taipuvainen vaihtelevaan riippuen talouden sen hetkisestä tilanteesta. Ihmiset ovat luottavaisia talouden nousikausina eli niin sanottuina hyvinä aikoina sijoittaen avokätisesti ja spontaanisti, koska tietävät vaiston varaisesti, että sijoitukset tulevat olemaan menestyksiä (Akerlof ja Shiller 2009, 12). Tämä johtaa sijoituskohteiden arvon nousuun, joka on riippuvainen ei perinteisistä taloudellisista syistä. Tämän kaltainen arvon nousu, joka on peräisin ihmisten luottamuksesta, on hauraampi kuin taloudellisiin perusteisiin rakentuva arvon nousu. Niin kauan kuin ihmiset pysyvät luottavaisina, tämän toiminnan impulsiivisuutta on vaikea havaita, mutta luottamuksen kadotessa toiminnan hauras pohja on erittäin selvä kaikille (Akerlof ja Shiller 2009, 13). Luottamuksen kääntöpuoli onkin luottamuksen puute, jolloin ihmiset kyseenalaistavat kaiken taloudellisen toiminnan järkevyyden, ja talous ajautuu pysähtyneisyyden aikaan, kun talouden toimijat eivät uskalla toimia.

Behavioraalinen taloustiede haastaa hyvin perinteisen taloustieteen näkemyksen ihmisen päätöksen teosta. Perinteinen teoria väittää ihmisten miettivän jokaisessa päätöksessään kaikki vaihtoehdot läpi ja päätyvän valinnassaan toimintaan, joka maksimoiva yksilön hyödyn. Behavioraalinen taloustiede kyseenalaistaa kyseisen näkemyksen, koska kaikkien lopputulemien ja vaihtoehtojen arvoittaminen ja tietäminen on mahdottomuus. Tosiasiassa ihmiset tekevät suuretkin päätöksensä luottamuksensa perusteella. (Akerlof ja Shiller 2009, 13.) Useasti ihminen luo tai hänellä on jokin näkemys asiasta ja sitten hän toimiessaan joutuu luottamaan siihen, että hänen näkemyksensä on oikea. Keynesin näkemys *animal spirits*istä on, että suurissa päätöksissä ihmiset ovat riippuvaisia luottamuksesta (Akerlof ja Shiller 2009, 13). Tämä havainto avaa uuden näkemyksen vanhoihin käsityksiin markkinoista ja talouden toiminnasta. Keynesin esittämä ja John R. Hicksin tulkitsema kerroinvaikutus herää aivan uudella tavalla eloon luottamuksen myötä. Erittäin yksinkertaistetussa muodossa kerroinvaikutuksessa on kyse siitä, että talouteen sijoitettu rahasumma kasvaa alkuperäistä summaa suuremmaksi, koska kulutuksen myötä raha alkaa kiertämään taloutta toimijalta toiselle. Riippuen taloudessa toimivien ihmisten kuluttamisaltiudesta kerroinvaikutus voi olla huomattava tai lähes olematon.

Luottamuksen kerroinvaikutus on hieman erilainen kulutuksen kerroinvaikutukseen nähden. Luottamuksen muutos on havaittavissa seuraavassa syklissä luottamuksen ja tulojen muutoksena ja

tämä muutos vaikuttaa taas seuraavaan sykliin (Akerlof ja Shiller 2009, 16). Esimerkiksi luottamuksen kasvu saa talouden toimijat kuluttamaan ja sijoittamaan, mikä kasvattaa taloutta ja hyvien tuloksien myötä tulot kasvavat ja luottamus kasvaa. Ehkä parhaiten tunnettu mittari luottamukselle on Michigan Consumer Sentiment Index, mutta mittarit ovat kuitenkin kömpelöitä kuvastamaan asiaa, jota ei voi varsinaisesti mitata (Akerlof ja Shiller 2009, 16-17). Vaikka kerroinvaikutus on havaittavissa niin nousu- kuin laskukaudella, on luottamuksen tapauksessa laskukauden vaikutus huomattavasti merkitsevämpi. Laskukausi johtaa luottamuksen katoamiseen, jolla on katastrofaaliset seuraukset taloudelle, kun talouden toimijat eivät pysty toimimaan luottamuspulan vuoksi. Esimerkiksi rahoituslaitokset eivät kykene myöntämään lainoja, koska eivät pysty luottamaan siihen, että lainanottaja maksaa lainansa. (Akerlof ja Shiller 2009, 17.) Luottamuspulan iskiessä perinteinen kulutukseen perustuva kerroinvaikutus katoaa lähes täysin. Julkisen vallan elvytyspaketit niin menojen kasvatuksen kuin verojen leikkauksien muodossa menettävät voimansa, kun kuluttajat luottamuspulan vuoksi kuluttamisen lisäämisen sijaan säästävät liikkeelle lasketun rahan pahan päivän varalle (Akerlof ja Shiller 2009, 17).

*Animal spirits*in muoto luottamus luo siis taloudelle ei mitattavissa olevat kertoimet, jotka huomattavasti vääristävät perinteiseen teoriaan perustuvia näkemyksiä. Luottamus voi ruokkia nousukautta tai sen puute voi johtaa elvytyksen epäonnistumiseen. Suomen kielessä sanotaan, että luottamus on ansaittava, mutta talouksien tapauksessa olisi tärkeintä ylläpitää luottamuksen taso. Nousukaudella liiallinen luottamus voi johtaa kuplien syntyyn, jotka ovat vaarallisia koko talouden luottamukselle, mutta vielä vaarallisempaa taloudelle on laskukauden luottamuspula, joka estää talouden elpymisen.

9.1.2 Oikeudenmukaisuus

Oikeudenmukaisuus on mielenkiintoinen ilmiö, koska mitkään perinteiset talouden mallinnukset eivät ota sitä huomioon, mutta ilmiö on useilla testeillä selvästi havaittu. Arvostettu talousvaikuttaja Albert Rees Akerlofin ja Shillerin mukaan tiivistää oikeudenmukaisuuden merkitsevyyden hyvin seuraavasti: ”Palkkoihin ja palkkioihin vaikuttavat tekijät ovat hyvin erilaiset verrattuna niihin, jotka uusklassinen teoria määrittää. Tekijä, joka vaikutti olevan ylivoimaisesti merkitsevin kaikissa tilanteissa, oli oikeudenmukaisuus.” (Akerlof ja Shiller 2009, 19-20.) Teoreettiset mallit ovat usein erittäin yksinkertaistettuja, joten on ymmärrettävää, ettei kaikkia vaikuttavia tekijöitä voida sisällyttää malliin. Oikeudenmukaisuuden ollessa esimerkiksi palkkoja ja palkkioita määrittäessä huomattava tekijä, on kapeakatseista sulkea se teorioista ulos. Akerlof ja Shiller paheksuvatkin käytäntöä taloustieteellisessä kirjallisuudessa, jossa oikeudenmukaisuus sivuutetaan joko kokonaan

tai päätyy oppikirjan vähemmän luettuun loppuosaan (Akerlof ja Shiller 2009, 20-21).

Oikeudenmukaisuus, kuten muukin behavioraalinen taloustiede, kärsii siitä, että kyseessä on psykologinen kysymys eikä taloustieteellinen ongelma. Akerlof ja Shiller esittävätkin tämän syyksi, miksi taloustieteen kirjallisuudessa käsitellään niin vähän oikeudenmukaisuutta. Siitäkään ei ole varmuutta, kuuluuko oikeudenmukaisuus psykologian, antropologian, filosofian vai sosiologian tiedealan piiriin. (Akerlof ja Shiller 2009, 21.) Tiedealasta riippumatta oikeudenmukaisuudella on havaittava vaikutus taloudellisissa päätöksissä. Tästä todisteena ovat useat tieteelliset kokeet ja kyselyt, joista esimerkkinä olkoon ihmisten valmius maksaa samasta rannalle otetusta juomasta enemmän laatuhotellin aulabaarissa kuin läheisessä ruokakaupassa (Akerlof ja Shiller 2009, 21-23). Suurin este todennäköisesti oikeudenmukaisuuden hyväksymiselle yleiseen taloustieteeseen on sen epämääräisyys. Oikeudenmukaisuutta on erittäin vaikea mitata tai määrittää.

Eräs tapa esittää oikeudenmukaisuus on vaihtokaupan käsitteen laajentaminen. Yleensä vaihtokaupassa kuvataan joku myymässä jotain jollekin jollain markkinoilla. Laajennettu versio on sosiologien käyttämä näkemys, joka kattaa kaupallisen toiminnan lisäksi muun vaihtokaupan ja sisältää samalla oikeudenmukaisuuden käsitteen. (Akerlof ja Shiller 2009, 23.) Muu vaihtokauppa voi olla esimerkiksi yrityksen sisäistä, ystävien välistä tai perheen sisäistä. Ei markkinaperusteinen vaihtokauppa voi olla vaikka avunpyytämistä ja -antamista. Sosiaalipsykologiassa tätä vaihtokaupan teoriaa kutsutaan *pääoman teoriaksi*. Kuten taloustieteilijät sosiaalipsykologit uskovat, että vaihtokaupan osapuolten tarjousten on kohdattava, mutta kauppatieteilijöistä eroten *pääomateoriassa* ei mitata pelkästään tarjousten rahallista arvoa vaan siihen vaikuttavat tekijät, kuten osapuolten subjektiivinen arvio. (Akerlof ja Shiller 2009, 24.) Vaihtokaupasta katoaa tasa-arvo, kun yksilöiden subjektiiviset arvot alkavat vaikuttamaan heidän käsitykseensä oikeudenmukaisesta vaihtokaupasta.

Hyvä esimerkki tästä ilmiöstä on Peter Blaun tutkimus monimutkaisiin oikeudenkäynteihin osallistuneista valtion edustajista. Tutkimuksessa paljastui, että vastoin ohjeistuksen edustajat päätyivät kysymään neuvoa epävarmoihin tilanteisiin esimiestensä sijaan samanarvoisilta kollegoiltaan. (Akerlof ja Shiller 2009, 24.) Voisi kuvitella, että rationaalinen ratkaisu ongelma tilanteessa olisi avunpyytäminen joko esimieheltä tai kokeneemalta kollegalta, koska heillä on todennäköisemmin tarjota oikea ratkaisu tilanteeseen. Näin ei kuitenkaan käy, koska kyseessä on vaihtokauppa ja apua tarvitsevat kokemattomat edustajat mielessään näkevät asian niin, että heillä ei joko ole mitään tarjottavaa vaihtokaupassa ylempi-arvoisten kanssa tai vaihtokaupan hinta olisi

liian kallis (Akerlof ja Shiller 2009, 24). Tässä yhteydessä on hyvä korostaa sitä, että vaihtokauppaa rajoittaa siis avunpyytäjän oikeudenmukaisuuden tunne eikä kokeneemman työntekijän tai esimiehen näkemys siitä, että heidän aikansa olisi liian kallista auttaa toista.

Pääoman teorialla pystytään selittämään joukko tapauksia, joissa oikeudenmukaisuudella on vaikutus taloudelliseen päätöksentekoon, mutta on myös laajempi ja kattavampi teoria oikeudenmukaisuudesta. Sosiologit sanoisivat, että on olemassa *normeja*, jotka määrittävät ihmisten kokeman oikeudenmukaisen käytöksen. On pystytty osoittamaan, että ihmisten onnellisuus on vahvasti sidoksissa sen kanssa, että he kokevat toiminsa niin kuin heiltä odotetaan. (Akerlof ja Shiller 2009, 25.) Pääasiallisesti odotukset ovat asetettu itsensä toimesta, mutta myös muun yhteiskunnan odotukset asettavat paineita ja normeja ihmisen käytökselle. Normit määrittävät siis ihmisille, miten he kokevat, että heidän pitäisi toimia ja kuinka muiden ihmisten pitäisi toimia. Luontaisesti ihminen pyrkii oikeuttamaan oman näkemyksensä oikeasta toiminnasta ja voi jopa loukkaantua jos hänen oikeudenmukaisuutensa kyseenalaistetaan. (Akerlof ja Shiller 2009, 25.) Normit muodostavat siis yhteiskunnalle käsityksen oikeudenmukaisesta maailmasta. On hyvä huomioda, että normit ja lait eivät ole sama asia. Vaikka jokin toiminta ei rikkoisi lakia, voi se kuitenkin olla yhteiskunnan mukaan epäoikeudenmukaista. Jos ihmiset kokevat jonkun olevan epäoikeudenmukainen, ovat he valmiita jopa maksamaan siitä, että epäoikeudenmukaista yksilöä rankaistaan, ja testiympäristössä on havaittu tämän rankaisu toimen tuottavan mielihyvää rankaisutoimea vaatineille (Akerlof ja Shiller 2009, 23-25).

Oikeudenmukaisuudella on mielenkiintoinen asema tutkimuksen kirjoitushetkellä taloustieteessä. Samanaikaisesti oikeudenmukaisuuden harkinta koetaan suureksi tekijäksi taloudellisessä päätöksessä ja aiheesta on paljon kirjallisuutta, mutta vallitsee myös perinne, jonka mukaan oikeudenmukaisuuden harkinta on toissijaista selitettäessä taloudellisia ilmiöitä (Akerlof ja Shiller 2009, 25). Oikeudenmukaisuuden harkinta on siis tavallaan osa arkea taloudessa, mutta teoria puolella se ei ole vakiinnuttanut asemaansa.

9.1.3 Korruptio ja epäsosiaalinen käytös

Perinteinen taloustiede on siitä mielenkiintoinen, että se ei ota kantaa siihen, mitä myydään. Kannanottaminen ei ole perinteisen taloustieteen tehtävä, mutta se muodostaa taloudentoimijoille mahdollisimman hyvät työkalut edistää taloutta ja ennustaa sen kehitystä. Behavioraalinen taloustiede ei rajoitu työkalujen muodostamiseen ja talouden ennustamiseen vaan pyrkii *animal spiritsin* myötä ymmärtämään taloutta paremmin ja se tarkoittaa myös talouden ikävemmän puolen

tarkastelua (Akerlof ja Shiller 2009, 26). Tämä ikävä puoli sisältää korruption, epäsosiaalisen käytöksen, petokset ja muut taloudelliset toimet, jotka useasti ajavat yhden tahon etua muita taloudellisia toimijoita vahingoittaen. Kapitalismi ja vapaa suhtautuminen talouteen mahdollistavat hurjan määrän eri hyödykkeitä. Lähtökohtaisesti kapitalismi tuottaa kaikkia tuotteita, joista voidaan saada voittoa. Tällä kapitalismin runsaudella on myös haittapuolensa, koska järjestelmä ei tuota pelkästään tuotteita, joita kuluttajat tarvitsevat vaan myös tuotteita, joita kuluttajat luulevat tarvitsevansa ja joista he ovat valmiita maksamaan. (Akerlof ja Shiller 2009, 26.) Järjestelmästä löytyy röhkeitä toimijoita, jotka ovat valmiita käyttämään ihmisten hyväuskoisuutta hyväkseen saavuttaakseen voittoa. Tästä hyvänä todisteena ovat kaikki vaihtoehtoiset hoitomenetelmät ja lääkkeet, joille ei ole todettu mitään parantavaa vaikutusta.

Kapitalismin tuottamasta suuresta hyödykemäärästä huolimatta kuluttaja ei ole täysin markkinoiden armoilla hyödykevalinnoissaan. Eri maissa on eri asteiset kuluttajansuojalait ja vähittäistavarakaupat takaavat tuotteensa tiettyyn pisteeseen asti. Kuluttajat eivät myöskään ole tyhmiä, ja suuren osan kulutuksesta ollessa toistuvaa he oppivat nopeasti tunnistamaan tuotteet, jotka eivät tuota tuloksia. (Akerlof ja Shiller 2009, 27.) Tämä kannustaa myös tuotteenvalmistajia toimimaan rehellisesti markkinoilla, koska lainsäädäntö voi asettaa valmistajan korvausvelvolliseksi, ja huijaukseksi paljastuvat tuotteet harvoin saavuttavat kannattavat myyntimäärät. Internetin tuomat tietoliikennemahdollisuudet ovat myös parantaneet kuluttajien tietoisuutta. Suojaverkosto ei kuitenkaan ole täydellinen, ja eräs talouden kannalta tärkeimmistä hyödykkeistä on vailla kattavaa suojaa. Kyseessä on sijoitushyödykkeet.

Sijoitukset ja arvopaperit kuvastavat hyvin paljolti ihmisten säästöjä tulevaisuutta varten ja täten ne tarvitsisivat paremman suojauksen, mutta tämä on kuitenkin vaikea toteuttaa (Akerlof ja Shiller 2009, 27). Arvopaperimarkkinat kehittyvät jatkuvasti, joten suojaava lainsäädäntö joutuisi kehittymään myös jatkuvasti ja vahvan säätelyn pätevä vasta-argumentti on, että raskas säätely hidastaisi ja pienentäisi rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja siten hidastaisi myös talouskasvua tai elpymistä riippuen talouden tilanteesta. Arvopapereiden suojaamisen ongelma eli niiden epämääräisyys on ilmeinen kun tarkkailee tuotetta skeptisesti. Kyseessä on vain paperi liuska tai sähköinen versio liuskasta, jossa on epäsuora lupaus tuloista tulevaisuudessa. (Akerlof ja Shiller 2009, 27.) Nämä hyödykkeet ovat siis erittäin riippuvaisia niiden koetusta arvosta markkinoilla sekä arvopaperin liikkeellelaskijan rehellisyydestä ja kyvystä maksaa velvoitteensa.

Arvopaperimarkkinoiden kehittyminen on johtanut tilanteeseen, jossa edes alan asiantuntijat ja

analytiikot eivät pysty arvioimaan arvopaperien todellista arvoa. Yritykset ovat kasvaneet suurista tuotantomääristä seuraavien etujen vuoksi niin suuriksi ja monimutkaisiksi, että osakkeiden rajoitettu vastuu on tarpeen, jotta sijoittajia pystytään saamaan (Akerlof ja Shiller 2009, 27). Jos rajoitettua vastuuta ei olisi, eli osakkeen ostaja joutuisi vastaamaan yrityksen lainoista, kuten yksityisyrittäjä, eli täysmääräisesti, olisi sijoittaminen todella riskikästä toimintaa. Luvussa 8.2.1 ehdotetaan, että vastuuta rahoituslaitoksilla kasvatettaisiin ylitse sijoitetun pääoman, mutta ei kuitenkaan täysmääräiseksi. Rajoitettu vastuu samanaikaisesti suojaa osakkeenomistajia; se mahdollistaa riskikkäisiin hankkeisiin sijoittamisen, osakkeiden kaupan sijoittajien kesken, ja osakkeiden myötä syntynyt huomattava oman pääoman pohja toimii takuuna lainarahoittajille (Akerlof ja Shiller 2009, 27-28). Suuri oman pääoman pohja pitää konkurssin etäisenä mahdollisuutena, ja siksi rajoitettu vastuu ei ole ongelma lainarahoittajille. Hyvä kysymys on, kuinka paljon omaa pääomaa on tarpeeksi? Laskentatoimi ja kirjanpito tarjoavat keinot selvittämään yritysکوhtaaisesti, mikä on tarvittava oman pääoman määrä ja kuinka kaukana yritys on konkurssista (Akerlof ja Shiller 2009, 28). Luvut ovat riippuvaisia monista tekijöistä kuten yrityksen koosta ja toimialasta, mutta tarjoavat useasti tarkan ja kattavan tiedon yrityksen asemasta markkinoilla ja sen taloudellisesta vakaudesta. Kirjanpidossa on valitettavasti myös varjopuolensa.

Yrityksen ulkopuoliset toimijat ovat erittäin riippuvaisia yrityksen julkaisemista kirjapitotiedoista arvioidessaan yritystä. Kirjanpidossa on tulkinnanvaraisia kohtia, jotka useasti liittyvät arvostukseen, joita voidaan käyttää väärin sijoitustuotteittensa myynnin edistämiseksi. Valheellisella kirjanpidolla yhtiön omistajat voivat joko rahastaa omistamansa osakkeet tai osto-optiot ylitse niiden markkina-arvon tai kerätä rahaa markkinoilta ja jakaa se itselleen optioina, palkkioina ja osinkoina. Insentiivi valheelliseen kirjanpitoon on olemassa, koska voitot osakkeiden myynnistä ylihintaan voivat ylittää osakkeiden hallussapidosta saatavan diskontatun tulon. (Akerlof ja Shiller 2009, 28-29.) Valheellinen kirjanpito on laitonta toimintaa ja törkeät kirjanpidon vääristämiset ovat rikoksia useasti rikosnimikkeellä petos. Ongelmana on kuitenkin se, että rikosilmoituksia ei osata tehdä ennen kuin valheellinen kirjanpito realisoituu uusille omistajille. Vääristetyn luvut voivat olla ja todennäköisesti myös ovat sellaisia, että niihin liittyy arviointia ja tulkinnanvaraisuutta, jolloin valheellisen kirjanpidon paljastuessa voidaan vedota virhearviointiin tahallisen rikkomuksen sijaan. Valheellisen kirjanpidon estämiseksi ja sijoittajien turvana ovat tilintarkastajat, jotka valvovat kirjanpitoa ja pyrkivät ylläpitämään rahoitusmarkkinoiden rehellisyyttä (Akerlof ja Shiller 2009, 29).

Korruptiota ja epäsosiaalista käytöstä ilmenee todennäköisesti maailmalla jatkuvasti yksilöissä

ajankohdasta riippumatta. Tästä seuraa taloudellisia tappioita, mutta todelliseksi taloudelliseksi ongelmaksi se muodostuu vasta, kun se paisuu yhteiskunnalliseksi. Akerlof ja Shiller esittävät kirjassaan esimerkkien avulla, kuinka kolmessa viime lamassa Yhdysvalloissa (1990-1991 lama, vuoden 2001 lama ja 2007 vuodesta alkanut lama) oli havaittavissa löyhentymistä henkilökohtaisessa sitoutumisessa hyvän toiminnan periaatteisiin ja saalistavan käyttäytymisen kasvua (Akerlof ja Shiller 2009, 30-38). Olennainen kysymys on, miksi uudenlaisia korruption ja epäsosiaalisen käytöksen muotoja syntyy aika ajoin.

Behavioraalisen taloustieteen mukaan syitä on kolme. Ensinnäkin rangaistuksen pelko väärästä toiminnasta katoaa ajan myötä, kun entiset rangaistukset unohtuvat ja markkinat alentuvat hiljalti mentaliteettiin, jossa toiminta oikeutetaan sillä, että toisetkin tekevät samoin. Toiseksi markkinat kehittyvät nopeammin kuin valvonta tai osa markkinoilla toimijoista, joka johtaa tilanteeseen, jossa tehdään kauppaa hyödykkeillä tai sijoituskohteilla, joita ei täysin ymmärretä ja ovat vailla säätelyä. (Akerlof ja Shiller 2009, 38-39.) Nämä kaksi kohtaa vaativat ajankulumista edellisestä kriisistä, jotta rangaistustoimet pääsevät unohtumaan ja teknologian kehitystä, jotta säätelyn ulkopuolisia hyödykkeitä syntyisi. Kolmantena tekijä kriisin taustalla on kulttuurinen muutos, jossa aggressiivinen kilpailu ja saalistajamainen käytös tulevat joko suosituimmiksi tai vähemmän suosituiksi. Tässä on kyse puhtaasti *animal spirits*istä ja vaikean mitattavuutensa vuoksi katsotaan olevan taloudellisen tarkastelun ulkopuolella. (Akerlof ja Shiller 2009, 39.) Tämä ylenkatsominen on perinteiseltä taloustieteeltä virhe, koska suhtautumisen muutoksella on selvästi taloudelliset seuraukset ja pahimmassa tapauksessa päädytään kriisiin.

9.1.4 Rahailuusio

Perinteinen talousteoria ei usko, että ihmisellä olisi rahailluusiota. Sen mukaan ihmiset tekevät päätöksensä reaalihinnoilla nimellisten hintojen sijaan. Rahalla ei ole itsessään arvoa, se on vaihdonväline ja arvonmittari sekä arvonsäilyttäjä. Perinteisen taloustieteen mukaan ihmisten ollessa rationaalisia, heidän päätöksiinsä vaikuttavat vain se, mitä he pystyvät ostamaan tai myymään markkinoilla nimellisellä määrällä rahaa. Raha illuusion puuttuessa hinta- ja palkkapäätöksiin vaikuttavat vain suhteelliset kustannukset ja suhteelliset hinnat eivätkä niiden hintojen ja kustannusten nimelliset arvot. (Akerlof ja Shiller 2009, 41.) Behavioraalinen taloustiede haastaa tämän näkemyksen ja väittää perinteisen talousteorian olevan väärässä, eli rahailluusio on olemassa.

Rahailluusion historiaa tarkastellessa on mielenkiintoista huomata, että riippuen vallitsevasta

teoriasta rahailluusio on joko hyväksytty tai kielletty kokonaan. Ennen 1960-lukua talousteoria oli täynnä rahailluusiota tukevia näkemyksiä, joiden myötävaikutuksesta myöhemmin kehittyikin Kuluttajan hintaindeksi (KHI, Consumer Price Index), jonka tehtävänä on pitää ihmiset tietoisena inflaation vaaroista ja vaikutuksesta. Ekonomisti Irving Fisher oli aikansa suuria vaikuttajia ja teoriallaan korkotason määrittymisestä edisti inflaatiotietoisuutta. (Akerlof ja Shiller 2009, 41-42.) Talousteoriassa on suorastaan erikoinen kehitys, kun ennen 1960-lukua rahailluusio koettiin suureksi ongelmaksi ja inflaatiotietoisuutta pyrittiin tehokkaasti edistämään. Tilanne muuttui radikaalisti 1960-luvulla, kun uuden teorian myötä todettiin, että ihminen on täysin tietoinen inflaatiosta ja pystyy ottamaan sen täysmääräisesti päätöksissään huomioon. Milton Friedmanin näkemys rationaalisesta ihmisestä, joka käy kauppaa reaalisin hinnoin hävitti rahailluusion taloudellisesta keskustelusta ja saavutti nopeasti hallitsevan aseman taloustieteessä. Syntyi käsite luonnollisesta työttömyysasteesta, jossa inflaation taso pysyy vakaana. (Akerlof ja Shiller 2009, 42-45.) Rationaalinen ihmiskäsitys ja luonnollisen työttömyysasteen teoria tekivät taloustieteestä tieteellisemmän ja helpommin mitattavissa olevan, mutta etäännytti teoriaa todellisuudesta. *Animal spiritsin* olemassa olon kieltäminen ei poista sen vaikutusta.

Rahailluusion olemassa oloa tukevat useat havainnot talouden eri osa-alueilta. Esimerkiksi palkkaneuvotteluissa on havaittavissa niin työntekijä- kuin työnantaja- puolella haluttomuus sitoa palkkoja indekseihin, jotka huomioisi inflaation, ja niissä tapauksissa, joissa palkka on sidottu indeksiin se ei seurannut yhden suhde yhteen inflaatiokehitystä. Jos osapuolet toimisivat ilman rahailluusiota, olisi kummankin osapuolen mielestä palkan sitominen inflaation huomioivaan indeksiin luonnollinen ja hyvä ratkaisu. (Akerlof ja Shiller 2009, 47-48.) Osapuolet siis miettivät palkkaa rahana eivätkä vaihdon välineenä ostetusta ja myydystä työpanoksesta. Rahailluusio on puhtaimmillaan havaittavissa työmarkkinoilla työntekijöiden vahvassa vastustuksessa palkkaleikkauksille, eli palkat ovat siis jäykkiä alaspäin (Akerlof ja Shiller 2009, 48). Jos ihmiset olisivat täysin rationaalisia ja rahailluusiota ei olisi, palkkojen rahallisella kehityksellä ei olisi merkitystä vaan ainoastaan sillä, mitä kyseisellä raha summalla saisi ostettua. Palkkojen jäykkyys alaspäin kuitenkin osoittaa, että näin ei käytännössä ole.

Rahoitusmarkkinat on toinen ympäristö, jossa rahailluusio on havaittavissa suhteellisen helposti. Joukkovelkakirjoilla niin valtion liikkeelle laskemilla kuin yksityisillä ja useilla asuntolainoilla on kiinteä korko, joka ei siis huomioi inflaatiokehitystä (Akerlof ja Shiller 2009, 48-49). Voidaan väittää, että asetettu kiinteä korko huomioisi inflaatiokehityksen, mutta on erittäin epärealistista väittää, että monen vuoden inflaatio kehitys pystyttäisiin ennustamaan täydellisesti

joukkovelkakirjan liikkeelle laskuhetkellä. Tapauksissa, joissa rahoitusmarkkinoilla korjausta tapahtuu inflaatiokehityksen myötä, on useasti kyseessä yksipuolinen korjaus. Hyvänä esimerkkinä on omakohtainen kokemus asumisesta eläkevakuutusyhtiön vuokra-asunnossa, jossa vuokra oli sidottu elinkustannusindeksiin, mutta reagoi vain indeksin kasvuun. Rahail루션 myötä itse asiassa indeksin lasku, mutta vuokran pysyminen samana, olisi tarkoittanut asumiskustannusteni reaalista kasvua. Rahailूसio vaikuttaa myös kirjanpidon puolella. Kirjanpidolla on suuri vaikutus yrityksen osakkeiden hintaan, verotukseen, lainaehtoihin ja pahimmassa tapauksessa kirjanpidosta paljastuu jos yritys on konkurssissa. Ekonomit Franco Modigliani ja Richard Cohn ovat tutkineet ihmisten kykyä ottaa huomioon inflaatio osakemarkkinoilla sekä kirjanpidossa ja päätyivät lopputulokseen, jonka mukaan osake hinnat eivät huomioi inflaatiota. (Akerlof ja Shiller 2009, 49-50.)

Rahailूसio on siis havaittavissa talouden eri osa-alueilla, ja sillä on merkittävä vaikutus talouteen. Yksi modernin makrotalousteorian tärkeimmistä oletuksista ihmisten kyvystä nähdä inflaationverhon lävitse on siis hataralla pohjalla. Rahailूसio olisi useissa tilanteissa helposti poistettavissa indeksoimalla, mutta siitä huolimatta *animal spirits* ohjaa ihmiset hylkäämään indeksit. (Akerlof ja Shiller 2009, 50.) Rahailूसio tekee talouden toiminnasta teoriaa jäykempää, kun raha ei olekaan pelkkä vaihdon väline. Raha illusion huomioon ottaminen johtaisi uudenlaiseen lähestymiseen makrotalousteoriassa, josta seuraisi sitten erilaiset talouspoliittiset ratkaisut (Akerlof ja Shiller 2009, 50). Niin kauan kuin rahailूसion olemassa olo kielletään on merkitsevä ero teorian ja todellisuuden välillä tuloksissa, joka korostuu tilanteissa, joissa ihmiset kokevat menettävänsä rahaa. Esimerkkejä tästä ovat juuri palkan leikkausten vastustus ja ihmisten nihkeä suhtautuminen tuotteiden hinnan nousuihin, vaikka heidän palkka tasonsa nousisikin saman verran.

9.1.5 Tarinat

Ihmismieltä ja behavioraalista taloustiedettä ymmärtääksemme on käsitettävä ihmisten ajatusrakenne. Ihmismieli on rakentunut ajattelemaan asiat kertomuksina, joukkona peräkkäisiä tapahtumia, joilla on sisäinen logiikka ja dynamiikka, joista muodostuu yhtenäinen kokonaisuus. Hyvä esimerkki on ihmisten tapa havainnoida omaa elämäänsä tarinana, josta seuraa, että suuri osa ihmisten motivaatiosta kumpuaa heidän halustaan elää lävitse heidän oman elämänsä tarinan. (Akerlof ja Shiller 2009, 51.) Ilman tarinan luomaa kehystä ajattelulle ihmisen elämä olisi vain sattumanvaraisia tapahtumia peräkkäin. Koska ihmiset ymmärtävät asiat tarinoina, ovat hyvät tarinankertoajat tärkeässä asemassa asioita selitettäessä. Akerlofin ja Shillerin mukaan suuret johtajat

ovatkin ensisijaisesti hyviä tarinankertojia. Hyviä tarinankertojia tarvitaan, koska valtioiden, yritysten ja instituutioiden luottamus ja asema perustuu heidän tarinaansa. (Akerlof ja Shiller 2009, 51.)

Tarinat ja niiden merkitys korostuvat erityisesti politiikassa. Poliitikot virkansa puolesta puhuvat hyvin paljon ja useasti suurelle yleisölle. Koska ihmisten ymmärrys rakentuu tarinoiden ympärille, kertovat poliitikot useasti asiansa tarinan muodossa. (Akerlof ja Shiller 2009, 51-53.) Poliitikot luovat kilvan tarinoita maansa asemasta ja tulevaisuudesta, joista äänestäjä valitsee sitten sen tarinan, jota haluaa uskoa. Hyvä esimerkki tarinoiden voimasta on José López Portillon tarina Meksikosta altavastajana, joka nousee voittoisaksi. Portillon presidenttikauden aikana 1976-1982 Meksikosta löydettiin uudet huomattavat öljyvarannot, joidenka kuviteltiin häviävän vain Saudi Arabian öljyvarannoille suuruudessaan ja toisen öljykriisin (1979) myötä tämän varannon arvo kasvoi huomattavasti. (Akerlof ja Shiller 2009, 53.) Yhdysvaltojen köyhästä naapurista olikin yhtäkkiä tullut rikas ja vaikutusvaltainen valtio. Tämä tarina altavastajan voitosta ei kuitenkaan kestänyt loppuun asti. Uutta uljasta Meksikoa luodessaan Portillo oli ottanut raskaasti lainaa oletettuja öljyvarantoja vastaan ja öljyvarantojen paljastuessa huomattavasti oletettua pienemmiksi ja öljyn hinnan romahtaessa 1980-luvun puolivälissä oli Meksiko kriisissä (Akerlof ja Shiller 2009, 54). Portillon tarinan myötä Meksiko eli leveästi hänen presidentti kautensa ajan, mutta tarinan paljastuttua huijaukseksi joutui se maksamaan kalliin hinnan tarinasta.

Koska tarinat ovat riippuvaisia niiden kertojasta, ovat ne tiedonlähteenä hyvin kyseenalaisia. Tästä syystä lähtökohtaisesti katsotaan olevan erittäin epäammattilaismaista taloustieteilijältä rakentaa analyysinsä tarinoiden perusteella. Taloustieteilijöiden on tarkoitus pysytellä kvantitatiivisissä faktoissa ja teoriassa, joka perustuu optimointiin, erityisesti taloudellisten muuttujien optimointiin. (Akerlof ja Shiller 2009, 54.) Tarinoihin perustuva analyysi perustuu pahimmassa tapauksessa fiktion ja parhaimmassakin tapauksessa se on tarinankertojan näkemysten armoilla. Uutisiin uskovan on hyvä muistaa, että uutismedian liiketoiminta perustuu tarinoiden kertomiseen, joita ihmiset haluavat kuulla, ja täten täydellinen objektiivisuus asiaa lähestyessä hämärtyy (Akerlof ja Shiller 2009, 54). Behavioraalinen taloustiede haastaa tämän perinteisen taloustieteen näkemyksen, jossa kaikki perustuu vain faktaan. Behavioraalisen taloustieteen mukaan tarinoilla voi olla huomattavakin taloudellinen vaikutus ja täten niiden sivuuttaminen merkityksettöminä on virhe.

Tarinat voivat olla puhdasta fiktiota, mutta jos ne alkavat vaikuttaa talouden toimijoiden päätöksiin, tulee niistä merkityksellisiä. Tarinat eivät pelkästään selitä silloin faktoja vaan niistä tulee faktoja

(Akerlof ja Shiller 2009, 54). Tarinoilla on erityinen vaikutus luottamukseen, koska tarinat ovat keino viestittää vallitsevasta tilanteesta. Luottamus ei ole pelkästään yksilöllinen tunne, vaan se kuvastaa myös ihmisten näkemystä toisten ihmisten luottamuksesta. Inspiroivat menestystarinat herättävät suurta luottamusta ja vetävät puoleensa ihmisiä, jotka haluavat osaksi menestystä. (Akerlof ja Shiller 2009, 55.) Tarinat siis ohjaavat ihmisten luottamusta ja luottamus vaikuttaa ihmisten taloudellisiin päätöksiin. Monille osake- ja lainamarkkina kuplille onkin ominaista, että jälkikäteen on vaikea löytää selitystä ilmiölle, ellei tunne tarinaa kasvaneen luottamuksen takana (Akerlof ja Shiller 2009, 55). Tämän tutkimuksen kirjoitushetkellä on ollut havaittavissa hämmennystä siitä, kuinka on mahdollista, että arvopaperistaminen ja subprime-lainat kasvoivat niin suuriksi.

Tarinoiden selittäessä ihmisille heidän oman elämänsä lisäksi maailman heidän ympäriltään on ymmärrettävää, miksi behavioraalisessa taloustieteessä tarinoita pidetään tärkeinä. Tarinat niin hyvät kuin huonot leviävät modernissa tietoyhteiskunnassa epidemian tavoin ja ovat hallitsemattomia (Akerlof ja Shiller 2009, 55-56). Siksi onkin erityisen tärkeää, että tehdessä päätöksiä ja esimerkiksi 2007 vuonna alkaneessa kriisissä ryhdytään vastatoimiin kriisin hallitsemiseksi varmistetaan, että toimia tuetaan myös tarinoilla. Kohtuus on kuitenkin hyvä säilyttää, kuten Meksikon esimerkki hyvin osoitti, miten käy kun tarina karkaa kertojansa käsistä.

9.2 Behavioraalisen taloustieteen näkemys 2007 kriisistä

Taloustieteen tulkinnasta riippumatta kriisin tapahtumat pysyvät samoina eli tarkastellessa 2007 vuoden kriisiä behavioraalisen taloustieteen oppien mukaan muodostetaan kriisistä uusi teoria behavioraaliselle taloustieteelle ominaiset ilmiöt huomioon ottaen. Tässä tutkimuksessa on esitetty useita perinteisen talusteorian näkemyksiä kriisistä, joten olisi väärin väittää, että seuraava behavioraalisen taloustieteen näkemys olisi ainoa suuntauksen näkemys kriisistä ja sen synnystä. Vuonna 2007 puhjenneessa rahoituskriisissä on havaittavissa kaikki viisi *animal spiritsin* muotoa.

Ensinnäkin ennen kriisin puhkeamista on korruptiota ja epäsosiaalista käytöstä havaittavissa Yhdysvaltojen asuntomarkkinoilla. Ronald Reaganin aikana muodostunut vahva usko markkinavoimiin johti asuntomarkkinoiden heikoimpien asuntolainojen siirtymisen pelkästään Yhdysvaltojen valtion tukemista ohjelmista myös yksityisille toimijoille ja markkinoille (Akerlof ja Shiller 2009, 36). Avoimien markkinoiden ongelmaksi subprime-asuntolainoille muodostui näiden lainojen ottajien heikko yhteiskunnallinen asema ja ymmärrys. Useat subprime-asuntolainanantajat laskivat liikkeelle asuntolainoja, jotka olivat sopimattomia asuntolainantajille. Asuntolainojen

aggressiivinen mainonta ja varsinaiset asuntolainat eivät vastanneet toisiaan, mitä yhteiskunnan heikoiten koulutetut, heikoimmat ja huonoiten informoidut, joille nämä asuntolainat päätyivät, eivät kykeneet tajuamaan. (Akerlof ja Shiller 2009, 36.) Subprime-asuntolainat kävivät hyvin kaupaksi, kun yhteiskunnan heikoimmat kokivat saaneensa uskomattoman mahdollisuuden omaan asuntoon. Subprime-asuntolainojen osuus kasvoi 5 prosentista 20 prosenttiin, joka rahassa mitattuna oli 625 miljardia dollaria. Vaikka subprime-asuntolainojen tyrkyttäminen yhteiskunnan heikoimmille, jotka eivät realistisesti pysty maksamaan niitä takaisin, ei ole laitonta, on se epäilemättä moraalisesti arveluttavaa käytöstä ja täyttää korruption piirteet. (Akerlof ja Shiller 2009, 36.)

Vahvistus siitä, että subprime-asuntolainojen liikkeelle laskijat olivat täysin tietoisia niiden heikosta tasosta on havaittavissa heidän haluttomuudessa itse pitää kyseisiä asuntolainoja. Subprime-asuntolainat pilkottiin osiin ja pakattiin vastaavien osien kanssa arvopapereiksi, jotka myytiin eteenpäin (Akerlof ja Shiller 2009, 36-37). Tämä epämääräinen liiketoiminta huonoilla asuntolainoilla ei olisi kantanut hedelmää ellei markkinoille olisi syntynyt tarinaa, että nämä sijoituskohteet ovat tuottoisia ja luotettavia. Tätä tarinaa tukemaan asettuivat yllättäen luottoluokituslaitokset. Akerlof ja Shiller muotoilevat asian hyvin sanomalla, että tapahtui rahoituksellinen ihme, kun suuren riskin asuntolainojen paloista kasattu kokonaisuus sai lähes varmasti luottoluokittajilta parhaimman AAA-luokituksen (Akerlof ja Shiller 2009, 37). On syytä epäillä, että luottoluokittajien puolueettomuus kärsi siinä pelossa, että arvopaperien liikkeelle laskijat olisivat päätyneet toiselle luottoluokittajalle, elleivät he saaneet mieleistään luottoluokitusta. Tämä viittaa korruptioon asuntolainojen liikkeelle laskijoiden lisäksi luottoluokittajien joukossa. Tämän toiminnan katkaiseminen olisi aiheuttanut myös katkaisijalle huomattavat tappiot ja AAA-luottoluokituksen epäileminen ulkopuolisen toimesta olisi vaatinut todellista perehtymistä asiaan (Akerlof ja Shiller 2009, 37). Asuntolainamarkkinat ja luottoluokittajat loivat itselleen sopivan tarinan, joka tuotti hyvin, kunnes se menetti pohjansa ja asuntohinnat lakkasivat nousemasta.

Asuntolainamarkkinoiden sortuminen ja siitä seuranneet tappiot eivät kuitenkaan itsekseen riittäneet kaatamaan maailmantaloutta. Asuntokuplan puhkeamisesta seuraisi paljon tuhoisampi ilmiö, jota voidaan kutsua yleiseksi luottamuksen katoamiseksi. Luottamuksen katoamisen myötä markkinoilla vallitsee suuri epävarmuus. Epävarmuus on havaittavissa osakemarkkinoiden suuressa volatilitteetissä (Shiller 2011, 1). Eräs tulkinta osakemarkkinoiden suuresta volatilitteetistä on, että osakemarkkinoilla vallitsee ilmiö, jota voisi kutsua ”Keynesin kauneuskilpailuksi”, joka on saanut nimensä John Maynard Keynesin tarinasta lehden kauneuskilpailusta. Lyhyesti selitettynä kilpailussa äänestettiin kuutta kauneinta naista sadasta ja voittaja oli se, jonka kuuden joukko

vastasi parhaiten äänestyksen keskiarvoa. Kilpailun erikoinen muoto johti siihen, että kilpailijat pyrkivät ensisijaisesti arvaamaan ketä muut äänestäisivät tai ketä muut kuvittelijat muiden äänestävän sen sijaan, että äänestäisi omasta mielestään kuutta kauneinta. (Shiller 2011, 1-2.) Samankaltaista ryhmäajattelua, jossa pyritään arvaamaan, mitä muut osakemarkkinoiden toimijat tekevät on ollut havaittavissa. Osakkeiden ostajat ja sijoittajat eivät tee päätöksiään epävarmoilla markkinoilla rationaalisesti vaan joka päivä käydään uudelleen läpi ”kauneuskilpailu” (Shiller 2011, 2). Tämä entisestään ruokkii markkinoiden epävarmuutta ja ailahtelevuus vaikeuttaa yritysten pitkä aikaista suunnittelua ja suurten investointien tekoa. Franklin D. Roosevelt aikoinaan sanoi Yhdysvaltojen suuresta lamasta 1930-luvulla, että ei ole muuta pelättävää kuin pelko itse ja oli oikeassa. Nyt pelko hallitsee markkinoitamme katastrofaalisin seurauksin. (Shiller 2011, 3.)

9.3 Behavioraalisen taloustieteen tarjoama ratkaisu kriisiin

Behavioraalisen taloustieteen lisäksi useat perinteisen talousteorian näkemykset tukevat sitä, että Yhdysvaltojen asuntolainamarkkinoilla paisui taloudelle kestämaton kupla. Ihmisten oikeudenmukaisuutta palvelisi kuplan syntyyn ja kasvuun syyllistyneiden rankaiseminen, mutta se ei poistaisi markkinoilla vallitsevaa luottomuspulaa. Rahoituskriisin ratkaisemiseksi on siis kehitettävä ratkaisu, joka palauttaa markkinoille uskon sen toimintaan ja hälventäisi tulevaisuuden epävarmuutta tehden investoinneista jälleen kannattavia. Ratkaisu löytyy uusklassiseen teoriaan nähden mahdottomalta suunnalta, koska heidän tulkintansa mukaan rahapolitiikalla ei ole vaikutusta. Muutokset rahan tarjonnassa uusklassisen talousteorian mukaan muuttavat vain nimellisiä palkkoja ja hintoja pitäen tuotoksen ja työllisyyden vakiona. (Akerlof 2002, 416.) Tämä ei kuitenkaan päde, koska ihmisillä on raha illuusio. Hinnoissa ja palkoissa ilmenee jäykkyyttä, joka on sidoksissa nimelliseen arvoon. Empiirinen todistusaineisto osoittaa ja laajalle levinnyt yleinen usko vahvistaa käsityksen, että keskuspankeilla on valtaa vaikuttaa talouteen rahapolitiikalla (Akerlof 2002, 416).

Keskuspankilla ja rahapolitiikalla on siis valtaa ja tarvittaessa voimaa torjua ja hillitä rahoituskriisi. Yhdysvaltojen keskuspankki Federal Reserve alkujaan perustettiin torjumaan mahdolliset rahoituskriisit ja lopettamaan kierteen, jossa yhden pankin maksukykyongelmat aiheuttivat paniikin koko rahoitussektorilla ja ihmiset päätyivät jonottamaan pankkien eteen toivoen, että heidän edellä oleva ei olisi se viimeinen, joka saa nostettua talletuksensa (Akerlof ja Shiller 2009, 80-81). Yhdysvaltojen keskuspankki pystyi hillitsemään sille annetuilla keinoilla kriisejä rahoitusmarkkinoilla, kunnes rahoitusmarkkinat kehittyivät nopeammin kuin Federal Reserve pystyi vastaamaan. Ennen 2007 puhjennutta kriisiä kuviteltiin, että Federal Reserven neljän

rahoitusmarkkinallisen turvaverkon ansiosta pankkien maksukyky ongelmat olivat historiaa. Tämä varmaan piti paikkansa normaalien pankkien joukossa, mutta rahoitusmaailma oli kehittynyt ja oli syntynyt uusia rahoituslaitoksia kuten investointi pankit ja hedge-rahastot, jotka olivat pankkien kaltaisia, mutta eivät eroavaisuuksiensa vuoksi kuuluneet Federal Reserven suojaverkkojen alaisuuteen. (Akerlof ja Shiller 2009, 81-82.) Nämä varjopankit olivat kasvaneet huomattavaksi osaksi rahoitusmarkkinoita ja tekivät kauppaa aktiivisesti myös normaalien pankkien kanssa. Rahoitusmaailmaan oli siis kasvanut suuri täysin suojaamaton osa, joka oli sidoksissa markkinoiden muihin tekijöihin. Kriisin iskeytyessä heikosti suojatuille markkinoille eivät keskuspankin perinteiset menetelmät enää riitä torjumaan kriisin vaikutuksia.

Normaalisti toimiva lääke talous lamaan on korkojen laskeminen ja julkisen kulutuksen lisääminen tai vaihtoehtoisesti suositumpi verojen leikkaaminen. 2007 alkanut kriisi ei kuitenkaan ratkea pelkästään edellä mainituilla keinoilla, koska tässä lamassa ei ole kyse vain alhaisesta kysynnästä tai korkeista energia tai raaka-aine hinnoista. (Akerlof ja Shiller 2009, 86.) Tarvitaan järeämmät keinot, jotta luottolama saadaan taltutettua ja luottamus palautettua markkinoille. Behavioraalisen taloustieteen mukaan kriisin ratkaisemiseen tarvitaan julkiselta vallalta kaksi voimakasta toimenpidettä, jotka kohdistuvat niin lamaan kuin luottolamaan (Akerlof ja Shiller 2009, 88-89). Nämä toimet ovat kalliita, koska samanaikaisesti julkisen vallan on saatava talouden raskaat rattaat taas pyörimään ja paikattava kriisissä tuhoutunut rahoitussektori.

Behavioraalisen taloustieteen ratkaisussa ensiksi talouden asiantuntijat kuten Federal Reserve, Yhdysvaltojen kongressi ja Council of Economic Advisers (taloudellisten neuvonantajien neuvosto) määrittävät elvytyspaketin suuruuden, joka rahoitusmarkkinoiden toimiessa riittäisi täystyöllisyyden saavuttamiseen (Akerlof ja Shiller 2009, 88). Tämä talouden elvytyspaketti on täysin hyödytön, ellei samanaikaisesti elvytetä myös rahoitusmarkkinoita. Jos vain taloutta elvytetään, tulee se ilman toimivaa rahoitusmarkkinaa riippuvaiseksi elvytyspaketista, ja maa päätyy kierteeseen, jossa se tarvitsee jatkuvasti uusia elvytyspaketteja. Rahoitusmarkkinoiden elvyttämiseksi voidaan käyttää luvussa 6 esitettyjä vastatoimia, mutta on tärkeää ottaa huomioon, että pelkästään markkinoilla säilyneiden rahoituslaitosten pelastaminen ei riitä. Jotta rahoitusmarkkinoiden elvytys onnistuu ja luottolama saadaan päättymään on julkisen sektorin panostettava rahoitusmarkkinoille niin paljon, että markkinoilla säästyneiden maksukykyyn palauttamisen lisäksi se täyttää sen tyhjiön, jonka konkurssiin päätyneet rahoituslaitokset jättivät jälkeensä. (Akerlof ja Shiller 2009, 89-96.) Jos vain keskitytään pelastamaan rahoituslaitokset, jotka toimivat markkinoilla, päädytään tilanteeseen, jossa epävarmuus estää rahoituslaitoksia

myöntämästä muita kuin aivan varmoja lainoja. Niin kauan kun luottolama vallitsee, ovat kaikki muut elvytystoimet tehottomampia ja niiden kerroinvaikutukset pienempiä, kuin ne voisivat olla, koska luottolaman vuoksi raha ei kierrä tehokkaasti taloudessa. Tehokkaasti toimivilla rahoitusmarkkinoilla voidaan julkisen sektorin 250 miljardin dollarin pääoma lisäyksellä luomaan 3,125 biljoonan dollarin edestä lainoja jos pääomavaatimustaso lainaa kohden on 8 %. (Akerlof ja Shiller 2009, 89-95.)

Behavioraalisen taloustieteen ero perinteiseen talousteoriaan kriisiä ratkaistaessa ei varsinaisesti ole ratkaisun muodossa vaan siinä, miten kyseinen ratkaisu toteutetaan. Ratkaisun on oltava tarpeeksi rohkea ja itsevarmuutta huokuva, jotta se poistaa epävarmuuden markkinoilta ja palauttaa luottamuksen sekä sen on oltava tarpeeksi suuri, jotta se paikkaa romahtaneen rahoitussektorin jättämän aukon taloudesta. Nämä toimet ovat kalliita ja vaativat julkiselta sektorilta huomattavia sijoituksia ja todennäköisesti huomattavaa lainanottoa, mutta ovat samalla myös ainoa suhteellisen nopea keino ulos kriisistä. (Akerlof ja Shiller 2009, 95-96.) Maailmantalous on ihmisten luoma ja täten se on ihmisten ja *animal spiritsin* armoilla. Maailmantalous ja luottamus palautuisivat todennäköisesti myös itsestään ajan myötä, kun ihmismieli unohtaisi tämän kriisin ongelmat, mutta sen kesto on vaikea määrittää ja ihmisen ollessa taipuvainen toimimaan ovat elvytystoimet todennäköisiä myös seuraavissa kriiseissä.

10. Lopuksi

Tämä tutkimus on pyrkinyt tarjoamaan mahdollisimman laaja-alaisen näkemyksen maailmaa riepotelleesta rahoituskriisistä. Tutkimus on pysytellyt erittäin teoreettisella tasolla. Tutkimuksessa on esitetty näkemyksiä 2007 puolivälistä alkaneen talouskriisin synnystä, vaikutuksista, uhista ja vastatoimista. Tutkimus ei kuitenkaan ole ollut koko kriisin kattava, joten jatkotutkimuksia ajatellen tutkittavaa löytyy.

Tutkimuksessa on päädytty siihen lopputulokseen, että rahoituskriisin mahdollisti kriisiä edeltänyt pitkä suhteellisen tasaisen talouskasvun jakso ja ylisuuri usko rahoitusmarkkinoiden toimintakykyyn. Tutkimuksessa on esitetty erilaisia teoreettisia selityksiä ja teorioita, miksi näin kävi, mutta pohjimmiltaan kaikissa näkemyksissä ovat tapahtumat luonnollisesti samat. Erityisesti Yhdysvalloissa, mutta myös muualla maailmalla, rahoitusmarkkinoilla alettiin toimia ylitse kannattavan sijoitustoiminnan eli laajennettiin rahoitusmarkkinat talouden osa alueille, joilla toiminnan riski oli liian suuri sekä sijoitustoiminta oli liian riippuvaista talouden ja hintojen jatkuvasta kasvusta ja tämä kostautui. Rahoitusmarkkinoiden riski ei ollut laskenut, kuten nousukauden aikana oletettiin. Kyseessä oli vain riskin hälväminen, jonka taustalla oli pitkä aikainen talouden vakaus. Vaikka globaali epätasapaino on olennainen osa rahoituskriisin syntyä, ei sitä voida kuitenkaan suoraan syyttää kriisistä. Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilla olisi ollut mahdollisuus pysyä hillittyinä ja silloin rahavirrat olisivat voineet kohdistua globaaleilla rahoitusmarkkinoilla huomattavasti paremmin.

Uhkakuvia käsitellessä tämä tutkimus on ehkä hieman liikaa keskittynyt rahamarkkinoiden toimintaan. Mielenkiintoisia jatkotutkimuksia olisivatkin tutkimukset kuinka rahamarkkinoiden kompuointi heijastuu reaali maailmaan ja vaikuttavatko reaali maailmaan peilaantuneet ongelmat rahamarkkinoiden elvytyksen jälkeenkin vahvasti. Tutkimuksen aikana ilmeni, että nämä tutkimuksessa esitetyt uhkakuvat on otettu valtioiden taholla vakavasti ja vastatoimet on yritetty kohdistaa juuri näiden uhkien torjuntaan. On kuitenkin hyvä huomioida, että kriisin uusiutumista estämään tehdyt toimet ovat täysin sivuuttaneet sen vaihtoehdon, että julkinen sektori olisi tehnyt virheen asuntopolitiikassaan. Jos todellisuudessa luottokriisin synnyn takana onkin asuntopolitiikka, jää maailmantalouteen elämään huomattava riski rahoituskriisin ja asuntokuplan uusiutumisesta.

Huolestuttavaa jatkon kannalta onkin se, että useat vastatoimet on kohdistettu seurauksiin eikä

syihin. Globaaliin epätasapainoon ei ole puututtu ja Yhdysvaltojen asuntopolitiikka on säästynyt aiheelliselta kritiikiltä ja toiminnalta. Kumpikin näistä on vain kriisin osatekijöitä, mutta niiden olemassaolo kuitenkin mahdollistaa uuden kriisin synnyn seuraavalla nousukaudella. Kriisitä on vastatoimilla onnistuttu leikkaamaan rikkaruohon näkyvä osa eli lehdet ja kukka, mutta sen juuret ovat edelleen olemassa. Jos rakenteellista muutosta ei tapahdu globaalissa säästö- ja kulutuskäyttäytymisessä, talouskriisin uusiutuminen on suuri uhka. Tietenkin on olemassa pieni mahdollisuus, että tästä talouskriisistä on opittu jotain ja lainamarkkinoilla ei päädytä enää tekemään rahoituskriisiä edeltäneitä uhkarohkeita päätöksiä koko markkinoiden laajuisesti. Epäily on kuitenkin suuri, koska tätä kriisiä edeltänyt kriisi 2000-luvun alun *IT-kupla* sisälsi hyvin samankaltaisia riskisijoituksia kuin tämä kriisi.

Tutkimusta tehdessä oli havaittavissa rahoitusmarkkinoille erikoinen, pohjimmiltaan hyvä, mutta käytännössä täysin mahdoton yritys. Rahoitusmarkkinat yrittivät uusin sijoitusmuodoin ja arvopaperistamisen keinoin poistaa riskiä sijoitustoiminnasta. Jokainen laskentatoimen tai rahoituksen peruskurssin käynyt tietää, että periaatteessa rahoitusmaailmassa riski ja suuret tuotot kulkevat liitossa. Mitä suurempi riski on, sitä suuremmat ovat tuottovaatimukset. Tämä liitto pyrittiin murtamaan uusilla riskin hallintamenetelmillä ja luomalla suuri tuottoisia vähäisen riskin sijoituskohteita. Nousukauden ajan tämä illuusio kesti, mutta kuten tässä tutkimuksessa on osoitettu, illuusio särkyi hintojen kasvun tyrehtyessä katastrofaalisin seurauksin. Onkin mielenkiintoista, että esimerkiksi behavioraalinen taloustiede ehdottaa, että julkisen sektorin olisi paikattava rahoitussektorin aukot, mutta tosiasiaa taloudessa vallitse aukko on itse asiassa hälventynyt valhe. Sen sijaan, että haikaillaan kriisiä edeltäneen hälventyneen valheen tasoa taloudessa, pitäisi miettiä, kuinka tämä talouden taso voitaisiin saavuttaa realistisesti.

Talouskriisin aikana suurimpia ongelmia on ollut talouden epävarmuus, joka on johtanut monilla aloilla investointien lykkäykseen ja rahoitusmarkkinoilla pitkän aikavälin sijoitusten rajuun vähenemiseen markkinoilla. Maksimaalisen dynaamisuuden tavoittelu on johtanut tilanteeseen, jossa markkinoiden toimijat ovat dynaamisia, mutta luottamuksen puute pitää markkinat jäykkinä. Tilanteen normalisoitumista ei auta Too Big to Fail -linjaus. Julkisen vallan puuttuminen yksityisten yritysten kohtaloon rahoitusmarkkinoilla on luonut vaaran varomattamasta sijoitustoiminnasta. Kriisin aikainen julkisen vallan toiminta on antanut suurille rahoitusinstituutioille hyvän syyn uskoa, että julkinen valta ei anna heidän yritystensä kaatua. Tämä moral hazard voi johtaa riskisijoituksiin, joita rahoitusinstituutio ei tekisi, ellei se voisi luottaa julkisen vallan puuttumiseen hädän hetkellä. Yhdysvalloissa eritoten rahoitusinstituutioiden käytös elvytyksen yhteydessä on

saanut veronmaksajat närkästymään. Tilanteen purkamiseksi olisikin suositeltavaa, että valittaisiin joko tässä tutkimuksessa ehdotetuista ratkaisuisista toinen tai jokin muu konkreettinen ratkaisu. Pelkkä poliitikkojen vakuuttelu toimien lakkauttamisesta ei riitä, koska hädän hetkellä he eivät olisi kykeneviä tekemään ratkaisua, jonka taloudelliset tappiot olisivat ilmeisiä ja iskisivät heti.

Eurooppaa ja Yhdysvaltoja vertailtaessa oli yllättävää Euroopan kyky toimia Yhdysvaltoja tehokkaammin. Huomattavaa kuitenkin on, että tehokkuus ei johtunut Euroopan unionista vaan maiden kyvystä käyttää toistensa rakentamia malleja hyväksi oman elvytysmallin luomisessa. Nopea ratkaisu ei kuitenkaan ollut välttämättä hyvä ratkaisu ja tämän kirjoitushetkellä Euroopassa vallitsee heikompi tilanne kuin Yhdysvalloissa. On totta, että keskitetty malli kärsi tehottomuudesta, koska sen täytyi aina ensin toimia ja sitten vasta pystyttiin toteamaan toiminnan tehokkuuden. Hajautetussa mallissa kaikkien unionin jäsenmaiden ei tarvinnut toistaa samoja virheitä, vaan kukin jäsenvaltio pystyi tarkastelemaan ja arvioimaan eri toimintojen tehokkuuden naapureidensa avulla ja täten rakentamaan itselleen sopivan ratkaisun. Hajautettu ratkaisu tuotti suhteellisen nopeasti vastauksen kriisiin jäsenmaakohtaisesti, mutta unionin kokonaisuuden kannalta tuli ongelmia. Erityisesti yhteisessä valuuttassa eurossa olevat valtiot kriisin myötä joutuivat eri suuntiin johtuen heidän erilaisista tuottavuus ja taloudellisista taustoista. Yhteinen valuutta ei kuitenkaan voinut jakautua kahteen eri suuntaan ja Euroopan unioni päätyi ennennäkemättömään kriisiin.

On todettava, että behavioraalinen taloustiede tuo sopivasti uutta näkemystä taloustieteeseen. Varsinkin perinteisten näkemysten haastaminen ja keskustelun avaaminen oletusten paikkansa pitävyydestä tuovat uusia selityksiä ja näkemyksiä talouden tulkintaan. Behavioraalisen taloustieteen historia on avoin tulkinnalle, koska John Maynard Keynesin kirjoitukset voidaan tulkita tukevan kyseistä näkökulmaa. Siitä voidaan kuitenkin olla suhteellisen varmoja, että taloustieteen pitkään jatkunut yksinkertaistaminen ja mallien tehostaminen on jättänyt paljon niin sanottuja harmaita alueita teorioihin. Näitä harmaita alueita *animal spirits* on pystynyt hyvin selittämään. Tähän tutkimukseen behavioraalinen taloustiede on tarjonnut uudenlaisen näkemyksen kriisiin, joka osaltaan tukee muita teorioita kriisistä, mutta on samalla myös haastanut esimerkiksi kriisin ratkaisun. Mielenkiintoista jatkotutkimusta voisi tehdä tutkimalla tarkemmin *animal spiritsin* eri osa-alueita kriisissä ja vaikuttiko kriisin syvyyteen mahdollisesti kriisiä edeltänyt pitkä kasvun jakso. Olivat ihmiset unohtaneet talouden suhdanteet ja pääsikö suhteeton paniikki valloille laskukauden iskiessä?

Eri teorioita ja tulkintoja kriisistä vertailtaessa on vaikea sanoa, mikä teorioista on paras selittämään kriisiä. Kaikki teoriat luovat hyvin argumentoidun näkemyksen kriisistä ja osaltaan varmaan jokainen on oikeassa. Näiden eri teorioiden esittäminen tässä tutkimuksessa tuovat hyvin esiin kriisin monimuotoisuuden ja sekavuuden. Ei pidä erehtyä luulemaan, että 2007 vuonna puhjennessa kriisissä olisi kyse jostain *täydellisestä myrskystä*. Parhaiten kriisiä kuvaisi varmaan joukko dominopalikoita tai korttitalo. Ei pystytä osoittamaan, että kriisissä yksikään osa-alue tai aiheuttaja olisi ylitse muiden eli riippumatta siitä mikä kortti talosta ensimmäisenä kaatuu, sortuu koko talo lopulta.

Kriisi on jättänyt pelon myötä talouteen liiallisen dynaamisuuden ihailun. Tulevaisuuden epävarmuus on saanut yritykset, sijoittajat ja kuluttajat karttamaan pitkä- aikaista sitoutumista, ja tämä ei ole välttämättä hyvästä. Teoriassa dynaaminen ja nopeasti reagoiva yksilö tai yritys on kilpailukykyinen ja malliyksilö, mutta ongelmaksi muodostuu käytännön maailma. Behavioraaliseen taloustieteeseen viitaten ihminen tarvitsee tiettyä staattisuutta ja pysyvyyttä. Onnellisuuden tavoittelu ja itsensä toteuttaminen on helpompaa, kun on vakaa tulo ja työpaikka. Dynaamisuuden ja kilpailukyvyn tavoittelu on johtanut maailmanlaajuiseen työttömyyden kasvuun, josta seuraa taas tyytymättömyyden kasvua. Tyytymättömyys johtaa pahimmassa tapauksessa poliittisen epävakauden kasvuun. Vaarallinen kierre ei ilmene pelkästään työttömien keskuudessa vaan työssäkävien paineet ovat kasvaneet myös huimasti kilpailukykyä tavoiteltaessa. Tämä on purkautunut taloudelle haitallisesti työurien äkillisinä katkeamisina burnout, masennus tai muista terveydellisistä syistä. Tästä voisikin muodostua todellinen tutkimus aihe: Tuhoako ylikilpailu kansakuntien terveyden? Olisi myös mielenkiintoista nähdä jatkotutkimus siitä, kuinka rahoituskriisin jälkeen selviydytään kasvaneesta työttömyydestä. Onko edellisen sukupolven ahneuden myötä syntynyt maailmalle taloudellisesti menetetty sukupolvi?

Kokonaisuudessaan tätä tutkimusta tehdessä 2007 vuoden puolivälistä alkaneesta talouskriisistä jäi mielikuva nousukauden varjossa kasvaneesta uhasta, joka puhjettuaan loi tappioita ympäri maailmaa, mutta vastatoimien avulla kriisin pahimmat karikot pystyttiin välttämään. Tämän tutkimuksen kirjoitushetkellä eletään vielä talouskriisin varjossa ja maailmantalouden palautuminen nousu-uralleen on vielä edessä. Uskomus on kuitenkin vahva, että pahin on jo takana tästä kriisistä. Euroopassa on vielä havaittavissa epätietoisuutta tulevaisuudesta ja osalla kansoista on ollut vaikeuksia hyväksyä eletyn valheen kallis hinta.

Lopuksi haluaisin kiittää seuraavia tahoja ja henkilöitä. Ensimmäinen ja suurin kiitos kuuluu Herralle, joka on perääni katsonut, paljon lahjoja minulle antanut ja jonka käsiin lasken henkeni joka päivä luottavaisin mielin. Haluaisin kiittää Tampereen yliopistoa ja erityisesti Johtamiskorkeakoulua, joka on tarjonnut minulle mahdollisuuden opiskella kauppatieteitä ja kansantaloustiedettä. Tampereen kaupunkia kiittäisin viihtyisästä opiskelu ympäristöstä. Professori Matti Tuomalaan kiittäisin mielenkiintoisista keskusteluista ja ohjauksesta tutkimusta tehdessä. Erityismaininta kuuluu myös kauppatieteiden opintoasiain päälikölle Inga Jankalle, jonka ohjaus ja avustus ovat pitäneet minut valmistumistavoitteessani. Tutkimukseni kieliasun puhtaudesta kiitos kuuluu kahdelle entiselle opettajalleni Tiina Saloselle ja Ale Toijoselle. Maailmasta ei löydy tarpeeksi hienoa kiitosta kuvaamaan sitä kiitollisuuden tunnetta, joka minulla on lähisukulaisiani niin edesmenneitä kuin eläviä ja erityisesti perhettäni kohtaan tuesta, rakkaudesta ja turvasta, jota olen heiltä saanut. Haluaisin myös kiittää kahta rakasta ystävääni Maria Heikkilää ja Lasse Repoa mielenkiintoisista keskusteluista ja täysin pyyteettömästä ystävydestä. Kiitos kuuluu myös kaikille, joita en muistanut mainita, mutta ovat opintoihini tai elämäni vaikuttaneet.

Lähteet:

Akerlof, G. A., Shiller, R. J. (2009). *Animal Spirits, How Human Psychology Drives the Economy, and Why It Matters for Global Capitalism*. Princeton University Press, 1. painos

Akerlof, G. A. (2002). Vuoden 2001 Nobel puhe, joka on kerätty artikkeliksi: *Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behaviour*. The American Economic Review, June 2002, Vol. 92, No. 3, s. 411-433

Astley, M., Giese, J., Hume, M., Kubelec, C. (2009). *Global imbalances and the financial crisis*. Quarterly Bulletin 2009 Q3. Bank of England

Belke, A. (2009). *Fiscal Stimulus Packages, Uncertainty and Economic Crisis Is the Option of Waiting Valuable*. Intereconomics, January/February 2009, vol. 44, Number 1, s. 15-22

Boeri, T. (2009). *Seizing the European Day*. Intereconomics, January/February 2009, vol. 44, Number 1, s. 13-15

Cowen, T. (2012). *Break Up the Banks? Here's an Alternative*. the New York Times, February 11, 2012

Elliot, D. J., Baily, M. N. (2009). *Telling the Narrative of Financial Crisis: Not Just a Housing Bubble*. Washington: The Brookings Institution, November 23

Foroohar, R. (2011). *The Great American Divide*. TIME, October 10, Vol. 178, Issue 14, s. 28-29

Frank, N., Hesse, H. (2009). *The Effectiveness of Central Bank Interventions During the First Phase of the Subprime Crisis*. IMF Working Paper No. 206. International Monetary Fund Middle East and Central Asia Department

Gros, D. (2009). *Convergence and Divergence in Public Finance*. Intereconomics, January/February 2009, vol. 44, Number 1, s. 10-12

Karlgaard, R. (2010). *The Crazy Data Decade*. Forbes May 10, Vol. 185 Issue 8, s.19

Kirby, J. (2010). *A C-note is not what it used to be*. Maclean's May 10, Vol. 123 Issue 17, s.42

Krishnamurthy, A. (2009). *How Dept Markets have Malfunctioned in the Crisis*. NBER Working Paper No. 15542, National Bureau of Economic Research.

Luskin, D. L. (2009). *The Fed Fears Unemployment More Than Rising Prices*. Reason Oct Vol. 41, Issue 5

Ranciere R., Tornell A. (2011). *Was the U.S. Crisis a Financial Black-Hole?* IMF Economic Review 2011, Vol. 59 Issue 2, s. 271-305

Schmieding, H. (2009). *The Case Against a Common Fiscal Boost in Europe*. Intereconomics, January/February 2009, vol. 44, Number 1, s. 4-9

Shiller R. J. (2011). *The Beauty Contest That's Shaking Wall St*. The New York Times Reprints, September 3 2011, s. 1-3

Tuomala, M. (2012). *Saksan ylijäämä kääntyi kriisimaiden tappioksi*. aikalainen, 2012 numero 4, s. 4-5

USA Government (2010), *Brief Summary of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, July 1

USA Today (2009). *Deflation fears persist amid upturn*. October 20, USA Today.

Wallison, P. J. (2011). *Three Narratives about the Financial Crisis*. CATO Journal, Fall2011, Vol. 31 Issue 3, s. 535-549

Werkmeister, W. (2010). *Financial Crisis 101: A Beginner's Guide to Structured Finance, the Financial Crisis, and Capital Market Regulation*. Kennedy School Review, 2010, Vol. 10, s. 92-98

Zingales, L. (2010). *A Market-Based Regulatory Policy to Avoid Financial Crises*. CATO Journal, Fall210, Vol. 30 Issue 3, s. 535-540