

# Miten estetään finanssi- kriisejä tulevaisuudessa?

Pankki- ja finanssikriisejä on ollut ennätysmäärä viimeisten 20 vuoden aikana. Tällaisten kriisien torjunta on epäonnistunut pahasti. Euroalueenkin kriisinratkaisumallit ontuvat.

Heikki Koskenkylä  
Valtiot.tri  
heikki.koskenkyla@kolumbus.fi

**V**uonna 2007 alkanut finanssikriisi on kestänyt jo puoli vuosikymmentä. Alun perin Yhdysvaltain asunto-markkinoiden arvopapereista alkanut kriisi levisi nopeasti globaalille tasolle, seurasi taantuma ja alkoi valtioiden velkakriisi, jonka kanssa on jatkunut pankkikriisi varsinkin euroalueella. Pankkikriisejä on esiintynyt kautta aikojen, mutta niitä on ollut 1990-luvulta lähtien ennätysmäärä. Tämä tuntuu varsin oudolta, koska 1980-luvun lopun jälkeen pankkialan sääntelyä ja valvontaa on uudistettu jatkuvasti (Koskenkylä 2004).

Kiitän Pentti Pikkaraista ja Heikki Taimiota hyödyllisistä kommentteista.

Heikki Koskenkylä ei ole optimisti finanssikriisin suhteen, koska moraalikatoa on luotu niin paljon ja finanssisektorin valta on liian suuri poliitikoille. Pankit, Wall Street, City ym. lobbaavat uudistukset kumoon tai vesittävät ne.



---

## Vallitsee järjestelmäkriisi, sillä kapitalismi ja demokratia eivät ole kyenneet estämään toistuvia finanssikriisejä.

---

Kansainvälisissä arvioinneissa on usein väitetty, että kyse on paljon laajemmista syistä kuin vain sääntelyn ja valvonnan ongelmista. Nykyistä kriisiä on pidetty merkinä kapitalismin kriisistä. Markkinatalous näyttää sortuvan aika ajoin ylilyönteihin, ylivelkaantumiseen ja erilaisiin kupliin<sup>1</sup>. Ylilyöntejä ei ole pystytty taltuttamaan. Kysymys on ilmeisesti myös liian voimakkaista kannustimista ja psykologisista motiiveista, jotka lyövät aika ajoin yli (ylisuuret voitot ja bonukset sekä liiallinen riskinotto ja ahneus).

Kapitalismin kriisiä ei voida kiistää. Se aiheutuu osittain myös markkinatalouden puutteista, koska markkinakuri ei toimi riittävässä määrin. Se ei rankaise epäonnistujia riittävästi. Kyse on myös poliittisesta kriisistä, koska länsimaiden demokraattinen järjestelmä ei ole kyennyt estämään kuplia, ylivelkaantumista eikä muitakaan ylilyöntejä. Kapitalismin ja politiikan kriisiä voidaan yhteisesti kutsua järjestelmäkriisiksi. Finanssikriisien estämisessä onkin pohjimmiltaan

---

<sup>1</sup> Taloustieteessä kuplilla viitataan yleensä varallisuuden sijoituskohteiden (kuten osakkeiden ja asuntojen) hintojen nousuun, jota ei voida selittää ns. talouden perustekijöillä kuten tulokehityksellä, korkotasolla yms. Kuplien taustalla on yleensä vain sijoittajien uskomus (odotus), että hinta nousee, mikä tietää myyntivoittoja ja kannustaa siten sijoittajia kysymään ja ostamaan ko. sijoituskohdetta, mikä johtaakin sen hinnan nousuun. Odotus siis toteuttaa itsensä ja näyttää täysin rationaaliselta – kunnes osoittautuu, ettei hinnan nousu olekaan kestäväällä pohjalla. Kuplan voi puhkaista esimerkiksi korkojen tuntuva nousu tai sijoittajien havahtuminen jotenkin muuten kestävämmään tilanteeseen.

kysymys näiden järjestelmien vakauden ja tehokkaan toiminnan kehittämisestä.

Tämän kriisien syiden yleisen luonnehdinnan jälkeen tässä artikkelissa arvioidaan yksityiskohtaisesti finanssikriisien syitä. Lopuksi tarkastellaan euroalueen lähiajan näkymiä erityisesti pankkisektorin kannalta ja lisäksi pitemmän ajan rakenteellisia muutosehdotuksia.

### Vanhoiden teollisuusmaiden ylivelkaantuminen

Presidentti Sauli Niinistö<sup>2</sup> näkee nykyisen kriisin, myös eurokriisin, hyvin laajana länsimaisen elämäntavan ongelmana. Yli varojen velkarahalla eläminen on tullut tiensä päähän. Tilanne ei korjaannu pelkästään apupaketeilla tai rahan määrän lisäämisellä. Myös Wahlroos (2012) on samoilla linjoilla, kuten myös lukuisat kansainväliset arvioijat (mm. Ritzholz 2009; Taylor 2009; Wolf 2009).

Valtioiden velka-asteiden<sup>3</sup> nousu alkoi 1970-luvun öljykriisin jälkeen. Kehittyneiden talouksien velka-asteet olivat aiemmin 10–30 prosentin tasolla. Nyt ne ovat keskimäärin yli 100 prosentin tasolla (Japani 220 %, Yhdysvallat 100 % ja EU 92 %). Myös maiden ulkomaista velkaa<sup>4</sup> kerryttävät vaihtotaseen vajeet ovat kasvaneet monissa teollisuusmaissa.

Vanhoiden teollisuusmaiden valtiontalouksien alijäämien ja vaihtotaseen vajeiden rahoittajina ovat toimineet pääosin kehittyvät maat (Kiina ym.) ja öljyntuottajamaat. Monet arvioijat pitävät kansainvälisen talouden suuria epätasapainoja kriisin pääsyyinä. Tämä on kuitenkin pinnallinen selitys. Todellinen syy kriisiin on länsimaiden ylivelkaantumi-

---

<sup>2</sup> Haastattelu Suomen Kuvalehdessä 39/2012.

<sup>3</sup> Valtion bruttovelan suhde bruttokansantuotteen arvoon.

<sup>4</sup> Ulkomaille velkaantuneita voivat olla julkinen sektori (lähinnä valtio) ja/tai yksityinen sektori. Koko maalla on ulkomaista velkaa, jos yksityisen ja julkisen sektorin ulkomaisten nettovelkojen summa on positiivinen, tai toisin päin niiden ulkomaisen nettosaatavien summa on negatiivinen.

---

## Ylivelkaantumisen purkamisesta seuraa hitaampaa mutta vakaampaa talouskasvua.

---

nen, jota muut maat ovat suostuneet lainoittamaan.

Voidaan myös väittää, että länsimaissa veroasteet ovat liian korkeita, työajat ovat liian lyhyet, lomat liian pitkät ja eläkeikä liian alhainen. Nämä tekijät yhdessä liian nopeasti nousseiden työvoimakustannusten kanssa ovat rapauttaneet teollisuuden kilpailukykyä, mikä on lisännyt velkaantumistarvetta. Myös tulo- ja varallisuuserot ovat kasvaneet teollisuusmaissa trendinomaisesti. Näkyvimpiä ovat olleet pankkisektorin jättisuuret palkkiot, jotka moninkertaistuivat 2000-luvulla. Liian suuret tuloerot rapauttavat työmoraaalia (Palmer 2011).

Myös teollisuusmaiden kokonaisvelka-asteet (valtion, yritysten, pankkien ja kotitalouksien bruttovelat suhteessa bkt:een) ovat kasvaneet valtavasti (Wolf 2011). Esimerkiksi Yhdysvalloissa kokonaisvelka-aste oli vuonna 1975 135 prosenttia ja vuonna 2010 jo 400 prosenttia. On tultu tilanteeseen, jossa ylivelkaantuminen pitää purkaa. Tämä prosessi vie ainakin 10 vuotta.

Tie tasaisempaan kasvuun vaatii ylivelkaantumisen purkua, mutta myös velkarahoituksen käytön vähenemistä tulevaisuudessa. Tämä myös vähentää uusien finanssikriisien esiintymistä tai ainakin laimentaa niitä. Talouksien kasvuvauhti tulee olemaan pitkään aiempaa hitaampaa. Reaalipalkkojen kasvukin jää aiempaa hitaammaksi, ja palkkatasoero kapenee kehittyviin talouksiin nähden.

---

## Sekä raha- että finanssi- politiikka on ollut liian kevyttä nousukausina.

---

### Talouspolitiikan virheet

Talouspolitiikalla on keskeinen rooli finanssikriisien estämisessä. Rahapolitiikka on ollut yleensä liian kevyttä nousukausilla, ja toisaalta korkoa on laskettu liiaksikin taantumissa (Taylor 2009). Inflaatiotavoitteesta tuli keskuspankeille liian yksipuolinen tavoite 1990-luvulla, ja samalla ne kiinnittivät liian vähän huomiota rahoitusjärjestelmän vakausuhkiin. Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtajan Greenspanin (2007) lausumat ovat tästä selkein osoitus. Hänen mukaansa kuplia ei voida ehkäistä, koska niitä ei ole mahdollista tunnistaa.

Toisaalta kuplien puhjettua on pyrittävä estämään negatiiviset vaikutukset kuten deflaatio. Vuoden 2000 teknologia-kuplan puhkeamisen jälkeen korkotaso pidettiin vuosia liian alhaalla, mikä aiheutti rahamarkkinoiden liiallisen kevenemisen, ylivelkaantumisen ja asuntojen hintojen ylisuuren nousun. Asuntokuplan puhkeaminen johti finanssikriisiin, jonka laukaisi subprime-luottojen<sup>5</sup> arvovromahdus.

Vuoden 2008 jälkeen alkoi valtaisa rahapolitiikan kevennys, ohjaukorot lasivat lähelle nolaa, ja myöhemmin alkoi

---

<sup>5</sup> Yhdysvalloissa subprime-luotot olivat asuntolainoja asiakkaille, joiden takaisinmaksukyky oli erittäin heikko. Pankit paketoivat näitä luottoja ns. arvopaperistetuiksi veloiksi myydäkseen niitä eteenpäin sijoittajille. Kun alkoi käydä ilmi, etteivät lainanottajat kyenneetkään suoriutumaan veloistaan ainakaan täysimääräisesti ja/tai aikataulussa, näiden luottojen ja niistä muodostettujen arvopapereiden hinnat romahtivat.

ns. määrällinen keventäminen. Yhdysvaltain, Japanin, Ison-Britannian ja euroalueen keskuspankit ovat ostaneet markkinoilta valtavasti arvopapereita (valtion velkapapereita, kiinnitysluottoja jne.). Näiden keskuspankkien yhteenlaskettu tase on kasvanut vuoden 2007 noin neljästä biljoonasta 9,5 biljoonaan dollariin.

Myös finanssipolitiikka on ollut keskimäärin liian kevyttä nousukausina, ja se on ruokkinut ylikuumenemista. Monissa maissa valtiontalouden alijäämät jopa kasvoivat nousukaudella. Nousukaudella pitäisi ehdottomasti olla budjetin ylijäämä. Finanssipolitiikan tehoa on usein aliarvioitu. Siihen sisältyy monia tehokkaita keinoja (mm. erilaisia verojen korotuksia) hillitä ylikuumenemista ja estää kiinteistöjen hintojen liiallinen nousu. Esimerkiksi Espanjassa ja Irlannissa olisi näin pystytty rajoittamaan asuntokuplien syntyä.

### Markkinakurin puutteet

Markkinatalouden tehokkaalle toiminnalle markkinakurin merkitys on aivan ratkaisevaa. Finanssikriisien syiden listalla markkinakurin vajavainen toiminta on keskeisellä sijalla (mm. Akerlof ja Shiller 2009; Meltzer 2012; Ritholz 2009; Wahlroos 2012). Meltzerin sanonta ”kapitalismi ilman konkurseja on kuin raamattu ilman syntiä” kuvaa hyvin tilannetta. Pankkien ja muidenkin yritysten tukemista ja pelastamista konkurssilta on tehty kasvavassa määrin viimeisten 30 vuoden aikana, mikä on vienyt pohjan markkinakurin toiminnalta. Sijoittajat, omistajat ja velalliset eivät kärsi tappioita, jotka aiheutuvat liiallisesta riskinotosta ja huonoista päätöksistä. Kun voitot ovat yksityisiä, mutta tappiot tulevat yhteiskunnan (veronmaksajien) kannettaviksi, huonoista ratkaisuista ei oteta oppia.

Keskeinen syy tämän pelastuskaavan toistumiselle kriisistä toiseen on hallitusten ja keskuspankkien toiminnassa. Poliittinen järjestelmä ei tavallaan uskalla antaa kapitalismin toimia niin kuin sen pitäisi toimia. Valtiot rientävät usein

---

## Markkinat ovat tottuneet valtion pelastustoimiin, mikä ruokkii moraalikatoa.

---

pelastamaan suuria teollisia yrityksiä ja pääomittamaan pankkeja. Keskuspankit jakavat liian paljon likviditeettiä ja liian alhaisella korolla pankeille ja markkinoille. Lisäksi nykykriisissä ne ovat ostaneet valtavasti huonoja arvopapereita markkinoilta, ja niistä onkin tullut eräänlaisia ”roskapankkeja”. Markkinat ovat oppineet tämän toimintakaavan, mikä ruokkii moraalikatoa, so. liiallista riskinottoa ja ylivelkaantumista korkeasuhdanteissa.

Eurosta tuli myös monille Etelä-Euroopan maille turvaverkko. Alhaisen koron turvin velkaannuttiin liikaa ja uskottiin, että euroalue antaa pysyvän turvan. Myös markkinavoimat (ml. luottoluokitelijat) erehtyivät, kun ne eivät erotelleet maita toisistaan. EKP kohteli vakuuspolitiikassaan kaikkien euromaiden valtion velkakirjoja samanarvoisina. Lisäksi pankkien vakavaraisuusmääräyksissä kaikkien eurovaltioiden velkakirjat olivat pankeille riskittömiä sijoituskohteita. Euroalueen eri valtioiden pitkien lainojen korot konvergoituivatkin lähes samalle tasolle vuoteen 2007 tultaessa. Sen jälkeen korkoerot kyllä kasvoivat erittäin suuriksi.

### Valvonnan ja sääntelyn puutteet

Finanssikriisien syitä ja niiden ehkäisemistä käsittelevässä kirjallisuudessa myös rahoitusmarkkinoiden valvonnan ja sääntelyn puutteet ovat keskeisellä sijalla. Tämä on ymmärrettävää, kos-



ka puutteet ovat olleet hyvin ilmeisiä. Ongelmien tärkeimpiä aiheuttajia ovat olleet rahoituslaitosten ja erityisesti pankkien liian alhaiset vakavaraisuusvaatimukset<sup>6</sup>, uudet rahoitusinstrumentit (johdannaiset ja arvopaperistetut velat) ja se, että sääntely ei kohdistunut koko rahoitusmarkkinakenttään.

Merkittävin uudistushanke on lähtöisin Baselin kansainväliseltä pankkivalvontakomitealta. Kyseessä on Basel III-hanke, joka hyväksyttiin vuonna 2010. Sen toimeenpano alkaa ensi vuonna ja jatkuu 2010-luvun loppupuolelle saakka. Basel III:ssa kiristetään pankkien vakavaraisuusvaatimuksia ja likviditeettimääryksiä. Oman pääoman vaatimus jää kuitenkin edelleen alle 10 prosenttiin riskipainotetuista saatavista. Tämän rinnalle tulee yksinkertaisempi kolmen prosentin vähimmäisomavaraisuusasetta (oma pääoma / tase) koskeva vaatimus tai suositus.

Toistuvat finanssikriisit ja varsinkin vuonna 2007 alkaneen kriisin vakavuus ovat kuitenkin osoittaneet, että suunnitellut oman pääoman vaatimusten lisäykset eivät tule riittämään finanssikriisien estämiseksi. Pankkien velka-asteet olisivat edelleenkin hyvin korkeat, ja vain muutaman prosentin osuuden taseesta ajautuessa tappiolliseksi pankki menettäisi omat pääomansa. Englannin keskuspankin vakausosaston johtaja Haldane (2012a) onkin ehdottanut omavaraisuusasteen alarajaksi 4–7 prosenttia. Yhdysvaltain talletusvakuutusyhtiön varapuheenjohtaja Hoenig on ehdottanut jopa 10 prosenttia (Financial Times 2012).

<sup>6</sup> Pankkien vakavaraisuusvaatimusten mukaan niiden taseissa on oltava omaa pääomaa (osakepääomaa ja siihen rinnastettavia erii) määrättyssä suhteessa saataviin (antolainaukseen ja siihen rinnastettaviin eriiin). Laskelmassa saatavat otetaan huomioon niiden oletettujen riskien mukaan. Luottotappiot vaarantavat pankin vakavaraisuuden, koska ne syövät sen omaa pääomaa. Likviditeettimääryksillä pyritään varmistamaan, että pankeilla on kriisin sattuessa riittävästi likvidejä varoja, jotta maksuvalmius pysyy kunnossa.

---

## Kasvava ja liian monimutkainen sääntely lisää sen kiertomahdollisuuksia ja suosii isoja rahalaitoksia.

---

Yhdysvalloissa ja EU:ssa on tekeillä hankkeita, joilla pankeille tulisi pakolliseksi pitää taseessaan ns. sijoittajanvastuu- eli bail-in-velkakirjoja. Ne muuttuisivat osakepääomaksi, mikäli pankin vakavaraisuusvaatimus alittuu. Täten parannettaisiin myös markkinakurin toimintaa, koska sijoittajan vastuu pankin velkakirjoista kasvaisi. Myös Liikasen työryhmällä (Liikanen et al. 2012) on vastaanlainen ehdotus.

Rahoituslalla on käynnissä myös lukuisia muita hankkeita, joilla sääntelyä uudistettaisiin (ks. Mattila 2011; Haldane 2012a; Akerlof ja Shiller 2009). Tärkeitä uudistuksia ovat sääntelyn ja valvonnan saaminen kattaviksi sekä pankkien hallitun alasajon mahdollistavien järjestelmien luominen. Myös rahoitusmarkkina- ja pankkiverot ovat olleet kiivaan keskustelun kohteina. Rahoitusmarkkinaverovoisi olla harkitsemisen arvoinen, mikäli se toteutettaisiin globaalilla tasolla. Jos Ruotsi ja Iso-Britannia jäävät ulkopuolelle, alan työllisyys huononee ja pörssin toiminta näivettyy Suomessa. Tällä verolla ei juuri parannettaisi vakautta.

Pankkiveron ovat jo ottaneet käyttöön Iso-Britannia, Ruotsi ja Sveitsi. Verosta voisi olla hyötyä, jos tulot rahastoitaisiin ja käytettäisiin myöhemmin pankkiongelmien ratkaisuun. Yleinen vakausvaikutus on silti vähäinen. Jos pankeja on veropoliittisista syistä tarvetta verottaa aiempaa enemmän, vero kannattai-

si kohdentaa arvonlisäverona rahoituspalveluihin.

Suunnitteilla olevat asuntolainojen katot lähinnä lisäävät byrokratiaa, ja niitä voidaan helposti kiertää. Tehokkain keino hillitää kotitalouksien velkaantumista on asuntolainojen korkojen verovähennyksen poistaminen kokonaan.

Kaikkiin käynnissä oleviin uudistushankkeisiin sisältyy vakava ongelma, jonka on tuonut näkyvästi esille Haldane (2012a). Sääntely on tulossa liian yksityiskohtaiseksi ja monimutkaiseksi (ESFRC 2011). Liian monimutkainen sääntely johtaa helposti sen kiertomahdollisuuksiin ja kokonaiskuvan hämärtymiseen yksityiskohtien rinnalla. Haldanen mukaan Basel III varmistaa sen, että pankkikriisejä on tulevaisuudessakin.

Liian monimutkainen sääntely ja sen valtava kasvu suosii isoja rahalaitoksia. Pienet toimijat eivät enää pysty seuraamaan ja soveltamaan näin massiivista sääntelyä. Tämä kehitys vääristää kilpailua erikokoisten rahalaitosten välillä. Massiivinen sääntely on myös markkinoille pääsyn este.

## Rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset ongelmat

Finanssikriisin syitä etsittäessä on kiinnitetty paljon huomiota rahoitussektorin kovaan kasvuun. Pankkisektori kasvoikin 2000-luvulla monissa maissa kaksinkertaiseksi taseeltaan. Reaalitalouteen perustuva kapitalismi oli muuttunut finanssikapitalismiksi tai suoraan kasinotaloudeksi. Pankeista oli tullut liian suuria kaatumaan, mutta toisaalta myös liian suuria pelastettaviksi (Haldane 2012b; Ritholz 2009; Johnson ja Kwak 2010). Pankkien koon rajoittamisesta on ollut paljon keskustelua, mutta viranomaiset eivät ole lähteneet tälle tielle.

Kritiikki on myös kohdistunut yleispankkitoiminnan malliin, jossa yhdistyvät vähittäis- ja investointipankkitoimintot. Varsinkin suuria ja monikansallisia

---

**Tärkeintä olisi korottaa pankkien vakavaraisuusmääräyksiä suunniteltua enemmän. Lisäksi pankkien koon ja liian riskipitoisten toimintojen rajoittaminen on välttämätöntä.**

---

yleispankkeja pidetään liian monimutkaisina sekä johtamisen että valvonnan kannalta. Markkinoiden on myös vaikea arvioida niiden eri liiketoimintamallien riskejä ja kannattavuutta (Haldane 2012a; Akerlof ja Shiller 2009; Ritholz 2009).

Viranomaiset ovat pyrkimässä rajoittamaan suurten pankkien riskinottoa eristämällä riskipitoinen toiminta talletuspankkitoiminnasta. Volckerin ehdotus<sup>7</sup> Yhdysvalloissa erottaisi omaan lukuun tehtävän kaupankäynnin. Vickersin raportti (Independent Commission on Banking 2011) Englannissa erottaisi vähittäis- ja investointipankkitoiminnan toisistaan, mutta yhden holding-yhtiön alle. Liikasen työryhmän raportti (Liikainen et al. 2012) on lähempänä Volckerin ehdotuksia, mutta riskipitoisen toiminnan käsite on laajempi. Korkean riskin toiminnot erotettaisiin talletuspankkitoiminnasta, mutta molemmat olisivat samassa pankkikonsernissa (holding-yhtiö). Riskipitoinen toiminta käsittäisi pankin omaan lukuun tekemän arvopaperikaupan ja markkinatakaustoiminnan. Myös eräitä muita toimintoja siirrettäisiin kaupankäyntiyhtiöön.<sup>8</sup> Kriittisenä kynnysenä tähän eriyttämiseen olisi jo-

ko 15–25 prosenttia pankkikonsernin ta-seesta tai yli 100 miljardia euroa<sup>9</sup>.

Näiden ehdotusten vaikutus vakau-teen voi kuitenkin jäädä marginaaliseksi. Tämä johtuu siitä, että pankkikriisit ajalla 1990–2010 eivät pääosin olleet lähtöisin investointipankkitoiminnasta (poikkeuk-sina Yhdysvalloissa Bear Stearns ja Leh-man Brothers). Investointipankkitoimin-ta on enimmäkseen varsin vähäriskistä. Suurin osa tuloista syntyy yritysfuusioi-den järjestämisestä, välitystoiminnasta ja arvopapereiden liikkeeseenlaskusta. Pankkikriisit ovatkin valtaosin syntyneet kaikenkokoisista talletuspankeista, jot-ka ovat syyllistyneet liian suureen ja löy-sään luotonantoon asunto- ja kiinteis-tösektorille sekä muulle yrityssektorille (esim. Pohjoismaat, Japani, euroalue, Iso-Britannia ja pääosin Yhdysvallat).

Varmin tie pankkikriisien torjuntaan on edellä mainittu vakavaraisuusmää-räysten suunniteltua korkeampi vaati-mustaso. Oman pääoman osuuden tuli-si olla yli 10 prosenttia. Jos pankkikriisit kuitenkin jatkuvat ja toistuvat, kuten on todennäköistä, niin aikaa myöten pank-kien kokoonkin on puututtava (Johnson ja Kwak 2010; Haldane 2012b; Financial Times 2012). Pienemmät pankit olisivat joka tapauksessa pienempi riski yhteis-kunnalle, ja ne on tarvittaessa aina hel-pompia ajaa alas.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Lisäksi Liikasen työryhmä ehdottaa, että pank-kien tulee laatia itselleen tehokkaat elvytys- ja kriisinhoidosuunnitelmat. Ns. sijoittajanvastuu- eli bail-in-velkakirjat tulisivat pakollisiksi. Myös pank-kien hallintoa ja johdon palkitsemista ehdotetaan tehostettavaksi monin eri tavoin.

<sup>10</sup> Pankkisektori on vastustanut vakavaraisuus- ja omavaraisuusmääräysten olennaista tiukentamisa-ta. On viitattu tutkimustuloksiin, joiden mukaan jo Basel III alentaisi kokonaistuotannon ja luotonan-non tasoa jonkin verran (Mattila 2011). Näin voikin olla, mutta toisaalta kasvu on ollut monissa maissa ”ylisuurta” velkaantumisen avulla. Lisäksi tutki-muksissa on vaikeata ottaa huomioon sitä hyötyä, joka tulee talouksille, mikäli voidaan estää finans-sikriisit tai ainakin rajoittaa niitä. Vakavaraisuuden parantuminen vähentää pankkien riskejä, jolloin pankkien velkarahtouksen ja oman pääoman ra-hoituksen kustannukset laskevat. Pitkällä aikavälil-lä nettovaikutus talouksille on selvästi positiivinen.

---

**Rahalaitoksille luotava hallitun alasajon malli vähentäisi moraalikatoa ja rajoittaisi bonukset normaalille tasolle.**

---

## Väärät kannustimet

Markkinatalouteen sisältyvien kannus-timien ja sijoittamisen sekä riskinoton motiiveja on käsitelty hyvin laajalti fi-nanssikriisin yhteydessä. Päähuomio on kohdistunut rahoitusalan suuriin voittoihin, jotka ylittivät ennen kriisiä selvästi muiden pörssiyritysten voitot. Suurten talletuspankkien ja erityisesti investoin-tipankkien oman pääoman tuotot olivat monissa tapauksissa 20–30 prosenttia useina vuosina (Haldane 2012b). Johdon korvaukset (palkka + bonukset) kasvoi-vat moninkertaisiksi 1990-lukuun ver-rattuna. Vuonna 1989 suurimpien Yhdys-valtojen ja Englannin pankkien johtajien tulot olivat vastaavasti 100 ja 50 kertaa korkeammat kuin kotitalouksien keski-määräiset tulot. Vuonna 2007 vastaavat suhdeluvut olivat jopa 500- ja 230-ker-taiset.

Ylisuuret voitot muuhun talouteen nähden saavutettiin ylivelkaantumalla ja suurella riskinotolla. Ahneus ja epä-realistinen usko omiin kykyihin johtivat katastrofaaliseen lopputulokseen, jon-ka lasku päättyi suurelta osin veronmak-sajien maksettavaksi (Ferguson 2012; FCIR 2011; Johnson ja Kwak 2010; Kan-niainen ja Malinen 2010; Pikkarainen 2008; Taylor 2009; Tervala 2011). Voi-daan myös vahvasti epäillä, että valtioiden ja keskuspankkien pitkään jatkunut avoin ja piilevä tuki suurille pankeille

---

<sup>7</sup> Ks. [http://en.wikipedia.org/wiki/Volcker\\_Rule](http://en.wikipedia.org/wiki/Volcker_Rule).

<sup>8</sup> Ks. myös Liikainen (2012) ja hänen haastattelunsa Kauppalehdessä 26.10.2012.

sai ne uskomaan pelastuspolitiikan jatkumiseen.

Sekä Yhdysvalloissa että EU:ssa on jo otettu lainsäädännöllä käyttöön bonus-ten rajoituksia, jotka kuitenkin ovat varsin lieviä. Paljon tiukemmat rajoitukset ovat tarpeen. Todennäköisesti tarvitaan suoranaisia kattojakin bonuksille ja niiden tiukkaa kytkentää riskinottoon. Jos riskit toteutuvat, bonukset tulee maksaa takaisin. Jos rahalaitoksille luotaisiin hallitun alasajon malli, niiden implisiittinen tuki julkiselta sektorilta vähenisi ja rahoituskustannukset kasvaisivat. Tämä hillitsisi liiallista kasvua ja luotonantoa sekä rajoittaisi voitot ja bonukset normaalille tasolle.

## Taloustieteen ongelmat

Taloustieteen hallitseva suuntaus perustuu oletuksiin puhtaasti taloudellisista motiiveista, rationaalisesta käyttäytymisestä ja rationaalisista odotuksista sekä tehokkaista markkinoista. Vallitseva poliittinen ajattelu on myös aina vaikuttanut taloustieteen painotuksiin. Ronald Reaganin ja Margaret Thatcherin ajoista lähtien uusliberalistinen suuntaus sai ylivallan. Rationaalisuuteen ja tehokkaiden markkinoiden hypoteeseihin tukeutuva tutkimus tuki liberalistisen ajattelun mallia.

Finanssikriisin ja sitä seuranneen talouskriisin syihin pureutunut kirjallisuus on arvioinut varsin kriittisesti taloustieteen tilaa ja sen analyysien puutteellisuutta. On ihmetelty sitä, ettei kriisejä pystytty juuri lainkaan ennakoimaan (Akerlof ja Shiller 2009; Alajoutsijärvi 2012; Honkapohja 2011; Korpinen 2009). Jotkut henkilöt kuitenkin varoittivat kriisin synnystä (Pikkarainen 2005; BIS:n pääekonomisti William White<sup>11</sup>).

Hyvällä syyllä voidaan sanoa, että myös taloustiede on kriisissä. Finanssikriisin näkökulmasta katsottuna suurin akuutti ongelma makrotaloustieteessä on rahoitusmarkkinoiden vähäinen rooli. Pankkisektoria ja luotonantoa ei esiinny makromalleissa eikä täten myöskään luottotappioita. Rahoitusjärjestelmän vakauden ja reaalitalouden välillä ei ole mitään yhteyttä. Vakausuhkien analyysiin nykyiset mallit eivät sovellu lainkaan. Kehitystyötä on tehty 2000-luvulla tämän puutteen korjaamiseksi, mutta se on osoittautunut vaikeaksi.

Finanssikriisi paljasti myös rahoitusteoriassa vakavia puutteita. Rahoitusteoria oli antanut perustan monille uusille finanssi-innovaatioille (esim. johdannaisille) ja niiden hinnoittelulle. Finanssikriisissä vuosina 2007–2009 havaittiin yllättäen, että sijoituksia hajauttamalla ja suojaamalla ei pystyttykään hallitsemaan riskejä. Lähes kaikkien sijoituskohteiden arvot romahtivat samaan aikaan, joten hajautuksesta ei juuri ollut hyötyä. Systeimiriski aiheutti tämän reaktion, eikä siihen oltu varauduttu lainkaan. Teoriat pätevätkin varsin hyvin normaaliaikoina, mutta kriiseissä käyttäytyminen muuttuu. Erilaiset riskit korreloivat silloin voimakkaasti keskenään ja syntyy systeemiriski.

Kaikien kaikkiaan voidaan sanoa, että juuri systeemiriskin puuttuminen taloustieteen malleista on ehkä kaikkein vakavin haaste tieteen kehittämisessä. Samalla pitäisi myös lieventää liian tiukoja oletuksia, koska irrationaalisuus ja epätäydelliset markkinat ovat usein todellisuutta.

## Euroalueen näkymät finanssi- ja velkakriisin varjossa: miten päästäisiin ulos kriisistä?

Euroalueen finanssi-, velka- ja talouskriisin taustalla ovat kaikki ne syyt, joita edellä on tarkasteltu: yli varojen eläminen, ylivelkaantuminen, talouspolitiikan virheet, markkinakurin puute, sääntely

---

## Rahoitusjärjestelmän vakaus on jäänyt taloustieteessä liian vähälle huomiolle.

---

ja valvonnan puutteet, rahoitusmarkkinoiden rakenteelliset heikkoudet, ylisuuret bonukset, ahneus ja korruptio sekä taloudellisen analyysin vajavaisuus (Baugus 2011).

Markkinakurin heikkouteen liittyy euroalueen tapauksessa vielä lisätekiöitä. Eurojärjestelmän rakenteelliset ongelmat – yksi rahapolitiikka, mutta erilliset kansalliset finanssipolitiikat – loivat pohjan kriisin synnylle. Euron varjolla alettiin periferiassa harjoittaa löysää politiikkaa ja ylivelkaannuttiin eikä ollut olemassa mekanismeja, joilla niihin olisi voitu todella puuttua. Myös poliittinen tahto puuttui, koska ei ollut tukena poliittista unionia.

Lyhyellä aikavälillä (1–2 vuotta) kriisi saattaa pysyä hallinnassa, koska merkittäviä toimenpiteitä on tehty. Lyhyessä ajassa on luotu ns. suuri sinko, mikä tarkoittaa EKP:n sitoutumista kriisimaiden joukkovelkakirjojen ostoon tietyin ehdoin ja EVM:n perustamista (700 miljardin euron kapasiteetti). Lisäksi EKP on tarjonnut pankeille kolmen vuoden rahoitusta runsaat 1 000 miljardia euroa alle markkinakorolla. Yhteensä näiden toimenpiteiden kokonaiskapasiteetti voi nousta 2–3 biljoonaan euroon. Tämä saattaa riittää rauhoittamaan markkinat, ja poliittinen päätöksenteko saa lisäaikaa samoin kuin kriisimaiden rakenteellisten uudistusten toteuttaminen. Suurin uhkakuva tällaiselle hallitulle kehitykselle on taloudellisen tilanteen jatkuva paheneminen kriisimaissa. Lisäksi poliittiset ongelmat voivat kärjistyä (Taimio 2012).

<sup>11</sup> Ks. esim. Spiegel Online International 7.8.2009, "The Man Nobody Wanted to Hear: Global Banking Economist Warned of Coming Crisis".

---

## Euroalueen nykyisen kriisin ratkaisua on haettava kiireisesti pankkien pääomittamisella.

---

Kriisin ratkaiseminen edellyttää kuitenkin pankkikriisin saamista hallintaan. Suuri sinko ei riitä. Pankkisektorin tilanne on kriittinen varsinkin Espanjassa ja Kreikassa, mutta pankeilla on piileviä ongelmia myös monissa muissa euromaisissa, joskaan ei Suomessa.

Euroalueen pankkien tilanne on olennaisesti huonompi kuin Yhdysvalloissa. Yhdysvalloissa yksi ainoa suuri pankki, Citigroup, on tehnyt luotoista ja saatavista alaskirjauksia vuoden 2007 jälkeen 150 miljardia dollaria ja hankkinut uutta osakepääomaa yli 110 miljardia dollaria. Suurimmat alaskirjaukset euroalueen sisällä ovat noin 30 miljardin dollarin tasoa. Yhdysvaltain suurten pankkien alaskirjaukset ovat olleet yhteensä yli 500 miljardia dollaria ja euroalueella seitsemän suurimman pankin vastaavasti alle 150 miljardia dollaria.

Kahdet vajavaisesti suoritettujen stressitestit eivät ole paljastaneet riittävässä määrin euroalueen pankkien pääomittamistarpeita. Ottaen huomioon arvonalentamistarpeet kriisimaiden velkakirjoista ja Yhdysvaltoja selvästi huonomman taloustilanteen ja sen näkymät arvonalentamistarpeet euroalueen pankeilla ovat todennäköisesti satoja miljardeja suuremmat kuin julkisesti kerrotut tarpeet. Luottotappiot ovat myös arvioitua suuremmat.

Euroalueen kriisin ratkaisu edellyttää em. suuren singon lisäksi pankkien pääomittamista kiireisesti ensi sijassa yksityisellä pääomalla ja tarvittaessa julkisella tuella (tiukoin ehdoin, ml. omistajan vastuun toteutuminen). Yhdysvallat on

kin pankkikriisin ratkaisemisessa euroalueelle hyvä esimerkki, kuten myös pohjoismaiset pankkikriisien ratkaisut 1990-luvun alkuvuosina (Norja, Ruotsi ja Suomi; ks. Jännäri ja Koskenkylä 1995).

Rinnan euroalueen velka- ja talouskriisin ratkaisujen kanssa on alettu pohdita euroalueen rakenteellisia uudistuksia. Federalistiset ratkaisumallit ovat tulleet näkyvästi esille. Federalistinen malli tarkoittaa ensi sijassa maiden yhteisvastuuta veloista ja riskeistä.

Yhteisvastuun malliin sisältyy suuri vaara moraalikadosta. Poliittinen unioni olisi tarpeen tällaisen unionin tueksi, kuten Saksa on vaatinut. Voidaan kuitenkin todeta, että laaja federalistinen malli tai edes sen osa-alue pankkiunioni ei auta nykyisen kriisin ratkaisuun mitään eikä edes ehtisi ajoissa valmiiksi. Eurokriisin ratkaisua onkin haettava pankkisektorin nopean pääomittamisen kautta. Kuitenkin monessa EU-maassa pankkisektorissa on ylikapasiteettia mitattuna monella mittarilla. Pääomittaminen ei riitä, vaan tarvitaan myös toimenpiteitä ylikapasiteetin ja tehottomuuden purkamiseksi.

### Johtopäätökset

Harjoitettu talouspolitiikka – löysä raha- ja finanssipolitiikka nousukaudella – ja pitkään harjoitettu pelastuspolitiikka ovat luoneet laajassa mitassa moraalikatkoa, joka vaikuttaa pitkälle tulevaisuuteen. On todella vaativa haaste kitkeä pois tämä moraalikato, jotta markkinatalous ja markkinakuri alkaisivat toimia kunnolla euroalueella. Ilman tätä vakaampaa tulevaisuutta ei voida saavuttaa, koska poliittinen päätöksenteko ei siihen yksin kykene. Markkinakurin tuki on välttämätöntä.

Pankkien nopea pääomittaminen on tärkein keino vakauttaa tilanne euroalueella. Euroalueella tarvitaan uudet ja aiempia paljon perusteellisemmat stressitestit pankkien pääoman lisäystarpeen arvioimiseksi. Toisaalta kriisien

ehkäiseminen tulevaisuudessa edellyttää huomattavasti suunniteltuja korkeampia vakavaraisuusvaateita ja mahdollisesti radikaaleja rakennemuutoksia pankkisektorille. Pankkien koon ja liian monimutkaisten sekä riskipitoisten toimintamallien rajoittaminen sääntelyllä voi lopulta osoittautua välttämättömäksi. Liian suuret rahalaitokset tekevät koko rahoitusjärjestelmästä epävakaa ja tehottoman. ■

### KIRJALLISUUS

Akerlof, G. & Shiller, R. (2009), *Animal Spirits*, Princeton, N.J.: Princeton University Press.  
Alajoutsijärvi, K. (2012), *Ovatko kauppa- ja korkeakoulut syyllisiä finanssikriisiin?*, Kansantaloudellinen aikakauskirja, 108, 361–375.

Bagus, P. (2011), *Euro eksyksissä*, Helsinki: Eetos.

ESFRC (2011), *European Shadow Financial Regulatory Committee (ESFRC), Statement 33: Basel III, the need for simplicity in capital and liquidity requirements*, London 24.1.2011 and *Statement 35: Escalating crisis in the Eurozone, Time for urgent action*, Tilburg, 27.6.2012.

FCIR (2011), *The Financial crisis inquiry report (FCIR): Final report of the national commission on the causes of the financial and economic crisis in the United States*, Public Affairs.

[www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIR](http://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIR)

Ferguson, C. (2012), *Rosvojen valtio: Yritysten rikollisuus, poliittinen korruptio ja Yhdysvaltojen kaappaaminen*, Helsinki: Terra Cognita.

Financial Times (2012), *Top regulators say bank reforms fall short*, 26.10.2012.

Greenspan, A. (2007), *The Age of Turbulence*, New York: Penguin Books.

Haldane, A. (2012a), *The Dog and the Frisbee*, speech at the Jackson Hole conference, August 2012.

[www.bis.org/review/r120905a.pdf](http://www.bis.org/review/r120905a.pdf)

Haldane, A. (2012b), *We should go further still in unbundling banks*, Financial Times 3.10.2012.

Honkapohja, S. (2011), *Miten taloustiede muuttuu finanssikriisin jälkeen?*, Kansantaloudellinen aikakauskirja, 107, 6–11.

Independent Commission on Banking (2011), *Final Report and Recommendations*, September 2011.

<http://webarchive.nationalarchives.gov.uk/+bankingcommission.independent.gov.uk>



Johnson, S. & Kwak, J. (2010), *13 Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*, New York: Pantheon Books.

Jännäri, K. & Koskenkylä, H. (1995), Suomen pankkikriisin syiden tarkastelua, *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 91, 39–54.

Kanniainen, V. & Malinen, T. (2010), Talouskriisin taustat: Poliittikkavirheet, sairaat kannustimet vai molemmat, *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 106, 24–43.

Korpinen, P. (2009), Talouden vai taloustieteen kriisi, *Talous & Yhteiskunta*, 37:3, 20–28.

Koskenkylä, H. (toim.) (2004), Rahoitusmarkkinoiden integraatio, *Suomen Pankki, Tutkimuksia A:107*.

Liikanen, E. (2012), The Case for structural reforms of banking after the crisis, Speech by Mr Erkki Liikanen, Governor of the Bank of Finland and Chairman of the High-level Expert Group on the structure of the EU banking sector, at the European Commission, Brussels, 2 October 2012. [www.bis.org/review/r121004a.pdf](http://www.bis.org/review/r121004a.pdf)

Liikanen, E. et al. (2012), High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Final report. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf)

Mattila, V.-M. (2011), Finanssialan sääntelyuudistusten taloudellisista vaikutuksista, *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 107, 443–460.

Meltzer, A. (2012), *Why Capitalism?*, Oxford: Oxford University Press.

Palmer, T.G. (toim.) (2011), *Kapitalismin moraalit*, Helsinki: Eetos.

Pikkarainen, P. (2005), Johtaako rahan runsaus ja luottojen kasvu krapulaan?, *Helsingin Sanomat*, vieraskynä 19.4.2005.

Pikkarainen, P. (2008), Rahoitusmarkkinoiden kriisi paljastanut monia ongelmia kannustimissa, *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 104, 379–381.

Ritholz, B. (2009), *Bailout Nation, How Greed And Easy Money Corrupted Wall Street And Shook the World Economy*, New York: Wiley.

Taimio, H. (2012), Eurokriisi – riittääkö tulli-voima? PT-Blogi 4.9.2012. [www.labour.fi](http://www.labour.fi)

Taylor, J. (2009), *Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged and Worsened the Financial Crisis*, Stanford, CA: Hoover Institution Press.

Tervala, J. (2011), Yhdysvaltojen likviditeetti- ja pankkikriisi, *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 107, 313–331.

Wahlroos, B. (2012), *Markkinat ja demokratia, loppu enemmistön tyrannialle*, Helsinki: Otava.

Wolf, M. (2009), *Fixing Global Finance*, Baltimore, MD: Johns Hopkins University Press.