



Subprime-kriisin opetukset

Yhdysvalloissa asuntomarkkinoiden jäähtyminen ja laina-asiakkaiden kasvavat luottotappiot ovat aiheuttaneet kriisin, joka on levinnyt muuallekin. Mistä tämä ilmiö johtuu ja mitä siitä seuraa?



Leena Mörttinen
Pääekonomisti
Nordea
leena.morttinen@nordea.com

Kesällä 2007 pankit ja rahoitusmarkkinaviranomaiset kokivat elämänsä yllätyksen – lomarauhan rikkoi pelko kansainvälisten pankkien syliin lankeavista Yhdysvaltain ns. subprime-sijoitustappioista. Osan pankeista epäiltiin kärsivän merkittäviä tappioita tavallista heikomman takaisinmaksukyvyyn (”subprime”-luotokelpoisuuden) omaavien asiakkaiden asuntolainojen takaisinmaksuvaikeuksien takia. Tällä kertaa epäilyksen kohteena olevat pankit eivät kuitenkaan olleet suoraan myöntäneet lainoja asiakkaille, vaan pankit altistuivat joko sijoitustoiminnan tai muille myönnettyjen luottolimiittien kautta. Rauhattomuus sai historialliset mittasuhteet sen onnistuttua lähes jäädyttämään rahamarkkinat maailmanlaajuisesti sekä tartuttamaan epäluulon myös laajemmin luottomarkkinoille. Käsitys rahoitusjärjestelmän riskien hajautus- ja hallintakyvystä sekä rahamarkkinoiden häiriönsietokyvystä muuttui kertaheitolla.

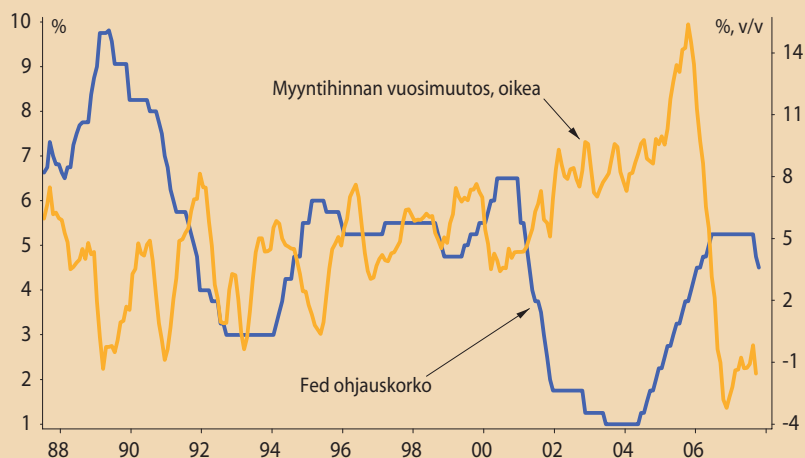
Tässä artikkelissa tarkastellaan, mikä oli subprime-lainanannon rooli Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden kuumenemisessä ja kuinka oli mahdollista, että kehittyneiden talouksien tarkkaan valvotut pankit saattoivat joutua likviditeettikriisiin Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden ongelmien myötä. Artikkelin lopussa pohditaan subprime-kriisin opeuksia.

Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden kupla

Viime vuosikymmenen vaihteessa puhkesi pörssikupla, joka oli perustunut teknologia-osakkeiden ylihinnoitteluun. Sen jälkeen pitkään jatkunut löysä rahapolitiikka ja matala korkotasoa käynnistivät Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden kuumenemisen (kuvio 1). Matalat korot ruokkivat asuntojen kysyntää ja kulutusta. Asuntojen nousevat hinnat vuorostaan tukivat kotitalouksien varallisuutta ja kiihdyttivät kulutuskysyntää entisestään. Kulutuksen ja asuntomarkkinoiden välistä yhteyttä vahvisti Yhdysvalloissa laajasti käytössä oleva asuntovarallisuuden käyttö kulutusluottojen vakuutena. Kaikkien näiden kannustimien tukemana Yhdysvaltain kotitaloudet kuluttivat koko maailmantalouden jaloilleen yritysten siivotessa taseitaan teknokuplan ylilyönneistä. Samalla kuluttajien luottamus hyvään varallisuuskehitykseensä onnistui luomaan velkakurimuksen.

Vaikka Yhdysvaltain kuluttajan ylikuormitus asuntojen hintojen nousun jatkumiseen tuntuu hurjalta, on syytä muistaa, ettei Suomessakaan asuntojen hintojen romahdusta pidetty kovin todennäköisenä ennen 1990-luvun alun lamaa. Yhdysvaltain kotitalouksien näkökulmasta edellinen asuntomarkkinaromahdus tapahtui vuoden 1929 pörssiromahduksen yhteydessä. Maailma näyttää nyt kovin erilaiselta 1920- ja 1930-lukuihin verrattuna. Positiivinen vaihtosuhdeshokki – tuontihintojen aleneminen suhteessa vientihintoihin – ja nousevat varallisuusarvot, erityisesti asuntovarallisuuden paisuminen,

Kuvio 1. Asuntojen myyntihintojen mediaanin vuosimuutos (oikeanpuoleinen asteikko) ja keskuspankin ("Fedin") ohjauskorko (vasemmanpuoleinen asteikko) Yhdysvalloissa vuosina 1987–2007, prosenttia.



Lähde: Reuters EcoWin (asuntojen hintasarja: United States, Existing-Home Sales, Single-Family and Condos, median price).

kompensoivat Yhdysvalloissa globalisaation painamaa nahkeaa tulokehitystä. Usko asuntomarkkinoiden vahvuuteen 2000-luvulla nojasi uskoon nk. uuden talouden vahvuudesta, järkevistä rahapolitiikasta ja talouskasvun jatkumisesta. Tätä myös eri viranomaistahot ja ennustajat toistelivat. Näistä lähtökohdista katsoen Yhdysvaltain kotitalouksien optimismia on helppo ymmärtää.

Subprime-luottojen rooli asuntomarkkinoiden kuumenemisessa

Subprime-markkinat kasvoivat hyvin voimakkaasti 2000-luvun alussa. Tällä hetkellä näiden luottojen arvioidaan olevan noin 15 prosenttia Yhdysvaltain koko asuntoluottokannasta.

Subprime-luottojen kysyntää kiihdytti vahva usko asuntojen hintojen nousun jatkumiseen. Pitkään jatkunut matalien korkojen kausi loi virheellisen uskon kor-

kojen pysymiseen historiallisesti matalilla tasoilla loputtomasti. Monien subprime-asiakkaiden ymmärtämättömyys talouden dynamiikasta osaltaan selittää vahvaa luottamusta. Asuntomarkkinat nähtiin nopean rikastumisen kanavana ja heikon tulokehityksen kompensoijana, mikä puolestaan antoi kannustimia solmia luottosopimuksia heikomminkin ehdoin.

Subprime-luottojen tarjontaa kiihdytti asuntojen hintojen nousun lisäksi arvopaperistaminen. Rahoitusmarkkinoiden innovoinnin seurauksena asuntoluottolaitoksen oli mahdollista "paketoita" luotot arvopapereiksi ja sitten myydä ne ja samalla niihin liittyvä riski pois taasestaan. Näin se sai rahoitusta lisäluotonannolle samalla kun se varmistatiin koon pysymisen kurissa. Koska riski ei jäänyt luoton myöntäneen instituution kannettavaksi, puuttuivat myös kannustimet sellaisten sopimusten tekoon, jotka varmistaisivat riittävän korkomar-

ginaalin (luottoriskipreemion) ja mahdollistaisivat terveen lainanhoidon. Tätä ilmiötä vahvasti entisestään asuntoluottoinstituutioiden lähes olematon valvonta.

Ylikuumenemisestä ylijäähtymiseen?

Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden hidastuminen lähti liikkeelle nousevista koroista. Korkojen noston takana oli maan keskuspankin Fedin aiheellinen huoli talouden ylikuumenemisestä. Vuodesta 2006 lähtien aina vuoden 2007 puoliväliin asti Yhdysvaltain talous oli käytännössä täystyöllisyyden tasolla ja kapasiteetin käyttöaste oli erittäin korkea. Tämä heijastui takaisin talouteen kiihtyneenä inflaationa.

Keskuspankki aloitti ohjauskorkojensa noston vuoden 2004 puolivälissä. Nousu jatkui yhtäjaksoisesti 1 prosentista aina 5,25 prosenttiin asti. Neutraalina korkotasona voidaan Yhdysvaltain tapauksessa pitää noin viittä prosenttia, eikä 5,25 prosentin taso ollut historiallisesti katsoen erityisen kireä.

Asuntomarkkinat reagoivat nouseviin korkoihin pitkällä viiveellä. Markkinoiden jäähtyminen käynnistyi ja erityisesti asuinrakentaminen alkoi hidastua merkittävästi vuonna 2006. Tällöin myös subprime-asiakkaiden luotonmaksuongelmat alkoivat kohota dramaattisesti.

Asuntomarkkinoiden hidasta reagointia korkojen nousuun selittää myös Yhdysvaltain asuntolainasopimusten luonne. Suurin osa hyvän luottolaadun prime-asiakkaiden luotoista oli kiinteäkorkoisia. Vastaavasti subprime-asiakkaiden tapauksessa vaihtuvakorkoisten lainojen takana oli ollut hyvin aggressiivinen lainapolitiikka, jossa luotonotajat houkuteltiin näennäisen matala-

korkeisiin sopimuksiin. Monissa näistä sopimuksista korot nousivatkin rajusti esimerkiksi kahden vuoden kiinteän korkoperiodin jälkeen. Tällaista toimintaa esiintyi subprime-markkinoilla laajasti, mikä kertoo heikosta tai lähes olemattomasta valvonnasta tai kuluttajan suojasta.

Vaihtuvakorkoisten subprime-luottojen maksuvaikeudet (lainanhoitokulut ja lyhennykset maksamatta yli 30 päivän ajan) saavuttivat yli 16 prosentin tason elokuussa 2007 (Bernanke 2007). Tähän mennessä vuosina 2005 ja 2006 myönnetty subprime-luotot ovat pärjänneet heikoiten, osaltaan heijastaen asuntomarkkinoiden ylikuumenemisen viimeisen vaiheen heikentyneitä luotonannon standardeja. Lisäksi näiden lainojen korot ovat tulossa ensimmäiseen tarkistukseen, joka tarkoittaa merkittävää korkojen nousua. Onkin syytä odottaa subprime-luottotappioiden kasvavan edelleen.

Miten subprime-riskit levisivät globaaliin rahoitusjärjestelmään?

Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden suurin vaikutus globaaliin järjestelmään on tähän mennessä tullut rahoitusmarkkinoiden kautta. Ongelmaksi rahoitusmarkkinoille muodostui markkinoiden nopeus ja ylikuumenemisiin markkinoihin liittyvät innovatiiviset ylilyönnit. Rahoitusjärjestelmän kyky luoda uusia instrumentteja ja näin hajauttaa riskiä laajemmin järjestelmään voi markkinoiden ylikuumetessa saada ei-toivottuja piirteitä. Sinällään arvopaperistamisen kautta tehtävä luottoriskin hajauttaminen laajempaan sijoittajakuntaan on markkinoiden tehokkuutta parantava ja riskikeskittymiä pienentävää. Jos instrumenttien läpinäkymät-

tömyys on kuitenkin niin suuri, ettei niihin liittyvää riskiä voida nopeasti arvioida, instrumentit kärsivät käytännössä suuremmasta likviditeettiriskistä (ks. Mörttinen et al. 2005), ts. kaupankäynti niillä saattaa suuresti vaikeutua. Tämän riskin mm. monet pankit arvioivat väärin tai jättivät lähes kokonaan huomiotta.

Aikaisemmin suurin osa asuntoluotoista pysyi niitä myöntäneiden pankkien taaseessa. Luottoriskimarkkinoiden¹ kehityksen myötä yhä useammin asuntoluotot niputettiin yhteen asuntoluottovakuudellisiksi "rakenteellisiksi arvopapereiksi", jotka luottoluokittelijan² luokituksen jälkeen myytiin sijoittajille. Sijoittajat olivat käytännössä minkä tahansa maan kansalaisia tai firmoja. Ongelmaksi subprime-luottojen tapauksessa muodostuivat hyvin innovatiiviset, läpinäkymättömät luottovakuudelliset arvopaperit, joissa useita lainoja sisältävän salkun riskit pilkottiin tavalla, jossa eri riskikategorioiden arviointi olisi vaatinut monimutkaisia ja haastavia tietokonemalleja. Näiden arvopapereiden tapauksessa sijoittajat monesti nojautuivat lähes yksistään luottoluokituslaitosten arvioihin arvopapereiden laadusta. Luottoluokittelijat arvioivat luottotappioriskiä mutta eivät

¹ EU:n pankkien toiminnasta luottoriskimarkkinoilla kertoo esim. ECB (2004).

² Merkittäviä kansainvälisiä luottoluokittelijoita ovat esimerkiksi Standard & Poor's ja Moody's.

Luottoriskejä onnistuttiin hajauttamaan, mutta samalla kasvoi likviditeettiriski.

suoraan instrumentteihin liittyvää likviditeettiriskiä. Näin ollen luottoluokitukset vaikuttivat ylioptimistisilta markkinahäiriöiden alkaessa levitä.

Ongelma levisi laajemmin globaaliin rahoitusjärjestelmään heinäkuussa 2007, kun rahamarkkina-likviditeetti alkoi kuivua pankkien rahoittamien erityisrahastojen ongelmien tullessa vähitellen päivänvaloon. Julkisuuteen tulleista, ongelmiin joutuneista eurooppalaisista pankeista voidaan mainita erityisesti pienet saksalaispankit IKB ja Sachsen Landesbank. Saksan pankkimarkkinat kärsivät rankasta ylikapasiteetista, jonka purkamista oli lykännyt aina vuoden 2005 puoliväliin asti jatkunut eksplisiittinen julkinen tuki landesbankeille. Kun tuki poistui, joutuivat nämä pankit kannattavuusvaikeuksiin rahoituksen kustannusten noustessa. Matalan koron ympäristö ruokki aggressiivista tuottojen metsästystä. Pankit nojautuivat kasvavassa määrin halpaan lyhyeen rahaan. Ne antoivat valtavia luottolimiittejä erityisrahastoille, jotka sijoittivat muun muassa subprime-luotoille perustuviin arvopapereihin. Ongelman laajuudesta kertoo se, että esimerkiksi Sachsen Landesbank oli myöntänyt luottolimiittejä subprimeen sijoittaneille erityisrahastoille yli 17 miljardin euron verran, joka vastasi yli kymmenkertaisesti sen ydinpääomaa (Wood 2007). Rahamarkkinoiden kiristyessä IKB ja Sachsen Landesbank ajautuivat rahoitusvaikeuksiin ja



joutuivat pyytämään hätärahoitusta, joka järjestyi lopulta kollektiivisesti markkinaosapuolien kautta.

Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden ongelmien kasvaessa myös luottoluokittelijoiden maine joutui vaakalaudalle. Koska monet sijoittajat eivät tehneet riippumattomia luottoluokitusarvioita näistä monimutkaisista instrumenteista, uskon romahdus olemassa oleviin luokituksiin käytännössä romahdutti näiden haastavien instrumenttien markkinat. Tämän seurauksena arvopaperien hinnat romahtivat. Heinäkuun 2007 jälkeen yksinomaan subprime-asuntoluottoihin pohjautuvia arvopaperistamisia on tehty vain hyvin vähän.

Subprime-paniikki edustaa klassista esimerkkiä tartunnasta. Kun markkinoille levisi yleinen epäluulo erityisesti Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden kehitystä kohtaan, subprimelle perustuvia instrumentteja alettiin karttaa. Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden viilenemisen pelko tartutti myös subprimea paremmat asuntoluotot, joille perustuvia arvopapereita sijoittajat alkoivat nopeasti karttaa, vaikka itse lainoista kertyneet luottotappiot olivat pysyneet hyvin alhaisina.

Ilmiö ei kuitenkaan pysähtynyt tähän, vaan epäluulo laajeni nopeasti monimutkaisimpiin luottoriski-instrumentteihin, jotka perustuivat yrityslainoihin. Tartunta oli varsin vakava, sillä likviditeetti kärsi myös

Leena Mörttisen mielestä subprime-kriisi on terve muistutus siitä, mihin rahoitusmarkkinoiden innovointi pystyy ja mihin ei. Riskiä voi hajauttaa ja se voi muuttua muotoaan, mutta käytännössä sitä on mahdotonta saada katoamaan.

sellaisilla markkinoilla, joilla arvopaperistamisen rooli oli vähäinen.

Myös täysin erilliset rahoitusinstrumentit kärsivät myllerryksessä erilaisten sijoitusrahastojen ja muiden sijoittajien ollessa pakotettuja myymään instrumentteja likviditeettipulassa. Tämä näkyi mm. öljyn hinnan ja osakkeiden arvostusten laskuna heti myllerryksen alettua. Osakkeiden hinnat korjautuivat kuitenkin varsin nopeasti osoittamalla yleisesti uskoa yritysten vahvoin taseisiin. Myös yritysluottomarkkinat ovat alkaneet jälleen normalisoitua. On kuitenkin syytä odottaa asuntoluottomarkkinoiden laskutrendin jatkuvan ja näin ollen asuntoluottoihin perustuvien arvopaperien kysynnän säilyvän heikkona. Yritysluottojen ja erityisesti monimutkaisempien rakenteellisten arvopapereiden kysyntää painanee epävarmuus Yhdysvaltain talouskehityksestä myös tulevaisuudessa. Luottovakuudellisten arvopapereiden matalat arvostukset saattavat vuorostaan rasittaa joidenkin pankkien tuloksia jatkossakin.

Miksi rahamarkkinat hyytyivät?

Subprime-markkinoiden ongelmien leviämisen ehkä yllättävin ja kiusallisin ilmiö oli historiallisesti merkittävä likviditeetin kuivuminen pankkien välisillä rahamarkkinoilla. Likviditeettipako sai alkunsa käytännössä lyhyen maturiteetin luottovakuudellisten arvopaperien markkinoilta (asset-backed commercial paper eli ABCP). Näillä markkinoilla toimi erityisrahastoja (special purpose vehicle eli SPV), jotka rahoittivat lyhyellä markkinarahalla erilaisia pitkän maturiteetin arvopaperisijoituksia kuten asunto- ja yritysluottovakuudellisia arvopapereita. Sijoittajat olivat pitäneet tällaisia erityis-

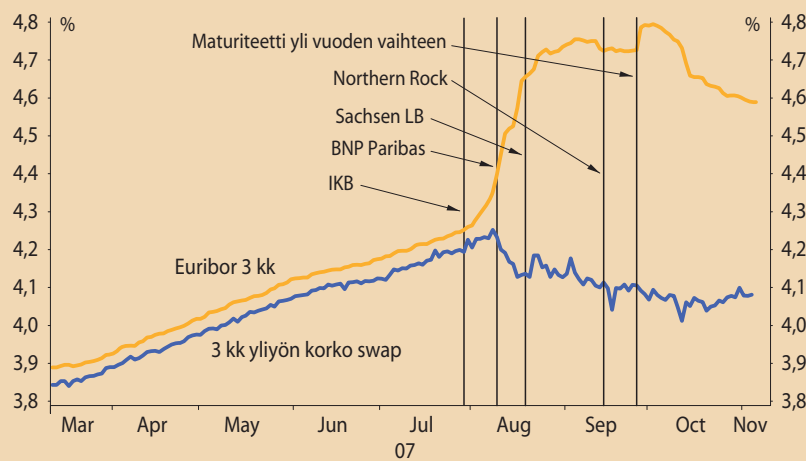
Yleinen epäluulo alkoi kohdistua kaikkiin, jotka olivat tekemisissä subprime-luottotajien kanssa.

rahastoja varsin turvallisina ja likvideinä, koska vakuusmateriaalin laadun oli katsottu olevan hyvää, so. esiintyi vain vähän luottotappioita. Tätä heijastelivat myös instrumenttien korkeat luottoluokitukset. Lisäksi rahastojen likviditeettiä ovat tukeneet pankkien myöntämät luottolimiitit tai lupaukset kantaa osaa luottoriskistä.

Kun epäluulo asuntoluottovakuudellisia arvopapereita sekä muita monimutkaisempia luottoriskin siirtoinstrumentteja kohtaan levisi markkinoille, sijoittajien halu antaa pidempää kuin

vain parin päivän rahoitusta näille rahastoille katosi. Ongelmat pahenivat merkittävästi elokuun toisella viikolla, kun ranskalaispankki BNP Paribas ilmoitti jäädyttävänsä kolme ABCP-rahastoaan, koska se ei pystynyt hinnoittelemaan rahaston sijoitusten arvoa. Tämä sai sijoittajat hylkäämään käytännössä kokonaan ABCP-markkinat ja siirtämään sijoituksensa "turvasatamasijoituksiin" kuten likvideihin valtion velkakirjoihin. Tämä kasvatti merkittävän kuilun sijoitustoistusten ja valtion papereiden korkojen välillä.

Kuvio 2. Pankkien likviditeettiriskin uudelleenhinnoittelu on kasvattanut riskipremiota rahamarkkinoilla.



Lähde: Reuters EcoWin. Huom: nimet viittaavat negatiivisiin markkinauutisten julkistuksiin koskien kyseisiä pankkeja.

Markkinoiden epäluulo kohdistui pankkeihin, joiden tiedettiin joko suoraan sijoittaneen subprime-luottoihin perustuviin arvopapereihin, tai joiden tiedettiin myöntäneen merkittäviä luottolimiittejä ABCP-rahastoilleen. Ongelmien laajuuden arviointia heikensi ja epävarmuutta lisäsi riskien siirtyminen taseen ulkopuoliseksi riskeiksi esimerkiksi myönnettyjen luottolupausten tai limiittien kautta. Käytännössä tämä tarkoitti, että pankkien taseet saattoivat äkkiä laajeta merkittävästi verrattuna tilanteeseen ennen turbulenssia, sillä luottolimitit otettiin käyttöön samalla kun heikemmän markkinarahoituksen saatavuuden tähden yritykset kääntyivät kasvavassa määrin pankkien puoleen (ks. edellä keskustelu Sachsen Landesbankista). Tämän seurauksena lyhyttä rahaa alettiin kerätä ja "varastoida," mikä heikensi sen saatavuutta rahamarkkinoilla yleisesti. Pankkien välinen epäluulo koskien toistensa mahdollisia tappioita pahensi tilannetta entisestään. Niiden rahoitus heikkeni merkittävästi erityisesti 3 kuukauden maturiteetissa (kuvio 2).

Keskuspankkien toimet

Keskuspankit, joiden velvollisuus on varmistaa rahamarkkinoiden ja tätä kautta maksujärjestelmien toimivuus, pyrkivät helpottamaan kiristyneiden rahamarkkinoiden tilaa aktiivisilla operaatioilla niin Euroopassa, Yhdysvalloissa kuin Aasiassakin. Euroopan keskuspankki, jonka käytössä olevien likviditeettioperaatioiden kirjo on laaja, toimi varsin aktiivisesti syötäten likviditeettiä kulloinkin pahimmassa pulassa olevaan maturiteettiluokkaan. Koska 3 kuukauden maturiteetti näytti kärsivän suurimmasta likviditeettivajeesta, EKP:n operaatiot alkoivat enenevässä määrin kohdistua tähän maturiteettiin.

Myös muut keskuspankit toimivat aktiivisesti rahamarkkinoilla. Kuitenkin vain Yhdysvaltain keskuspankki Fed oli lokaan loppuun mennessä alentanut ohjauksorkoan, kaikkiaan 0,75 prosenttiyksikköä. EKP on sen sijaan tähän asti (20.11.) tyytynyt pitämään korkonsa ennallaan. Tämä on sinällään merkittävää, sillä vielä elokuun alussa antamassaan lausunnossa EKP viestitti seuraavan koronnostonsa ajoittuvan syyskuulle. Turbulenssin syvennyttyä EKP oli kuitenkin pakotettu tunnustamaan korkeampien rahoituskustannusten negatiiviset vaikutukset talouteen sekä markkinoiden rauhoittumiseen liittyvät epävarmuudet. Käytännössä rahamarkkinoiden kiristyminen nosti lyhyitä markkinakorkoja merkittävästi. Lisäksi huoli Yhdysvaltain talouden tilasta ja erityisesti Fedin aggressiivinen ohjaukskoron lasku heikensivät dollaria suhteessa euroon. Yhdessä nousseet korot ja vahvistunut euro ovat tehneet rahataloudesta merkittävästi aikaisempaa kireämmän, minkä johdosta negatiivisen talouskasvun riskit ovat voimistuneet.

Keskusteluissa on nostettu esille rahapoliittisiin toimenpiteisiin liittyvä nk. moraalinen riski. Jos keskuspankki alentaa korkoa rauhattomuuden tähden ilman selkeitä merkkejä talouskasvun ja inflaatiopaineiden hidastumisesta, se pelastaa huonoja sijoituspäätöksiä tehneet instituutiot. Tämä lisää riskiä, että sijoittajat ottavat kohtuuttomia riskejä myös tulevaisuudessa. Tämä vuorostaan lisäisi varallisuusinstrumenttien hinnoittelukuplien esiintymistodennäköisyyttä ja kuplien suuruutta.

Rahamarkkinoiden kohtaamat ongelmat antavat kuitenkin oppikirjaesimerkin lyhyen rahan markkinoiden elintärkeystä, jonka rinnalla moraalisen riskin uhka lyhyellä aikavälillä kalpenee. Talouden toiminnan kannalta on välttä-

mätöntä, että rahamarkkinat toimivat, sillä muuten maksujen välitys vaarantuu. Keskuspankkien tuleekin ensisijaisesti varmistaa rahamarkkinoiden toimivuus ja maksujärjestelmän vakaus kaikissa olosuhteissa. Tämän keskuspankit hoitavat likviditeettioperaatioillaan.

Varsinaisen rahapoliittisen kevennyksen (yleensä ohjauksorkoa alentamalla) oikeuttaa kuitenkin vain merkittävä inflaatiopaineiden supistuminen. Jos keskuspankki löysentää rahapoliittikkaa ilman, että reaalityökalut ehdot kasvun ja inflaation odotetusta hidastumisesta täyttyvät, voi se lisätä moraalista riskiä järjestelmässä. Moraalisen riskin minimointi edellyttää lisäksi uskottavaa ja laajaa lainsäädännöllistä kehikkoa, joka sisältää myös liialliseen riskinottoon syyllystyneitten ja vakava-raisuusvaikeuksiin joutuneitten instituutioiden purkamisen hallitusti siten, että vaikutukset muualle järjestelmään minimoidaan.

Tärkeä kysymys myllerryksen tasaannuttua on, tulisiko varallisuusinstrumenttien ylihinnoittelu ja sen aiheuttamat, pahimmillaan reaalityökalut seuraamukset pyrkiä ennaltaehkäisemään rahapoliittisten tavoitteiden ja välineiden avulla. Kysymys on haastava, sillä rahoitusmarkkinoiden vakauden kvantitatiivinen määrittely periaatteessa sotii markkinoiden toiminnan vapautta vastaan. Tämän asian tiimoilta keskustelu jatkuu keskuspankeissa jopa aikaisempaa kiivaampana, osaltaan subprime-kriisin luoman ainutlaatuisen datan ansiosta.

Mikä on subprime-kriisin loppulasku?

Luottomarkkinoiden rauhattomuuden vaikutukset reaalityökaluteen ovat kiistattomat. Luotonannon ehtojen kiristy-

minen hidastaa talouskasvua erityisesti kehittyneissä, lainarahoitusta runsaammin käytävissä talouksissa. Kokonaisvaikutusten arvioimisessa välineitä löytyy rajoitetusti. Historia antaa analyysiä varten vain vähän tukea, sillä kansainväliset rahoitusmarkkinat ovat laajemmat ja syvemmät kuin koskaan aikaisemmin. Kriisi on luonteeltaan myös poikkeuksellisen laajalle levinnyt. Pankit lähes kaikkialla maailmassa ovat kärsineet jonkinlaisia tappioita. Suuret pankit kuten Merrill Lynch ja Citibank ovat ilmoittaneet merkittävästä alaskirjauksista, ja koko pankkisektorin tappioiden lopullinen suuruus on edelleen kysymysmerkki.

Likviditeetin kiristyminen globaalisti on ollut historiallisesti merkittävää. Onkin syytä odottaa merkittävää sääntelyn kiristymistä sekä pankkien likviditeettiriskin hallinnassa sekä luottoriskimarkkinoiden luonteessa. On myös mahdollista, että kaikkein läpinäkymättömimmät instrumentit katoavat markkinoilta tai niiden luonne muuttuu merkittävästi. Myös luottoluokitusyritykset joutunevat ankaraan tarkkailuun, ja on mahdollista, että niiden keskittynyttä markkinaa pyritään jossain määrin avaamaan.

Vaikutukset yrityksiin ja kotitalouksiin ovat jo realisoituneet nousseiden markkinakorkojen kautta. Markkinakorkojen odotetaan hieman laskevan tilanteen normalisoiduttua. On todennäköistä, että erityisesti yritysluottoihin jää suurempi riskipremio, mutta tätä voidaan osittain pitää myös terveenä muutoksena, sillä markkinoiden kuumentuminen oli madaltanut riskipremioita liiallisesti.

Keskeinen riski talouskehitykselle on Yhdysvaltain kuluttajan tila. Subprime-kriisin tappiot ja asuntomarkkinoiden viileneminen ovat saaneet pankit kir-

tämään luotonannon ehtojaan.³ Tämä osaltaan heikentää kuluttajien luottamusta. Asuntomarkkinoiden viilenemisen vaikutukset kuluttajien käyttäytymiseen ovat kaikkiaan edelleen epäselvät. Mikäli Yhdysvaltain kuluttaja säikähtää ja lisää säästämistään voimakkaasti, Yhdysvaltain talous ajautuu taantumaan, sillä kulutus on noin 70 % Yhdysvaltain BKT:stä. Nämä vaikutukset tuntuisivat myös meillä Suomessa.

Vaikka Yhdysvaltain taantumaskaenaarion todennäköisyyden katsotaan merkittävästi nousseen subprime-kriisin seurauksena, edelleen todennäköisimpänä tulemana pidetään Yhdysvaltain talouden maltillista hidastumista alle pitkän aikavälin keskiarvovauhtinsa. Mikäli talouden hidastuminen jää pääasiassa asuntomarkkinoiden ja rakentamisen korjausliikkeeksi Yhdysvalloissa, euroalueen talouskasvu säilynee pitkän aikavälin keskiarvovauhdin tuntumassa kehittyvien talouksien kasvun tukemana.

Lopuksi

Subprime-ongelmien opetus lienee selvä. Tämän suhteellisen rajoitetun ongelman leviäminen koko globaalia järjestelmää heiluttavaksi häiriöksi tarjoaa selkeän osoituksen matalan korkotason luoman ylioptimismin vaaroista. Kriisi on korostanut myös riskien dynaamista luonnetta: jos riski paketoidaan uuteen instrumenttiin, sen luonne voi muuttua, mutta se ei poistu rahoitusjärjestelmästä. Perinteinen luottoriski on arvopaperistumisten myötä kasvavassa määrin muuttumassa mm. vastapuoli- ja likviditeettiriskiksi sekä operatiiviseksi ris-

kiksi. Näiden riskien tunnustaminen ja oikea hinnoittelu kuuluu kehittyneen rahoitusjärjestelmän tehtäviin. Tämä edellyttää pankeilta parempia sisäisiä riskienhallinnan välineitä ja viranomaisilta erityistä huolellisuutta riskien hallinnan ohjeistusten kehittämisessä. On myös tiedostettava, missä käytettävissä olevien riskimallien heikot kohdat piilevät.

Myllerryksen tärkein läksy lienee kuitenkin tiedon puutteen vaarallisuus. Subprime-kriisin tapauksessa monimutkaiset instrumentit lopulta levittivät epätietoisuutta markkinoiden aidosta tilasta ja pankkien kärsimien tappioiden suuruudesta. Tieto, vaikka negatiivisempikin, on markkinoille parempi kuin epätietoisuus. ■

KIRJALLISUUS

Bernanke, B. (2007), *The Recent Financial Turmoil and Its Economic and Policy Consequences*, Board of Governors of the Federal Reserve System.

<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20071015a.htm>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2007), *The October 2007 Senior Loan Officer Opinion Survey on Bank Lending Practices*.

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/SnLoanSurvey/200711/default.htm>

ECB (2004), *Credit Risk Transfer by EU Banks: Activities, Risks and Risk Management*. Frankfurt a/M: European Central Bank.

<http://www.ecb.int/pub/pdf/other/creditrisktransfer200405en.pdf>

Mörttinen, L. & Poloni, P. & Sandars, P. & Vesala, J. (2005), *Analysing Banking Sector Conditions – How to Use Macro-Prudential Indicators*, ECB Occasional Paper Series No. 26.

Wood, D. (2007), *All Dried Up*, Risk Magazine, November 2007.

³ Ks. esim. Board of Governors of the Federal Reserve System (2007).