

Finanssikriisin syyt ja seuraukset sekä EKP:n raholiittinen elvytys

LAHDEN AMMATTIKORKEAKOULU

Liiketalouden ala

Kansainvälinen kauppa

Opinnäytetyö

Kevät 2010

Teemu Hirvelä

Lahden ammattikorkeakoulu

Kansainvälisen kaupan koulutusohjelma

HIRVELÄ, TEEMU: Finanssikriisin syyt ja seuraukset sekä EKP:n rahapoliittinen elvytys

Kansainvälisen kaupan opinnäytetyö, 60 sivua

Kevät 2010

TIIVISTELMÄ

Tämä opinnäytetyö käsittelee vuoden 2007 Yhdysvalloista alkanutta finanssikriisiä. Työn päätavoitteina on selvittää finanssikriisin syitä ja seurauksia sekä kriisin johdosta EKP:n harjoittamaa rahapoliittista elvytystä ja sen tuloksia.

Työ koostuu kahdesta teorialuvusta, joissa valetaan pohjaa kirjoituspöytätyönä suoritettulle empiiriselle osuudelle. Ensimmäisessä teorialuvussa valotetaan teoriaa rahoitusmarkkinoista sekä rahoitusmarkkinoiden häiriöistä, finanssikriiseistä. Toinen luku käsittelee ensin lyhyesti suhdannepolitiikkaa kokonaisuutena ennen syventymistä teoriaan EKP:n rahapolitiikasta. Teoriaosuus on pääosin koottu painetuista kirjallisista lähteistä.

Empiirinen osio koostuu kolmesta pääluvusta. Ensimmäisessä käydään lävitse finanssikriisiin johtaneet syyt sekä niiden keskenäinen vuorovaikutus. Toisessa luvussa tutkitaan finanssikriisin aiheuttamia seurauksia rahoitusmarkkinoilla sekä reaalityössä. Kolmannessa osiossa tutkitaan EKP:n tekemiä rahapoliittisia toimia talouden elvyttämiseksi sekä millaisia tuloksia näillä on ollut. Empiirisen osuuden lähteinä on pääasiassa käytetty internetistä löydettyjä tutkimusraportteja ja artikkeleita.

Nykyiselle finanssikriisille on monia syitä. Perimmäisinä syinä olivat huonot asuntoluotot ja uudet finanssi-innovaatiot, joiden luultiin olleen riskittömiä. Seurauksena olivat rahoituslaitosten suuret tappiot, konkurssit ja BKT:n raju lasku. EKP:n harjoittaman rahapoliittisen elvytyksen suuruus oli ennennäkemätöntä. Vahvan elvytyksen ansiosta pankkien välinen rahaliikennettä saatiin parannettua.

Avainsanat: finanssikriisi, subprime, rahapolitiikka, rahoitusmarkkinat

Lahti University of Applied Sciences
Degree Programme in International Trade

HIRVELÄ, TEEMU: The Reasons and Consequences of Financial crisis and
the Monetary Stimulation of the ECB

Bachelor's Thesis in International Trade, 60 pages

Spring 2010

ABSTRACT

This thesis deals with the financial crisis that originated from US in 2007. The major goal of this thesis is to find out the reasons behind the financial crisis and also the consequences that followed. This paper also focuses on the monetary stimulation and its results pursued by the ECB in the light of the financial crisis.

The theory part of the paper is composed of two major chapters which lay the groundwork for the empirical part that was conducted as a desk study. The first chapter discusses about the theory of financial markets and financial crises. The following chapter briefly deals with counter-cyclical policy as a whole before focusing on the monetary policy of the ECB. The theoretical part is mostly accumulated from printed literature sources.

The empirical part of the paper consists three chapters. The first examines the reasons that led to the financial crisis and interrelationships between these reasons. The second part investigates the consequences inflicted upon financial markets and real economy. In the last part the monetary policy of the ECB is studied along with their impacts on the economy. The empirical section is mostly comprised from research reports and financial articles from internet.

The current financial crisis has several culprits. The fundamental reasons were the bad mortgages and new financial innovations which were thought to be riskless. This resulted in big losses and bankruptcies for the financial institutions and a violent drop in GDP. The scope of the monetary stimulation performed by the ECB was unparalleled. Due to strong economic resuscitation the money transactions between banks picked up.

Key words: financial crisis, subprime, monetary policy, financial markets

SISÄLLYS

1	JOHDANTO	1
2	RAHOITUSMARKKINAT	3
2.1	Rahoitusmarkkinoiden toiminta	3
2.2	Rahoitusmarkkinoiden rakenne	5
2.3	Finanssikriisit rahoitusmarkkinoiden häiriönä	6
2.3.1	Pankkikriisit	7
2.3.2	Hyödykekuplan puhkeaminen	7
2.3.3	Valuuttakriisi ja valtion maksuhäiriökriisi	9
2.3.4	Talouskriisi	9
3	EKP:N RAHAPOLITIIKKA SUHDANNEPOLITIIKAN VÄLINEENÄ	11
3.1	Avomarkkinaoperaatiot	13
3.2	Maksuvalmiusjärjestelmä	14
3.3	Vähimmäisvarantojärjestelmä	15
4	FINANSSIKRIISIN SYYT	16
4.1	Asuntokupla	16
4.2	Asuntoluotot	18
4.3	Taloudelliset kannustimet	21
4.4	Asuntoluottojen arvopaperistaminen	22
4.5	Luottotappiovakuutukset	26
4.6	Luottoluokituslaitokset	27
4.7	Fedin toimet ja alhainen korkotaso	30
4.8	Muut syyt	31
5	FINANSSIKRIISIN SEURAUKSET	33
5.1	Rahoitusmarkkinoiden keskeiset tapahtumat vuosina 2007 - 2008	33
5.2	Vaikutukset reaalisalouteen vuosina 2008 - 2009	38
6	EKP:N RAHAPOLIITTINEN ELVYTYYS	43
6.1	Korkopolitiikka	43
6.2	Likviditeettipolitiikka kriisin alkuvaiheessa	44
6.3	Likviditeettipolitiikka kriisin käännekohdassa	46

6.4	Maksuvalmiusjärjestelmä	48
6.5	Rahapolitiikan tulokset	50
7	YHTEENVETO	53

1 JOHDANTO

Yhdysvalloista 2007 elokuussa alkanut ja 2008 syyskuussa nopeasti kärjistyneellä finanssikriisillä on ollut tuhoisia vaikutuksia maailmanlaajuisesti rahoitusmarkkinoilla ja reaalityaloudessa. Vaikka talousmaailman historiasta löytyy monia vastaavanlaisia kriisejä, niin nykyinen on yllättänyt laajuudellaan ja nopealla kärjistyksellään. Kriisiä on verrattu Yhdysvaltojen 30-luvun suureen lamaan (Krugman 2009, 6). Omaleimaisinta kriisille on kuitenkin ollut se, että sitä ei osattu odottaa. Monet arvostetut ja palkitut ekonomistit luulivat rahoitusjärjestelmän kehittyneen pisteeseen, jossa talouden syvät laskusuhdanteet olivat jääneet historiaan (Krugman 2009, 14–15).

Tämä opinnäytetyö käsittelee vuoden 2007 Yhdysvalloista alkanutta finanssikriisiä. Työn päätavoitteina on selvittää finanssikriisin syitä ja seurauksia sekä kriisin johdosta EKP:n harjoittamaa rahapoliittista elvytystä ja sen tuloksia.

Tutkimus koostuu teoreettisesta sekä empiirisestä osuudesta, joka suoritettu kvalitatiivisena selittävänä tutkimuksena ja jonka tutkimusmetodina on kirjoituspöytä-tutkimus. Teoriaosuudessa käytetty aineisto on löydetty painetusta kirjallisuudesta sekä internet-lähteistä. Empiirinen osuus on taas kokonaan kerätty internetistä löydettyistä talousaiheisista tutkimusraporteista ja sähköisten taloussanomalehtien artikkeleista. Internet on osoittautunut molemman osion tiedonhaussa erittäin hyödylliseksi aihetta koskevan valtavan tietomäärän vuoksi. Tämän lisäksi internet lähteet ovat helpottaneet alituisesti kehittyvän tilanteen tutkimisessa.

Opinnäytetyö koostuu kahdesta teorialuvusta ja kolmesta empiirisestä luvusta. Ensimmäinen teorialuku käsittelee rahoitusmarkkinoita sekä niiden häiriöitä, finanssikriisejä. Tämä pyrkii luomaan lukijalle kiintopisteen empiirisen osuuden luvuille finanssikriisin syistä sekä seurauksista. Seuraava teorialuku käsittelee ensin lyhyesti suhdannepolitiikkaa kokonaisuutena ennen syventymistä teoriaan EKP:n rahapolitiikasta. Tarkoituksena on valaia pohja viimeisen empiirisen luvun ymmärtämiseen, joka käsittelee EKP:n rahapoliittisia toimia ja tuloksia finanssikriisin seurauksena.

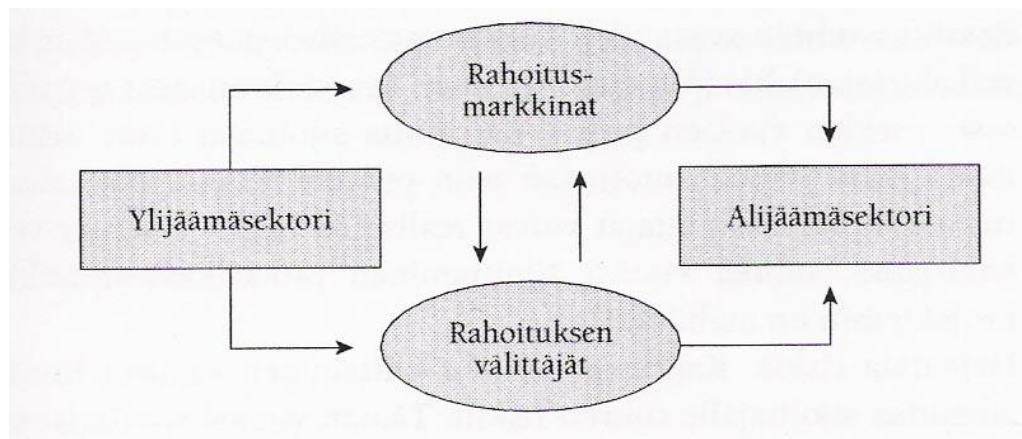
Opinnäytetyö tarkastelee aihetta pääosin maailmanlaajuiselta kannalta, mutta pääpaino on Yhdysvalloissa ja euromaissa. Maailmanlaajuinen perspektiivi on valittu siitä syystä, että finanssikriisi oli maailmanlaajuinen. Pääpaino on kuitenkin Yhdysvalloissa ja euromaissa, koska nämä alueet kärsivät finanssikriisistä eniten. Talouden elvytystä koskevassa osiossa rajausta on tehty pelkästään euroalueiden rahapoliittiseen elvytykseen, koska tämä mahdollisti syvemmän perehtymisen aiheeseen. Samalla euromaiden taloudet kuitenkin käsittävät oleellisen osan koko maailmantaloudesta. Keskittyminen rahapolitiikkaan finanssipolitiikan sijaan johtuu siitä, että jokaisella maalla on oma finanssipolitiikka, joten jokaisen tutkiminen osoittautuisi vaikeaksi. Tosin yhden valikoidun maan, kuten Suomen, finanssipolitiikka olisi voinut olla hyvä ja mielenkiintoinen vaihtoehto. Tämä olisi kuitenkin käsittänyt maailmantalouden kannalta hyvin pientä osaa.

Idea opinnäytetyön aiheeseen tuli, kun finanssikriisi eskaloitui vuoden 2008 syyskuussa. Tällöin kuulin ensi kertaa rahoitusmarkkinoiden häiriöstä. Eri medioiden kautta finanssikriisin syylliseksi leimattiin Yhdysvalloissa myönnetyt huonot asuntoluotot. Tämä herätti mielenkiinnon tutkia, miten huonot asuntoluotot saivat maailmantalouden polvilleen. Uskon opinnäytetyöni myös tuovan hyötyä kaikille muille, jotka ovat kiinnostuneita viimeisimmästä finanssikriisistä.

2 RAHOITUSMARKKINAT

2.1 Rahoitusmarkkinoiden toiminta

Rahoitusmarkkinoiden kulmakivenä on kanavoida varoja talouden ylijäämäiseltä sektorilta alijäämäiselle (KUVIO 1). Yleisesti ottaen kotitaloudet edustavat ylijäämäsektoria ja yritykset alijäämäsektoria, mutta tämä voi olla myös toisinpäin. Rahat siirtyvät alijäämäsektorille joko suoraan rahoitusmarkkinoiden tai välittäjien kautta. (Knüpfer & Puttonen 2004, 35).



KUVIO 1. Rahoitusmarkkinoiden rooli kansantaloudessa (Knüpfer & Puttonen 2004, 35)

Välittäjän kautta kohdenneet varat voivat kulkea seuraavasti: kotitalous tallettaa kertyneet säästönsä pankkiin ja pankki lainaa saamansa rahat yritykselle. Yritys taas investoi saamansa rahat johonkin tuottoisaan kohteeseen, kuten uuteen tehtaaseen. Kotitalous ei ole missään tekemisissä lainan saaneen yrityksen kanssa, vaan saa korkoa talletuksilleen pankilta, joka taas saa korvauksen yritykseltä.

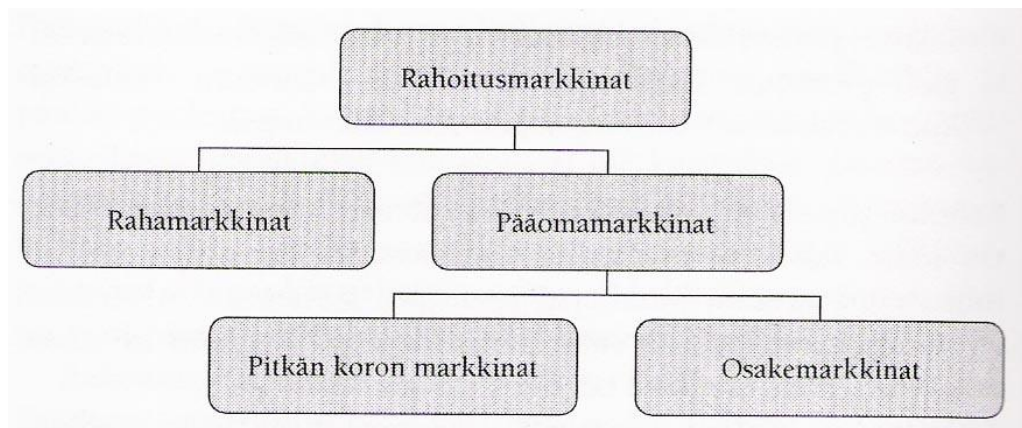
Pankkien lisäksi rahoituksen välittäjinä voivat olla vakuutusyhtiöt, rahoitusyhtiöt, erityisluottolaitokset, sijoitusyhtiöt, sijoitusrahastot ja pankkiiriliikkeet. (Knüpfer & Puttonen 2004, 43–44).

Varat eivät luonnollisestikaan siirry yhdeltä osapuolelta toiselle ilmaiseksi vaan rahoitusmarkkinoiden toimintaan liittyy oleellisesti korko. Korko on rahan hinta. Koron voidaan ajatella olevan kompensatio siitä, että siirtää rahan käyttönsä tulevaisuuteen. (Kettunen & Lindholm 2009, 152.)

Varojen ohjaamisen lisäksi rahoitusmarkkinoiden tehtäviin kuuluu muitakin tehtäviä. Markkinoiden kuuluu toimia tehokkaasti, jolloin varat liikkuvat nopeasti ilman mittavia kaupankäyntikuluja. Markkinoiden tulee toimia informaation välittäjänä. Tämä tarkoittaa sitä, että yritys ei pysty esim. peittelemään heikkoa tulostaan, vaan se näkyy välittömästi osakekurssissa. Toisin sanoen markkinoiden tulee olla läpinäkyvä. Rahoitusmarkkinoiden toimintaan kuuluu myös olennaisesti rahoitusvaateiden likvidisyyden parantaminen. Rahoitusmarkkinat tarjoavat markkinapaikan sijoittajille, jotka haluavat myydä arvopaperinsa. Rahoitusmarkkinat tarjoavat myös mahdollisuuden hajauttaa sijoituksia. (Knüpfer & Puttonen 2004, 36–37.)

2.2 Rahoitusmarkkinoiden rakenne

Rahoitusmarkkinat voidaan pääasiassa jakaa rahamarkkinoihin sekä pääomamarkkinoihin (KUVIO 2). Rahamarkkinat koskevat lyhytaikaisten, alle vuoden pituisten, rahoitusinstrumenttien markkinoita, kun taas pääomamarkkinoilla viitataan yli vuoden pituisiin rahoitusvälineisiin. Pääomamarkkinat voidaan vielä jakaa pitkän koron markkinoihin ja osakemarkkinoihin. (Knüpfer & Puttonen 2004, 37–38)



KUVIO 2. Rahoitusmarkkinoiden rakenne (Knüpfer & Puttonen 2004, 38)

Pitkän koron markkinat tunnetaan myös joukkolainamarkkinoiden nimellä. Nämä ovat suuria lainoja, jotka ovat jaettu keskenään yhtä suuriin osiin. Osakemarkkinoilla taas käydään kauppaa osakkeilla sekä yritys voi hankkia sen kautta oman pääoman ehtoista rahoitusta osakeannilla. (Knüpfer & Puttonen 2004, 40–42.)

Rahoitusmarkkinat voidaan jakaa myös toisella tavalla: primääri- ja sekundäärimarkkinoihin. Edellisellä viitataan arvopaperimarkkinoihin, joilta voidaan hankkia uutta pääomaa osakeannin kautta tai vierasta pääomaa velkakirjojen myynnillä. Sekundäärimarkkinoilla taas tarkoitetaan näiden edellämäainittujen rahoitusinstrumenttien jälkimarkkinoita. (Knüpfer & Puttonen 2004, 39)

2.3 Finanssikriisit rahoitusmarkkinoiden häiriönä

Finanssikriisille on monenlaista eri määritelmää, mutta yleisesti ottaen sillä tarkoitetaan rahoitusmarkkinoiden häiriöiden lisääntymistä tasolle, jossa ne haittaavat merkittävästi rahavarojen kanavoitumista kotitalouksille ja yrityksille (Jickling 2008, 2). Eli rahoitusmarkkinoiden peruseräite ei toteudu: varat eivät liiku ylijäämäiseltä sektorilta alijäämäiselle.

Kriiseihin liittyy myös usein omaisuuserien arvonalasku ja maksuhäiriöiden lisääntyminen sekä myös reaalityalouden huomattava heikkeneminen (Eichengreen & Portes 1989). Reaalityalouden heikkenemisen kautta finanssikriisien seurauksena usein on talouden syvä taantuma (Laeven & Valencia 2008, 3).

Luonteenomaista finanssikriisien muodostumiselle on se, että ne tyypillisesti alkavat luottobuumista, jonka seurauksena rahoituslaitokset käyttävät paljon velkavipua eli lainattua rahaa sijoituksissaan. Usein finanssikriiseihin liittyy myös hyödykekupla, joka lisää hintashokin todennäköisyyttä. Lopulta hintashokin tapahtuessa hyödykekupla puhkeaa ja rahoituslaitokset pyrkivät vähentämään velkavipua maksamalla lainoja pois. (Acharya, Philippon, Richardson, Roubini 2009, 2.)

Vaikka finanssikriisien seuraukset taloudelle ovat yleensä samanlaisia, eroten vain laajuudellaan, niin ne voivat syntyä eri tavoin. Finanssikriisit voidaan lokeroida seuraaviin kategorioihin:

- Pankkikriisit
- Hyödykekuplan puhkeaminen
- Valuuttakriisi ja valtion maksuhäiriökriisi
- Talouskriisi

(Types of financial crises 2010)

2.3.1 Pankkikriisit

Tilannetta, jossa suurin osa pankin asiakkaista, eli tallettajista, haluaa yllättäen nostaa varansa pois pankista, kutsutaan talletuspaoksi. Koska pankit normaalisti lainaavat suurimman osan saaduista talletuksista eteenpäin, niille tulee suuria vaikeuksia maksaa talletukset takaisin. Talletuspaon seurauksena pankki voi mennä konkurssiin, jolloin tallettajat menettävät säästönsä jos niillä ei ole talletussuojaa. Jos talletuspakoja esiintyy monissa pankeissa samaan aikaan, niin on kyse pankkipaniikista. (Types of financial crises 2010)

Pankkikriiseiksi voidaan laskea myös tilanne, jossa ei esiinny talletuspakoja, mutta pankit ovat vastahakoisia lainaamaan rahaa eteenpäin varojensa riittämättömyyden pelossa. Tarkemmin ottaen tätä kutsutaan luottokriisiksi. (Types of financial crises 2010)

Esimerkkejä talletuspaoista löytyy vuosien takaa 30-luvun Yhdysvalloista, mutta myös viimeaikainen vuonna 2007 tapahtunut Northern Rock -pankin vararikon takana oli talletuspako. Talletuspaon käsitettä on toisinaan laajennettu koskemaan myös Bear Stearnsin vuonna 2008 kokemaa vararikkoa, vaikka se ei ollut perinteinen pankki vaan investointipankki. Luottokriisin malli voidaan taas löytää Yhdysvaltojen 80-luvun säästöpankkien kriisin jälkimaininkien synnyttämästä tilanteesta. (Types of financial crises 2010)

2.3.2 Hyödykekuplan puhkeaminen

Finanssi-hyödykkeellä tai omaisuuserällä katsotaan olevan kuplan piirteitä, kun sen nykyarvo on suurempi kuin tulevan rahavirran arvo, joka saataisiin jos omaisuuserä pidettäisiin pitoajanjakson loppuun saakka. Kuplan piirteisiin kuuluu myös tietynlainen ostokäyttäytyminen, jossa suuri osa markkinatoimijoista ostaa hyödykkeitä vain myydäkseen ne myöhemmin kalliimmalla eikä sen kerryttämien tulojen takia. (Types of financial crises 2010)

Hyödykekuplan muodostumisesta on kehitelty useita teorioita. Sitä yritetään selittää ihmisten laumakäyttäytymisellä. Laumakäyttäytymisessä yksilö perustaa päätöksensä toisten ihmisten mukaan. Tämä korostuu varsinkin jos suuri joukko ihmisiä toimii yksilöstä poikkeavalla tavalla. Tällöin yksilö saattaa ruveta epäilemään omaa harkintakykyään ja taipua valtavirran mukaan. (Baily, Litan & Johnson 2008, 16.)

Ekonomisti Hyman Minskyn kuplateorian perusteema on, että rahoitusmarkkinat ovat luontaisesti epävakaita. Hänen mukaan kuplilla on viisi vaihetta. Ensiksi sijoittajat alkavat kiinnostua jostain sijoituskohteesta, kuten asuntoluotoista. Toisessa vaiheessa alkaa buumi, kun sijoituskohteesta saadaan suuret voitot ja yhä useampi lähtee leikkiin mukaan. Kolmatta vaihetta kuvastaa euforia, kun yhä useampi lähtee mukaan ja rahoituslaitokset lisäävät luotonantoaan yhä arveluttaville lainaajille. Tässä vaiheessa tulevat esille myös uudet rahoitusinnovaatiot, jolla lisätään altistusta hyödykkeelle. Neljännessä vaiheessa kupla saavuttaa huipun ja fiksit sijoittajat kuittaa rahansa pois. Lopuksi viidennessä paniikki-vaiheessa kupla alkaa kutistua ja tilanne kääntyy pääläelleen, kun sijoittajat pyrkivät pääsemään hyödykkeistä yhtä nopeasti eroon. (Baily ym. 2008, 16.)

Yksi teoria väittää keskeiseksi syyksi ns. moraalikadon. Tällä termillä viitataan toimintaan, jossa otetaan mielettömiä riskejä, koska ei tarvitse kantaa vastuuta mahdollisista huonoista seurauksista. Moraalikadon väitetään rohkaisevan rahoituslaitoksia ottamaan suuria riskejä, koska romahduksen sattuessa viralliset tahot tulisivat pelastamaan. Suuret rahoituslaitokset ajattelevat olevansa liian merkittäviä, jolloin heidän kaatumisensa merkitsisi katastrofia taloudelle. Tätä näkemystä vahvistavat valtion aiemmat toimet rahoituslaitoksien pelastamiseksi ja talletusten takuut. (Baily ym. 2008, 16.)

Historiasta löytyy monia hyödykekuplia ja niiden puhkeamisia, kuten Hollannin tulppaanikupla, Japanin 80-luvun kiinteistökupla ja vuosituhannen vaihteen IT-kupla. (Types of financial crises 2010)

2.3.3 Valuuttakriisi ja valtion maksuhäiriökriisi

Valuuttakriisillä tarkoitetaan tilannetta, jossa valtio, jolla on käytössä kiinteä valuuttakurssi, joutuu devalvoimaan valuuttansa spekulatiivisen hyökkäyksen seurauksena. Valtion maksuhäiriökriisillä taas viitataan valtion kyvyttömyyteen maksaa valtionvelkaa. Toisaalta kummassakin tapauksessa valtio voi myös vapaaehtoisesti valita valuuttansa devalvoinnin tai velan maksamatta jättämisen, mutta yleisesti ottaen näiden katsotaan johtuvan tahattomasti. Tämä ilmenee niiden haitallisista vaikutuksista, kuten sijoittajien halusta vetää varansa pois ja ulkomaisten pääomien virtauksien tyrehtymisestä. (Types of financial crises 2010)

Valuuttakriisejä on havaittu mm. Aasiassa 90-luvun loppupuolella (Types of financial crises 2010), mutta myös Suomessa 90-luvun alussa. Valtion maksuhäiriöitä on taas esiintynyt Latinalaisessa Amerikassa 80-luvun alkupuolella, kuten myös Venäjällä vuonna 1998 (Types of financial crises 2010). Tällä hetkellä Kreikan tilanne viittaa valtion maksuhäiriöön.

2.3.4 Talouskriisi

Koko talouden, käsittäen reaali- ja finanssitalouden, kriisiä kutsutaan talouskriisiksi. Talouskriisin vaikutus ilmenee BKT:n laskuna ja rahoitusmarkkinoiden kiihkeyden vähenemisenä. Täten talouskriisi yleensä liitetään talouden normaalista suhdannevaihtelusta poikkeaviin taantumisiin ja lamoihin. (BusinessDictionary 2010)

Koska talouskriisillä viitataan suurempaan kokonaisuuteen kuin finanssikriisillä, niin sen ei katsota olevan varsinaisesti finanssikriisi. On kuitenkin havaittu, että monien talouskriisien laukaisijana on ollut finanssikriisi. Hyvä esimerkki löytyy Yhdysvaltojen 30-luvun suuresta lamasta, jota edelsi finanssitalouden romahdus. Toisaalta taas väitetään, että talouskriisien taantumat johtavat finanssikriisiin. Väitettä on perusteltu mm. sillä, että vaikka finanssikriisi laukaisisi talouskriisin, niin muut tekijät saattavat olla tärkeämpiä sen pitkittymiselle. Esimerkiksi on otettu Yhdysvaltojen suuri lama, jota pitkitti Yhdysvaltojen keskuspankin huonot raha-

poliittiset päätökset. (Types of financial crises 2010) Tämä väittely finanssi- ja talouskriisin syy ja seuraus -suhteesta on verrattavissa ikiaikaiseen dilemmaan munasta ja kanasta: kumpi oli ensin?

3 EKP:N RAHAPOLITIIKKA SUHDANNEPOLITIIKAN VÄLINEENÄ

Julkiset tahot harjoittavat suhdannepoliittisia toimia taloussuhdanteiden tasaamiseksi. Nämä toimet voidaan pääasiassa jakaa finanssi- ja rahapolitiikkaan. Finanssipolitiikka keskittyy julkisen talouden tuloihin ja menoihin, kun taas rahapolitiikka säätelee rahan määrää ja korkotasoa. (Pekkarinen & Sutela 2005, 204, 217.)

Suhdanteilla tarkoitetaan talouden kehityksen lasku- ja nousukausien vuorottelua. Tämän kesto on noin 5 - 7 vuotta. Yleisesti ottaen laskukaudella talouden kehitys on heikkoa, kun taas nousukaudella se on positiivista. Talouden laskuun viitataan yleensä termillä taantuma, joka tarkoittaa kokonaistuotannon vähenemistä kahtena vuosineljänneksenä peräkkäin verrattuna vuoden takaisiin lukemiin. Jos taantuma on erittäin syvä ja pitkä, niin siitä käytetään termiä lama. Laman käänntöpuolella on talouden ylikuumeneminen, jossa kysyntä nousee raketinomaisesti ja ylittää tarjonnan. Talouden ylikuumenemiselle tunnusomaisia merkkejä ovat palkkojen ja hintojen jyrkkä nousu sekä lainanoton lisääntyminen mm. ulkomailta. (Kettunen & Lindholm 2009, 115–117.)

Yleisesti ottaen rahapolitiikkaa hoitaa hallituksesta riippumaton toimielin eli keskuspankki. Keskuspankkien päätehtäviin katsotaan kuuluvan rahoitusmarkkinoiden vakaudesta huolehtiminen sekä talouden hintavakauden ylläpitäminen. Nämä tavoitteet keskuspankki pyrkii saavuttamaan säätelemällä rahan määrää taloudessa. Taloudessa kiertävän rahan määrä vaikuttaa inflaatioon, työllisyyteen sekä talouden yleiseen kasvuun. (Kettunen & Lindholm 2009, 154–155.)

Nykyään euron käyttöönotottaneilla mailla on kansallinen finanssipolitiikka, mutta yhteinen rahapolitiikka, josta päättää Euroopan Keskuspankki. Tosin EU-jäsenyys rajoittaa finanssipolitiikan liikkumisvaraa. (Kettunen & Lindholm 2009, 120.)

Euroalueella EKP harjoittaa itsenäisesti yhteistä rahapolitiikkaa riippumattomana muista valtioista tai virallisista tahoista. Tästä huolimatta jäsenmaiden kansalliset keskuspankit ja EKP muodostavat Euroopan keskuspankkijärjestelmän. Tosin

kansalliset keskuspankit vain toimivat EKP ohjeiden mukaan eli he eivät itsenäisesti pääätä rahapolitiikasta. (Kettunen & Lindholm 2009, 156.)

EKP:n rahapoliittisena päätavoitteena on euroalueen inflaation pitäminen alle kahdessa prosentissa, mutta silti sen tuntumassa. Hintavakauteen ei pyritä päivän tarkkuudella vaan ns. keskipitkällä aikavälillä, jolla tarkoitetaan 1 - 3 vuoden jaksoa. Tämän takia EKP:n rahapoliittinen toiminta on hyvin ennakoivaa. (Kettunen & Lindholm 2009, 156.)

Rahapoliittiset operaatiot	Toimenpidetyypit ¹⁾		Maturiteetti	Toteuttamistiheys
	Likviditeettiä lisäävät	Likviditeettiä vähentävät		
Avomarkkinaoperaatiot				
Perusrahoitusoperaatiot	• Käänteisoperaatiot	–	• 1 viikko ²⁾	• Viikoittain
Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot	• Käänteisoperaatiot	–	• 3 kuukautta	• Kuukausittain
Hienosäätöoperaatiot	• Käänteisoperaatiot • Valuuttaswapit • Suorat ostot	• Valuuttaswapit • Määräaikaistalletusten kerääminen • Käänteisoperaatiot • Suorat myynnit	• Ei vakio	• Satunnaisesti
Rakenteelliset operaatiot	• Käänteisoperaatiot • Suorat ostot	• Velkasitoumusten liikkeeseenlasku • Suorat myynnit	• Vakio / ei vakio –	• Säännöllisesti ja satunnaisesti • Satunnaisesti
Maksuvalmiusjärjestelmä				
Maksuvalmiusluotto	• Käänteisoperaatiot	–	• Yön yli	• Käytettävissä vastapuolten harkinnan mukaan
Talletusmahdollisuus	–	• Talletukset	• Yön yli	• Käytettävissä vastapuolten harkinnan mukaan

KUVIO 3. Eurojärjestelmän rahapoliittiset välineet (Euroopan Keskuspankki, 2004, 71)

Rahapolitiikan tavoitteisiinsa EKP pyrkii pääosin ohjauskoron säädöillä, joilla EKP määrää pankkisektorille suunnattujen rahapoliittisten operaatioiden hinnan (KUVIO 3). Operaatioiden kautta EKP huolehtii, että pankkisektorilla on riittävä määrä likviditeettiä. (Kettunen & Lindholm 2009, 156–157.) Nämä EKP:n raha-

politiikan operaatiot voidaan jakaa avomarkkinaoperaatioihin ja maksuvalmiusjärjestelmään (Euroopan Keskuspankki, 2004, 71).

3.1 Avomarkkinaoperaatiot

Avomarkkinaoperaatioiden tehtävänä on korkojen tason ohjaaminen, rahapolitiikan linjasta viestittäminen sekä rahoitusmarkkinoiden likviditeetistä huolehtiminen. (Euroopan Keskuspankki 2004, 71.) Nämä operaatiot voidaan jakaa neljään ryhmään:

- Perusrahoitusoperaatiot
- Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot
- Hienosäätöoperaatiot
- Rakenteelliset operaatiot

(Euroopan Keskuspankki 2004, 103.)

Perusrahoitusoperaatiot ovat tärkeimpiä avomarkkinaoperaatioita. Niiden kautta pankkijärjestelmä saa suurimman osan tarvitsemastaan likviditeetistä. Operaatioita suoritetaan viikoittain huutokauppoina, joihin voivat osallistua kaikki euroalueen rahoituslaitokset, jotka täyttävät kelpoisuusvaatimukset. (Euroopan Keskuspankki 2004, 77.)

Huutokauppoja voidaan toteuttaa kiinteä- tai vaihtuvakorkoisina. Kiinteäkorkoisissa kaupoissa rahoituslaitokset ilmoittavat paljonko he ovat valmiita lainaamaan EKP:n määrittelemällä ohjauskorolla. Vaihtuvakorkoisessa kaupassa rahoituslaitokset taas tekevät tarjouksen rahamäärästä ja korosta. Tosin EKP voi määritellä rahalle minimitarjouskoron eli ohjauskoron. Molemmissa kaupoissa tarjoukset hyväksytään EKP:n päättämän jaettavan likviditeetin määrän mukaan, tosin vaihtuvakorkoisissa ratkaisee myös tarjouksen korko. (Euroopan Keskuspankki 2004, 77.)

Pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot toimivat lähestulkoon samalla periaatteella kuin perusrahoitusoperaatiot, erona vain maturiteetin pituus ja huutokauppojen jakso-

tus. Maturiteetin pituus on kolme kuukautta ja huutokauppoja järjestetään kerran kuukaudessa. Lisäksi kauppoja toteutetaan vain vaihtuvakorkoisina. (Euroopan Keskuspankki 2004, 79.)

Pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden rooli ei ole yhtä merkittävä kuin perusrahoitusten. Operaatioiden perimmäisenä tarkoituksena on poistaa tarve jakaa rahoituslaitosten tarvitsemaa likviditeettiä joka viikko. Pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa Eurojärjestelmällä katsotaan olevan hinnanottajan rooli, koska vaikutusta useisiin rahamarkkinakorkoihin ei koeta hyödylliseksi. (Euroopan Keskuspankki 2004, 79.)

Aiemmista poiketen, hienosäätöoperaatioilla ei ole ennalta määriteltyä ajoitusta tai maturiteettia. Operaatioita ei käytetä usein vaan ne tulevat yleensä tarpeellisiksi poikkeuksellisissa tilanteissa. Niiden päätarkoituksena on siis normalisoida markkinoita odottamattomissa tilanteissa. Hienosäätöoperaatioita voidaan käyttää lisäämään taikka vähentämään likviditeettiä. (Euroopan Keskuspankki 2004, 80.)

Avomarkkinaoperaatioissa viimein instrumentti on rakenteelliset operaatiot. Sen tarkoituksena on vaikuttaa keskuspankkirahoitukseen pitkällä aikavälillä säätelemällä eurojärjestelmän rakenteellista likviditeettiasemaa. (Euroopan Keskuspankki 2004, 81.)

3.2 Maksuvalmiusjärjestelmä

Euroalueen maksuvalmiusjärjestelmällä pyritään säätelemään rahamarkkinoiden korkoja eli maturiteetiltaan alle vuoden pituisia korkoja. Lisäksi järjestelmä pyrkii tasaamaan näiden korkojen heilahteluja. (Euroopan Keskuspankki, 2004, 73.)

EKP:n maksuvalmiusjärjestelmä toimii kahteen suuntaan. Järjestelmä tarjoaa rahoituslaitoksille mahdollisuuden lainata ja tallettaa varoja yön yli. Molempiin toimenpiteisiin sovelletaan omaa EKP:n asettamaa yön yli -korkoa. Luottojen korko on yleensä suurempi kuin rahamarkkinoiden vastaava eli eoniakorko ja talletuksien korko on taas pienempi kuin eoniakorko. Tämän takia rahoituslaitokset

käyttävät järjestelmää vain poikkeustilanteissa. Normaalisti maksuvalmius järjestelmän korot muodostavat yön yli -korkojen ylä- ja alarajan. (Euroopan Keskuspankki, 2004, 73–74.)

3.3 Vähimmäisvarantojärjestelmä

Avomarkkinaoperaatioiden ja maksuvalmiusjärjestelmän lisäksi EKP velvoittaa rahoituslaitoksia tallettamaan kansallisiin keskuspankkeihin tietty osa varoistaan. Näille talletuksille maksetaan samaa korkoa, jota käytetään perusrahoitusoperaatioissa. Järjestelmän tarkoitus on Suomen Pankin mukaan ”tasata rahamarkkinakorkoja sekä lisätä rakenteellisen keskuspankkirahoituksen tarvetta”. (Suomen Pankki 2010.)

4 FINANSSIKRIISIN SYYT

Rahoitusmarkkinoilla vuonna 2007 alkanut myllerrys heikensi pankkienvälistä rahaliikenteen toimivuutta. Kriisi juontaa alkunsa monista eri tekijöistä, joita seuloaan lävitse seuraavissa luvuissa.

4.1 Asuntokupla

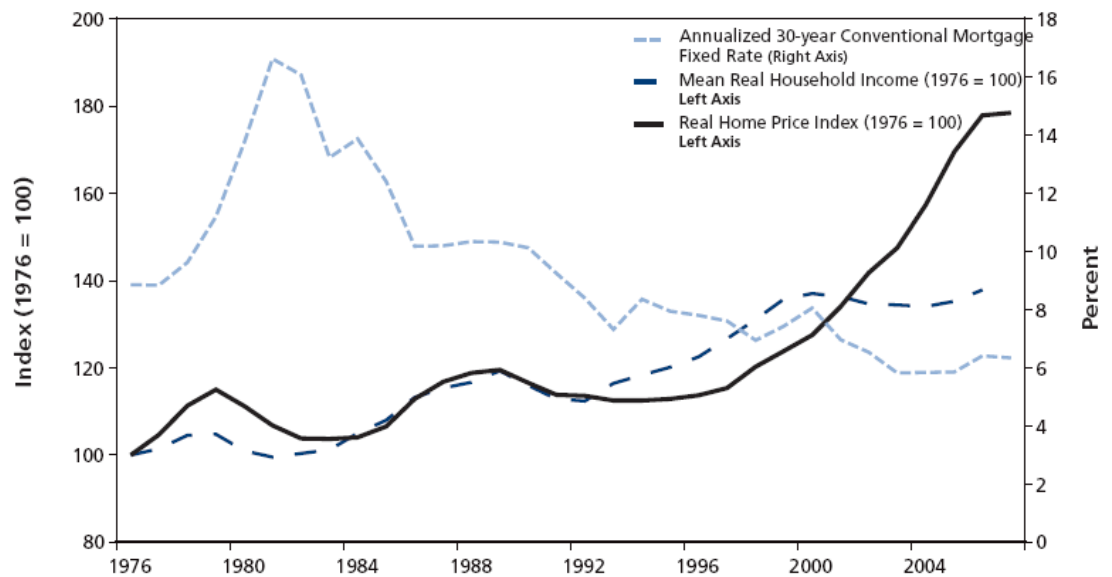
Keskeinen tekijä finanssikriisin kehitykselle olivat pitkään Yhdysvalloissa kasvaneet asuntojen hinnat, joiden kohoamisesta kehittyi asuntokupla. Asuntojen hinnat olivat kehittyneet nousujohteisesti vuodesta 1975 – 2006 kesään saakka. Poikkeuksena vuosien 1981–82 lama, jolloin asuntojen hinnat kokivat kolauksen. Aikavälillä 1991 – 2006 kesä, asuntojen hintoja seuraava indeksi OFHEO näytti hintojen nousua jokaisella neljänneksellä verrattuna edellisen vuoden lukuihin. Vuosituhannen lopulla kasvu vain kiihtyi noustessaan yli 6 prosenttiin ja lopulta 9 prosenttiin, ennen kuin kasvuvauhti alkoi hidastua vuoden 2005 lopulla. Loputtomalta kasvulta näyttävä kehitys sai ihmiset uskomaan kiinteistöjen olevan ylivertainen sijoituskohde pitkällä aikavälillä. (Baily ym. 2008, 11.)

Yleisesti ottaen asuntojen hinnat nousevat kolmesta syystä. Ensinnäkin asuntojen hintojen kohoaminen saa aikaan odotuksen myös tulevaisuuden noususta. Esim. hinnan nousun ja onnistuneiden asuntokauppojen seurauksena monille saattaa tulla tarve lähteä mukaan ja näin synnyttää hinnannousujen kierteen. (Baily ym. 2008, 11.)

Toiseksi kotitalouksien tulojen kasvu tekee isompien asuntolainojen saamisen mahdolliseksi, joka taas lisää asuntojen kysyntää. Vuosien 1995 - 2000 aikana kotitalouksien tulot nousivat roimasti. Tosin asuntojen hinnat alkoivat kasvaa nopeammin verrattuna kotitalouksien tuloihin vuosituhannen alussa. Tämä viittasi siihen, että asuntojen hintakehitys ei ollut enää terveellä pohjalla (KUVIO 4). (Baily ym. 2008, 11.)

FIGURE 1:

Real Home Prices and Real Household Income (1976=100); 30-year Conventional Mortgage Rate



Source: OHFEO; Federal Reserve; Bureau of the Census. Home Prices and Income are deflated by CPI less Shelter.

KUVIO 4. Asuntojen reaali hinnat ja kotitalouksien reaalitytulot sekä 30-vuoden asuntoluotto korko (Baily ym. 2008, 12.)

Kolmantena tekijänä on vallitseva korkotaso. Mitä alhaisempi korkotaso on, sitä enemmän uusia asuntoluottoja otetaan ja näin myös asuntojen kysyntä nousee. Korkotasoa Yhdysvalloissa oli huipputasolla vielä 70 - 80-luvulla, mutta kehitys siitä saakka oli laskujohteista viime vuosiin saakka. (Baily ym. 2008, 11.)

Hyödykekuplille on luonteenomaista se, että ne toimivat itseään vahvistavina kierteinä, jossa hinnannousu johtaa hinnannousuun. Kuplan laajentuessa se ajautuu kuitenkin kauemmas ja kauemmas talouden perustekijöistä, esim. tässä tapauksessa kotitalouksien tulojen kehityksestä. Lopulta kupla puhkeaa ja alkaa päinvastainen kehitys. Hintojen odotettu kehitys lähtee laskuun ja hintojen laskukierre synnyttää lisää laskua. Näin tapahtui vuonna 2007, kun asuntojen hinnat alkoivat tippua. (Baily ym. 2008, 12.)

Tosin asuntojen hintojen lasku Yhdysvalloissa ei toteutunut yhtäläisesti kaikkialla. Alueet, joilla oli yllin kyllin maa-alueita uusille asunnoille, eivät kärsineet yhtä

lailla asuntojen hintojen muutoksista. Toisin oli kaupunkikeskusten alueilla, joissa koettiin rajuja hinnan muutoksia, kuten Las Vegasissa, Kaliforniassa ja itäranikolla. (Baily ym. 2008, 12–13.)

4.2 Asuntoluotot

Talouden noustessa edellisestä taloudellisesta taantumasta oli tarjolla halpaa velkarahaa pienten korkojen ansiosta, jolloin oli kannattavaa käyttää velkavipua. Rahoitusmarkkinat löysivät, kohoavien asuntohintojen aikaan tälle velkarahalle tuottoisan sijoituskohteen asuntoluotoista. Ongelmaksi muodostui se, että kiinnostuneita hyvän luottoluokituksen omaavia, ns. prime-lainajia, ei ollut tarpeeksi. Ratkaisuna rahoituslaitokset alkoivat tinkiä lainanmyöntökriteereistään. Näin asuntoluotot saivat uusia asiakkaita, ns. subprime lainajia. (Baily ym. 2008, 14, 17.)

Subprime-termistä kehkeytyi yleinen nimitys lainoille, joita ei voitu luokitella perinteiseksi prime-lainoiksi, koska niissä oli korkeammat korot ja riskit. Nämä subprime-lainajat eivät saaneet prime-lainaa, koska heidän maksukyvyssään oli jotain, joka teki heistä prime-lainajia riskipitoisemman. Yleensä heidän maksukykynsä oli heikko jostain seuraavista syistä: ei riittäviä tuloja, ei omaisuutta, ei rahaa käteismaksuun tai heillä oli merkintä luottohäiriöistä. Subprime-lainojen lisäksi liikkeellä oli Alt-A - ja home equity -lainoja. Alt-A -lainat olivat lähes samoja kuin subprime-lainat, mutta näiden lainojen ottajilla oli parempi luottoluokitus, jonka seurauksena lainaehdot olivat hieman paremmat. Home equity lending -lainat taas mahdollistivat lainaamisen asunnon kohonnutta arvoa vastaan. Näitä lainoja pääosin käytettiin rahoittamaan opintoja, sairaanhoitomaksuja tai kulutusta. Nämä lainat kasvattivat suosiotaan asuntojen hintojen kohotessa. (Baily ym. 2008, 14, 17.)

Tämä muutos asuntoluottomarkkinoiden luonteessa alkoi vuoden 2001 jälkeen, jolloin perinteisten hyvälaatuisten lainojen osuus 2,2 triljoonan dollarin markkinasta oli 85 prosenttia. Vuonna 2003 osuus oli vielä sama, mutta markkinat olivat kasvaneet 4 triljoonaan dollariin. Prime-lainojen osuus tippui vuoteen 2006 men-

nessä 52 prosenttiin, jolloin heikkolaatuisia lainoja oli lähes puolet 3 triljoonan dollarin markkinasta (TAULUKKO 1, KUVIO 5). (Baily ym. 2008, 14.)

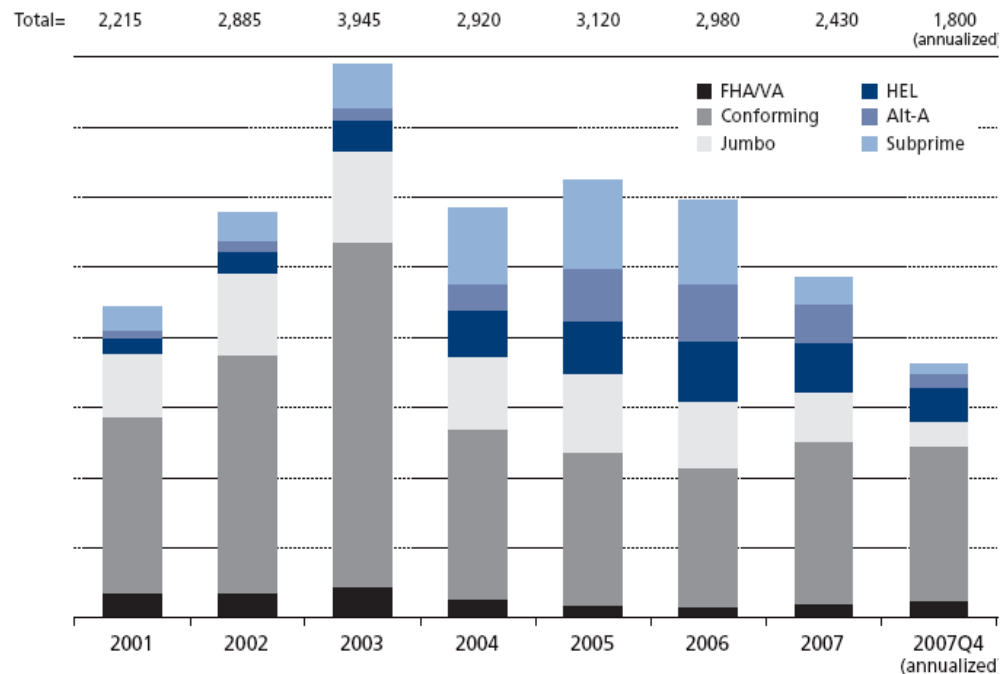
Table 2. Mortgage Origination Statistics

	Total Mortgage Originations (billions)	Subprime Originations (billions)	Subprime Share in Total Originations (percent of dollar value)	Subprime Mortgage-Backed Securities (billions)	Percent Subprime Securitized (percent of dollar value)
2001	\$2,215	\$190	8.6	\$95	50.4
2002	\$2,885	\$231	8.0	\$121	52.7
2003	\$3,945	\$335	8.5	\$202	60.5
2004	\$2,920	\$540	18.5	\$401	74.3
2005	\$3,120	\$625	20.0	\$507	81.2
2006	\$2,980	\$600	20.1	\$483	80.5

Source: Inside Mortgage Finance (2007)

TAULUKKO 1. Asuntoluottojen tilastoja (Kregel 2008, 16.)

Total Mortgage Originations by Type: with share of each product; billions, percent



Source: Inside Mortgage Finance. HEL is Home Equity Loan.

KUVIO 5. Asuntoluottojen eri tyyppien osuudet (Baily ym. 2008, 15.)

Rahoituslaitosten höllentäessä lainanmyöntökriteereitä ne myös kehittivät uusia eksoottisia lainatuotteita, jotka oli kohdistettu maksukyvyiltään heikoille asiakkaille. Tätä lainarykelmää kutsuttiin yleisesti subprime-lainoiksi. Näitä olivat mm. ARM-lainat (Adjustable-Rate Mortgage), interest only sekä negative amortization. ARM-lainoissa tai 2/28 lainoissa on yleensä kahtena alkuvuotena alhaiset velanhoidotmaksut, jotka sitten nousevat korkeammalle tasolle lainan loppuajaksi. Interest only -lainoissa maksetaan alkuvuosina pelkkä korko, jolloin itse laina ei vähenen ollenkaan. Negative amortization -lainassa ei alkuvuosina makseta edes korkoa kokonaan, jolloin maksun ja koron erotus lisätään lainapottiin (The Mortgage Professor's Web site 2009). Näitä lainoja yhdistää se, että alkuvuosista pyrittiin tekemään suotuisia lainanottajille ja heille vakuutettiin, että asunnon arvon kasvaessa, he pystyisivät neuvottelemaan uuden lainan paremmilla ehdoilla. Asuntojen hintakehityksen hidastuessa ja lopulta kääntyessä, he eivät saaneetkaan neuvoteltua uutta lainaa, kun korot asettuivat korkeammalle tasolle. Tästä seurasi lisääntyvä määrä maksujen laiminlyöntejä. Kaikista ARM-lainoista neljänneksellä oli maksujen laiminlyöntejä vuoden 2008 toukokuuhun mennessä. (Baily ym. 2008, 17–18, 41.)

Subprime-lainojen markkinat alkoivat kasvaa jo 90-luvun loppupuolella, kun lainojen arvo nousi \$ 150 miljardiin, jolloin niiden osuus oli 13 % kaikista lainoista. It-buumi vuosituhannen vaihteessa hidasti hetkeksi kasvuvauhtia, mutta vuodesta 2001 vuoteen 2006 lainojen arvo nousi \$160 miljardista \$600 miljardiin, jolloin subprime-lainojen osuus asuntolainojen markkinoista kattoi yli viidesosan. Viimeinen arvio vuoden 2007 maaliskuulta kertoo luvun vielä kaksinkertaistuneen \$1,3 biljoonaan. Räjähdyksenomaista kasvua on selitetty mm. lainsäädännön muutoksilla ja uuden asiakaskunnan hyödyntämisellä. (Mizen 2008, 536.)

Lainanmyöntöstandardien rapistuessa esiintyi myös paljon petoksellista toimintaa lainanantajien ja -ottajien keskuudessa. Lainanottajat saattoivat antaa väärää tietoa luottokelpoisuudestaan. Myös lainanvälittäjät saattoivat toimia epärehellisesti tuottojen toivossa, koska he usein toimivat provisiopalkalla. He saattoivat rohkaista lainanhakijaa antamaan lainanhakuprosessissa vääriä tietoja, jotta laina menisi läpi tai he vähättelivät lainojen riskejä. Ilmoitettujen asuntoluottopetosten määrä

kasvoi n. 3 500:sta 53 000:een aikavälillä 2000 – 2007. Maksujen laiminlyöntejä oli kaikkiaan 9,2 %:ssa kaikista asuntoluotoista vuoden 2008 elokuuhun mennessä. 2007 elokuun ja 2008 lokakuun välisenä aikana 936 439 yhdysvaltalaisista menettivät kotinsa. (Baily ym. 2008, 17.)

Kiteytettynä voidaan sanoa, että asuntoluottojen buumia piti yllä alhainen korkotaso sekä höllennetyt lainanmyöntökriteerit, joka on luonteenomaista hyödykekuplille. Vaikka molempien lainanottajien ja – antajien puolella tapahtui petoksellista toimintaa, niin tämä ei haitannut kasvavien asuntohintojen aikaan, kun aina voitiin ottaa uutta lainaa. (Baily ym. 2008, 18.)

4.3 Taloudelliset kannustimet

Lainsäädäntö ja rahoituslaitosten toimintatavat tuottivat sarjan haitallisia taloudellisia kannustimia. Monissa Yhdysvaltojen osavaltioissa lainsäädäntö salli asuntoluoton enneaikaisen maksun ilman mitään sanktioita. Tämä rohkaisi kotitalouksia ottamaan asuntoluottoja, joissa oli suotuisat ehdot lyhyellä tähtämellä. Asuntojen hintojen noustessa he pystyisivät myöhemmin neuvottelemaan uuden lainan paremmilla ehdoilla. (Baily ym. 2008, 20.)

Toinen oleellinen lainsäädäntö useissa Yhdysvaltojen osavaltioissa liittyi myös asuntoluottoihin. Tämän mukaan velallisen ollessa kykenemätön maksamaan velanhoitomaksuja voi rahoittaja ottaa talon haltuunsa, mutta ei voi haastaa lainaajaa oikeuteen, vaikka talon myynti ei kattaisi lainan arvoa ja muita kuluja. Tämä rohkaisee lainanottajia vain lähtemään talosta, jossa ei välttämättä alun perinkään ollut kiinni paljon omaa rahaa. (Baily ym. 2008, 20.)

Rahoituslaitosten toimintatapoihin kuului asuntolainojen välitön myynti toiselle rahoituslaitokselle. Näin lainan alkuunpanija pääsi riskeistä eroon ja sai vielä palkkion lainan välityksestä. Tämä toimintatapa ei rohkaissut varmistamaan lainan laatua, vain määrällä oli väliä. Osoituksena tämän toiminnan haitallisuudesta, useat asuntolainat, jotka myytiin pian eteenpäin, joutuivat lopulta ulosmittaukseen. (Baily ym. 2008, 20.)

Nämä lainsäädännölliset tekijät lisäsivät asuntoluottojen kysyntää ja rahoituslaitosten toimintatavat vuorostaan lisäsivät asuntoluottojen tarjontaa.

4.4 Asuntoluottojen arvopaperistaminen

Asuntolainojen arvopaperistaminen lisäsi asuntolainojen tarjontaa sekä yhdisti asuntolainat sekä sijoittajan. Tavallaan arvopaperistaminen tarjosi jakelutien asuntoluotoille, myös huonoille, jotka sitten levisivät ympäri maailmaa.

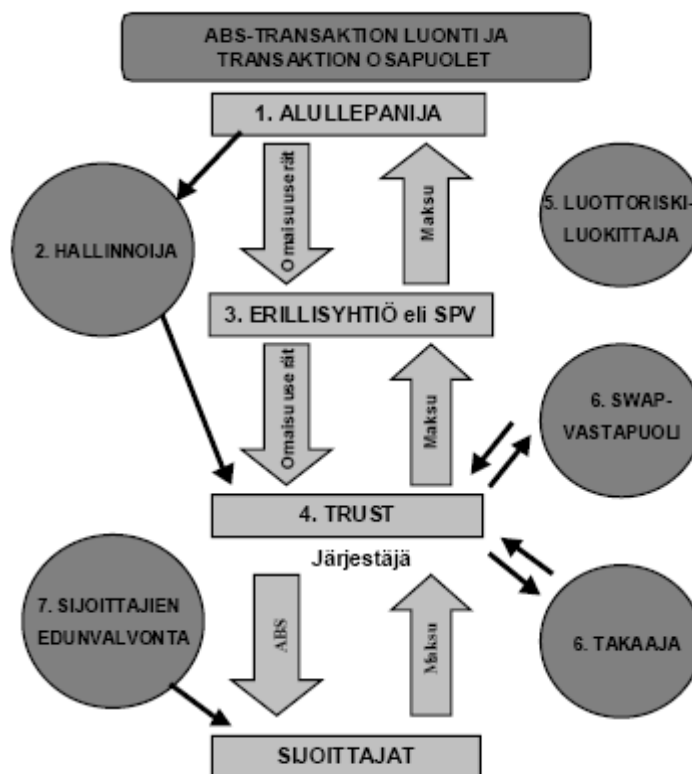
Perinteisesti asuntoluottoja menttiin lakki kädessä anelemaan talletuspankkiin, joka lainan myöntäessä otti riskin asiakkaan maksukyvyttömyydestä, lainan enenaikaisesta maksusta sekä korkojen heilahteluista. Pankilla oli siis oman selviytymisen puolesta tärkeää, että asiakas pystyisi suoriutumaan maksuvelvoitteista. Näin ollen lainoja ei myönnetty kenelle tahansa, vaikka kysyntää asuntolainoille oli paljon. Tällainen toiminta oli myös kallista, koska lainat jouduttiin pitämään omassa taseessa ja tämä rajoitti uusien lainojen myöntämistä. Lopulta tämä järjestelmä kaatui 80-luvulla Yhdysvalloissa maksukyvyttömiä asiakkaiden sekä kannattomuuden seurauksena. (Baily ym. 2008, 22.)

Vanhan järjestelmän tilalle tuli uusi, jossa asuntoluottojen arvopaperistaminen astui kuvaan. Asuntoluottoja oltiin arvopaperistettu jo 70-luvulla, mutta vasta 90-luvulla toiminta rupesi käynnistymään, koska vasta silloin oli tarpeeksi valtioita, Yhdysvaltojen lisäksi, toiminnassa mukana. Lisäksi vakavaraisuussäätelyn muutokset 80-luvun lopulla toivat kannustimen taseiden muokkaamiseen arvopaperistamisen avulla. (Korhonen ym. 2003, 11.)

Ajatus arvopaperistamisen takana oli se, että saatiin muutettua tuleviin kassavirtoihin oikeuttavia epälikvidejä omaisuuseriä, kuten asuntoluottoja, likvidiin muotoon (Korhonen ym. 2003, 11). Syy tälle toiminnalle saattoi olla rahoituksen tarve, rahoitusrakenteen muutos tai taseen riskillisyyden vähentäminen pääomavaatimuksien madaltamiseksi (Partanen 2008).

Asuntoluottojen arvopaperistaminen meni käytännössä yleensä seuraavasti: esim. rahoituslaitos myi taseestaan tulevaisuuden saamisiin oikeuttavat asuntoluotot erillisyhtiölle, joka oli perustettu vain tätä tapahtumaa varten. Tämä erillisyhtiö taas rahoitti asuntoluottojen oston laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjoja (Mortgage-Backed Securities) sijoittajille. (Koljonen 2007.) Nämä velkakirjat useimmiten koostuivat jopa tuhannesta asuntoluotosta, jotka olivat ympäri maata. Myös muitakin luottoja voitiin arvopaperistaa, kuten luottokortti- ja autoluottoja. (Baily ym. 2008, 24, 27.)

Arvopaperistamisen perusrakenne: omaisuusvakuudelliset arvopaperit (ABS)



Lähteet: European Securitization Forum ja Suomen Pankki.

KUVIO 6. Arvopaperistamisen perusrakenne (Korhonen, Pylkkönen ja Taipalus, 2003, 17)

Ennen velkakirjojen myyntiä, luottoluokittaja määritteli niiden luottoluokituksen. Luokituksen perusteella sijoittajat tiesivät kuinka riskipitoisia ja tuottoisia velkakirjat olivat. Näiden joukkovelkakirjojen tuotto perustui niiden takana olevien asuntoluottojen saamisiin, kuten lyhennyksien ja korkojen maksuihin. (Korhonen ym. 2003, 13.) Näin rahoituslaitokset pystyivät pian lainan myöntämisen jälkeen myymään luoton eteenpäin jälkimarkkinoilla. Tämä toimenpide kevensi heidän tasettaan mahdollistaen uusien lainojen tekemiseen ja näin myös lisäsi lainojen tarjontaa. (Baily ym. 2008, 22.)

Yhdysvalloissa tietyt puolijulkiset yritykset, kuten Freddie Mac ja Fannie Mae, olivat asuntoluottojen arvopaperistamisen edelläkävijöitä. He ostivat tiettyjä kriteerejä täyttäviä asuntolainoja pankeilta tarkoituksenaan lisätä asuntorahoitusta ja alentaa korkoja, eli he loivat jälkimarkkinat asuntoluotoille. Julkinen hallinto jopa painosti heitä tarjoamaan lainoja vähäosaisille. Nämä valtion sponsoroidut yritykset rahoittivat näiden lainojen ostoa arvopaperistamalla lainoja tai laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjoja. Arvopaperistamisen myötä riskit jakautuivat seuraavasti: sijoittajalla oli korkoriski ja arvopaperistajalla oli maksukyvyttömyys- sekä lainan enneaikaisen maksun riski. (Baily ym. 2008, 22.)

Freddie Macin ja Fannie Maen liiketoiminta kukoisti, koska pitäessään arvopaperistetut asuntoluotot taseessaan he saivat enemmän tuloja, kuin heillä oli menoja joukkovelkakirjalainoissa. Pienet menot rahoituksessa johtuivat siitä, että heidän liiketoimintansa katsottiin olevan valtion takaamaa, eli lähestulkoon riskitön, jolloin korot olivat alhaiset. Halvan rahoituksen vuoksi heillä oli mainio asema arvopaperistettujen asuntoluottojen markkinoilla. Kuitenkin vuosituhanteen vaihteen jälkeen nämä valtion sponsoroidut yritykset saivat väistyä, kun yksityiset rahoituslaitokset valtasivat markkinat. (Baily ym. 2008, 23.)

Asuntolainojen arvopaperistaminen oli vielä hyvällä pohjalla, kun arvopaperistettiin vain perinteisiä hyvän luottoluokituksen lainoja. Toiminta kääntyi vähemmän valvotummaksi ja monimutkaisemmaksi, kun yksityiset rahoituslaitokset alkoivat arvopaperistaa subprime- sekä Alt-A -asuntolainoja, jotka olivat perinteistä heikomman luottoluokituksen lainoja. Yksityiset rahoituslaitokset alkoivat arvopape-

ristaa näitä lainoja, koska puolijulkiset yritykset, kuten Freddie Mac ja Fannie Mae, hallitsivat perinteisten lainojen arvopaperistamista halvalla velkarahallaan. Nämä puolijulkiset yritykset taas eivät lainsäädännön mukaan voineet ostaa lainoja, jotka poikkesivat tietyistä kriteereistä, kuten subprime-lainat, tosin lainsäädäntö ei kieltänyt näiden lainojen arvopaperistetun muodon ostamista. Yksityisiä rahoituslaitoksia taas eivät nämä lainsäädännöt kahlinneet, vaan he paketoivat näitä subprime-luottoja tuottaviksi arvopapereiksi. (Baily ym. 2008, 23, 26.)

Näistä asuntoluotoista rakennettuja arvopapereita (MBS) voitiin vielä pilkkoa erilaisiin viipaleisiin (Tranche) riskien ja tuottojen mukaan. Tässä prosessissa arvopaperien liikkeellelaskija toimi yhdessä luottoluokituslaitoksen kanssa rakentaakseen osioita, joilla olisi mahdollisimman hyvä luottoluokitus, koska niiden osioiden rahoitus oli halvinta. Näitä viipaleita oli yleensä ainakin kolme, kuten senior, mezzanine ja equity. Nämä osiot eroavat toisistaan siten, että seniorissa on pienimmät voitot, mutta paras luottoluokitus sekä sillä on etuoikeus saamiin ennen muita osioita. Equityssä taas on suurimmat tuotot, mutta huonoin luottoluokitus sekä sijoittajat saavat saamisensa vasta muiden osioiden jälkeen jos jotain jää. Mezzanine jäi näiden kahden väliin. Näin sijoittaja pystyi valitsemaan riskeiltään ja tuotoiltaan mieleisensä kohteen. Liikkeellelaskijat myös usein suojasivat arvopapereita ostamalla ns. vakuutuksen (Credit Default Swap) arvopapereille, siltä varalta, että lainojen maksuissa tulisi häiriöitä ja nostaakseen luottoluokitusta. Kuten aiemmin kävi jo ilmi, niin mitä parempi luottoluokitus, niin sitä halvemmaksi tuli arvopaperien rahoitus. Paremman luottoluokituksen myötä myös monet rahastot, kuten eläkerahastot, pystyivät sijoittamaan näihin arvopapereihin, koska heidän säännöt vaativat tietyn luottoluokitustason arvopapereilta. (Baily ym. 2008, 24–25.)

Yksityisten rahoituslaitosten kasvattaessaan markkinaosuuttaan arvopaperistamisessa, he myös keksivät uusia finanssi-innovaatioita. Arvopaperistamista viettiin eteenpäin pakkaamalla MBS-arvopaperien eri viipaleita ja muiden luottojen arvopapereita samaan pakettiin, näitä kutsuttiin CDO:iksi (Collateralized Debt Obligation). Tämä prosessi tavallaan arvopaperisti uudestaan asuntoluottoja. (Baily ym. 2008, 27.)

Arvopaperistamisen eri innovaatiot siis lisäsivät riskiluottojen kysyntää ja kasvattivat asuntokuplaa. Suurista riskeistään huolimatta arvopaperistaminen toimi nousvien asuntohintojen aikaan, mutta kun asuntojen tarjonta ohitti kysynnän, niin hinnat alkoivat laskea. Monet lainanottajat jättivät talonsa, koska laina oli suurempi kuin talon arvo. Asuntojen pakkohuutokaupat lisäsivät asuntojen tarjontaa ja vauhdittivat hinnanlaskua. Rahoituslaitoksilla oli paljon subprime-asuntoluottojen arvopapereita, joille ei pystytty määrittämään arvoa, koska kukaan ei ostanut niitä.

4.5 Luottotappiovakuutukset

Arvopaperistettujen asuntoluottojen kysyntää ja rahoituslaitosten riippuvuutta asuntoluottomarkkinoista kasvatti ennestään mahdollisuus suojautua maksuhäiriöltä luottotappiovakuutuksella. Tämän tarjosi johdannainen nimeltään credit default swap (CDS). Maksuhäiriön sattuessa vakuutuksen myyjä oli velvollinen maksamaan vakuutuksen ostajalle. Maksuksi vakuutuksesta ostaja joutui maksamaan korkoa. Vakuutuksen myötä ostaja sai myymilleen arvopapereille paremman luottoluokituksen, joka taas tarkoitti halvempaa rahoitusta. (Baily ym. 2008, 32.)

Alun perin luottovakuutuksien käyttö oli yleistä kunnallisten joukkovelkakirjojen luottokelpoisuuden parantamisessa. Ajan myötä luottovakuutukset otettiin käyttöön myös arvopaperistettujen asuntoluottojen kanssa, jotka sisälsivät subprime –lainoja. Näin luottokelpoisuudeltaan heikoille arvopapereille voitiin saada paras luokitus. Ongelmana oli, että näiden luottovakuutuksien kauppaa ei valvottu mitenkään, jolloin kukaan ulkopuolinen ei tiennyt kaupoista. Lisäksi sopimukset eivät edellyttäneet mitään minimipääomaa, joka olisi pitänyt laittaa sivuun vakuutusta myydessä. Tällöin varmuutta maksusta maksuhäiriön sattuessa ei ollut. (Baily ym. 2008, 32.)

Luottovakuutuksien markkinat lähtivät huimaan kasvuun vuodesta 2000 lähtien. Vuoteen 2007 mennessä ne saavuttivat 60 biljoonan dollarin määrän. Markkinoi-

den suurta kokoa ja mahdollisia riskejä vähäteltiin, kunnes kriisi iski 2007 elokuussa. (Baily ym. 2008, 32–33.)

4.6 Luottoluokituslaitokset

Luottoluokituslaitokset arvioivat kuinka hyvä kyky velallisella, joka voi olla yritys tai jopa rahoitusinstrumentti, on suoriutua velkavelvoitteistaan. Mitä parempi luottoluokitus, niin sitä paremmilla ehdoilla, kuten alhaisempi korko, yritys saa rahoitusta. Luottoluokitus tehostaa rahoitusmarkkinoita kertomalla suhteellisen riskin, jolloin rahan tarjonta lisääntyy. Luottoluokituslaitokset ilmoittavat luokituksen yleensä eri kirjainyhdistelmin. Luokitukset eroavat kuitenkin eri laitosten välillä. Luottoluokituslaitos Standard & Poor'sin paras luokitus on AAA ja sitä huonommat ovat AA, A, BBB jne (KUVIO 7). Luottoluokituslaitosten palveluita käyttävät monet rahoitusmarkkinoiden eri toimijat, kuten sijoittajat, arvopapereiden liikkeellelaskijat ja julkiset hallinnot. (Luottomiehet 2010)

IG	{	AAA	äärimmäisen vahva kyky maksaa suunnitellusti
		AA	erittäin vahva
		A	vahva, mutta saattaa olla alttius talouden muutoksille
		BBB	hyväksyttävä, mutta lieva alttius talouden muutoksille
HY	{	BB	spekulatiivinen, kohtuullinen alttius talouden muutoksille
		B	spekulatiivinen, suuri alttius talouden muutoksille
		CCC	epävarma, riippuvainen yleisestä taloudellisesta ympäristöstä
		CC	erittäin epävarma
		SD, D	maksukyvyttömyys

Kuvio 10. Standard & Poor's:in käyttämä luottoluokitusasteikko.

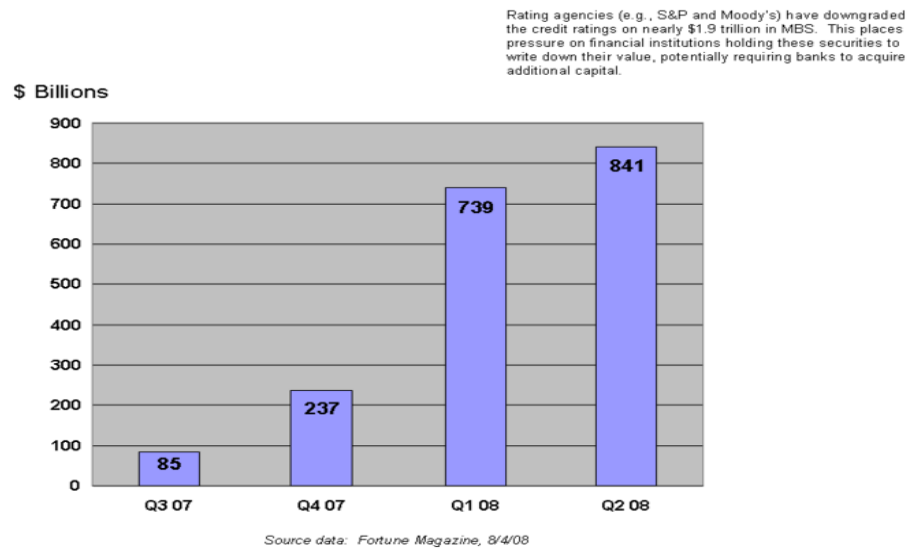
KUVIO 7. Standard & Poor's:in käyttämä luottoluokitusasteikko (Partanen 2008, 32)

Luottoluokituslaitokset epäonnistuivat arvioidessaan subprime-lainoista luotujen arvopapereiden luottoluokitusta (Baily ym. 2008, 45). Monet näistä arvopapereista saivat parhaimman luokituksen, joka siis oli sama kuin valtion velkakirjoilla, mutta tuotto oli selvästi parempi. Arvopapereilla luultiin olevan pienempi riski kol-

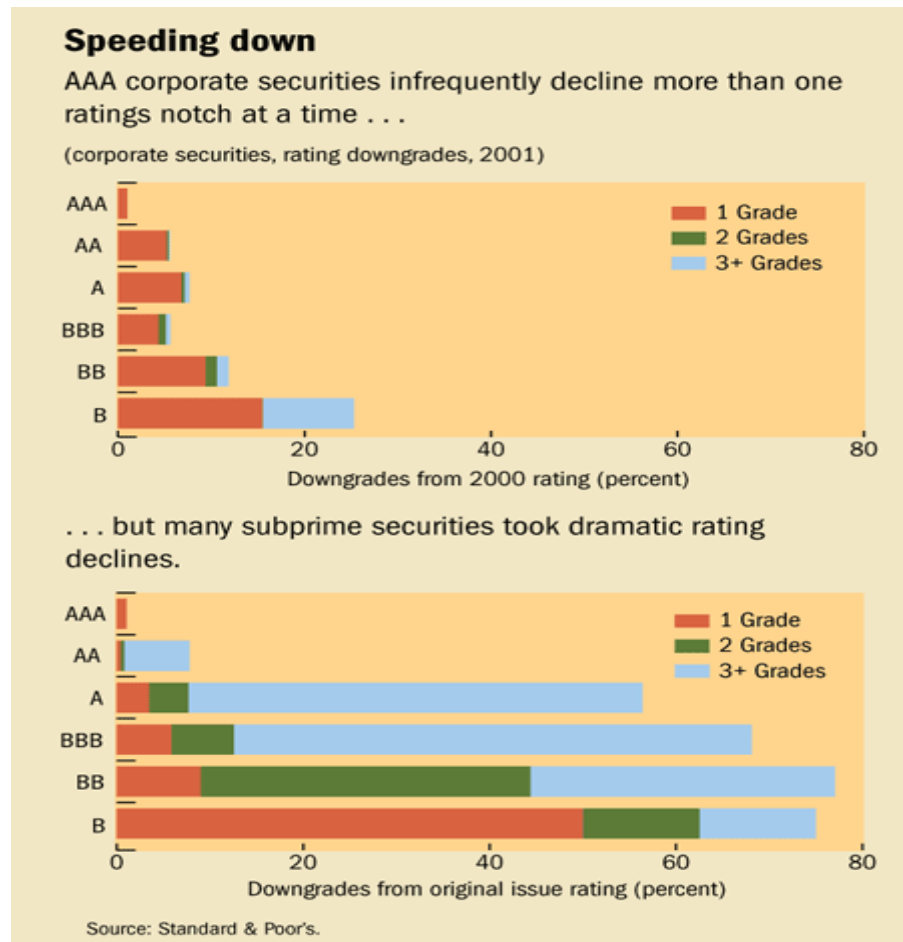
mesta syystä: 1. arvopapereissa oli usein vakuudellisen omaisuuden määrä, kuten asuntojen, suurempi (over-collateralization) kuin lainarahan. Tällöin lainojen maksuhäiriöt eivät heti vaikuttaneet tuottoihin. 2. arvopapereille usein otettiin vakuutus (credit default swap) maksukyvyttömyyden sattuessa, jolloin kolmas osapuoli korvasi luottotappiot. 3. arvopaperit olivat usein siivutettu eri etuoikeusluokkiin riskien ja tuottojen perusteella. Ensimmäisellä luokalla oli oikeus saada tuotot ensiksi ennen muita ja tappioiden sattuessa viimeinen luokka kärsisi ensimmäisenä tappiot. Tämä nosti ensimmäisen lokeron, ns. senior-luokan, luottokelpoisuutta. (Baily ym. 2008, 24 - 25.) Mutta kuten myöhemmin kävi ilmi, niin nämä eivät loppujen lopuksi riskejä vähentäneet vaan liian hyvät luokitukset johtivat tuhoisaan noidankehään, joka lisäsi subprime-tuotteiden kysyntää ja kasvatti asuntokuplaa.

Monet luottoluokituslaitokset tekivät suurimmat voittonsa näiden monimutkaisten finanssi-innovaatioiden luokittelussa. Tämän seurauksena luottoluokituslaitoksille syntyi eturistiriita, koska niille maksettiin luokituksesta ja juuri näistä monimutkaisista finanssi-instrumenteista sai kolminkertaisen palkkion verrattuna perinteisiin joukkovelkakirjoihin. Tämän lisäksi kilpailu oli alalla kovaa, jolloin jos arvopapereiden liikkeellelaskija ei saanut finanssi-instrumenteilleen hakemaansa luokitusta yhdeltä luokittajalta, niin mentiin toiselle. Näiden tekijöiden seurauksena luokitusprosessista tingittiin, koska hyvien luottoluokitusten myöntäminen oli niin tuottavaa. (Baily ym. 2008, 34 - 35.)

Mortgage-Backed Securities (MBS) Downgrades



KUVIO 8. Pylväsdiagrammi arvopaperistettujen asuntoluottojen arvonalennuksista. (Fortune Magazine, 2008)

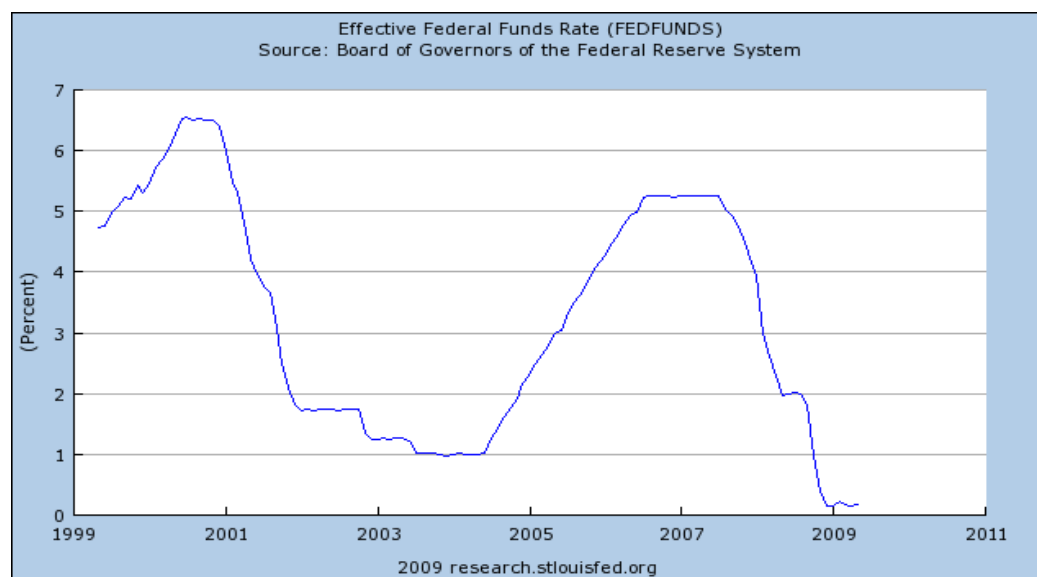


KUVIO 9. Arvopapereiden arvonalennukset (Finance & Development 2008)

Luottoluokitusten huomattiin olevan pielessä viimeistään vuosien 2007 kesän ja 2008 kevään välisenä aikana, kun \$ 1,9 triljoonan edestä alennettiin arvopaperistettujen asuntoluottojen luokituksia (KUVIO 8 ja 9). Luokitusten alennuksien seurauksena näiden arvopapereiden arvot romahtivat ja rahoituslaitokset joutuivat hankkimaan lisäpääomaa mm. uudella osakeannilla, jotka taas tiputtivat osakkeiden hintoja. (Fortune Magazine, 2008.) Tämän lisäksi luokitusten alennukset pakottivat joitakin sijoittajia, kuten eläkerahastoja, myymään arvopaperinsa, koska heidän sääntönsä edellyttää tiettyä luottoluokitusta arvopapereilta. Tämä vauhditti vielä lisää arvopapereiden arvonalennuksia. (Kregel 2008, 19.)

4.7 Fedin toimet ja alhainen korkotaso

Yhdysvalloissa korkoja alettiin laskea IT-buumin jälkeen keskuspankin toimesta, jotta talous nousisi taantumasta uuteen nousuun. Rahoitusjärjestelmää pyrittiin saamaan käyntiin halvalla lainarahalla, jotta mm. investointeja tehtäisiin ja asuntoja ostettaisiin. Alimmillaan korkotasoa oli vuoden 2003 puolivälissä kun se asetettiin 1 %:n kohdalle, jossa se oli yhden vuoden ajan. Halpa velkaraha rohkaisi ihmisiä kuluttamaan yli varojensa ja jo alhainen säästämisaste jatkoi laskuaan sekä kotitalouksien velkaantuminen kohosi yli 100 %:n. Korkotasoa alettiin kohottaa vähitellen vasta vuoden 2004 puolivälissä. (Baily ym. 2008, 36.)



KUVIO 10. Yhdysvaltojen ohjauskoron taso. (St. Louis Fed 2009)

Keskuspankki ei yksistään pitänyt korkotasoa alhaalla vaan myös kehittyvien maiden rahoitus vaikutti tasoon. Pitkään alijäämäisenä ollut Yhdysvaltojen vaihtotase vei valuuttaa ulkomaille, pääosin Aasiaan. Nämä maat taas halusivat rahoilleen turvallisen ja vakaan sataman. Tämä löytyi Yhdysvaltojen valtion takaamista joukkovelkakirjoista, jotka eivät paljon tuottaneet, mutta joiden katsottiin olevan vakaalla pohjalla vahvan valuuttansa ansiosta. Joukkovelkakirjojen suuri kysyntä ja jo mainittu alhainen korkotaso pienensivät tuottoja. (Pavlov, Pozsar & Wachter, 2008, 2.)

Tuottojen pienentyessä, kannustin etsiä tuottoisempia, mutta riskipitoisempia sijoituskohteita kasvoi. Näin pienten korkotulojen kanssa kamppailevat monet eri rahoitusmarkkinoiden toimijat olivat hyvin kiinnostuneita uusista finanssi-innovaatioista, kuten arvopaperistetuista asuntoluotoista, jotka lupasivat keskimääräistä korkeampia voittoja. Tämä lisäsi uusien finanssi-innovaatioiden kysyntää, mikä vuorostaan lisäsi korkeatuottoisten lainojen kysyntää. (Pavlov, Pozsar & Wachter, 2008, 2.)

4.8 Muut syyt

Edellä mainittujen syiden ohella finanssikriisiin johtaneisiin syihin voidaan lukea myös virallisten tahojen rahoitusmarkkinoiden valvonnan epäonnistuminen, yritysten kattavan riskienkartoituksen laiminlyönti sekä omaisuususerien arvostuskäytännön ongelmat. (Baily ym 2008, 40, 42 - 43)

Yhdysvalloissa on useita virallisia tahoja, jotka valvovat rahoitusmarkkinoita. Tästä huolimatta heille tuli yllätyksenä nykyinen kriisi. Ongelmana saattaa olla valvovien elinten tilkkutäkki, jossa yksi instituutio valvoo tiettyä markkinaa ja toinen toista. Yhdistettyä valvontaelintä ei ole muodostettu. Lisäksi Yhdysvalloissa on yli 30 vuoden ajan kevennetty rahoitusmarkkinoiden säännöstelyä ja valvontaa. (Baily ym. 2008, 40.)

Merkittävä osa subprime-lainoja laitettiin alulle virallisten markkinavalvojien vastualueen ulkopuolella. Perinteiset talletuspankit olivat herkeämättömän tarkkai-

lun kohteena, mutta investointipankit, jotka eivät ottaneet talletuksia, saivat toimia vapaammin. (Baily ym. 2008, 40.)

Yrityksien riskienkartoitukselle kävi samoin kuin lainanantokriteereille, niitä kevennettiin tai niistä ei piitattu. Yrityksillä oli toimintatavat riskien hallintaan, mutta kukoistavan talouden trendin aikaan niistä ei välitetty, koska rahaa tehtiin niin paljon. Finanssilaitosten johto laiminlöi alaistensa toimien valvontaa ja kontrollia. Monille tuli lopulta yllätyksenä yrityksen tehneen kauppoja riskipitoisilla finanssi-instrumenteilla, kuten se että näitä tuotteita oli yhtiön omilla kirjoilla. Alhaisten korkojen ja kovan kilpailun edessä, monilla investointipankilla oli suuria paineita tehdä voittoja. Seurauksena monet laiminlöivät huolellisen riskienkartoituksen toiminnassaan. Riskien suuruutta peittelivät myös aiemmin mainitut luottolaitokset, jotka antamat luottoluokitukset olivat tosiasiasa liian mairittelevia. (Baily ym. 2008, 42.)

Kirjanpitokäytäntöjen muuttuminen on merkittävästi vaikuttanut omaisuuserien arvostukseen. Ns. mark to market- käytännön mukaan omaisuuserät arvostetaan niiden markkinahinnan mukaan, eikä historiallisen arvon mukaan. Tämä uusi menetelmä on tullut hiljalleen mukaan Yhdysvaltojen talletuspankkikriisin jälkeen vuodesta 1993 lähtien. Vanha menetelmä pitkitti kriisiä, koska sen mukaan vararikossa olleiden pankkien taseet näyttivät olevan vakaalla pohjalla, vaikka omaisuuserien markkinahinta oli romahtanut. (Baily ym. 2008, 43.)

Tosin uusikaan järjestelmä ei ole täydellinen. Ensinnäkin joillakin omaisuuserillä ei käydä alituisesti kauppaa, jolloin niiden arvoja on vaikea määrittää. Toiseksi markkinahinnat ovat hyvin herkkiä, jolloin kuplan aikana markkinahinta saattaa ampua yli todellisen arvon ja kuplan puhjetessa toisinpäin. Omaisuuserän yliarvostus saattaa rohkaista ylisuuren velkavivun käyttöön ja kuplan puhjetessa yritys saattaa kaatua. (Baily ym. 2008, 43.)

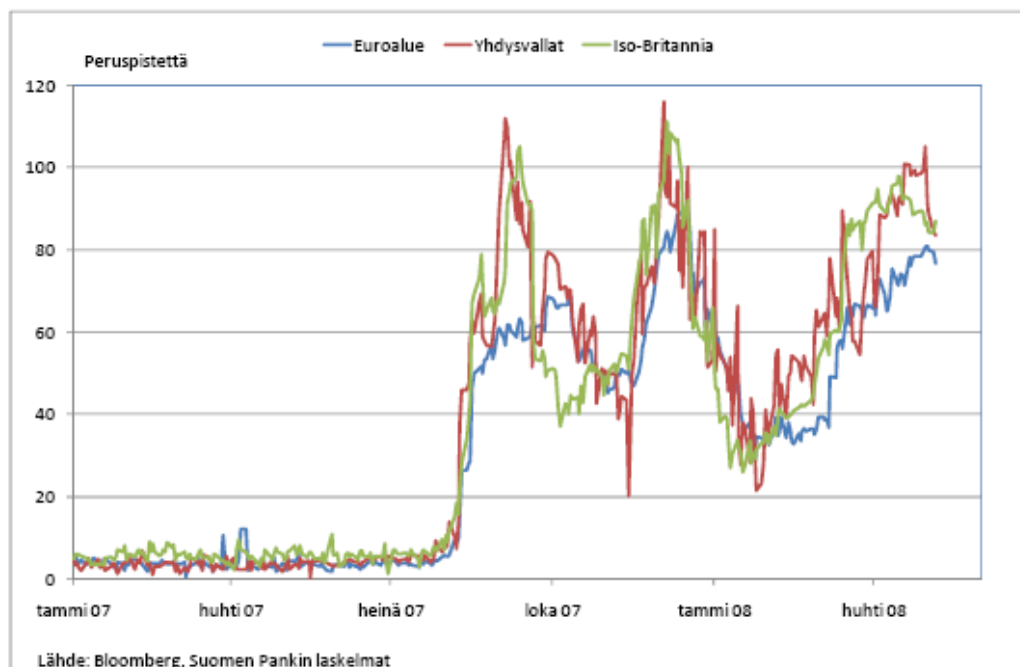
5 FINANSSIKRIISIN SEURAUKSET

Tämä luku käsittelee finanssikriisin aiheuttamia keskeisiä tapahtumia rahoitusmarkkinoilla ja reaalityaloudessa. Näitä seurauksia käydään läpi maailmanlaajuisesta näkökulmasta, mutta pääpaino on Yhdysvalloissa ja Euroopassa. Rahoitusmarkkinoiden seurauksia tarkastellaan vuosien 2007 ja 2008 puolesta, kun taas reaalityaloutta käsitellään vuosien 2008 ja 2009 osalta.

5.1 Rahoitusmarkkinoiden keskeiset tapahtumat vuosina 2007 - 2008

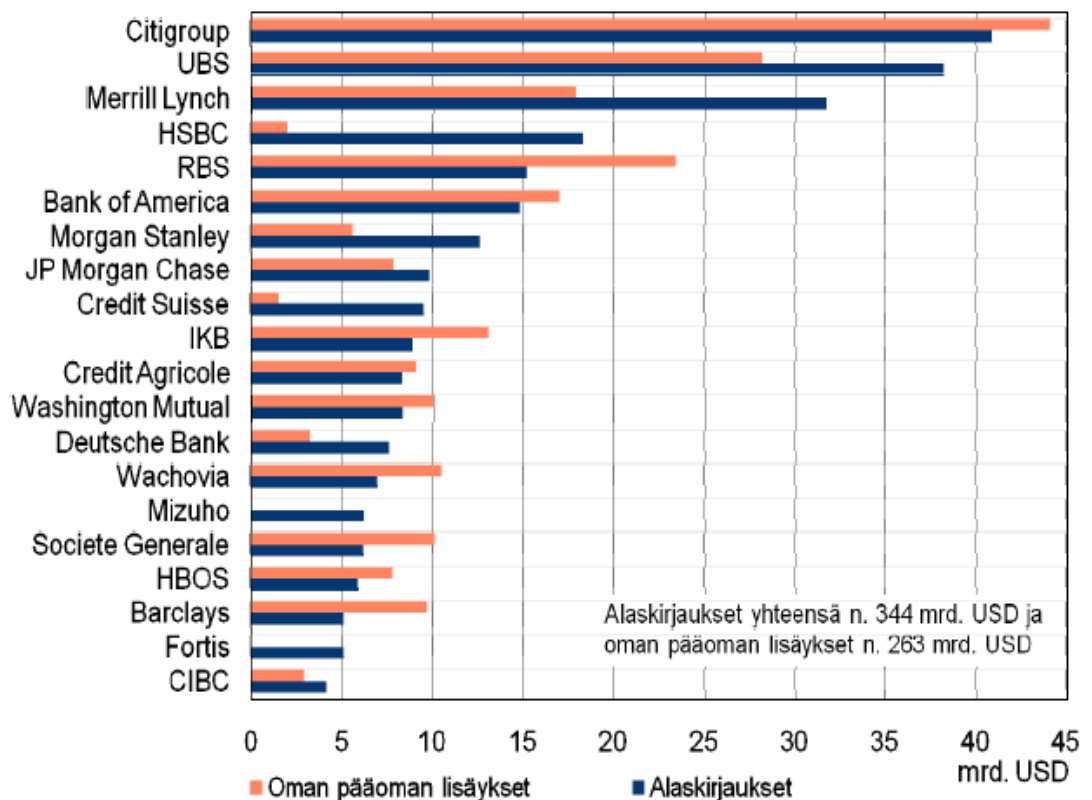
Voidaan sanoa, että viimeisimmän finanssikriisin lähtölaukaukset ammuttiin vuoden 2007 elokuussa, kun asuntokupla puhkesi (Pekkarinen 2008, 151). Tämä näkyi rahoitusmarkkinoilla pankkien välisten vakuudellisten ja vakuudettomien korkojen leventymisellä sekä likviditeettiongelmiin lisääntymisellä (Kauko 2008, 6).

Kuvio 9. Vakuudettoman ja vakuudellisen 3kk lainan erotus



KUVIO 11. Vakuudettoman ja vakuudellisen 3kk lainan erotus (Kauko 2008, 53)

Samana vuonna yhdysvaltalainen asuntolainoittaja New Century Financial kaatui velkataakkansa alle. Tämä toi suuren yleisön korviin ensimmäistä kertaa sanan: subprime. Kuluvan vuoden aikana luottoluokittajat alensivat subprime-arvopaperien luokitusta ja myös subprime-lainoihin liittyvien rahastojen arvot kokivat rysäyksen. Monet pankit ilmoittivat miljardien eurojen tappioista subprime-markkinoilla (KUVIO 12). Tämä oli omiaan nostamaan epäluottamusta rahoitusmarkkinoilla ja myös kotitalouksissa, jotka alkoivat huolestuneina nostaa talletuksiaan. Tästä esimerkkinä englantilainen Northern Rock -pankki, jonka tallettajat alkoivat tyhjentää tilejään. (Sokala 2009.)



KUVIO 12. Pankkien luotto- ja arvonalentumistappioita sekä niiden saamia lisäpääomituksia (Kauko 2008, 12)

Seuraavana vuonna uutisia rahoitusmarkkinoiden toimijoiden tappioista alkoi ilmestyä tiuhempaan tahtiin. Vuoden alussa talousmaailman keskeisimmät pörssiindeksien kurssit rysähtivät jyrkimmin sitten 2001 terroristi-iskujen sijoittajien

epäillessä elvytyspakettien tehoa. Näytti siltä, että kaikki subprime-lainoihin sekaantuneet rahoitusmarkkinoiden toimijat olivat vaikeuksissa. (Sokala 2009.)

Näistä tapahtumista huolimatta vielä kesällä rahoituksen välitys toimi, vaikka rahoituksen hinta oli kohonnut suurempien riskilisien seurauksena. Maailmantalouden uskottiin olevan menossa kohti hallittua kasvun hidastumista. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 4.)

Toisin kuitenkin kävi ja tilanne alkoi eskaloitua nopeasti syyskuussa. Tällöin Yhdysvaltain hallituksen aikoinaan perustamat asuntolainoittajat, Freddie Mac ja Fannie Mae, joutuivat pulaan. Tuista huolimatta nämä asuntolainajätit eivät enää päässeet jaloilleen vaan ne jouduttiin ottamaan valtion haltuun pörssikurssien kokiessa kolauksen. (Sokala 2009.)

Varsinainen paniikki alkoi markkinoilla syyskuun puolivälissä, jolloin lyhyessä ajassa Lehman Brothers -investointipankki kaatui ja Merrill Lynch -investointipankki myytiin, Yhdysvaltain suurin vakuutusyhtiö AIG pelastettiin hätälainoituksella sekä Washington Mutual -pankki suljettiin, syynä lainanottajien maksukyvyttömyys ja tallettajien paon seurauksena. Pankista nostettiin viikossa 16,7 miljardia dollaria. Tämän lisäksi Yhdysvaltain talouden elvytyssuunnitelman (TARP) ensimmäinen versio hylättiin senaatissa, jonka seurauksena pörssikurssit kokivat kolauksen syyskuun lopussa. (Sokala 2009.)

Lehman Brothersin ongelmat eivät olleet yllätys, mutta ei uskottu, että valtio päästäisi sen konkurssiin. Tällä neljänneksi suurimmalla investointipankilla oli paljon kansainvälistä toimintaa, jonka takia pelättiin konkurssin aiheuttavan tappioita maailmanlaajuisesti. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 4.)

Rahoitusmarkkinoiden toimijoiden kesken tehtiin paljon uudelleenjärjestelyjä. Vähemmän tappioita kärsineet investointipankitkin olivat ostoksilla, muiden ollessa vaikeuksissa. JPMorgan Chase osti viidenneksi suurimman investointipankin, Bear Stearnsin pilkkahintaan alkuvuodesta ja maan suurin pankki Citigroup osti maan neljänneksi suurimman, Wachovian, syyskuun lopussa. (Sokala 2009.)

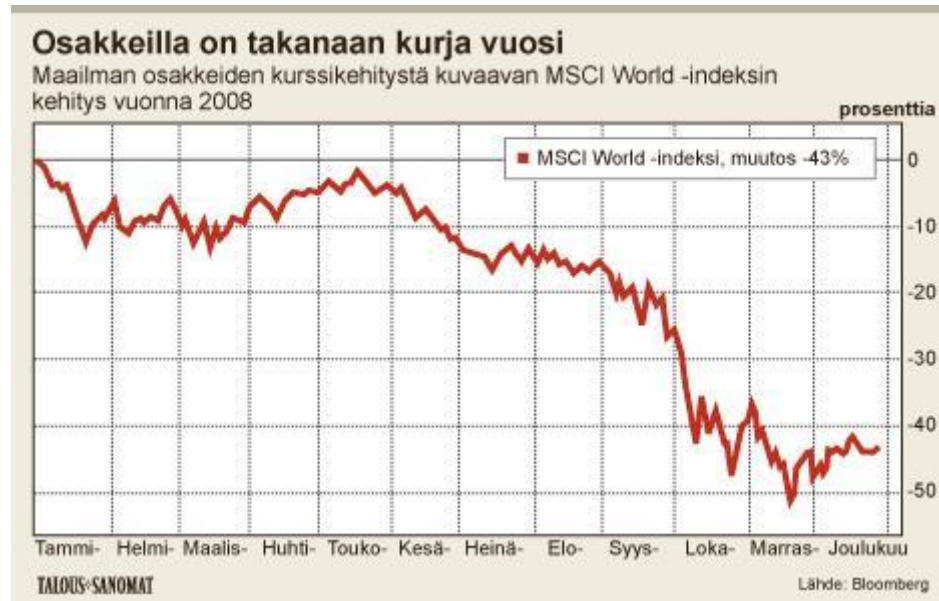
Samaan aikaan myös Euroopassa rahoitusmarkkinat olivat pulassa. Pankki- ja vakuutusalan yhtiöitä pelastettiin samaan tapaan kuin Yhdysvalloissa. Näistä mm. Fortisia tuettiin Hollannin, Belgian ja Luxemburgin toimesta 11,2 miljardilla eurolla ja myös Dexia-pankille myönnettiin miljardituki. (Sokala 2009.) Tuista huolimatta finanssiyhtiö Fortis kaatui ja vei mukanaan Belgian hallituksen. (Talous-sanomat 2008).

Kriisi näytti koskevan kaikkia Euroopan maita, mutta Islannissa kriisi koettiin pahiten. Kolme maan pankkia oli syvissä vaikeuksissa. Näistä Glitniristä valtio osti 75 prosenttia 600 miljoonalla eurolla, mutta maan kaksi suurinta pankkia, Landsbank ja Kaupthing, otettiin valtion haltuun. Kainsainvälinen valuuttarahastokin tuli apuun antamalla 2,1 miljardin dollarin luoton Islannille ja muut pohjoismaat myönsivät 2,5 miljardia dollaria lainan. (Sokala 2009.)

Vuoden tapahtumat olivat omiaan lisäämään epäluottamusta rahoitusmarkkinoilla. Markkinakorot olivat nousussa ja lainaraha ei virrannut samaan tahtiin pankkien välillä, koska pankit pelkäsivät vastapuoltensa luottokelpoisuutta. Pitkäkestoisia lainoja ei myönnetty vaan kriisin kärjistyttyä lainoja annettiin pelkästään yön yli. Koska lainarahaa oli hankala saada, niin rahoituslaitokset pyrkivät parantamaan likviditeettiään myymällä vähemmän likvidejä omaisuuseriä ja pidättäytymällä uusista rahaa sitovista pitkistä sopimuksista. Ongelma tässä toiminnassa oli se, että kaikki rahoituslaitokset tekivät samoin samaan aikaan. Näiden epälikvidien omaisuuserien arvo tippui jyrkästi, kun tarjonta nousi. Ennen likvidit rahoitusvaatteet muuttuivat epälikvideiksi. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 5.)

Osakemarkkinoillakaan eivät uutiset olleet hyviä. Pörssikurssit olivat vuoden aikana tippuneet Lontoossa keskimäärin 31, Frankfurtissa 40 ja Pariisissa 43 prosenttia (Sokala 2009). Maailman osakkeiden kurssikehitystä kuvaavan MSCI World – indeksin kehitys oli vuonna 2008 samaa luokkaa -43 prosentilla (KUVIO 13). Osakkeiden vuoden alkuisesta yhteenlasketusta markkina-arvosta, 60 874 miljardista dollarista, hävisi kriisin myötä yli 26 000 miljardia dollaria. Täten vuo-

si 2008 on ollut maailman osakkeille kaikkein huonoin vuosi voittaen jopa vuoden 1931 suuren laman. (Lampinen 2008.)



KUVIO 13. Osakkeiden kehitys 2008 (Lampinen 2008)

Sijoittajat kärsivät tappioita myös muualla kuin osakemarkkinoilla. Yhdysvaltalainen Nasdaq-pörssin entinen pomo Bernard Madoff pidätettiin joulukuussa pyramidihuijauksesta epäiltynä (Sokala 2009). 150 vuoden tuomion saaneen Madoffin huijauksessa laskettiin kadonneen 21,2 miljardia dollaria, joista vain 534 miljoonaa dollaria olisi palaamassa takaisin sijoittajille (Taloussanomien 2009). Samoihin aikoihin myös Suomessa paljastui pyramidihuijaus. Huijauksessa sijoitusyhtiö Wincapita onnistui haalimaan jäseniltään yli 94 miljoonaa euroa (Taloussanomien 2009b).

Tämä oli kuitenkin pientä verrattuna siihen mitä sijoittajat menettivät hedge-rahastoihin. Hedge-rahastojen kehitystä seuraava Tremont Hedge Fund – indeksi oli vuoden aikana laskenut 14 prosenttia, kun vuoden alussa hedgerahastojen yhteenlaskettu arvo oli yli 1 000 miljardia dollaria. Tappioiden arvellaan olevan satoja miljardeja. (Lampinen 2008.)

Hedge-rahastojen arvopudotusta vauhdittivat niiden paniikkimyynti. Kurssien tippuessa monet sijoittajat menivät laumana nostamaan varojansa pois. Velkarakalla sijoittaneet taas joutuivat myymään arvopapereita hinnalla millä hyvänsä, saadakseen maksettua velkoja. Käynnissä oli siis velalla sijoittaneiden kriisi eikä sijoituskohteiden kriisi. (Lampinen 2008.)

Suurimman kolauksen kokivat kiinteistöjen arvot. Asuntokuplan puhjetessa hävisi mittaamattoman suuri varallisuus. Monelle asuntovelkaiselle kävi niin, että asunnon velka oli suurempi mitä asunnon arvo. (Lampinen 2008.)

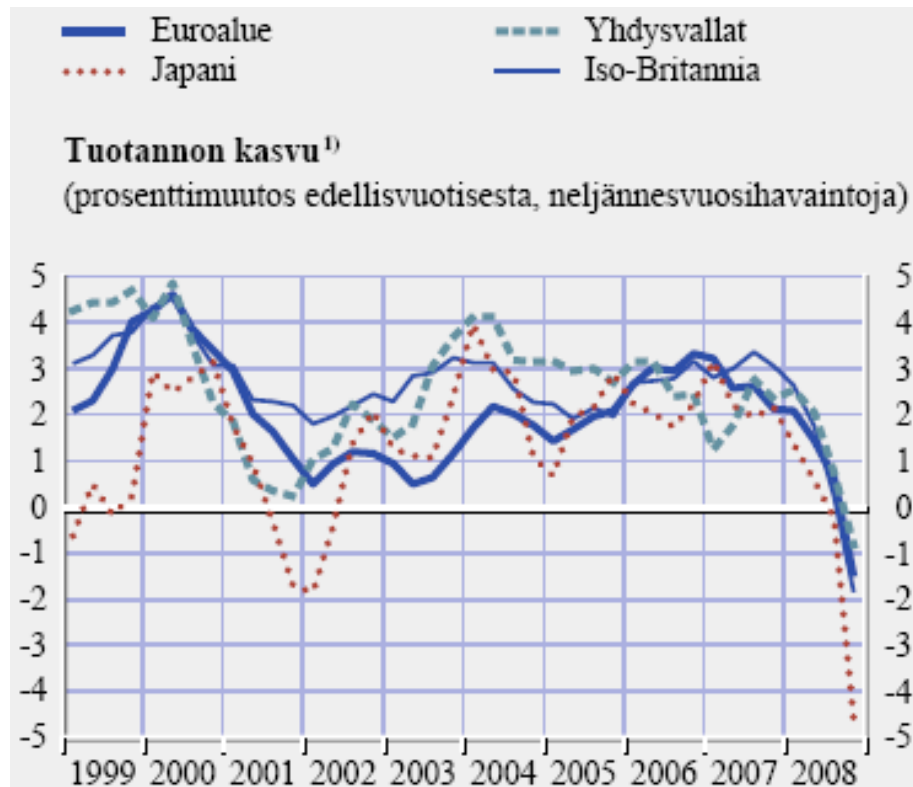
Rahoituslaitoksille koituvat tappiot olivat vuoden lopussa 1 005 miljardin dollarin arvosta luottotappioita ja arvopapereiden arvonalennuksia. Pelkästään pankkisektorin niskaan tästä summasta tuli 745 miljardia dollaria. Maantieteellisesti eniten tappioita oli luonnollisesti kriisin alkuperämaan, Yhdysvaltojen, rahoitusalan yrityksillä. Tappioita oli jopa 678 miljardin dollarin edestä. Eurooppalaisilla määrä oli huomattavasti pienempi 296 miljardilla dollarilla ja Aasiassa 31 miljardilla dollarilla. Suuri ero tappioiden määrässä selittyy osin kirjanpitoikäntöjen erolla ja kirjauksien hitaudella. (Kyynäräinen 2008.)

5.2 Vaikutukset reaalityalouteen vuosina 2008 - 2009

Rahoitusmarkkinoilta tullut kriisi alkoi ennen pitkää heijastua reaalityalouteen. Nämä vaikutukset alkoivat näkyä reaalityaloudessa vuoden 2008 alkupuolella, kun kehittyneiden maiden talouskasvu alkoi hidastua. Maailmanlaajuista talouskasvua piti kuitenkin yllä vielä kehittyvien maiden taloudet. (Euroopan Keskuspankki 2008, 22.)

Tilanne muuttui rahoitusmarkkinoiden kriisin kärjistyttyä 2008 syyskuussa. Mediasta välittyi alituisesti uutisia talouden heikentymisestä. Talousuutisten pääaiheina olivat mm. yt-neuvottelut sekä irtisanomiset, pörssikurssien alamäki, rahastojen arvonalennukset ja yritysten tulosvaroitukset.

Tästä alkoi maailmantalouden nopea heikkeneminen, kun markkinaluottamus heikentyi, lainansaanti vaikeutui sekä omaisuuserien arvo tippui. Vuoden loppuun mennessä useimmat kehittyneet taloudet joko olivat jo taantumassa tai parhaillaan siihen ajautumassa. Tämän seurauksena myös kehittyvien maiden taloudet alkoivat oireilla (KUVIO 14). (Euroopan Keskuspankki 2008, 22.)



KUVIO 14. Keskeisten teollistuneiden talouksien kehitys pääpiirteittäin (Euroopan Keskuspankki 2008, 22).

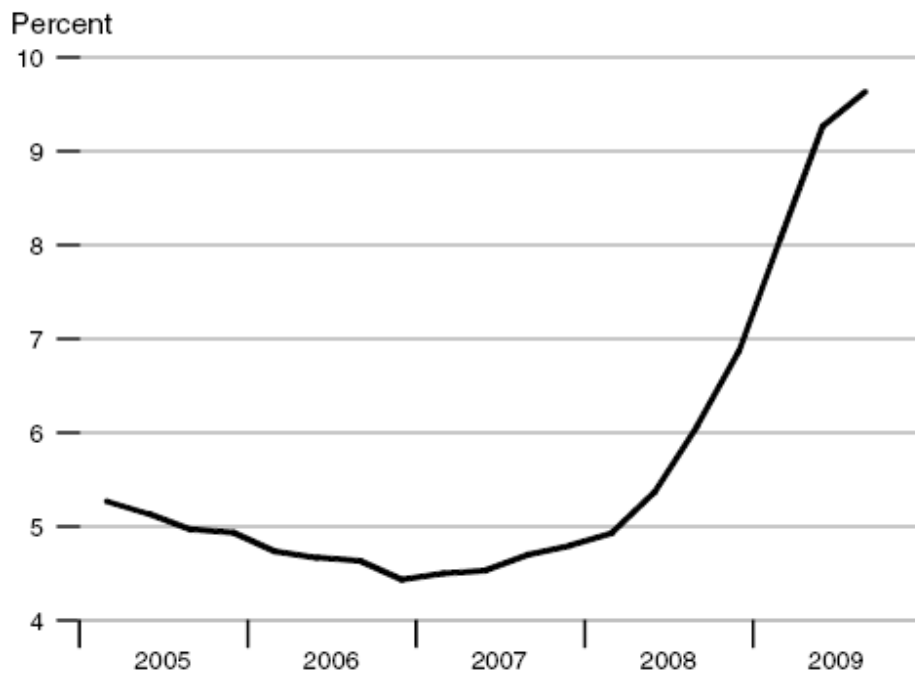
Vuoden 2009 ensimmäisen neljänneksen aikana kriisi vain pahentui, kun teollisuustuotanto ja kysyntä romahtivat. Teollisuustuotannon lasku kävi ilmi maailman tehdasteollisuuden ostopäällikköiden indeksistä (KUVIO 15), jonka mukaan globaalia teollisuustuotantoa oli supistettu jyrkästi. Kotitalouksien ja yritysten kulutuksen väheneminen taas johti maailmanlaajuiseen kysynnän laskuun. Teollisuustuotannon ja kokonaiskysynnän lasku johtivat myös maailmankaupan vajoamiseen. Romahtaneen maailmankaupan kautta kriisi alkoi heijastua yhä selvemmin kehittyvien maiden talouksiin. (Euroopan Keskuspankki 2009, 9.)



KUVIO 15. Ostopäällikköiden maailmanlaajuinen indeksi (Euroopan Keskuspankki 2009, 9)

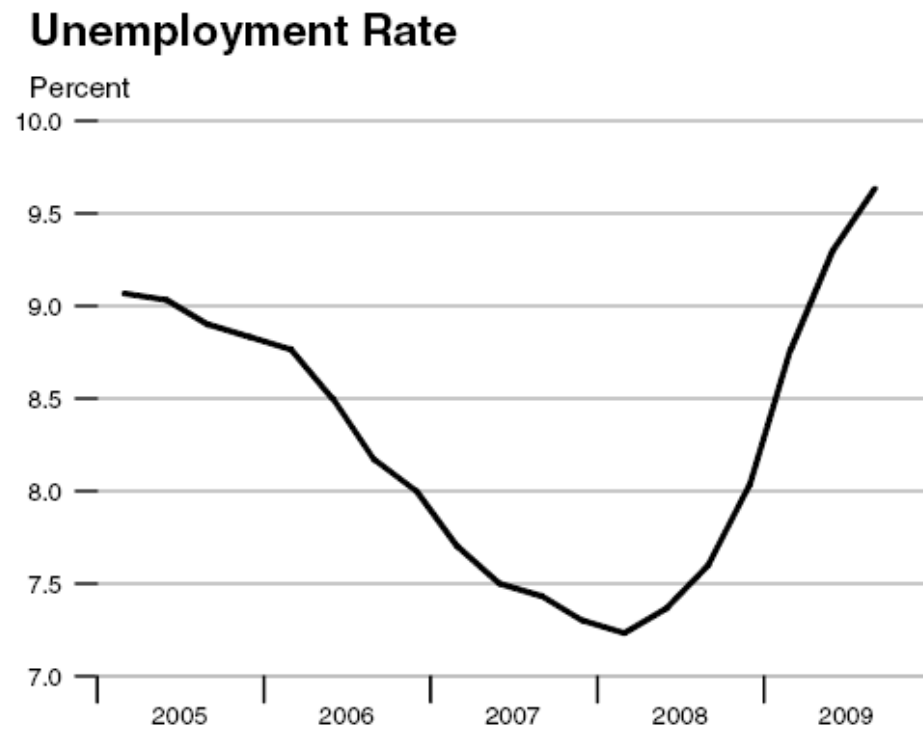
Kokonaiskysynnän ja teollisuustuotannon väheneminen luonnollisesti näkyi myös työttömyysluvussa. Yhdysvalloissa työttömyyden lisääntyminen alkoi heikosti vuoden 2007 aikana, mutta varsinainen kasvupyrähdys alkoi vuoden 2008 alkupuolella (KUVIO 16). Noin 2,5 vuodessa työttömyysprosentti tuplaantui. (Federal Reserve Bank of St. Louis 2010, 40)

Unemployment Rate



KUVIO 16. USA:n työttömyysprosentti. (Federal Reserve Bank of St. Louis 2010, 40)

Euroalueella työttömyysprosentti lähti kasvamaan rajusti samaan aikaan kuin Yhdysvalloissa (KUVIO 17). Tämä kertoo siitä, kuinka nopeasti Yhdysvalloista lähtenyt kriisi heijastui myös euroalueelle. (Federal Reserve Bank of St. Louis 2010, 11)



KUVIO 17. Euroalueen työttömyysprosentti. (Federal Reserve Bank of St. Louis 2010, 11)

Kaiken kaikkiaan finanssikriisin seuraukset maailmantaloudelle olivat ilmeiset. Laajuudeltaan ja syvyydeltään vastaavanlaisia kriisejä ei historiasta montaa löydy. Maailmantalouden asettuminen takaisin entiselleen tulee viemään aikansa. Seuraava luku käsittelee EKP:n finanssikriisin seurauksena harjoittamaa rahapoliittista elvytystä.

6 EKP:N RAHAPOLIITTINEN ELVYTYYS

Kuten aiemmin kävi ilmi, rahoitusmarkkinoiden toimivuuden kannalta perimmäinen ongelmana oli luottamuksen puute rahoitusmarkkinoilla. Epäluottamus kumpusi epätietoisuudesta vastapuolien mahdollisista subprime-tappioista. Seurauksena rahoituslaitokset olivat vastahakoisia lainaamaan rahaa vastapuolilleen. Näin ollen rahoitusmarkkinat eivät toteuttaneet peruseriaa: raha ei liikkunut ylijäämäiseltä sektorilta alijäämäiselle.

Euroalueella näitä rahoitusmarkkinoiden solmuja alkoi avata EKP rahapolitiikallaan muiden virallisten tahojen ohella. Seuraava luku käsittelee EKP:n rahapolitittisia toimia rahoitusmarkkinoiden elvyttämiseksi sekä niiden tuloksia.

6.1 Korkopolitiikka

Rahoitusmarkkinoiden häiriö ilmaantui alun perin rahamarkkinakorkojen riskilisen äkillisenä kasvuna. Tämä nosti rahoitusmarkkinoiden keskeisiä korkoja, kuten euribor-korkoja. Normaalisti EKP säätelee näitä korkoja epäsuorasti ohjauksen kautta, mutta nyt rahamarkkinakorot olivat loitonemassa ohjauksen kehityksensä. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 7.)

EKP ei aluksi reagoinut rahamarkkinakorkojen kehitykseen ohjauksorkoa laskeamalla, koska sen rahapolitiikkaa määräsi ns. separaatioperiaate eli korko- ja likviditeettipolitiikan eri tavoitteet. Korkopolitiikalla eli ohjauksen muutoksilla tähdättiin pitämään inflaatio kurissa ja likviditeettipolitiikalla pyrittiin takaamaan rahoituslaitosten riittävä likviditeetti. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 6 - 7.)

Tämän takia EKP:n ohjauksorko pysyi kriisin alkuvaiheen (2007 elokuu – 2008 syyskuu) aikana lähestulkoon samana, 4,00 – 4,25 prosentissa (Euroopan Keskuspankki 2010, 271).

Tämä korkopolitiikan linjaus selittyy sillä, että tuona ajanjaksona oli selviä inflaatiopaineita, joita pyrittiin pitämään kurissa kiristyvällä korkopolitiikalla (Saarenheimo & Välimäki 2009, 6). Tosin samana ajanjaksona Yhdysvaltojen keskuspankki kerkesi tiputtamaan ohjauskorkoaan jopa seitsemän kertaa 5,25 prosentista 2 prosenttiin (Federal Reserve 2010).

Vaikka ohjauskorkoa ei laskettu, rahamarkkinoiden korkojen riskilisät kuitenkin laskivat hetkeksi, mutta kriisin kärjistyessä syyskuussa ne lähtivät taas kasvuun vieden mukanaan myös rahamarkkinoiden korot ennätyskorkeudelle. Rahoituslaitokset kärsivät korkeista koroista, varsinkin ne, jotka olivat rakentaneet varainhankintansa markkinarahoituksen varaan. Luonnollisesti pankkisektorin vaikeudet välittyivät vielä pahemmin pankkien asiakkaille, joiden lainansaanti vaikeutui ja maksuhäiriöt lisääntyivät. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 7 - 9.)

Syksyllä inflaatiopaineiden hellitettyä, EKP:n rahapolitiikan tavoitteet yhdentyivät. Pää tavoitteeksi muodostui rahan tarjonnan edistäminen sekä rahan hinnan alentaminen. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 6 - 7.)

Ensimmäinen lasku ohjauskoroissa tapahtui lokakuussa, josta alkoi nopea ohjauskorkojen laskujen sarja. Vuoden 2009 toukokuuhun mennessä ohjauskorkoa oli tiputettu jo seitsemän kertaa aina yhteen prosenttiin saakka. Markkinakorot reagoivat välittömästi ohjauskoron laskuihin. Aiemmin ennätyskorkealla ollut 12 kuukauden euribor-korko tippui 5,5 prosentista 1,6 prosenttiin vuoden 2009 toukokuun puoliväliin mennessä. Muutos ilmeni myös muissa koroissa, kuten kotitalouksille myönnettyissä asuntoluotoissa sekä yritysluotoissa. Markkinakorkojen tason laskuun vaikutti EKP:n korkopolitiikan lisäksi myös likviditeettipolitiikka, jota alettiin sopeuttaa jo kriisin alusta lähtien. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 9 - 10.)

6.2 Likviditeettipolitiikka kriisin alkuvaiheessa

Rahoitusmarkkinoiden alkuun saakka keskuspankki hoiti rahoituslaitoksien likviditeetin tarvetta viikoittain ja kuukausittain järjestetyillä huutokaupoilla, joiden

maturiteetit olivat edellisissä yksi viikko ja jälkimmäisissä kolme kuukautta. Nämä huutokaupat toteutettiin vuosituhaten alusta lähtien 2008 syyskuuhun saakka vaihtuvakorkoisina kauppoina, joissa EKP asetti minitarjouskoron, ts. ohjauskoron, ja huutokaupattavan likviditeetin määrän. Tämän jälkeen pankit tekivät likviditeetistä tarjouksia, jotka toteutettiin paremmuuden ja huutokaupattavan rahan määrän mukaan. Jaettavan rahan määrä riippui siitä, mitä EKP arvioi koko järjestelmän tarvitsevan, tätä arviota kutsutaan normiallokaatioksi. Yksittäisten rahoituslaitoksien likviditeetin tarpeesta ei kannettu huolta, koska EKP luotti ylijäämäisten rahoituslaitosten kanavoivan rahaa alijäämäisille. Järjestelmä oli siis riippuvainen pankkienvälisen markkinoiden toimivuudesta. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 10–11.)

Tämä järjestelmä toimi 2007 elokuuhun saakka, jolloin pankkien välinen rahaliikenne alkoi heikentyä. Ongelmaksi muodostui ylijäämäisten rahoituslaitosten vastahakoisuus lainata varojaan alijäämäisille vastapuolipankeilleen. Riskejä välttääkseen ne mieluummin tallettivat varansa keskuspankkiin. Likviditeetin epätasaisen jakautumisen vuoksi keskuspankin täytyi rahapolitiikassaan ottaa huomioon myös se kuinka likviditeetti jakautuu järjestelmän sisällä. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 11.)

Tilannetta lähdettiin korjaamaan lisäämällä jaettavan likviditeetin määrää jopa yli järjestelmän kokonaistarpeen eli normiallokaation. Lisäksi pitempiaikaisten huutokauppojen maturiteettivalikoimaan lisättiin yhden ja kuuden kuukauden maturiteetit. Tällä tähdättiin pitempiaikaisten rahamarkkinoiden elvyttämiseen ja korkojen laskemiseen. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 11.)

Ongelmia rahamarkkinoiden toimivuudelle tuotti myös dollarimääräisen likviditeetin saamisen vaikeus. Amerikkalaiset pankit olivat vastahakoisia tarjoamaan dollarimääräistä likviditeettiä euroalueen pankeille, mikä näkyi valuutanvaihtoperaatioiden kohonneissa hinnoissa. Ratkaisuna EKP ulotti rahoitusoperaatiot koskemaan euroalueella myös dollarimääräistä likviditeettiä. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 11.)

6.3 Likviditeettipolitiikka kriisin käännekohdassa

Pankkienväliset rahoitusmarkkinat kokivat kovan shokin Lehman Brothers- investointipankin kaatuessa 2008 syyskuussa. Pankkijärjestelmä ei pystynyt enää taasaamaan yli- ja alijäämäisten sektorien likviditeettiä. Likviditeettiylijäämäiset pankit tallettivat ylimääräiset varansa keskuspankkiin yötalletuksena eivätkä lainanneet niitä eteenpäin. Alijäämäiset rahoituslaitokset eivät saaneet varoja rahamarkkinoilta, joten niiden täytyi turvautua keskuspankin kalliisiin maksuvalmiusluottoihin. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 12.)

Kriisin eskaloituessa pankit kävivät kovaa kilpailua EKP:n jakamasta likviditeetistä. Varmistaakseen tarvittavan likviditeetin saannin, ne korottivat tarjoushintaa jonka seurauksena korot alkoivat erkaantua EKP:n määrittelemästä ohjaukskorosta. Keskimääräinen korkoero ohjaukskoron ja perusrahoitusoperaatioissa käytetyn todellisen koron välillä saattoi kasvaa jopa 73 peruspisteeseen. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 12.)

Pankkijärjestelmän romahdus ja korkopolitiikan epäonnistuminen toi EKP:n rahapolitiikan käännekohtaan. Järjestelmä tarvitsi perusteellisia muutoksia. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 12–13.)

EKP alkoi tehdä näitä muutoksia 2008 lokakuussa, kun viikoittaisten huutokauppojen toteutustapa muutettiin vaihtuvakorkoisesta kiinteäkorkoiseksi täyden jaon huutokaupaksi. Näissä huutokaupoissa rahoituslaitokset saivat lainattua niin paljon kuin halusivat EKP:n ilmoittamalla hinnalla, rajoitteena vain hyväksyttävän vakuusmateriaalin määrä. Uusi menettely poisti vanhan järjestelmän epävarmuuden siitä, paljonko rahaa tultaisiin saamaan huutokaupoista. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 13.)

Pankkisektori lähti käyttämään tätä uutta järjestelmää heti täysimääräisesti. Kiinteäkorkoisissa huutokaupoissa rahaa lähdettiin lainaamaan reippaasti yli omien tarpeiden eli normiallokaation. Ylimääräinen raha palasi usein takaisin keskuspankkiin yötalletuksina. Tämä toiminta tuotti tappioita rahoituslaitoksille, koska

yötalletuksista maksettiin pienempää korkoa kuin mitä rahasta oli joutunut maksamaan: korkoero oli yhden prosentin verran. Rahoituslaitokset olivat siis valmiita kärsimään tappioita siltä varalta jos heille tulisi jokin akuutti rahan tarve. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 13–14.)

Perusrahoitusoperaatioiden rinnalla EKP muutti myös pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden huutokaupat kiinteäkorkoiseksi. Tällä tähdättiin pidentämään vastapuolipankkien varainhankinnan maturiteettia ja täten pienentää niiden varojen ja velkojen välistä maturiteettiero. Tilannetta oli jo aiemmin helpotettu lisäämällä yhden ja kuuden kuukauden rahoitusoperaatiot. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 14.)

Pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden muutos uhkasi korkojenohjauksen toimivuutta. Tavallisesti EKP on ohjannut korkotasoa lyhimpien korkojen kautta. Pitemmät korot taas ovat määräytyneet markkinoilla keskuspankin tulevien toimien odotusten mukaan. Tällä menetelmällä oli kaksi etua: EKP rahapoliittinen linja viestittyi selkeästi markkinoille sekä markkinaehtoisesti määräytyvät pitkäaikaiset korot kertoivat markkinoiden rahapoliittisista odotuksista. Huutokauppojen rakenteen muutoksen seurauksena 1 - 6 kuukauden vakuudelliset markkinakorot alkoivat määräytyä EKP:n harjoittamien rahoitusoperaatioiden mukaan. Muutos haittasi markkinaodotusten lukemista rahamarkkinakoroista sekä sen pelättiin heikentävän rahapoliittista signalointia. Muutoksen haitat kyllä tiedostettiin, mutta pankkisektorin likviditeetin turvaaminen koettiin olevan tärkeämpää. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 15.)

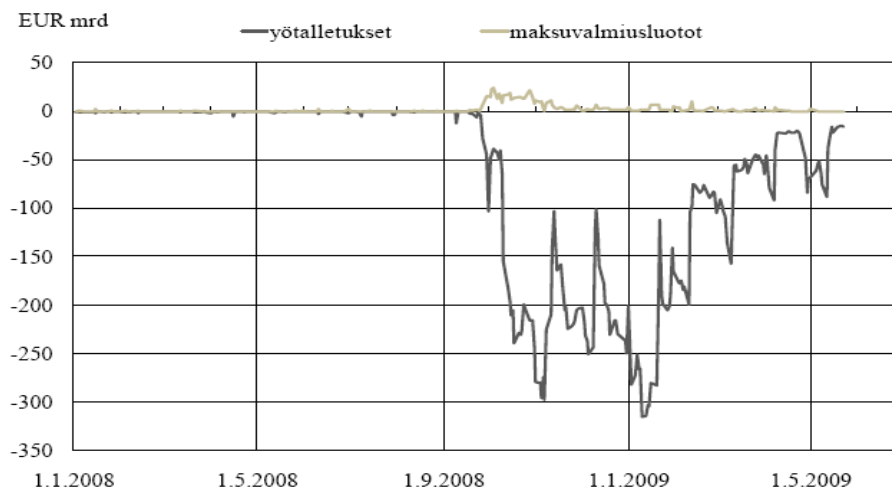
Pitkäaikaisten operaatioiden valikoiman kasvattamista päätettiin jatkaa vuoden 2009 toukokuussa 12 kuukauden operaatioilla. Myös näissä sovellettiin samaa kiinteäkorkoista huutokauppaa. Toisin kuin aiemmat operaatioiden lisäykset, näitä ei lisätty pankkien pitempiaikaisen likviditeettitilanteen parantamiseksi. Toimenpiteen takana oli tarve signaloida rahapoliittisesta kevennyksestä, kun muuta rahapoliittista liikkumavaraa ei enää paljoa ollut. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 16.)

Vuoden pituisten operaatioiden lisäksi EKP otti samoihin aikoihin uuden rahapoliittisen välineen käyttöönsä: suorat arvopaperiostot. Näitä ostoja oli tarkoitus suunnata pankkisektorin katettuihin joukkovelkakirjoihin 60 miljardin euron arvosta. Muista rahoitusoperaatioista nämä erosi sillä, että näitä ei toteutettu takaisinostosopimuksina, vaan nämä ostettiin suoraan taseeseen. Näiden operaatioiden tavoitteena oli huonosti toimivien katettujen joukkovelkakirjamarkkinoiden tukeminen, koska näiden arvopaperien markkinoilla vaihto oli merkittävästi heikentynyt ja uudet liikkeellelaskut olivat vaikeutuneet. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 21–22.)

6.4 Maksuvalmiusjärjestelmä

Kuten aiemmin kävi ilmi, kriisin eskaloituessa rahoituslaitokset pidättäytyivät pankkienvälisestä kaupanteosta. Tämä ajoi yli- ja alijäämäiset rahoituslaitokset tasaamaan likviditeettiä keskuspankin tarjoaman maksuvalmiusjärjestelmän kautta. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 10–11.)

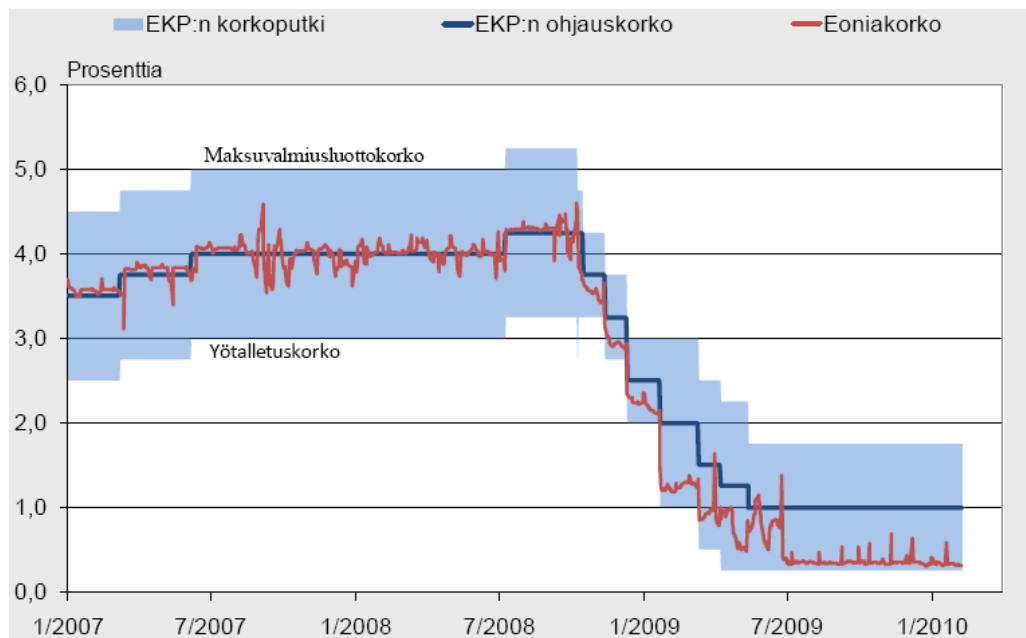
Tarkemmin ottaen tämä tapahtui joko yötalletuksien tai maksuvalmiusluottojen kautta, mutta koska keskuspankin vastapuolipankit olivat suurimmaksi osaksi ylijäämäisiä, niin tämä näkyi yötalletuksien rajuna kasvuna, kuten KUVIOSTA 18 näkyy. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 17.)



KUVIO 18. Maksuvalmiusjärjestelmän käyttö (Saarenheimo & Välimäki 2009, 18.)

Ongelmana oli se, että maksuvalmiusjärjestelmää ei ollut tarkoitettu näin laajamittaiseen käyttöön, vaan väliaikaisten likvideettiepätasapainojen tasaamiseen. Järjestelmän laajamittainen käyttäminen aiheutti pankkisektorille suuria tulonmenetyksiä. Tämä johtui perusrahoitusoperaatioiden ja maksuvalmiusjärjestelmän korkoeroista: talletuskorko oli pienempi ja maksuvalmiuskorko oli suurempi kuin perusrahoitusoperaatioiden. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 18.)

Tämän menetelmän tarkoituksena oli rohkaista rahoituslaitoksia käyttämään maksuvalmiusjärjestelmän sijaan pankkienvälisiä markkinoita, mutta markkinoiden luottamuspulan vuoksi pankit eivät uskaltaneet lainata toisilleen, jolloin ne riskien pelossa mieluummin kärsivät tulonmenetykset, kuin lainaisivat rahaa eteenpäin. Tilannetta yritettiin korjata pitämällä maksuvalmiusjärjestelmän korkoputkea leveänä, eli maksuvalmius- ja yötalletuskorkojen etäisyyttä toisistaan (KUVIO 19), jolloin kannustin käyttää pankkienvälisiä markkinoita olisi suuri. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 18.)



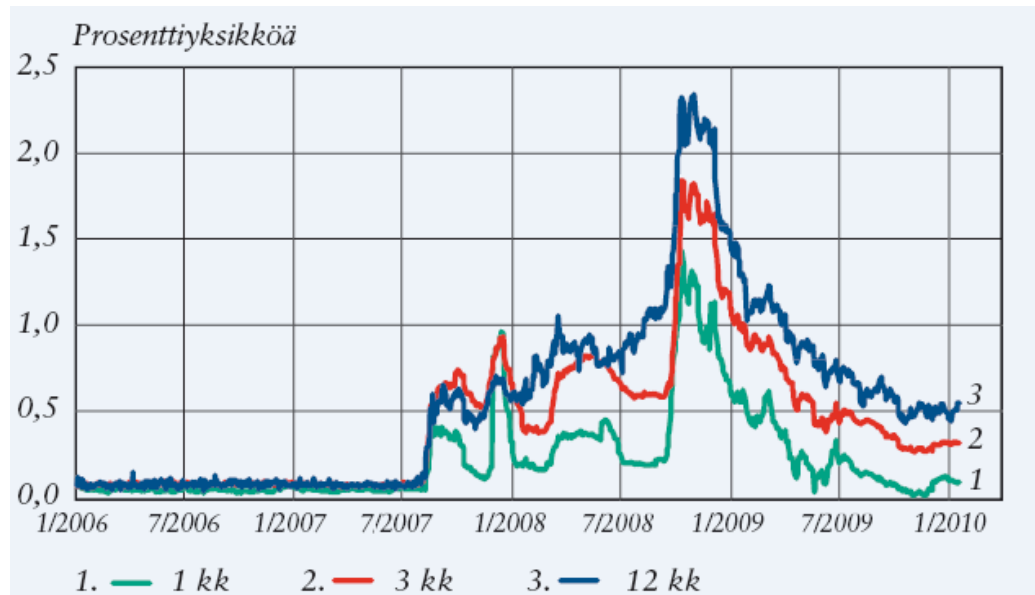
KUVIO 19. Maksuvalmiusjärjestelmän korot, ohjaukorko sekä eoniakorko (Pösö 2010, 8.)

Kriisin alkaessa korkoputken leveys oli kaksi prosenttia, mutta pian sitä kavennettiin likviditeetin ylikysynnän erotettua rahamarkkinoiden yön yli –koron, eoniakoron, perusrahoitusoperaatioiden korosta. Kavennuksen jälkeen korkoputken leveys oli yhden prosentin verran eli maksuvalmiusjärjestelmän korot olivat puolen prosentin etäisyydellä perusrahoituskorosta. Tällä toimenpiteellä myös helpotettiin pankkisektorille koituvia tulonmenetyksiä, mutta varjopuolena oli se, että pankkienvälinen kaupanteko hiljeni entisestään. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 18–19.)

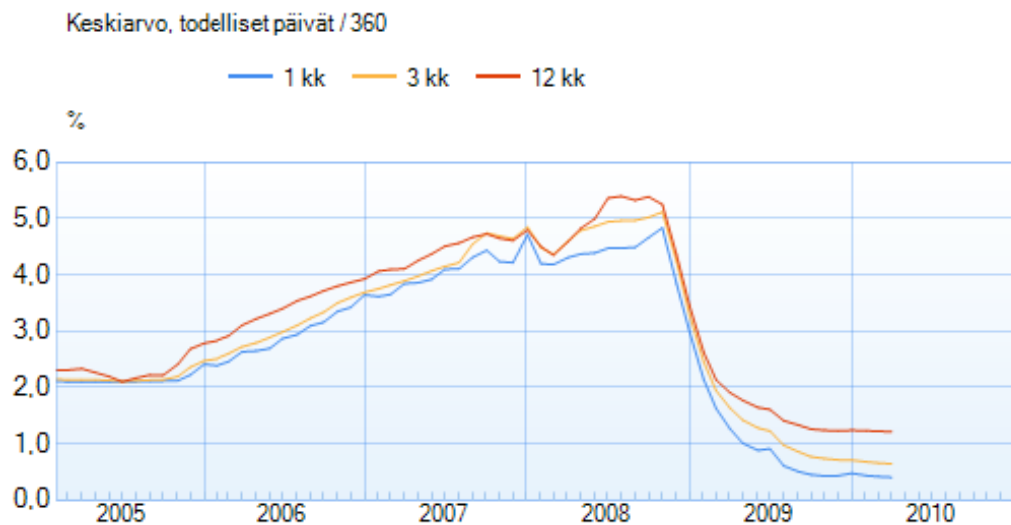
Korkoputken kavennus otettiin takaisin 2009 tammikuussa, kun rahoitusmarkkinat näyttivät rauhoittuvan, mutta sitä tiukennettiin taas toukokuussa. Jälkimmäisen toimenpiteeseen vaikutti korkojen nollarajan lähestyminen. Ohjauskorko oli tuolloin laskettu jo yhteen prosenttiin, jolloin yötalletusten korko olisi ollut nollassa. Ratkaisuna korkoputkea kavennettiin puolella prosentilla, jolloin yötalletusten korko oli 0,25 prosenttia. (Saarenheimo & Välimäki 2009, 19.)

6.5 Rahapolitiikan tulokset

Alun perin rahoitusmarkkinoiden epäluottamuksesta alkanut finanssikriisi on ajanut EKP:n käyttämään koko rahapoliittista arsenaaliaan kriisin taltuttamiseksi. Tähän mennessä (kevät 2010) EKP:n harjoittaman rahapolitiikan osasten, eli korko- ja likviditeettipolitiikan, yhteistulokset ovat olleet lupaavia. Ohjauskorkojen muutoksilla ja likviditeettiä lisäävillä epätavanomaisilla toimilla on saatu alennettua rahan hintaa sekä edistettyä sen saatavuutta. Rahapolitiikan tehoa voidaan havainnoida rahamarkkinakorkojen ja niiden riskilisien laskevassa kehityksessä (KUVIO 20 ja 21). Näistä varsinkin riskilisien palautuminen lähes kriisiä edeltävälle tasolle kertoo rahoitusmarkkinoiden luottamuksen palautumisesta. Tosin rahamarkkinoiden yhtä kuukautta pitemmät korot ovat vielä koholla.



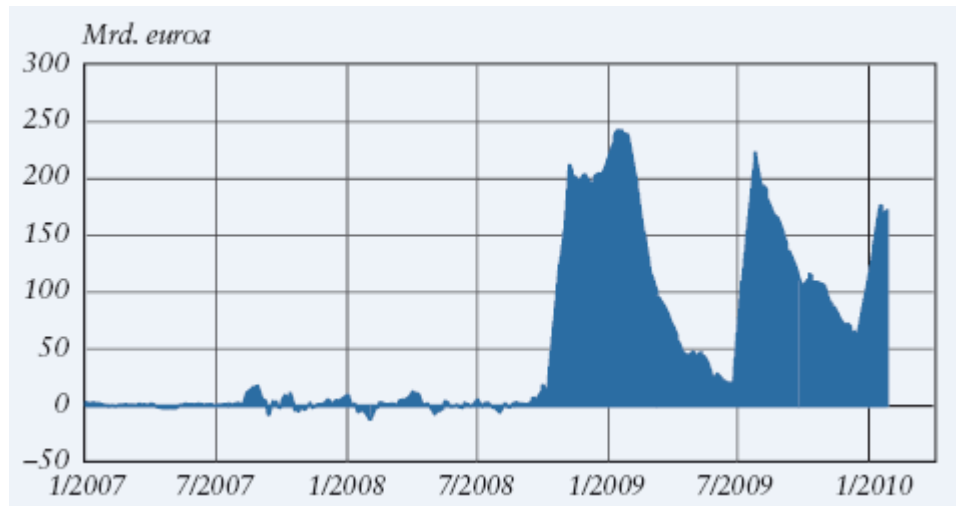
KUVIO 20. Euribor-korkoihin sisältyvät riskilisät pankkienvälisillä markkinoilla (Euro & Talous 2010, 6)



KUVIO 21. Euriborkorot kuukausittain (Suomen Pankki 2010)

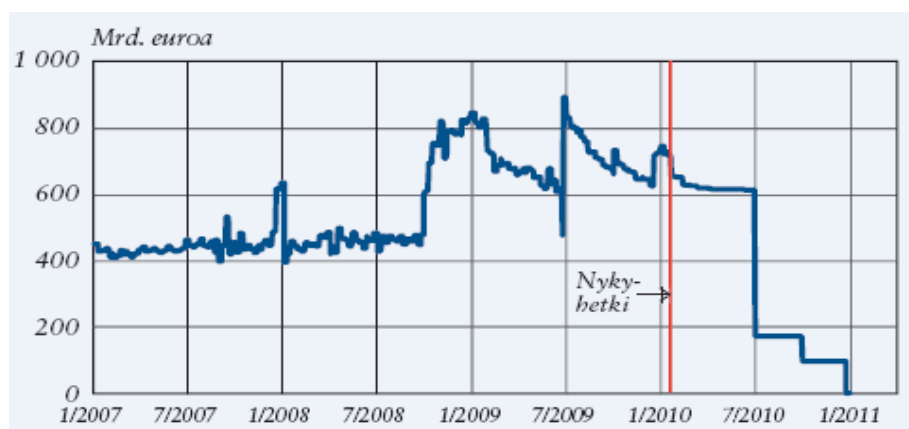
Toisaalta rahoitusjärjestelmän epäluottamuksesta näkyy vielä merkkejä. Tämä ilmenee EKP:n jälleenerahoitusoperaatioiden likviditeetin jatkuvasta liikakäytöstä, joka alkoi, kun huutokaupat muutettiin kiinteäkorkoisiksi täyden jaon kaupoiksi (KUVIO 22). Kuten aiemmassa luvussa kävi ilmi, niin tämä ylimääräinen likviditeetti usein palasi takaisin keskuspankkiin yötalletuksena, jonka korko oli pie-

nempi kuin lainarahan. Rahoituslaitokset siis mieluummin hankkivat liikaa rahaa pahan päivän varalle ja kärsivät tulonmenetyksistä, kuin sopeuttaisivat rahan kysyntäänsä todellisten tarpeidensa mukaan. (Euro & Talous 2010, 3 - 4.)



KUVIO 22. Ylimääräinen likvideetti euroalueen pankkijärjestelmässä (Euro & Talous 2010, 3)

Ennen pitkää likvideetin liikakysyntä tulee kuitenkin loppumaan, kun ohjauskoron ja yötalletuskoron välisen eron tuottamat tappiot kasvavat liian suuriksi ja EKP alkaa vähentää jälleenrahoitusoperaatioitaan (KUVIO 23).



KUVIO 23. Euroalueen voimassa olevat lainaoperaatiot yhteensä (Euro & Talous 2010, 7)

7 YHTEENVETO

Tämä opinnäytetyö käsitteli vuoden 2007 Yhdysvalloista alkanutta finanssikriisiä. Työn päätavoitteina oli selvittää finanssikriisin syitä ja seurauksia sekä kriisin johdosta EKP:n harjoittamaa rahapoliittista elvytystä ja sen tuloksia.

Finanssikriisin johtaneita suoria ja epäsuoria syitä on monia. Ensimmäiset syyt löydetään Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoiden valvonnasta, jota on höllennetty jo yli 30 vuoden. Yhdysvalloissa vallinneen markkinaideologian mukaan markkinoiden valvonta on pahasta ja mitä vähemmän valvontaa, sitä paremmin ja tehokkaammin markkinat toimivat.

Lähihistoriasta löytyy toinen syy: korot. IT-kuplan ja vuoden 2001 terroristiiskujen jälkeen Yhdysvaltojen talous oli vajoamassa taantumaan. Talouden piristämiseksi korkotasoa laskettiin ja tämä sai ihmiset kuluttamaan yli varojensa, kun halpaa lainarahaa oli tarjolla. Halpa lainaraha sai rahoituslaitokset käyttämään velkavipua yhä suuremmissa määrin suhteessa omiin pääomiin. Myös rahoituslaitoksien lainanannosta alkoi tulla holtittomampaa. Tämä ilmeni varsinkin kohoavien asuntohintojen aikaan myönnettyissä asuntoluotoissa, subprime-lainoissa, joita alettiin myöntää maksukelpoisuudeltaan yhä arveluttavemmille henkilöille. Toiminnan riskit kyllä tiedostettiin, mutta pitkään nousujohteisesti kehittyneiden asuntohintojen takia katsottiin, että pahimmassa tapauksessa pankille jäisi asunto, joka voitaisiin myydä eteenpäin voitolla. Asuntolainat ja niiden mukana riskit voitiin myös myydä eteenpäin heti niiden myöntämisen jälkeen. Taloudelliset kannustimet itseasiassa rohkaisivat tähän.

Pyrkinessään hyödyntämään asuntohintojen nousujohteista kehitystä, rahoituslaitokset keksivät uusia tapoja, jotka edistivät asuntoluottojen tarjontaa ja näin myös asuntojen kysyntää. Näistä varsinkin asuntoluottojen arvopaperistamisesta alkoi kehittyä yhä keskeisempi tapa edistää asuntoluottojen saatavuutta, tosin menetelmänä se ei ollut uusi. Arvopaperistamisessa otettiin joukko asuntolainoja, jotka paketoitiin yhteen ja myytiin eteenpäin tuottavina arvopapereina. Näin arvopape-

ristaminen myös yhdistivät asuntoluotot ja sijoittajat ympäri maailmaa. Tässä prosessissa ei varsinaisesti ollut mitään vikaa, kunnes arvopaperistaminen siirtyi hyvälaatuisista asuntolainoista subprime-asuntolainoihin.

Subprime-asuntoluotoista koostuvista arvopapereista tehtiin houkuttelevia sijoittajalle lupaamalla suuria voittoja riskeihinsä nähden. Tähän päästiin luottoluokituslaitoksien antamien luottoluokitusten sekä uusien finanssi-innovaatioiden avulla.

Tämä toiminta oli kannattavaa aina niin kauan, kun asuntojen hinnat jatkoivat nousujohteista trendiä. Tilanne muuttui vuonna 2007, kun asuntojen hinnat alkoivat laskea ja asuntokupla puhkesi. Seurauksena asuntoluottojen maksuhäiriöt alkoivat lisääntyä, kuten myös subprime-arvopapereihin liittyvät tappiot. Myös subprime-arvopapereihin liittymättömien aineettomien ja aineellisten omaisuuksien arvo alkoi laskea. Rahoitusmarkkinoilla alkoi vallita epäluottamuksen ilmapiiri: rahoituslaitokset eivät luottaneet toisiinsa. Tätä jatkui vuoden 2008 puolelle, jolloin tilanne hieman rauhoittui, kunnes 2008 syyskuussa sijoituspankki Lehman Brothers kaatui subprime-arvopapereihin liittyvien tappioiden seurauksena. Tämä laukaisi markkinapaniikin. Rahoitusmarkkinat käytännössä lakkasivat toimimasta, koska pankkienvälinen rahaliikenne tyrehtyi.

Rahoitusmarkkinoilta alkanut kriisi alkoi ennen pitkää heijastua myös reaalityönteeseen. Jo vuoden 2008 alkupuolella kehittyneiden maiden talouskasvu alkoi hidastua, ja vuoden loppuun mennessä suurin osa oli taantumassa tai siihen ajautumassa. Maailmankaupan hidastumisen seurauksena myös kehittyvien maiden taloudet alkoivat kärsiä.

Rahoitusmarkkinoiden häiriön alun perin ilmaannuttua vuonna 2007 elokuussa EKP alkoi sopeuttaa rahapolitiikan toteuttamistaan häiriön lieventämiseksi. Rahapolitiikalle aiheutti ongelmia markkinakorkojen erkaantuminen EKP:n ohjauskorosta sekä pankkisektorin lisääntyvä vastahakoisuus lainata rahaa toisilleen.

Rahapolitiikan toteuttamista aluksi ohjasivat kaksi tavoitetta: inflaation hillitseminen ja järjestelmän riittävän likviditeetin turvaaminen. Inflaation hillitsemiseksi

ohjauskorkoja pidettiin koholla ja järjestelmän kokonaislikviditeetistä huolehdittiin lisäämällä rahoitusoperaatioita ja jaettavan likviditeetin määrää.

Kriisin kärjistyessä 2008 syyskuussa EKP:n rahapolitiikan tavoitteet yhdentyivät, kun inflaatiopaineet olivat hellittäneet. Tätä seurasi sarja ohjauskoron laskuja ja likviditeetin tarjontaa lisääviä operaatioita. Rahapoliittisia toimia harjoitettiin ennäkemättömillä tavoilla.

Keväeseen 2010 mennessä rahoitusjärjestelmä on alkanut näyttää lupaavia merkkejä, kun markkinakorot ovat laskeneet häiriötä edeltävälle tasolle, tosin korkoihin sisältyvät riskilisät ovat vielä koholla. Tämä viittaa vielä rahoitussektorin epäluottamuksesta toisiinsa, kuten myös EKP:n yötalletusten huikea määrä. Rahoituslaitokset siis mieluummin tallettavat EKP:n rahoitusoperaatioista kalliilla hankkiman ylimääräisen rahoituksen takaisin keskuspankkiin, kuin lainaisivat sitä muille pankeille.

Tämä opinnäytetyö tehtiin kahdessa työskentelyjaksossa. Opinnäytetyön suunnittelu alkoi 2009 keväällä ja kesällä alkoi aineiston keruu ja alustavien luonnostelujen kirjoitus. Kesän päätteeksi opinnäytetyön tekemiseen tuli puolen vuoden tauko ulkomaanvaihdon seurauksena. Toinen jakso alkoi 2010 helmikuussa. Tuolloin ajan niukkuus teki työskentelytahdista hyvin reippaan ja työ valmistui huhtikuun puolella. Opinnäytetyön aiheeseen perehtyessä, on rahoitusmarkkinoiden toiminta tullut hyvin tutuksi, kuten myös finanssikriisi sekä EKP:n rahapoliittinen elvytys. Jatkotutkimusaiheena olisi mielenkiintoista tutkia finanssikriisin seurauksena harjoitettua Suomen finanssipolitiikkaa. Tässä vaiheessa mahdolliset tuloksetkin olisivat paremmin havaittavissa.

Lähteet

Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M. & Roubini, N. 2009. Financial Markets, Institutions & Instruments. [viitattu 25.2.2010]. Saatavissa:

<http://www.scribd.com/doc/16921953/The-Financial-Crisis-of-20072009-Causes-and-Remedies>

Baily, M., Litan, R. & Johnson, M. 2008. The origins of the Financial Crisis.

Brookings Institute. [viitattu 1.3.2010]. Saatavissa:

http://www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2008/11_origins_crisis_baily_litan/11_origins_crisis_baily_litan.pdf

Economic crisis definition. BusinessDictionary.com. [viitattu 6.4.2010]. Saatavissa: <http://www.businessdictionary.com/definition/economic-crisis.html>

Eichengreen, B., Portes, R. 1987. The Anatomy of Financial Crises. New York: Cambridge University Press [viitattu 25.2.2010]. Saatavissa:

<http://www.nber.org/papers/w2126.pdf>

Euroopan Keskuspankki. 2008. Vuosikertomus 2008. [viitattu 6.4.2010] Saatavissa: <http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/7BD08738-ADA5-47EA-A33E-1DF223F711EC/0/ar2008fi.pdf>

Euroopan Keskuspankki. 2009. Kuukausikatsaus 3/2009. [viitattu 6.4.2010] Saatavissa: http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/0BB3A49F-0FD2-41CA-9DC3-9A2FFC7F1064/0/FI_03_2009.pdf

Euroopan Keskuspankki. 2010. Euro & Talous. [viitattu 6.4.2010]. Saatavissa: http://www.suomenpankki.fi/NR/rdonlyres/00859083-B550-49BA-9767-0B9A84DCE720/0/ET_1_10.pdf

Federal Reserve of St. Louis 2010. International Economic Trends. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa:

<http://research.stlouisfed.org/publications/iet/20100201/iet.pdf>

Federal Reserve. 2010. Open market operations. [viitattu 1.4.2010]. Saatavissa:
<http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>

Finance & Development 2008. A crisis of confidence... and a lot more. IMF. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/06/dodd.htm>

Fortune Magazine. 2008. [viitattu 6.4.2010] Saatavissa:
http://en.wikipedia.org/wiki/File:MBS_Downgrades_Chart.png

Types of financial crises. [viitattu 6.4.2010]. Saatavissa:
<http://www.fx1618.com/fc/typesfc.html>

Kauko, K.2008. Rahoitusmarkkinoiden häiriöt, makrotalous ja keskuspankkien reaktiot. Suomen Pankki: Rahapolitiikka ja tutkimusosasto. [viitattu 26.2.2010] Saatavissa: http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/C628BC87-06E1-46BB-88B8-FF432038BC94/0/BoF_Online_07_2008.pdf

Kettunen, J. & Lindholm, T. 2009. Kansantalous. Helsinki: Edita Publishing Oy.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2004. Moderni rahoitus. Vantaa: WSOY.

Koljonen, M. 2007. Asuntolainojen Arvopaperistuminen. Lappeenrannan Teknillinen Yliopisto. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa:
<https://oa.doria.fi/bitstream/handle/10024/30970/TMP.objres.756.pdf?sequence=1>

Korhonen, K., Pylkkönen, P., Taipalus, K. 2003. Arvopaperistaminen. Suomen Pankki, Tutkimuksia A:104. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa:
www.bof.fi/NR/rdonlyres/F9CB5262-D89F-4BCB-971B.../0/A104.pdf

Kregel, J. 2008. Changes in the U.S Financial System and the Subprime Crisis. The Levy Economics Institute. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1123937&rec=1&srcabs=1018342

Krugman, P. 2009. Lama, taluskriisin syyt, seuraukset ja korjauskeinot. Porvoo: WS BOOKWELL OY.

Kyynäräinen, T. 2008. Rahoitusalan tappiot ylittivät 700 miljardia. Taloussanommat. [viitattu 28.2.2010] Saatavissa: <http://www.taloussanommat.fi/rahoitus/2008/12/23/rahoitusalan-tappiot-ylittivat-700-miljardia/200833050/12>

Lampinen, A. 2008. Osakkeista katosi lähes 19 000 miljardia. Taloussanommat. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa: <http://www.taloussanommat.fi/porssi/2008/12/30/osakkeistakatosi-lahes-19-000-miljardia/200833314/170>

Luottomiehet. 2010. Mikä on luottoluokitus? [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa: <http://www.luottomiehet.fi/artikkelit/artikkeli.php?id=10>

Mizen, P. 2008. The Credit Crunch of 2007-2008: A Discussion of the Background, Market Reactions, and Policy Responses. Federal Reserve Bank of St. Louis. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/08/09/Mizen.pdf>

Partanen, J. 2008. Arvopaperistaminen ja CDO-lainat. Lappeenrannan Teknillinen Yliopisto. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa: <https://oa.doria.fi/bitstream/handle/10024/38787/nbnfi-fe200805281472.pdf?sequence=3>

Pavlov, A., Pozsar, Z. & Wachter, S. 2008. Subprime Lending and Real Estate Markets. University of Pennsylvania Law School. [viitattu 2.3.2010]. Saatavissa: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1319757

Pekkarinen, J. & Sutela, P. 2005. Kansantaloustiede. 9.-11. painos. Helsinki: WSOY.

Pekkarinen, J. 2008. Kulutus ja kansainvälinen finanssikriisi. Kuluttajatutkimuksen vuosikirja 2008. [viitattu 26.2.2010]. Saatavissa: http://www.kuluttajatutkimuskeskus.fi/files/5270/09_pekkarinen_ktk_vuosikirja2008.pdf

Pösö, M. 2010. Miten rahapolitiikan uutisia luetaan? Suomen Pankki. [viitattu 1.4.2010]. Saatavissa:

Saarenheimo, T., Välimäki, T. 2009. Ekp:n rahapolitiikka finanssikriisissä. Suomen Pankki: Rahapolitiikka ja tutkimusosasto. [viitattu 26.2.2010]. Saatavissa: http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/F602024F-30CC-4E3D-A466-5183E5C4007A/0/BoF_Online_8_2009.pdf

Sokala, H. 2009. Talous kaaos eteni kriisistä kriisiin. Taloussanomat. [viitattu 26.2.2010]. Saatavissa: <http://www.taloussanomat.fi/kansantalous/2009/09/13/talouskaaos-eteni-kriisista-kriisiin/200919908/12>

Suomen Pankki. 2010. Rahapolitiikan välineet. [viitattu 26.2.2010]. Saatavissa: http://www.bof.fi/fi/rahopolitiikka/rahopolitiikan_valineet/index.htm

Finanssikriisi kaatoi Belgian hallituksen. 2008. Taloussanomat 23.12.2008. [viitattu 1.3.2010]. Saatavissa: <http://www.taloussanomat.fi/ulkomaat/2008/12/23/finanssikriisi-kaatoi-belgian-hallituksen/200833022/12>

Madoffin uhrin saavat jaettavakseen 534 miljoonaa dollaria. 2009. Taloussanomat 29.10.2009. [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa:

<http://www.taloussanomat.fi/ulkomaat/2009/10/29/madoffinuhrit-saavat-jaettavakseen-534-miljoonadollaria/200922887/12>

Wincapitamiljonäärejä oli vain kuusi. 2009. Taloussanomat 13.12.2009. [viitattu 1.3.2010]. Saatavissa:

<http://www.taloussanomat.fi/kotimaa/2009/12/13/wincapitamiljonaareja-oli-vain-kuusi/200925501/12>

The Mortgage Professor's Web site 2009. How Does Negative Amortization on a Mortgage Work? [viitattu 28.2.2010]. Saatavissa:

http://www.mtgprofessor.com/a%20-%20amortization/how_does_negative_amortization_work.htm