



LAUREA
AMMATTIKORKEAKOULU

Uuden edellä

Yhdysvaltain finanssikriisin ja euroalueen velkakriisin yhtymäkohdat

Kurkela, Lotta

2012 Laurea Leppävaara

Laurea-ammattikorkeakoulu
Laurea Leppävaara

Yhdysvaltain finanssikriisin ja euroalueen velkakriisin yhtymäkohdat

Lotta Eriika Kurkela
Liiketalouden koulutusohjelma
Opinnäytetyö
Toukokuu, 2012

Lotta Eriika Kurkela

Yhdysvaltain finanssikriisin ja euroalueen velkakriisin yhtymäkohdat

Vuosi	2012	Sivumäärä	45
-------	------	-----------	----

Tämän opinnäytetyön tarkoituksena on selvittää Yhdysvaltain finanssikriisin ja euroalueen velkakriisin välisiä yhtymäkohtia. Tutkielmassa selvitetään ne tekijät, jotka vaikuttivat Yhdysvaltain finanssikriisin syntyyn ja verrataan niitä euroalueen velkakriisin synnyttäneiden tekijöiden kanssa. Lisäksi opinnäytetyössä tarkastellaan Kiinan vaikutusta kriisien taustalla, sekä sitä, millaisia vaikutuksia kriiseillä on ollut Kiinaan.

Opinnäytetyö toteutettiin kvalitatiivisena kirjallisuuskatsauksena, jota varten perehdyttiin laajasti alan kirjallisuuteen sekä aihetta käsitteleviin sähköisiin julkaisuihin. Oleellisenä lähdemateriaalina käytettiin myös elokuvaa.

Työn teorialuvut pohjustavat kirjoituspöytätyöskäytännönä toteutettua empiiristä osuutta. Ensimmäisessä teorialuvussa tarkastellaan rahoitusjärjestelmiä sekä markkinoiden toimintaa. Lisäksi luvussa esitellään historiallisia kriisejä. Opinnäytetyössä esitellään myös Nobel-palkitun Paul Krugmanin teoriaa finanssikriisin noidankehästä. Empiiriset osiot käsittelevät Yhdysvaltain finanssikriisiä, euroalueen velkakriisiä, Kiinan positiota kriiseissä sekä kriisien yhteneväisyyksiä ja eroavaisuuksia.

Tutkimuksen tuloksena voidaan todeta, että Yhdysvaltain finanssikriisin ja euroalueen velkakriisin välillä oli yhtymäkohtia. Yhdysvaltain finanssikriisin voidaan opinnäytetyön tutkimuksen valossa pitää euroalueen kriisin käynnistäneenä tekijänä. Tulokset osoittavat myös, että Kiinalla oli merkittävä rooli Yhdysvaltain finanssikriisin taustalla. Vastaavanlaista merkittävää roolia euroalueen velkakriisiin ei kuitenkaan tutkimuksessa havaittu.

Asiasanat finanssikriisi, velkakriisi, talouspolitiikka, finanssikriisin noidankehä

Lotta Eriika Kurkela

The point of resemblance between the financial crisis and the debt crisis

Year 2012

Pages

45

The purpose of this Bachelor´s thesis was to examine the point of resemblance between the financial crisis of the United States of America and the debt crisis in the euro area. This thesis studies those factors that affected the emergence of the financial crisis in the United States of America and compares them with those that caused the debt crisis in the euro-area. In addition, the thesis discusses the influence of China, and the impact the crises have had on China.

This thesis was conducted as a qualitative literature review. The background material is based on a wide range of literature references and scientific publications. A documentary has also been used as source material.

The theoretical section of the paper provides a framework for the empirical research, which was conducted as a desk study. The first theoretical chapter studies the background and functions of the financial system. Furthermore, historical financial crises are introduced. The thesis also considers a theory by the Nobel award-winning researcher Paul Krugman, which reveals the chain of events in the financial market system while in crisis. This theory is termed the vicious cycle of financial crisis. The empirical research contains facts about the financial crisis in the United States of America, the debt crisis in the euro area, China´s position relative to the crises, and the confluence and differences related to the crises.

The results of the research show that a combination of factors behind the crises can be found. In conclusion it suggested that the financial crisis in the United States of America was a primary factor triggering the crisis in the euro area. A conclusion can also be made, that China had a great influence on the financial crisis in the United States of America. An equivalent influence on the debt crisis in the euro area was not observed.

Keywords financial crisis, debt crisis, economic policy, vicious cycle of financial crisis

Sisällys

1	Johdanto	6
1.1	Tutkimuksen tavoitteet	7
1.2	Keskeiset käsitteet	8
2	Rahoitusjärjestelmät	10
2.1	Rahoitusmarkkinat	12
2.2	Rahoittajat ja rahoitettavat	13
2.3	Velkaantuminen	13
2.4	Historiallisia talouskriisejä	14
3	Finanssikriisin noidankehä	16
4	Finanssikriisin synty	18
4.1	Varjopankkijärjestelmä	19
4.2	Arvopaperistaminen	20
4.3	Luottoluokitukset ja luottotappiovakuutukset	21
4.4	Asuntoluotot	22
4.5	Seuraukset ja elvytystoimet	23
5	Euroalueen velkakriisi	24
5.1	Kriisin lähtöasetelmat	25
5.2	Organisaatio ja päätöksenteko	26
5.3	Kansalliset intressit ja keskinäisen kilpailukyvyn kitka	27
5.4	Talous ja rahoitus	28
5.5	Tulevaisuuden näkymät	29
6	Kriisien kulku ja vaikutukset Kiinan näkökulmasta	30
6.1	Kiina maailmantalouden kantavana voimana	30
6.2	Yhteydet finanssikriisin syntyyn	31
6.3	Kriisien vaikutukset Kiinan talouteen	31
7	Yhdistävät taustatekijät kriiseissä	34
7.1	Yhtenäisyydet ja eroavaisuudet	35
7.2	Vaikuttavat tekijät	38
8	Päätelmät	40
	Lähteet	43
	Kuviot	45

1 Johdanto

Talouden suhdannevaihtelut kuuluvat markkinatalouden luonteeseen. Ajoittain suhdannevaihtelut saavat aikaan poikkeuksellisen voimakkaita reaktioita markkinoissa, jotka reagoivat kriiseinä. Kriisejä on muodostunut kautta aikojen, esimerkkinä 1930-luvun suuri lama. Hiljattain maailmantaloutta on ravisuttanut kaksi suurta kriisiä: Yhdysvaltain finanssikriisi ja euroalueen velkakriisi. Vuonna 2006 ensisysäyksen saanut Yhdysvaltain subprime-kriisi syöksi nopeasti pörssit ympäri maailman jyrkkään laskuun. Kriisin vaikutukset olivat kansainväliset. Muun muassa euroalueella useat maat ylivelkaantuivat ja talouskasvun tyrehtyessä velkaongelmat paisuivat ja levisivät. Ylivelkaantumisen seurauksena valtioita on konkurssin partaalla.

Opinnäytetyön tarkoituksena on tutkia Yhdysvaltain finanssikriisin ja euroalueen kriisin yhteisiä taustatekijöitä ja linkkejä kriisien välillä. Tutkimus kohdistuu finanssikriisiin Yhdysvalloissa ja euroalueen velkakriisiin. Opinnäytetyössä käsitellään kriisejä erillisinä tapahtumina, mutta huomiota painotetaan niiden yhtymäkohtiin ja taustatekijöihin. Tarkoituksena on myös tutkia, kuinka Kiina on osaltaan toimillaan vaikuttanut kriisien etenemiseen ja millaiset vaikutukset kriiseillä on puolestaan ollut Kiinaan ja sen talouteen.

Ajallisesti opinnäytetyön keskittyy pääasiassa tapahtumiin vuosien 2007 ja 2012 välisenä aikana. Esille nostetaan taustojen selventämiseksi myös joitain aikaisempia merkittävästi kriiseihin vaikuttaneita tekijöitä, kuten taustoja päätösten takana. Taustatapahtumien läpi käyminen on tietyiltä osin välttämätöntä, jotta kriisien todelliset vaikuttajat voidaan eritellä ja verrata keskenään. Aikarajauksen avulla pyritään kuitenkin keskittymään kriisien ydintapahtumiin ja ennen kaikkea niiden yhtymäkohtiin.

Alueellisesti tutkimus rajataan Yhdysvaltojen ja euroalueen kriiseihin. Tutkimuksesta rajataan pois muun muassa Latinalaisen Amerikan sekä Aasian alueella tapahtuneet muutokset edellä mainittuna ajanjaksona. Huomioon otetaan kuitenkin Kiinan positio kriiseissä, sen ollessa yksi suurimmista talousmahdeista.

Näkökulmien osalta tarkastelukantoja on kolme, jotka noudattavat edellä mainittua alueellista jakoa. Kriisejä tarkastellaan kriisien keskuksen ulkopuolisten mannerten näkökulmasta, jotta saadaan synnytettyä mahdollisimman kattava kokonaiskuva tapahtumista sekä niiden keskinäisistä suhteista. Tämä on tärkeää, jotta tutkittavien kriisien yhtymäkohdat sekä yhteiset taustatekijät saadaan hahmotettua selkeästi. Useampi näkökulma auttaa myös hahmottamaan relevantit signaalit kriisien synnystä.

Aiheen valinnassa tärkeä tekijä oli sen ajankohtaisuus, sekä sen herättämä henkilökohtainen mielenkiinto. Tutkimus tukee opiskelun lisäksi oman maailmankuvan ja kokonaiskuvan kehittymistä finanssimarkkinoista sekä niiden lainalaisuuksista. Ennen kaikkea koen aiheen todella mielenkiintoiseksi, sillä kriisien syntyyn vaikuttaneista lukuisista tekijöistä voidaan eritellä tapahtumia, joiden merkitys kriisin syntyyn on ollut muita tekijöitä suurempi.

Aiheen ajankohtaisuuden vuoksi kriiseistä niin Yhdysvalloissa kuin euroalueellakin löytyy paljon tutkimuksia ja tieteellisiä julkaisuja. Opinnäytetyössäni tarkoituksena on kuitenkin paikata tutkimusaukko kriisien välillä. Kriiseistä löytyy paljon materiaalia, mutta pääosin kriisejä on käsitelty erillisinä tapahtumina. Opinnäytetyöni tavoitteena on ratkaista nimenomaisesti näiden kahden kriisin välisiä tapahtumia.

1.1 Tutkimuksen tavoitteet

Tutkimus toteutetaan kirjallisuuskatsauksena, jossa teorian ja tiedon haku perustuu kvalitatiivisiin menetelmiin. Metodin avulla tutkitaan jo tehtyä tutkimusta ja kootaan tuloksia opinnäytetyön tutkimuksen perustaksi. Lähteinä käytetään perinteisen painetun kirjallisuuden lisäksi tieteellisiä artikkeleita, verkkosivustoja sekä elokuvaa.

Teoreettinen viitekehys muodostuu niin ikään eri näkökumien muodostamasta kokonaisuudesta. Opinnäytetyön kannalta mielenkiintoisen teoreettisen mallin esittää muun muassa taloustieteen Nobelin-muistopalkinnolla vuonna 2008 palkittu Paul Krugman, joka kuvaa finanssikriisiä noidankehänä.

Tutkimusongelma taustakysymyksineen muodostaa selkärangan opinnäytetyölle, joka toteutetaan kvalitatiivisena kirjallisuuskatsauksena. Tutkimusongelman avulla on pureuduttu kriisien ytimiin ja selvitetty niiden välisiä yhtymäkohtia ja merkityksiä. Selkeän päämäärän luomiseksi, on tutkimusongelma pyritty pitämään yksinkertaisena. Tutkimusongelma muodostuu johdannossa esiteltujen taustatekijöiden myötä seuraavanlaiseksi: Mitkä olivat yhteiset nimittäjät Yhdysvaltojen ja euroalueen kriisien taustalla ja mikä on Kiinan rooli kriiseissä?

Tutkimusongelmaa tarkentaviksi tutkimuskysymyksiksi on hahmoteltu kokonaisuuden kannalta oleellisia kysymyksiä, jotka tukevat opinnäytetyön rakennetta. Tutkimuskysymysten avulla painotetaan tutkimusongelman ratkaisun kannalta oleellisia näkökulmia. Esitettyihin tutkimuskysymyksiin vastataan luvussa 7.

Miten Yhdysvaltain finanssikriisi sai alkunsa ja millaisia seurauksia sillä oli? Kysymyksen tarkoituksena on taustoittaa tapahtumia ja ymmärtää syitä tapahtumien kulkuun. Sen avulla

pyritään selvittämään kriisiä edeltäneen ajanjakson tapahtumia, jotka lopulta vaikuttivat kriisin puhkeamiseen. Näitä tapahtumia tarkastellaan huolella, jotta niitä voidaan pätevästi verrata myöhemmin vastaaviin taustatekijöihin Euroopan velkakriisin synnyssä. Tarkoituksena on hahmottaa kriisin oleelliset seuraukset. Kriisin realisoitumisella ja leviämällä oli välittömiä vaikutuksia Yhdysvaltojen talouteen. Kysymyksen avulla selvitettäviä vaikutuksia voidaan peilata velkakriisin aikaansaamiin vaikutuksiin Euroopassa.

Miten euroalueen velkakriisi syntyi ja mitä seurauksia kriisillä on? Kysymyksen avulla hahmotellaan niitä tekijöitä, joilla oli huomattavaa merkitystä velkakriisin synnyssä. Kriisin seurauksien tarkastelu pyritään jakauttamaan siten, että saadaan muodostettua kuva tapahtumien vuorovaikutussuhteista.

Mitä yhteyksiä Yhdysvaltain ja euroalueen kriiseillä on? Kahden edellisen kysymyksen tehtävänä on pohjustaa kolmatta ja tärkeintä kysymystä. Opinnäytetyön kannalta olennaisimman kysymyksen fokus on kriisejä linkittävillä tekijöillä. Kysymyksen avulla pureudutaan kriisejä yhdistäviin tekijöihin sekä niiden keskinäisiin korrelaatioihin. Kriisien linkkien löytyminen auttaa ketjuttamaan tapahtumia laajemmassa kokonaiskuvassa.

Kuinka Kiina on vaikuttanut kriiseihin ja millainen vaikutus kriiseillä on sen talouteen? Kysymyksen tarkoituksena on tukea aikaisempia kysymyksiä. Kiinan vaikutus kansainvälisillä rahamarkkinoilla on huomionarvoinen. Sen talous perustuu kuitenkin pitkälti vientiin. Länsimaisten talousmahtien ostokyvyn taantuminen on mielenkiintoinen pohdinnan kohde, mitä Kiinan talouden kehitykseen tulee.

Tavoitteena työssä on muodostaa ennen kaikkea selkeä kokonaiskuva Yhdysvaltojen ja euroalueen kriiseistä sekä löytää niiden taustalla vaikuttaneet tekijät ja näiden vaikutus sekä Yhdysvaltain, euroalueen että Kiinan taloudelliseen tilaan. Taustatekijät voivat olla joko yhteisiä tekijöitä, tai toisistaan riippumattomia tekijöitä, jotka ovat vaikuttaneet kriisin syntyyn.

1.2 Keskeiset käsitteet

Keskeisten käsitteiden ymmärtäminen auttaa opinnäytetyön tarjoaman tutkimuksen sisäistämisessä ja kokonaiskuvan hahmottamisessa. Opinnäytetyössä käytetyt käsitteet ovat tieteenalalle ominaisia termejä kuvaamaan tiettyä tapahtumaa, mutta ne ovat pääasiassa myös aktiivisessa käytössä arkipäiväisissä keskusteluissa. Useat käsitteet ovat laajoja ja niiden kiteyttäminen tiiviiksi kokonaisuuksiksi on haastavaa.

Läpi opinnäytetyön yhtenä keskeisimmistä käsitteistä on kriisi. Kriisin voidaan katsoa olevan yllättävä tapahtuma, jolla on negatiivinen vaikutus ympäristöönsä. Kriisi muodostuu myös

”läheltä piti” – tilanteiden seurauksena. Ratkaisevaa kriisin muodostumiselle on yllättävyys ja uhkan muodostuminen. Kriisi voi muodostua yksilötasolla, yhteisötasolla tai toimintaprosesseissa. (Lahden Ammattikorkeakoulu 2012.) Opinnäytetyössä kriisejä käsitellään talouden näkökulmasta kansantalouksiin vaikuttavina ilmiöinä.

Taluskriisi on koko talouden käsittävä negatiivinen tapahtuma. Se on seurausta tavallista voimakkaammasta suhdannevaihtelusta ja markkinoiden ylikuumenemisen jälkeisestä taantumasta. Taantumassa kokonaistuotannon määrä alenee ja tilaan joudutaan, kun bruttokansantuote on laskenut vähintään kahtena peräkkäisenä vuosineljänneksenä. (Pohjola, Pekkarinen & Sutela 2006) Taluskriisi muodostuu kun markkinoiden epävakautila ulottuu sekä reaali- että finanssitalouteen. (Hirvelä 2010, 9.) Taluskriisi ilmenee siis bruttokansantuotteen voimakkaana laskuna, joka luo uhkan syvästä lamasta.

Finanssikriisin voidaan määritellä olevan rahoitusmarkkinoiden häiriötila, joka laajuudellaan haittaa merkittävästi rahavarojen kanavoitumista kotitalouksille ja yrityksille. Finanssikriisin vallitessa rahoitusmarkkinoiden peruseriaate varojen liikkumisesta ylijäämäsektorilta alijäämäisille sektoreille toteutuu vaillinaisesti. Finanssikriisi toimii usein taluskriisin alkusysäyksenä ongelmien levitessä myös reaali-markkinoille. Toisaalta finanssikriisien voidaan myös tulkita syntyvän suhdannevaihteluiden seurauksena. (Hirvelä 2010, 9.) Finanssikriisin ytimessä ovat finanssialan suuret toimijat kuten suhdannevaihteluihin herkästi reagoivat osakemarkkinat. Finanssi- ja taluskriisien synty eskaloituu usein osakemarkkinoiden äkillisten romahdusten seurauksena, kuten kävi 1930-luvun suuressa lamassa ja Yhdysvaltain finanssikriisissä Wall Streetin romahtaessa.

Pankkikriisi muodostuu talletuspaon seurauksena. Talletuspaossa suuri joukko haluaa realisoida kerralla varansa. Talletuspaon seurauksena pankeille aiheutuu vaikeuksia maksaa talletukset asiakkailleen, sillä pankit varainkeruulogiikkansa mukaisesti lainaavat varat eteenpäin. Mikäli pankki talletuspaon seurauksena ajautuu konkurssiin, ovat asiakkaat vaarassa menettää varansa ilman talletussuojaa. Yhdenaikaisesti ja suuressa mittakaavassa pankkisektorilla tapahtuvaa talletuspakoa kutsutaan pankkipaniikiksi. (Hirvelä 2010, 7.) Talletuspako on itseään ruokkiva reaktio, jossa talletusten äkillinen nostaminen saa muut toimijat tekemään samoin ja kasvattamaan pankkikriisiä.

Luottokriisiksi voidaan kutsua tilannetta, jossa pankit ovat haluttomia lainaamaan varojaan eteenpäin sen enempää pankki- kuin yksityisellekään sektorille (Hirvelä 2010, 7). Luottokriisin seurauksena luottomarkkinat hiipuvat ja rahan hinta, eli korot nousevat.

Velkakriisi voidaan määritellä sijoittajien luottamuspulana valtion kykyyn suoriutua veloistaan. Valtio lainaa rahaa laskemalla liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, joita

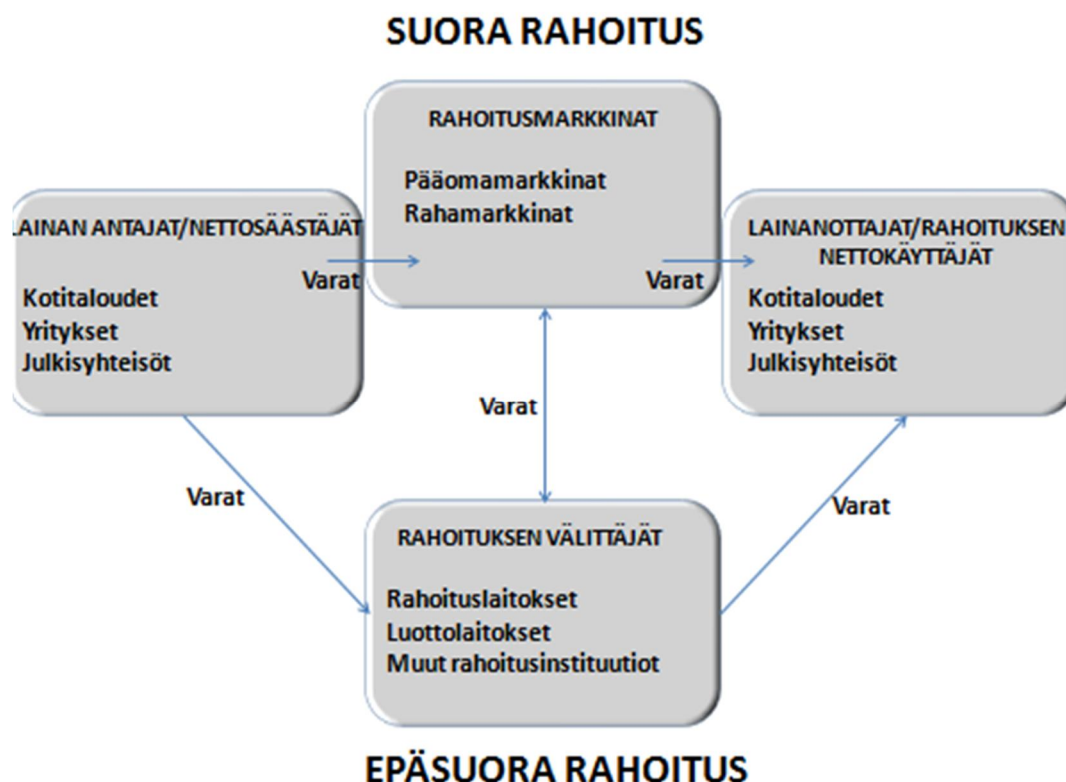
korkosijoittajat ostavat. Velan takaisin lunastuksen ja korkojenmaksukyvyyn vakuutena sijoittajalla on vain valtion maine ja uskottavuus. Korkosijoittajien luottamusputa aiheuttaa lainan hinnan nousun korkojen muodossa sekä luottoaikojen lyhenemisen. Tämän seurauksena valtioiden on vaikeampi saada lainaa joukkovelkakirjalainojen muodossa ja lainasta tulee huomattava kallis korkeiden korkojen ja lyhyiden luottoaikojen vuoksi. (Vanhala 2011)

2 Rahoitusjärjestelmät

Pääasiallinen nykyaikainen talousjärjestelmä on markkinatalous, sen lisäksi eräissä maissa vallitsee edelleen suunnitelmatalous. Markkinataloudella tarkoitetaan kysynnän ja tarjonnan kohtaamista, eli yritysten ja kotitalouksien vuorovaikutusta markkinoilla omaa etuaan tavoittelevina yksikköinä. Suunnitelmatalous perustuu sen sijaan poliittisten päättäjien linjauksiin ja on järjestelmä, jossa taloudellisten voimavarojen kohdentamista vaihtoehtoihin käyttötarkoituksiin hallitaan keskitetysti. Usein talouksissa on kuitenkin merkkejä kummastakin järjestelmästä. (Pohjola, Pekkarinen & Sutela 2006, 20, 228, 232.)

Niitä kasantalouden mekanismeja, jotka siirtävät rahoituspääomia talousyksiköiden välillä kutsutaan rahoitusjärjestelmiksi. Olennaisia toimijoita rahoituksenvälityksessä ovat muun muassa pankit ja luottolaitokset sekä pääomamarkkinat. Pääomamarkkinoilla tapahtuva rahoituspääomien siirto muodostuu osakkeiden ja obligaation kaltaisten rahoitusvaateiden kaupasta. Rahoituksen perusmekanismi on kuluttajan näkökulmasta yksinkertainen, rahoituksen avulla tehtyjen investointien tulee tuottaa enemmän kuin rahoituksesta aiheutuneet kustannukset ovat. Rahoittajan näkökulmasta rahoitus hinnoitellaan arvioidun riskin perusteella siten, että epävarmemmista investoinneista kompensatio rahoittajan ottamalle riskille on suurempi. (Knüpfer & Puttonen 2004, 11; Pohjola ym. 2006, 230.)

Rahoitusjärjestelmän keskeinen tehtävä kansantaloudessa on välittää rahoitusta ylijäämäisiltä talouksilta alijäämäisille talouksille. Rahoitusjärjestelmän avulla pääomaresursseja voidaan siirtää sinne, missä niiden tehokkuus on parhaimmillaan (Knüpfer & Puttonen 2004, 37). Näin säästäjät, eli ne joiden menot ovat pienemmät kuin tulot ja rahoituksen tarvitsijat, joiden menot ylittävät tulot esimerkiksi investointien vuoksi kohtaavat. Hyvin toimivat rahoitusmarkkinat ovat keskeinen tekijä talouskasvun saavuttamiselle. (Suomen Pankki 2012b.)



Kuvio 1: Rahoituksen välitys (Mukaillen Suomen Pankki 2012b)

Kuten kuviossa 1 on esitetty rahoitusjärjestelmän infrastruktuuri on jakautunut suoraan ja epäsuoraan rahoitukseen, jonka välityksellä varat ohjautuvat lainanantajilta lainanottajille. Lainanantajana tai lainanottajana on useimmiten kotitalous, yritys tai julkisyhteisö. Suorassa rahoituksessa lainanottajat hankkivat rahoitusta ilman välikäsiä suoraan rahoitusmarkkinoilla toimivilta lainanantajilta. Tällöin rahoitusinstrumenttien kauppa asettaa vaateita lainanottajan tuleviin tuloihin tai varallisuuteen, esimerkiksi velkakirjojen tai osakkeiden muodossa. Varat siirtyvät rahoitusmarkkinoiden välityksellä toimijalta toiselle. (Suomen Pankki 2012b.)

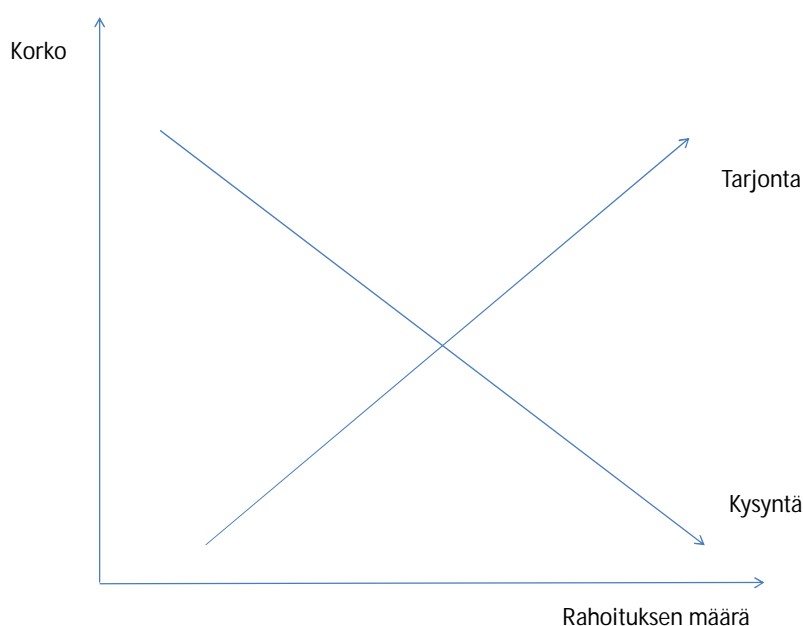
Epäsuorassa rahoituksessa varojen kanavoitumiseen osapuolelta toiselle osallistuu kolmantena osapuolena rahoituksen välittäjä, kuten luottolaitos, rahoituslaitos tai muu rahoitusinstituutio, joka toimii rahoituksen välittäjänä. Järjestelmä edistää toisaalta pääomien tehokasta liikkumista rahoitusmarkkinoilla ja toisaalta tukee rahoitusjärjestelmän vakautta. (Suomen Pankki 2012b.)

Pankkien toimintaperiaatteissa on eroja kulttuurilähtökohdista riippuen. Kaikissa maissa pankit eivät ole keskeisiä rahoituksen välittäjiä. Toiminnot voidaan jakaa karkeasti mannermaiseen pankkikeskeiseen rahoitusjärjestelmään ja angloamerikkalaiseen arvopaperikeskeiseen järjestelmään. Näiden erona on arvopaperimarkkinoiden ja pankkien suhteellisen merkityksen lisäksi talletus- ja investointipankkitoiminnan suhde.

Mannermaisessa mallissa toiminta on yhdistetty, angloamerikkalaisessa mallissa toiminnot ovat sen sijaan toisistaan erillisiä. Usein mannermaista rahoitusjärjestelmää pidetään pitkäjänteisempänä, sillä pankin ja yrityksen suhde on pysyvämpi kuin lyhyen aikavälin heilahteluille alttiin pörssin. (Pohjola ym. 2006, 98.)

2.1 Rahoitusmarkkinat

Rahoitusmarkkinoiden tehtävänä kansantaloudessa on luoda markkinat ylijäämäisille ja alijäämäisille talouksille. Rahoituksen muoto voi vaihdella esimerkiksi pankkirahoituksesta obligaatioihin ja osakkeisiin, jotka kuitenkin toimivat yksinkertaistetusti yksillä rahoitusmarkkinoilla. Rahoituksen hintana voidaan pitää korkoa, joka tasapainottaa kysyntää ja tarjontaa. Rahoituksen kysyntä siis lisääntyy koron laskiessa, koska koron ollessa halpaa investointihankkeet ovat kannattavampia. Koron noustessa kasvaa puolestaan rahoituksen tarjonta, sillä koron nousu merkitsee parempaa tuottoa lainatulle rahalle. Näin ollen koron ohjaillessa markkinoita säilyy rahoitusmarkkinoiden tasapaino kuvion 2 mukaisesti. (Pohjola ym. 2006, 97.)



Kuvio 2: Rahoitusmarkkinoiden tasapaino (Pohjola ym. 2006, 97)

Rahoitusmarkkinoiden teoreettinen kahtiajako muodostuu rahoitusinstrumenttien pituuden mukaan. Rahamarkkinoilla vaihdanta keskittyy alle vuoden pituisiin rahoitusvaateisiin, pääomamarkkinoiden vaihdanta puolestaan muodostuu yli vuoden pituisista rahoitusvaateista. Toinen mahdollinen jako rahoitusmarkkinoilla perustuu ensisijais- ja toissijaismarkkinoihin eli

primääri ja sekundärimarkkinoihin. Primäärimarkkinoilla hankitaan uutta omaa ja vierasta pääomaa, sekundärimarkkinoilla, kuten Helsingin Pörssissä, käydään kauppaa näillä rahoitusinstrumenteilla. (Knüpfer & Puttonen 2004, 37-43.)

2.2 Rahoittajat ja rahoitettavat

Alijäämätalouksia ja ylijäämätalouksia muodostuu valtion sisälle, mutta rahoitusmarkkinoilla kauppaa käydään myös globaalisti. Valtioiden ensisijainen rahoitusmenetelmä on myydä joukkovelkakirjoja sijoittajille maailmanlaajuisesti. Joukkovelkakirjojen suurimmat ostajat ovat muun muassa eläkerahastot, mutta myös yksityiset sijoittajat sekä yhteisöt kuten sijoitusrahastot. (Wessman 2011.)

Toisen toimijan säästäminen tarkoittaa aina toisen toimijan velkaantumista (Ahokas & Holappa 2011). Näin ollen julkisen velkaantumisen avulla on mahdollista tukea yksityisen sektorin talouden kehitystä. Valtionpankit ja valtionkonttorit voivat luotottaa valtioita tarvittaessa laskemalla liikkeelle valtion velkakirjoja ja tallettamalla niistä saadut varat yksityiseen liikepankkiin valtion luottokorottomalle tilille.

Kun rahoitustarve muodostuu valtionpankkien tai -konttoreiden ja yksityisten väliseksi on keskuspankkien rooli taata rahoitus. Käytännössä valtionpankit ja -konttorit velkaantuvat tällöin keskuspankille, joka puolestaan velkaantuu yksityiselle pankille. Tällöin muodostuvat niin kutsutut keskuspankkirahareservit. Keskuspankkijärjestelmä luo puitteet rahoitustoimintaympäristölle. Esimerkiksi EMU-järjestelmän mukaisesti Euroopan Keskuspankki ei lainaa valtionpankeille, mutta lainoittaa yksityisiä pankkeja. Yksityisten pankkien lainaehdot määrittelee keskuspankki, ja velkaantumista säädellään keskuspankin ohjauskoron avulla. Valtion pankkien lainaehdot puolestaan määrittelee yksityinen pankkisektori ja sen näkemys valtion velanmaksukyvyistä. (Ahokas & Holappa 2011.)

Valtion maksukyvyttömyys eroaa yksityishenkilöiden ja yritysten maksukyvyttömyydestä.

Mikäli valtio joutuu maksuvaikeuksiin, ei velkoja uudelleenjärjestellä, vaan valtio yksipuoleisesti ilmoittaa, ettei se maksa velkoja takaisin sovitulla tavalla.

Maksukyvyttömyyden seurauksena luotonanto valtiolle tyrehtyy, kunnes sen talous on elpynyt ja valtio osoittaa jälleen olevansa maksukykyinen ja luottokelpoinen. (Wessman 2011.)

2.3 Velkaantuminen

Ahokas & Holappa (2011) esittävät, että kaikki rahatalouden transaktiot edellyttävät velanluontia, sillä jokainen käytössä oleva rahavirta on seurausta muiden toimijoiden luomasta velkasuhteesta. Lainaa myönnettäessä pankit tekevät talletusmerkinnän asiakkaansa

tilille lainaa vastaavalle summalle. Saman aikaisesti asiakkaan tilille tehdään myös lainaa merkitsevä velan vastamerkintä. Pankin taseessa velkasaamiset näkyvät omaisuutena.

Valtioiden välinen velkaantuminen ja velkasuhteiden vaihtelu on jatkuvaa. Kun Suomalaisista hyödykkeistä ulkomailla maksettu hinta on korkeampi kuin ulkomaalaisista hyödykkeistä maksettu hinta Suomessa, virtaa Suomeen nettomääräistä talletusvarallisuutta, jonka velkakomponentit sijaitsevat ulkomailla (Ahokas & Holappa 2011). Tässä tapauksessa Suomi pystyy kerryttämään nettovarallisuutta ulkomaansektorin kustannuksella.

Julkisen ja yksityisen sektorin välinen velkatasapaino toimii samalla perusidealla, mutta kaupan välineenä on valtion velkakirja. Yksityissektorin nettovarallisuus ei kuitenkaan kasva velkakirjan ansiosta, koska transaktiossa korkoa tuottamaton varallisuus korvataan vastaavalla määrällä korkotuottoista varallisuutta. Valtion velkakirjojen kaupan seurauksena valtion ostovoima lisääntyy ja lisääntynyt ostovoima kumuloituu yksityiselle sektorille työvoiman ja palveluiden kysynnän kasvuna. Kasvanut kysyntä kerryttää lopulta myös yksityisen sektorin nettovarallisuutta. (Ahokas & Holappa 2011.)

Velkaantuminen voidaan määritellä kulutusmenojen ja saatujen tulojen epätasapainotilaksi, jossa menot ovat suuremmat kuin tulot. Rahaa puolestaan voidaan pitää merkinä velkasuhteesta kahden osapuolen välillä. Näin ollen raha voidaan nähdä sekä velkana että varallisuutena. Kun reaalin tarjonta ja kysyntä ovat lähellä toisiaan, ovat inflaatiopaineet pienimillään. (Ahokas & Holappa 2011.) Kysynnän kasvaessa tarjontaa nopeammin, kiihtyy myös inflaatio, jonka seurauksena hyödykkeiden hinnat nousevat. Verotuksen tehtävänä on hillitä kotitalouksien ostovoiman ja markkinoiden kokonaiskysynnän kautta inflaatiovauhtia.

Velan vipuvaikutuksella tarkoitetaan pyrkimystä oman pääoman tuoton lisäämiselle kasvattamalla vieraanpääoman suhteellista osuutta. Se on tehokas toimintamekanismi, jos yrityksen koko pääoman tuotto ylittää vieraasta pääomasta aiheutuneet kustannukset. Vipuvaikutus toimii myös negatiivisesti silloin, kun oman pääoman tuotto alittaa vieraan pääoman kustannukset. Vipuvaikutuksen vuoksi oman pääoman tuotto vaihtelee, sillä oman pääoman tuottoon liittyy suurempi riski, kun yrityksellä on velkaa. (Knüpfer & Puttonen. 2004, 156-157.)

2.4 Historiallisia talouskriisejä

Talouskriisejä on esiintynyt kautta aikojen riippumatta sijainnista, kulttuurista tai kansantaloudesta. Yksi ensimmäisistä tunnetuista talouskriiseistä koetteli Italiaa 1300-luvulla. Englannin Kuningas Edward III oli lainannut rahaa firenzeläisiltä pankkiireilta, mutta kieltäytyi maksamasta velkojaan takaisin. Tämä aiheutti taloudellista epävarmuutta Italian

kaupankäyntiin keskittyneillä markkinapaikoilla. Myöhemmin 1300-luvulla myös muun muassa Itävalta, Ranska ja Preussi jättivät lainansa hoitamatta velkojilleen. Tapahtumat heijastelivat taloudellista epävakautta, mutta ne olivat ennen kaikkea ylivelkaantuneiden valtioiden talouskriisejä, joilla ei ollut kytköksiä kapitalismiin ja sen lieveoireisiin. (Nouriel & Mihm 2010, 30.)

Nykyisten kriisien juuret löytyvät 1600-luvun Euroopasta. Kapitalismin yleistymisen myötä syntyi uusia tapoja arvottaa omaisuutta. Modernien kriisien kaltainen omaisuuskupla sai alkunsa Alankomaista, jossa tulppaanisipuleilla käytiin vilkasta kauppaa ja niiden hintaa keinoteltiin tuotteeseen nähden suhteettoman korkealle. (Nouriel & Mihm 2010, 30.)

Tarkasteltaessa nykyhistorian talouskriisejä esille nousee yhtenä merkittävimmistä Yhdysvalloista alkunsa saanut 1930-luvun Suuri lama. Pörssiromahduksen seurauksena katosi Lokakuussa 1929 osakkeiden arvosta 90 prosenttia. Pörssiromahduksesta muodostui syvä lama presidentti Hooverin yrittäessä tasapainottaa budjettia taloustaantumun uhan alla sekä keskuspankin puolustaessa dollarin kultasidonnaisuutta kotimaisen talouskehityksen kustannuksella. Taantuma olisi saattanut jäädä lievemmäksi, mikäli tasapainottavia toimenpiteitä, kuten uhanalaisten pankkien kriisirahoituksia olisi toimeenpantu. Yhdysvaltain keskuspankki ei kuitenkaan hätälainoittanut pankkeja vaan päin vastoin tiukensi rahapolitiikkaa. Tämä johti rahavarojen supistumiseen, joka kärjistyi maksuvalmiusloukuksi ja luottolamaksi. Näin ollen laman seuraukset olivat mittavat. Osakepörssin romahdus muuttui pankkikriisiksi ja vakavaksi taloudelliseksi lamaksi. (Krugman 2009, 8; Kuusela 2009; Roubini & Mihm 2010.)

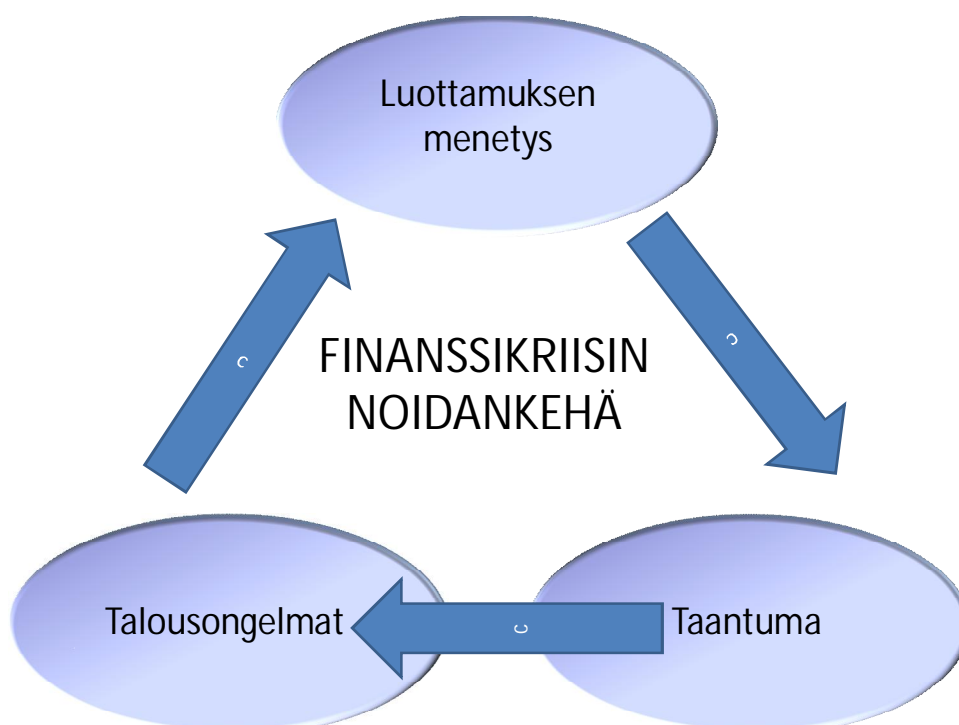
Alueellisesti työttömyys nousi jopa 60 prosenttiin keskimääräisen työttömyysasteen ollessa 20 prosenttia. Teollisuustuotanto aleni 47 prosenttia ja bruttokansantuote 33 prosenttia. Taloustieteilijät kuten John Maynard Keynes uskoivat länsimaiden selviävän lamasta vain luopumalla kapitalismista ja markkinataloudesta ja siirtymällä suunnitelmatalouteen. Usko vapaisiin markkinoihin palautui, kun luottamus hallittuun talouspolitiikkaan kasvoi. Talouspolitiikassa käytetään keinoja kuten korkojen alentaminen ja budjettivajeen kasvattaminen, jotta vapaa markkinatalous saadaan pidettyä vakaana ja työttömyys minimissä. (Krugman 2009, 106; Kuusela 2009.)

Lähihistorian ehkä merkittävimmäksi taloudelliseksi kriisiksi muodostunutta, Yhdysvalloista alkunsa saanutta finanssikriisiä verrataan usein laajuudeltaan ja vaikutuksiltaan 1930-luvun suureen lamaan. Vastaavan kriisin ei uskottu olevan mahdollinen, ja sitä perusteltiin kasvaneella tietämyksellä markkinatalouden lainalaisuuksista vahvemmallalla ja vakaammalla talouspohjalla. (Juntunen 2009, 43.)

3 Finanssikriisin noidankehä

Finanssikriiseille tyypillinen tapahtumakulku alkaa luottobuumista, jonka johdosta rahoituslaitokset käyttävät lainattua rahaa sijoituksissa, mikä muodostaa velkavipua. Ominaista tapahtumaketjussa on myös hyödykekuplan muodostuminen, joka puolestaan mahdollistaa suuren hintaromahduksen. Kun komponentteja horjutetaan, puhkeaa lopulta hyödykekupla. Se puolestaan laukaisee rahoituslaitosten negatiivisen velkavivun, joka luo myös muille markkina-alueille epätasapainotila. Seurauksena on varallisuuden arvon aleneminen, joka johtaa varallisuuden pakkomyyntiin, mikä puolestaan laskee markkinahintoja entisestään. Varallisuuden arvon aleneminen vähentää myös pankkien välistä luottamusta ja vuorovaikutusta luottobuumin velkavipuvaikutuksesta johtuen. Lainojen takaisinmaksuvaatimukset ja varallisuuden pakkomyynnit laskevat hintoja entisestään todemukaisten markkinahintojen alle. (Acharya, Philippon, Richardson & Roubini 2009.)

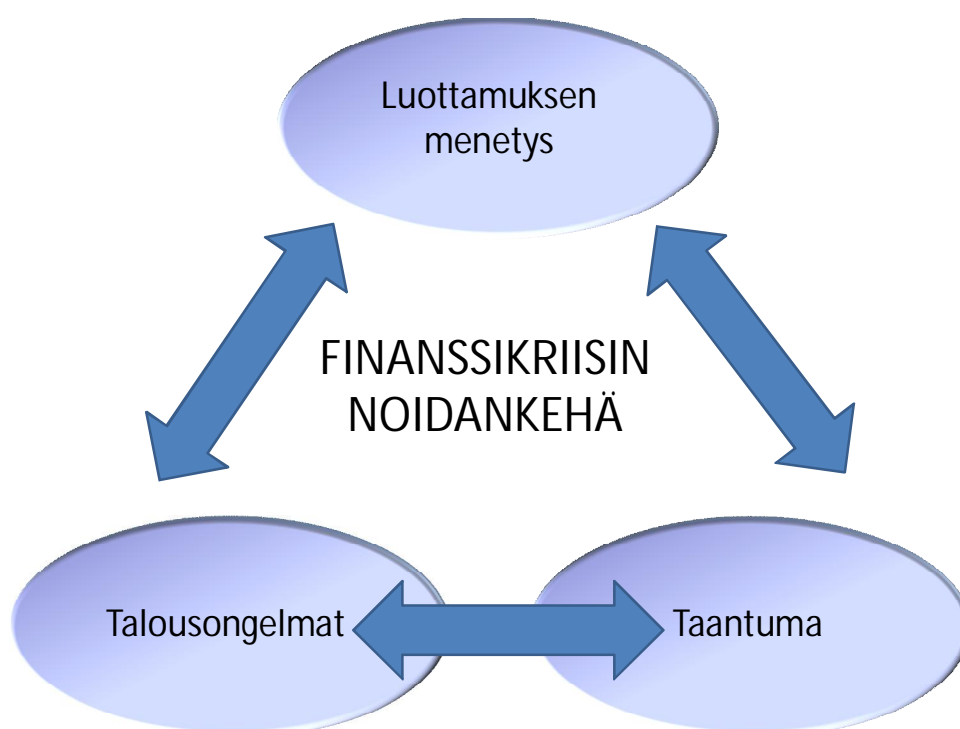
Edellä selostettu tapahtumakulku johtaa itseään ruokkivaan tapahtumaketjuun, jossa varallisuuden arvon aleneminen kiihdyttää lainojen takaisinmaksuvaatimuksia, joka vauhdittaa pakkomyyntejä, mikä puolestaan vipuvaikutuksen johdosta alentaa luottamusta markkinoihin ja edistää hintojen deflaatiota. Talouden paniikkireaktio ruokkii itse itseään ja aiheuttaa näin lisäpaniikkia. Kyseessä on vahva vuorovaikutussuhde luottamuksen, finanssimarkkinoiden ja reaalitalouden välillä, näin ollen myös kehälogiikka on vahva ja altis vipuvaikutukselle. (Acharya ym. 2009; Krugman 2009.)



Kuvio 3: Finanssikriisin noidankehä (Mukaiillen Krugman 2009, 94)

Kuvio 3 esittää kehäpäätelmän, joka havainnollistaa talouden syöksykierteen muodostumista. Krugmanin (2009,94) mukaan markkinoiden luottamuksen menetyksen seuraus on valuutan sukeltaminen ja korkojen nousu, joka johtaa taantumaan. Taantuma puolestaan vauhdittaa yritysten, pankkien ja kotitalouksien talousongelmia, jotka johtavat yleiseen luottamuspulaan markkinoita kohtaan.

Finanssikriisin noidankehän voi tulkita pyörivän Krugmanin esittämän mallin lisäksi myös vastapäivään (Kuvio 4). Noidankehän perusidean mukaisesti edellinen ilmiö kiihdyttää seuraavan muodostumista. Yksityisten, yritysten ja pankkien talousongelmien kasvaessa taantuma syvenee ja sen seurauksena luottamustaso laskee. Yksinkertainen kuvio havainnollistaa hyvin markkinatalousjärjestelmän vuorovaikutussuhteita ja riippuvuuksia, sekä sen, kuinka kriisit voivat eskaloitua nopeasti pienistäkin ärsykeistä.



Kuvio 4: Finanssikriisin noidankehän kahdensuuntainen kehälogiikka

Kuten edellä on esitetty finanssikriisin noidankehän kaltainen talouden syöksykierre voi laueta kansantalouksissa. Krugmanin (2009,95) mukaan tästä löytyy esimerkkejä muun muassa Meksikosta 1995 ja Thaimaasta 1997. Yhdysvaltain finanssikriisin ja sitä seuranneen euroalueen velkakriisin voidaan myös tulkita noudatelleen Krugmanin luoman kehäpäätelmän logiikkaa.

Roubini & Mihm (2010, 28) esittävät vastaavanlaisen päätelmän noidankehästä kansantalouden noususuhdanteessa. Tällöin kansantalouden kasvaessa tulot nousevat ja

yrittäjät kirjaavat suurempia voittoja. Riski koetaan alhaiseksi, lainojen hinnat laskevat ja kulutus kasvaa. Noidankehä muodostaa toiseen suuntaan kiihtyessään ylikuumentuvan talouden johon muodostuu reaalihintoja vastaamattomia kuplia. Kuplan kasvu päättyy kun tarjonta markkinatalouden perussääntöjen mukaisesti tarjonta ylittää kysynnän.

4 Finanssikriisin synty

Yhdysvaltain pankkisektorilla oli 1930-luvun laman jälkeen ollut 75 vuoden ”hiljainen jakso” ilman koko järjestelmän kattavaa kriisiä (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 39). Ennusmerkkejä tulevaa kriisin syntyä oli kuitenkin havaittavissa. Yhdysvaltain vaihtotaseen vaje oli kasvanut aina 1980-luvulta lähtien, samoin nettovelka alijäämäisen kauppataaseen seurauksena. Tärkeimpinä syinä finanssikriisin syntymiseen voidaan kuitenkin pitää rahoitusmarkkinoiden globaaleja epätasapainotiloja ja yhdysvaltojen haavoittuvaa varjopankkijärjestelmää. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 39-40; Juntunen 2010, 19.)

Yhdysvaltalaisen palkkatason säilyminen stabiilina koko 2000-luvun ajan. Se ei ollut kasvanut markkinoilla vallitsevan inflaation mukaisesti. Kun inflaatio huomioidaan laskelmissa, voidaan todeta reaali-palkan laskeneen suhteessa markkinoiden kehitykseen ja näin ollen hyödykkeiden hinnoitteluun. Epätasapaino inflaation ja reaali-palkkojen kasvun välillä loi markkinoille ylikuumentumistiloja, jotka perustuivat uusiin, innovatiivisiin finanssituotteisiin. (Sokala 2011b.)

Finanssikriisi sai lähtösäyöksensä vuoden 2006 ensimmäisellä neljänneksellä, kun asuntokaupan kasvu hiipui. Asuntokuplan puhkeamisen seurauksena asuntojen hinnat kääntyivät laskuun ja subprime-luotot alkoivat realisoitua. Jo loppuvuodesta 2006 ensimmäinen subprime-rahoittaja Ownit Mortgage Solutions’ ajautui konkurssiin. Keväällä 2007 kaatui yhdysvaltojen toiseksi suurin subprime-rahoittaja New Century Financial. Näiden konkurssien seurauksena subprime-kriisi levisi laajalti Yhdysvaltain talouden rakenteisiin. Kesällä 2007 kaksi investointipankkia Bear & Sternsin omaisuusvakuudellisten arvopapereiden (Asset Backed Security, ABS) hedge-rahastoa romahti subprime-asuntolainojen realisoituessa. Tämän seurauksena myös vakuudellisten velkasitoumusten (Collateralized Debt Obligations, CDO) arvo alkoi voimakkaasti laskea. Kuukaudessa rahastot olivat menettäneet 90 prosenttia arvostaan. (Acharya ym. 2009.)

Syksyllä 2007 subprime-luottokriisin kansainväliset vaikutukset ovat ilmeisiä, kun muun muassa tunnettu sveitsiläinen pankki UBS ilmoittaa tehneensä miljardien eurojen tappiot subprime-markkinoilla. Alkuvuonna 2008 Maailmanpankki julkaisi ennusteen, jonka mukaan talouskasvu laskee edelliseen vuoteen nähden. Ennusteen seurauksena osakekurssit laskivat voimakkaasti Yhdysvaltain valtion julkistamista elvytyspaketeista huolimatta. Pankkeja

tuettiin valtion toimesta ja niitä kansallistettiin konkurssien ehkäisemiseksi niin Yhdysvalloissa kuin Euroopassakin. Syksyllä 2008 pankkisektori joutui kriisiin suurten investointipankkien taloudellisten vaikeuksien tullessa ilmi, sijoittajat reagoivat aiheutuneeseen luottamusputaan ja osakekurssin niin Yhdysvalloissa, Euroopassa kuin Kiinassakin romahtavat. Syyskuussa 2008 Yhdysvaltain hallitus teki ratkaisunsa eikä pelastanut maan neljänneksi suurinta investointipankkia Lehman Brothersia, joka ajautui velkasaneeraukseen. Sen sijaan hallitus lainasi maan suurimmalle vakuutusyhtiölle miljardeja vastineeksi yrityksen osakkeita. (Acharya ym. 2009.) Viimeistään syksyllä 2008 Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta alkanut subprime-kriisi oli levinnyt Yhdysvaltain finanssialankriisistä maailmanlaajuisiksi finanssi- ja luottokriisiksi.

4.1 Varjopankkijärjestelmä

Investointipankkien, suoja- ja rahamarkkinarahastojen sekä muiden vastaavien markkinaehtoisten rahoituslaitosten harjoittaman varjopankkitoiminta oli muodostunut viimeisen 25 vuoden aikana Yhdysvalloissa perinteisiä pankkeja merkittävämmäksi luotonvälittäjätahoksi. Rahoitussektorin rakenteellinen muutos johtui arvopaperistamisesta ja strukturoidun rahoituksen kasvusta. Perinteisessä rahoitusmallissa liikepankkien myöntämät asuntolainat näkyivät niiden taseessa. 1980-luvulla yleistyi kuitenkin uudenlainen toimintamalli, jossa liikepankit myivät asuntolainojen saatavat edelleen markkinoilla vakuudellisten velkasitoumusten (CDO) osina. Vakuudelliset velkasitoumukset koottiin strukturoiduiksi tuotteiksi ja yhdisteltiin arvopaperistamiseksi kutsutulla prosessilla. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 40.)

Yhdysvaltain varjopankkijärjestelmän kasvuun vaikutti merkittävästi ulkomailta virtaavarahoituspääoma jolle tarvittiin sijoituskohteita, sekä Yhdysvaltain hallituksen intressit lisätä omistusasumista. Markkinapaikaksi näiden kahden toimijan tarpeille sopi Wall Street likvidien markkinoiden sekä innovatiivisten strukturoitujen tuotteiden vuoksi. Strukturoidut tuotteet tarjosivat varjopankkisektorille edellytykset ottaa vastaan ulkomainen sijoituspääoma. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 42.)

Rahoituksen välittäjätahot olivat osa kompleksista varjopankkijärjestelmää. Välittäjien toimesta varat kanavoitiin haluttuihin strukturoituihin tuotteisiin. Välittäjien merkitys pitkässä toimintaketjussa oli oleellinen, sillä varojen siirtyminen sijoittajilta eteenpäin niputettujen arvopapereiden, erillisyyhtiöiden ja apuyhtiöiden kautta meklariyhtiöille ja pankeille oli pitkä toimintaketju. Välitysketjun pituus heljastelee erikoistumisen myötä riskin tehokkaampaa jakauttamista. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 45-46.)

Varjopankkitoiminnan läpinäkymättömyys on sen toiminnan yksi kritisoiduimpia puutteita. Järjestelmän kehittymättömyys loi osaltaan tarpeettoman monimutkaisen toimintamallin,

joka osaltaan vaikutti finanssikriisin luonteeseen. Kompleksisten johdannaisrakenteiden, joita ei täysin kyetty ymmärtämään, vuoksi finanssikriisin vaikutukset kumuloituivat nopeasti. Lehman Brothersin kaatumisen seurauksena syksyllä 2008 varjopankkijärjestelmä romahti nopeasti. Strukturoitujen tuotteiden vaikeaselkoisuus oli omiaan kasvattamaan sijoittajien epävarmuutta tuotteiden luottokelpoisuudesta. Varjopankkijärjestelmän romahdusta ei aiheuttanut mikään yksittäinen järjestelmäpuute, vaan yleisen järjestelmäriskin tuntemus oli puutteellista. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 47-50.)

4.2 Arvopaperistaminen

Uusien rahoitusinstrumenttien kehittäminen on tyypillistä osakekurssin pitkäaikaisen nousun seurauksena. Instrumenttien perimmäisenä tarkoituksena on kysynnän tyydyttäminen ja rahan luonnin mahdollisuuden lisääminen. Tuotteiden rakentelun perustana olivat tuotto ja todennäköisyyslaskelmat. Yhdysvalloissa markkinoiden ylikuumentumisen seurauksena lainojen vakuusvaade jäi kuitenkin olemattomiin, ja sitä yritettiin paikata niputtamalla tuotteita ryppäiksi ja ottamalla tuotteille lainavakuutuksia. Arvopaperistamisen voidaan sanoa luoneen rahoitusmarkkinoille keinotekoisia rahaa. (Juntunen 2009, 44.)

Johdannainen on aineeton finanssituote, jolla ei ole itsessään mitään konkreettista arvoa. Sen arvo muodostuu sen tuotteen tai niiden tuotteiden mukaisesti, josta se on johdettu. Johdannaisilla voi olla epäsuora yhteys reaalitalouteen silloin, kun ne on johdettu esimerkiksi käyttöarvoista. Usein johdannaiset ovat kuitenkin rahoitusinstrumentteina panoksia pörssikurssien ja reaaliomaisuuden arvon muutoksista. (Seppänen 2009, 47.)

Arvopaperistamisen seurauksena luottoriski siirtyi pankeilta investointipankeille ja niiltä eteenpäin muille rahoitusinstituutioille ja sijoittajille. Perinteisessä pankkijärjestelmässä riskin asuntolainasta kantoi lainan antanut pankki. Riski koettiin pienemmäksi, sillä sen realisoituessa vaikutusten ei katsottu olevan luoton myöntäjän kannalta taloudellisesti merkittäviä. Lisäksi asuntojen pitkään jatkunut vakaa hintojen nousu loi virheellistä turvallisuuden tunnetta asuntomarkkinoiden hintakehityksestä. Varjopankkijärjestelmässä oli kuitenkin oleellisia puutteita, jotka aiheuttivat kriisin kärjistymisen. (The Inside Job 2010.)

Arvopaperistaminen sisältää kaksi vaihetta, jossa ensimmäisessä joukko samankaltaisia rahoitusvaateita, kuten asuntolainoja niputetaan erillisyhtiöiksi. Yhdistämistoimenpiteiden jälkeen lasketaan liikkeeseen valikoima uusia rahoitusvaateita, joiden vakuutena on edellä mainittujen erillisyhtiöiden varat. Näillä viipaleilla on etuoikeus erillisyhtiöiden varojen tuottamaan kassavirtaan. Kun viipaleet ovat identtisiä, kyseessä on omaisuusvakuudellinen arvopaperi (ABS). Kun liikkeelle lasketut viipaleet eivät ole identtisiä, muodostuu kappaleessa 4.1 mainittuja vakuudellisia velkasitoumuksia (CDO). (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 42-45.)

Muodostettujen viipaleiden luottokelpoisuus määräytyy monimutkaisista ja joustavista menetelmistä. Sekä omaisuusvakuudellisten arvopaperien (ABS) että vakuudellisten velkasitoumusten (CDO) luottokelpoisuusluokitusta on mahdollista räätälöidä niin, että ne täyttävät helpommin halutun luottoluokituksen. Arvopaperistamisen avulla voidaan luoda lisäarvoa jakamalla riskiä uudelleen. Menetelmä perustuu riskilaskelmiin ja hajautettuun riskiin, jossa riippumattomien riskien niputtamisella saavutetaan pienempiä kokonaisriskejä ja parempia luottoluokituksia. Näiden heikkoutena on kuitenkin tosiasia, että taloudelliset riskit eivät ole täysin riippumattomia toisistaan, joten niputettujen arvopapereiden välinen korrelaatio on suuri (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 42-45.)

4.3 Luottoluokitukset ja luottotappiovakuutukset

Luottoluokitukset ovat menetelmä hankkia velka- ja sijoitusinstrumenteille vertailukelpoinen luottamusmääritelmä. Luottoluokituslaitosten tehtävänä on arvioida yrityksiä, pankkeja ja valtioita samaa arvosana-asteikkoa käyttäen ja ilmaista sen avulla niihin kohdistuva riski. Asteikkoa kutsutaan yleisnimellä investointitaso ja se kattaa luottokelpoisuuden tasot parhaasta AAA-tasosta maksuhäiriötasoon D / SD. Mitä paremman luottoluokituksen kohde saa, sitä helpommin ja edullisemmin sen on mahdollista saada markkinoilta lainarahaa. (Suomen Pankki 2012c.)

Vakuudellisten velkasitoumusten (CDO) läpinäkymättömyys teki markkinat riippuvaisiksi luottoluokitusyritysten antamista luottoluokituksista, jotka olivat indikaattoreita tuotteiden riskistä. Luottoluokitusyritysten arvioiden painoarvo oli niin painava, että jopa Yhdysvaltain hallitus käytti luottoluokituksia omien arvioidensa perustana. Toisin kuin tavallisten luottoluokitusten kohdalla strukturoiduissa tuotteissa varjopankeilla oli mahdollista muokata rahoitusten luokitusta yhteistyössä luottoluokittajien kanssa siten, että korkean luokituksen saavia velkasitoumuksia oli mahdollisimman paljon. (Baily, Litan & Johnson. 2008, 34-35.)

Koska luottoluokitusyrityksille maksettiin huomattavia summia palveluistaan, syntyi objektiivisen arvion ja asiakassuhteen ylläpidon välille eturistiriitaa. Mikäli pankit eivät saaneet mielestään riittävän hyvää luokitusta tuotteilleen, vaihtoivat ne luottoluokittajayritystä. Strukturoitujen rahoitusten kohdalla oli siis käytännössä mahdollista ostaa parempia luokituksia, kuin ne todellisuudessa olisivat olleet. Esimerkiksi luottoluokittaja Moody'sin tuloksen sanotaan kolminkertaistuneen strukturoidun rahoituksen tuotteiden luokittelun kasvun johdosta vuosien 2002 ja 2006 välillä. Vääristynyt luottoluokittelumalli loi markkinoille niin kutsutun rating-inflaation. (Baily ym. 2008. 34-35.)

Luottotappiovakuutukset yleistivät voimakkaasti arvopaperistettujen asuntoluottojen, jotka sisälsivät subprime-lainoja, rahoituksen kasvun myötä. Johdannaiset nimeltä Credit Default

Swap (CDS) tarjosi mahdollisuuden suojautua tuotteen maksukyvyttömyyden realisoitumista vastaan. Luottotappiovakuutus oli myös väline, jolla voitiin parantaa joukkovelkakirjojen luottoluokitusta. Tuotteen logiikka toimi kuten muidenkin vakuutusten, se tuotti välittäjälleen tasaisen tulovirran, joka jouduttiin korvaamaan asiakkaalle vain riskien realisoituessa. Näiden tuotteiden kauppaa ei kuitenkaan valvottu kenenkään ulkopuolisen toimesta. Kauppaa käytiin kahdenvälisillä markkinoilla (Over the Counter, OTC), eikä vakuutus edellyttänyt myyjältä minimipääomaa tai takausta tuotteelle. (Baily ym. 2008. 32-33.)

4.4 Asuntoluotot

Rahoitusmarkkinoiden kasvun vaikutukset näkyivät myös asuntomarkkinoilla. Asuntokuplan kasvaessa asuntojen hinnat kaksinkertaistuivat vuosien 1998-2005 välisenä aikana. Hintojen nousu ylitti terveen kasvuvauhdin sen ollessa keskipalkannousua suurempi. Asuntojen hintojen jatkuvalle nousulle on esitetty syiksi alhaista korkotasoa, asuntoluottojen tarjontaa varallisuusasemasta riippumatta sekä keinottelua. (Sokala 2011b.)

Alhainen korkotaso oli Yhdysvaltain keskuspankin suojatoimenpide, jolla se pyrki vähentämään vuosituhannen vaihteessa puhjenneen teknokuplan ja terrori-iskujen vaikutusta talouteen. Vuosien 2001 ja 2003 välillä ohjauskorkoa laskettiin yhteensä 5,5 prosenttiyksikköä keskuspankin johtajan Alan Greenspanin aloitteesta. Alhaisen korkotason ansiosta myös asuntoluotot olivat edullisia. Usko talouden kasvuun kuluttajien keskuudessa oli vahvaa. Asuntojen arvon noustessa nousivat myös kappaleessa 4.1 käsiteltyjen varjopankkien arvo. Niin sanottu löysän rahan politiikka johti asuntokuplan muodostumiseen. (Roubini & Mihm 2010, 44; Sokala 2011b.)

Etnisen tasa-arvon edistämiseksi ja omistusasumisen lisäämiseksi tehtiin säädöksiä, joiden perusteella myös huonotuloisten yhdysvaltalaisien oli mahdollista saada asuntolaina. Lainojen myynti oli eräänlaista sosiaalipolitiikkaa. Rahoittajat jakoivat asiakkaansa prime- ja subprime asiakkaisiin, joissa edellä mainittu oli parempi luottoluokka kevyemmällä korolla ja jälkimmäisen luottokelpoisuus heikompi, joten riski rahoitettiin korkeammalla korolla. Yleisen mallin mukaisesti luottojen korko oli alussa alhainen, mutta nousi muutamassa vuodessa moninkertaiseksi. Lainaa myönnettiin myös yli kohteen vakuusarvon. Valtion takauksen turvin toimivat pankit Fannie Mae sekä Freddie Mac alkoivat taata subprime-luottojen yleistyessä yhä enenevissä määrin huonolaatuisia asuntolainoja. Yhdysvaltain keskuspankin tutkimuksen mukaan subprime- ja prime-luottojen korkojen erotus kaventui vuoteen 2007 mennessä vain 1,3 prosenttiyksikköön. Näin ollen pankkien myöntämien prime- ja subprime lainojen ero oli kutistunut marginaaliseksi. (Juntunen 2009, 33; Sokala 2011b.)

Keventyneiden lainakriteerien seurauksena markkinoille lanseerattiin uusia tuotteita, kuten lainoja, jota myönnettiin hakijoille, joilla ei ollut tuloja, töitä eikä varallisuutta. Lainaa oli mahdollista hakea myös ilman todistusta tuloista, sillä rahoituslaitokset luottivat asuntojen arvon nousuun. Rahoittajan intressissä ei ollut optimaalisen lainan myöntäminen, vaan kohteen arvonnousu realisoinnin yhteydessä. Lisäksi taustalla oli arvopaperistamisen ansiosta hajautunut luottoriski, jolla pankit olivat siirtäneet riskin investointipankkien kautta jälleen sijoittajille, kuten luvussa 4.2 selitetään. (Roubini & Mihm 2010, 45; Sokala 2011b.)

Asuntomarkkinoiden lisäksi myös muilla vakuudellisilla markkinoilla oli havaittavissa ylikuumenemista vakuudellisista lainoista koottujen arvopaperimarkkinoiden kasvaessa. Markkinat olivat nelinkertaistuneet vuosien 2001 ja 2006 välillä. Asuntojen hintojen nousu alkoi tasaantua vuoden 2007 lopulla. Jo seuraavan vuoden alussa kaatuivat ensimmäiset subprime luottoihin erikoistuneet asuntolainojen myöntäjät, velallisten laiminlyödessä veloitteensa ja asuntokaupan hyytyessä (luku 4). Investointipankki Bear Stearnsin kahden suojarahaston kaatuminen laukaisi lopulta kriisin, kun pankki joutui pelastamaan subprime-markkinoille sijoittaneet vipurahastonsa. Tämä johti subprime-markkinoihin liittyvien arvopapereiden arvon romahduksen, kun rahoitusjärjestelmän roskalainoille altistumisen globaali laajuus selvisi. Rahastojen kaatuminen laukaisi tapahtumaketjun, joka johti Wall Streetin romahdukseen syksyllä 2008 ja kulminoitu lähes maailmanlaajuiseen taantumaan. (Roubini & Mihm 2010, 45; Sokala 2011b.)

4.5 Seuraukset ja elvytystoimet

Asuntomarkkinat ja asuntolainojen varaan koottujen johdannaismarkkinoiden romahdus johti myös muiden markkinoiden romahtamiseen. Vaikutukset olivat globaaleja ja ulottuivat asuntomarkkinasektorilta muun muassa auto-, opintolaina- ja luottokorttisektoreille. (Sokala 2011b.) Tapahtumaketju vyöryi eteenpäin Krugmanin (2009) luoman finanssikriisin noidankehän tavoin, joka esitettiin luvussa 3.

Läpinäkyvää toimintaa voidaan pitää julkisen sektorin toiminnan vaateena. Sama läpinäkyvyys rahoitussektorilla tuo toimintaa selkeyttä, arvattavuutta ja luotettavuutta. Kun tuotteet ovat selkeitä ja niiden taustat sekä muodostuminen ja ansaintalogiikka tunnetaan, on sijoituskohteiden riskin arvioiminen mahdollista. Luotto- ja sijoitusyritysten riskiä arvioidaan edellä mainitun läpinäkyvyyden avulla. Näin luodaan myös selkeä kuva pankkien asiakkaiden luottokelpoisuudesta. (Juntunen 2009, 47.)

Greenspan kehotti vuonna 2007 asuntokuplan puhjettua pelastamaan asuntovelalliset verovaroin, jotta kriisin leviäminen saataisiin estettyä (Juntunen 2009, 30). Federal Reserve oli muiden keskeisten keskuspankkien tapaan noudattanut niin kutsuttua Bagehotin

periaatetta, jossa terveille yrityksille lainattiin tarvittavia varoja heti näiden toimintakyvyn turvaamiseksi. Esimerkiksi tällaiset tukitoimet vähensivät rahoituskriisistä johtuvaa osakkeiden pakkomyyntiä ja siten osaltaan lievensivät taantumaa. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 141.)

Yhdysvaltain talouden raha- ja finanssipoliittinen elvytys on ollut historiallisella tasolla maailmanlaajuisesti vertailtuna erittäin voimakasta. Rahoitusjärjestelmän tukemiseksi perustettiin muun muassa roskapankki ja otettiin konkurssin partaalla olleet asuntoluottoyhtiöt Fannie Mae ja Freddie Mac valtion haltuun. Elvytystoimien laajuudesta kertoo niiden suhde Yhdysvaltojen vuoden 2009 budjettiin; ne muodostivat noin neljänneksen budjettivajeesta. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 141.)

Talouspoliittiset panostukset tuottivat tulosta kesällä 2009, kun Yhdysvallat alkoi toipua finanssikriisistä (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 148). Yhdysvaltojen toipuminen vuosien 2007-2009 finanssikriisistä on ollut hidasta. Talouden elpyessä kasvu on kuitenkin epävarmaa vallitsevan globaalin kehityksen vuoksi. Talouden kehitykseen vaikuttaa olennaisesti euroalueen velkakriisin loppu tulema.

5 Euroalueen velkakriisi

Euroopan Unioni on Yhdysvaltojen ohella yksi maailman johtavista talousmahdeista sen väestön ollessa puoli miljardia ja bruttokansantuotteen samalla tasolla Yhdysvaltojen bruttokansantuotteen kanssa. Euroopan Unioni on maailman suurin tavaroiden viejä ja toiseksi suurin tuoja, samoin se on maailman toiseksi suurin ulkomaisten investointien lähde ja kohde. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 127.)

Maailmantalouden globalisoitumisen vuoksi Yhdysvaltoja ravisuttanut finanssikriisi ei jäänyt vain paikalliseksi ilmiöksi. Monikansallisten yhtiöiden ja rahamarkkinoilla vapaasti vaihdettavien tuotteiden vuoksi vaikutukset näkyivät pian myös muualla maailmassa. Pahiten finanssikriisi vaikutti kuitenkin euroalueen talouteen ja sen kehitykseen.

Yhdysvaltain finanssimaailman kriisin vaikutukset ajoivat varsinkin läntisen Euroopan nopeasti vaikeuksiin. Eurooppalaisilla sijoittajilla oli omistuksessaan runsaasti johdannaisia, jotka oli niputettu arvopaperistamisprosessin myötä myönnettyistä asuntolainoista, kuten luvussa 4.2 selitetään. Joidenkin arvioiden mukaan jopa puolet subprime-lainoja sisältäneistä vakuudellisista velkasitoumuksista (CDO) oli päätynyt Eurooppaan. Näiden arvopapereiden suurimpia haltijoita olivat tunnetut pankit kuten The Royal Bank of Scotland ja sveitsiläinen USB. (Sokala 2011b.)

5.1 Kriisin lähtöasetelmat

Finanssikriisin perustekijöitä tunnettiin huonosti vielä syksyllä 2008, jolloin kriisi rantautui myös euroalueelle. Talouden katsottiin olevan pääosin vakaalla pohjalla ja raha- tai finanssipoliittisten korjausliikkeiden ei nähty olevan ajankohtaisia. Globalisaation muodostamat tiukat siteet Yhdysvaltain ja euroalueen talouksien välillä johtivat kuitenkin väistämättä finanssikriisin vaikutusten realisoitumiseen myös euroalueella. (Sokala 2011a.)

Finanssikriisin seurauksena useita suuria pankkeja oli konkurssiuhan alla niin Yhdysvalloissa kuin euroalueellakin. Pankkeja pelastettiin valtioiden toimesta, jotta välttyttäisiin kriisin leviämiseltä finanssisektorilta laajemmin reaalityöelämään. Kustannuksia kertyi satoja miljardeja euroa, mikä heikensi usean valtion taloutta ja joudutti velkaantumista. Niin kutsutuista pelastuspaketeista huolimatta finanssikriisin vaikutukset talouteen olivat laajamittaisia, ja esimerkiksi Suomen bruttokansantuote laski ennätykselliset kahdeksan prosenttia vuoden 2009 aikana. Finanssikriisin laajamittainen torjunta oli kallista, ja sen myötä havaittiin ongelmia myös valtioiden ylivelkaantumisessa. (Sokala 2011a.)

Rahoitusmarkkinoilla oli havaittavissa syksystä 2009 alkaen trendi, jossa Kreikan valtionlainoihin sidottujen CDS-vakuutusjohdannaisten hinnat olivat jatkuvassa nousussa. Taustalla oli Kreikan uuden hallituksen julkaisemat taloustiedot, joiden mukaan valtion budjettivaje oli kaksinkertainen aikaisempiin ilmoituksiin verrattuna. Luottoluokittaja Standard & Poor's päätyi laskemaan tapahtumien seurauksena Kreikan valtionlainojen luottoluokituksen roskalainakategoriaan. Luottoluokituksen lasku aiheutti markkinoilla paniikkireaktion, jonka seurauksena maan kaksivuotisten valtionlainojen korot ponnahtivat historiallisen korkealle, 15,3 prosenttiin viestittäen sijoittajien epäluottamuksesta Kreikan kykyyn vastata veloistaan. (Ahokas & Holappa 2011.)

Kreikan budjettivajeen paljastuminen johti myös muiden euromaiden budjettivajeen ja velkojen tarkkailuun. Yhdysvalloista rantautunut finanssikriisi oli aiheuttanut euroalueella työttömyyden kasvuun ja verotulojen laskuun. Työttömyyden kasvaessa julkiset kustannukset olivat kasvussa ja julkista velkaa oli useissa maissa otettu lisää. Ylivelkaantuneina maina pidettiin niin sanottuja PIIGS-maita, johon kuuluivat Portugali, Irlanti, Italia, Kreikka ja Espanja. (Ahokas & Holappa 2011.)

PIIGS-maiden suuria rahoittajia olivat muun muassa saksalaiset ja ranskalaiset pankit. Euroalueen sisäinen rahoitus oli merkittävä tekijä velkakriisin nopeassa leviämisessä. Se loi ympäristön, joka oli omiaan vauhdittamaan velkakriisin realisoitumista, sillä valtioiden väliset kriisit pääsivät leviämään euroalueella nopeasti yhteisen valuutan vuoksi. (Sokala 2011a.)

5.2 Organisaatio ja päätöksenteko

Euroalueella laman torjumiseen käytettiin Euroopan keskuspankin (EKP) johtamaa rahapolitiikkaa. Rahapolitiikan avulla EKP laski ohjauskorkoja, jolloin valuutan ulkoinen arvo oli edullisempaa sijoittajille. Finanssipolitiikka oli jäsenvaltioiden keino tasapainottaa menokulurakennettaan supistamalla julkisen sektorin menoja sekä verosuunnittelun avulla korottaa tai alentaa verotusta suhdanteisiin vaikuttamiseksi. (Pohjola ym. 2004.)

Kuten luvussa 2.2 kerrottiin, Euroopan Unionin poliittinen sopimus estää jäsenmailta suoran kanavan keskuspankkirahoitukseen. Näin ollen jäsenmaille ei ollut mahdollisuutta rahoittaa julkista kulutusta lainaamalla suoraan keskuspankista, vaan finanssikriisin vaikutuksista kärsivien valtioiden oli rahoitusta saadakseen käännettävä rahoituslaitosten tai toisten valtioiden puoleen. EU:n perustussopimuksen mukaisesti EKP on itsenäinen elin, eikä yksittäisillä jäsenmaille tai muilla EU:n elimillä ole päätösvaltaa suhteessa sen toimintaan. Näin ollen vaikeuksiin joutuneet valtiot eivät voineet vaatia keskuspankkia lainaamaan niille keskuspankkirahaa, vaikka rahoituksen saaminen olisi ollut välttämätöntä talouden parantamiseksi. (Ahokas & Holappa 2011.)

Rahoitusmarkkinoiden näkökulmasta euroalueen jäsenvaltioiden vähäisten vaikutusmahdollisuudet omaan rahoituspolitiikkaan tulkittiin negatiivisena ilmiönä. Julkisen velkaantumisen kasvaminen suhteessa bruttokansantuotteeseen koettiin uhkaavammaksi tilanteeksi puuttuvien työkalujen vuoksi, kuin vastaavan tasoinen velkaantuminen valtioissa, jotka harjoittavat itsenäistä rahoituspolitiikkaa. Esimerkiksi Japanissa julkinen velka on noussut kaksinkertaiseksi suhteessa bruttokansantuotteeseen ilman merkittäviä vaikutuksia rahoitusmarkkinoilla tai valtion velkakirjojen markkinahintojen merkittävää kasvua. (Ahokas & Holappa 2011.)

Euroopan keskuspankin toimet finanssikriisin eskaloitumisen jälkeen 2008 ovat tähänneet Euroopan Unionin kokonaisvaltaisen taloudellisen vakauden turvaamiseen. Jäsenmaiden viranomaisten, Euroopan keskuspankin ja komission yhteistyön seurauksena kansalaisten säästöjä on suojattu, yritysten ja kotitalouksien kohtuuhintainen luotonsaanti on turvattu ja käyttöön on otettu parempi rahoitusmarkkinoiden valvontajärjestelmä. EKP on laskenut ohjauskorkoja ja näin helpottanut rahoituksen saamista. Se on myös tarjonnut taloudellista tukea IMF:n kanssa ahdinkoon joutuneille maille, kuten Kreikalle. (Euroopan Keskuspankki 2012.)

Jäsenmaiden viranomaiset, Euroopan keskuspankki (EKP) ja komissio ovat tehneet yhteistyötä ja suojanneet kansalaisten säästöt, huolehtineet siitä, että yritykset ja kotitaloudet ovat voineet saada kohtuuhintaista luottoa, ja ottaneet käyttöön rahoitusmarkkinoiden paremman

valvontajärjestelmän. Tavoitteena on palauttaa vakaus ja lisäksi luoda otolliset olosuhteet kasvun ja työllisyyden edistämiseen. (Euroopan Keskuspankki 2012.)

5.3 Kansalliset intressit ja keskinäisen kilpailukyvyn kitka

Euroalueiden valtioiden talouspolitiikat erosivat lähtökohtaisesti toisistaan. Valtioiden kuten Saksa ja Suomi talouspoliittinen strategia oli luotu vientikilpailukyvyn varaan, kotimaisen kysynnän pysytellessä yhdessä palkkatason kanssa vakaalla tasolla. Kotimaisen kysynnän ollessa alhaisella tasolla vientihyödykkeiden kilpailukyvyn katsottiin parantuvan. Strategian taustalla oli oletus, että kauppakumppaneiden expansiivisen talouspolitiikan seurauksena kuluttajien palkat kasvaisivat tasaisen voimakkaasti näissä maissa. Esimerkiksi PIIGS-maissa työvoimayksikkökustannukset olivat kasvaneet rahaliittoon liittymisen jälleen 30 prosentilla, Saksassa vain kahdeksalla prosentilla. (Ahokas & Holappa 2011.)

Alijäämäisen vaihtotaseen seurauksena PIIGS-maista karkasi varallisuutta ulkomaille enemmän kuin ulkomaalaista varallisuutta tuli takaisin. Ahokaan & Holapan (2011) näkemyksen mukaan PIIGS-maiden hallituksen noudattivat vastuullista talouspolitiikkaa kompensoimalla ulkomaansektorin ylijäämää julkisen sektorin alijäämällä, jolloin yksityisen sektorin nettosäästäminen mahdollistui valtion negatiivisista kaupp- ja maksutaseista huolimatta.

Vaihtoehtoisten toimien vaikutukset kansantalouksiin olisivat olleet vähintään yhtä haitallisia, kuin toteutettu julkisen sektorin alijäämän kasvattaminen. Mikäli budjetteja olisi tasapainotettu, olisi yksityinen sektori ajautunut nettovelkaantumiskierteeseen, joka olisi pakottanut PIIGS-maat velkadeflaatioon. Kun velkataakkoja kevennetään suurissa määrissä ja samanaikaisesti, laskee hyödykkeiden kulutus voimakkaasti eikä uusia investointeja tehdä (Ahokas & Holappa 2011). Tällöin tyrehtyy myös talouskasvu, jonka seurauksena hinnat kääntyvät laskuun ja velkakierre pahentuu aiheuttaen syvän laman Krugmanin (2009) esittämän noidankehäteorian mukaisesti. Toisena vaihtoehtona olisi ollut sisäiset devalvaatiot eli työvoimakustannusten voimakas alasajo, jotta vientituotteiden kilpailukyky olisi saatu nostettua vahvojen vientimaiden tasolle. Tämä olisi kuitenkin aiheuttanut euroalueen vientipolitiikan kriisin, sillä sen kokonaistuotanto olisi joutunut epätasapainoon. Seurauksena olisi ollut toistuvat devalvaatiot ja keskinäisen kilpailun kiristyminen "kauppasodaksi". (Ahokas & Holappa 2011.)

Ahokkaan & Holapan (2011) näkemyksen mukaan rahaliittoon kuuluvien maiden on mahdotonta nauttia samanaikaisesti maksutaseen ylijäämästä. Esteenä vahvan ylijäämäisen maksutaseen muodostumiselle on kelluvien valuuttakurssien järjestelmä, joka katkaisee nopeasti valuutan liiallisen vahvistumisen. Vientivoittoisten valtioiden vastapainoksi

muodostuu väistämä valtioita jota ovat vientikyvyltään heikompia ja joiden budjetit muodostuvat alijäämäiseksi.

5.4 Talous ja rahoitus

Euroopan Unionin ja rahaliitto EMU:n perustamisen myötä euroalueen jäsenvaltioiden kansallinen rahapolitiikka siirtyi Euroopan Keskuspankin alaisuuteen. Yhteisen valuutan toimivuuden turvaamiseksi Euroopan Keskuspankille annettiin laajamittaiset valtuudet toimia itsenäisenä elimenä, joka ei ollut yksittäisten jäsenmaiden tai muiden EU-elinten ohjauksen alaisuudessa. Sen keskeisimmäksi tehtäväksi määriteltiin euroalueen hintavakauden ylläpito. EU:n jäsenvaltioille asetettiin puolestaan vakaus- ja kasvusopimuksen perusteella velvoitteita hoitaa talouttaan EKP:n edellyttämällä tavalla. Vakaus- ja kasvusopimuksen mukaan julkisen sektorin alijäämän tuli olla alle kolme prosenttia bruttokansantuotteesta ja julkisen velan osuus sai korkeimmillaan nousta 60 prosenttiin bruttokansantuotteesta. (Sokala 2011a.)

Finanssikriisi horjutti edellä mainittuja jäsenmaille asetettuja velvoitteita. EKP:n keinot huolehtia euron ostovoimasta, pitämällä inflaatio kurissa rahapolitiikan avulla, ei riittänyt torjumaan muodostuvaa kriisiä. EKP on kriisin seurauksena joutunut lainaamaan maksuvaikeuksiin joutuneille pankeille huomattavia summia estääkseen niiden kaatumisen. Samoin EKP on tukenut maksuvaikeuksien kanssa kamppailevia maita ostamalla sekundäärimarkkinoilta kymmenien miljardien eurojen edestä niiden valtionlainoja. Lisäksi eurovaltiot ovat itse koonneet avustuspaketteja ja antaneet lainaa Kreikalle, Irlannille ja Portugalille. Tämän voidaan tulkita jopa rikkovan EU:n perustuslakia, jossa Lissabonin sopimuksessa nimenomaisesti kielletään muita jäsenmaita auttamaan talousvaikeuksiin joutuneita valtioita. (Sokala 2011a.)

Kreikan ensimmäinen avustuspaketti myönnettiin toukokuussa 2010 ja oli arvoltaan 110 miljardia euroa. Myöhemmin syksyllä myös Irlanti pyysivät taloudellista tukea. Maaliskuussa 2011 Portugalille muodostettiin yhteistyössä Euroopan Keskuspankin kanssa talouden sopeutusohjelma, jonka toivottiin kasvattavan luottamusta ja luovan vakautta koko euroalueen markkinoille. Markkinoiden toiminnan tukemiseksi laskettiin kuitenkin liikkeelle vielä mittavat tukipaketit tammikuussa 2012. Toimien avulla haluttiin turvata pankkien luotonanto ja rahamarkkinoiden toiminta, jotta välttyttäisiin uudelta luottokriisiltä. (Euroopan Keskuspankki 2012.)

Tehdyt toimet eivät kuitenkaan olleet riittäviä taloudellisen vakauden aikaansaamiseksi. Helmikuussa 2012 euroalueen valtioiden valtionvarainministerit sopivat Kreikan toisen apupaketin edellytyksistä ja maaliskuussa lanseerattiin vielä uusi pankkien tukipaketti. Eurooppa-neuvoston kokouksessa maaliskuussa unionin valtioiden johtajat allekirjoittivat

finanssipoliittisen sopimuksen, jossa määritellään talous- ja rahaliiton vakautta, yhteensovittamista sekä ohjauksesta ja hallintaa finanssipolitiikan kurinalaisuuden ja euroalueen julkisen talouden valvonnan edistämiseksi. (Euroopan Keskuspankki 2012.)

5.5 Tulevaisuuden näkymät

Yhtenäisen linjan löytäminen eurokriisin ratkaisussa on ollut euromaille haastavaa, sillä jäsenmaiden talouspoliittiset katsontakannat ovat olleet keskenään erilaisia. Osa euromaista selvisi finanssikriisin rantautumisesta toisia kevyemmin haittavaikutuksien. Esimerkiksi Saksassa taantuma jäi melko lieväksi. Halu tukea ylivelkaantuneita maita tai konkurssin partaalle ajautuneita pankkeja on kuitenkin ollut tasaisessa laskussa. Euromaat ovat julkistaneet yhteisiä tukiohjelmia ja kansainvälinen valuuttarahasto on tehnyt osansa laajamittaisten konkurssien ja maksukyvyttömyyksien realisoitumisen ehkäisemiseksi. (Euroopan Keskuspankki 2012. Sokala 2011a.)

Euroalueen sisäisten näkemyserojen vuoksi tukitoimet ja pelastuspaketit ovat olleet pitkällisten neuvottelujen tuloksena aikaansaatuja kompromisseja. Tähän mennessä EU-maiden hallitukset ovat rahoittaneet pelastustoimia 2000 miljardilla eurolla. Ne koordinoivat myös toimia, joilla tuetaan pankkeja ja taataan lainanantoa, myös yksityishenkilöiden pankkisäästöjen kansallisen takuun korotettiin 100 000 euroon. Byrokratian vuoksi päätösten tulokset ovat kuitenkin olleet EU-parlamentin talous- ja rahapolitiittisen valiokunnan puheenjohtaja Sharon Bowlesin mukaan ”liian vähän, liian epävarmasti ja liian myöhään”. (Euroopan Keskuspankki 2012. Sokala 2011a.)

Velkakriisille on esitetty ratkaisuksi sekä rahaliiton lopettamista että PIIGS-maiden erottamista rahaliitosta. Ahokkaan & Holapan (2011) mukaan järjestelmän on toimiakseen muututtava sellaiseksi, että julkinen velkaantuminen ei aiheuta euromaille nykyisenkaltaisia ongelmia. Avain asemassa he pitävät tilanteessa talouspoliittisen suvereniteetin säilyttämistä. Toinen vaihtoehtoinen suuntaus on liitovaltion muodostaminen, joka ei kuitenkaan saa laajaa poliittista kannatusta unionin jäsenmaiden keskuudessa. (Ahokas & Holappa 2011.)

Kriisin ja tukipakettien välillisenä vaikutuksena näyttäisi kuitenkin muodostuneen euroalueen poliittisen yhdentymisen syveneminen. Kriisistä oppineina euroalueen yhteisesti päätettäviin asioihin lisätään rahapolitiikan ohella myös finanssipolitiikan kysymyksiä. Toukokuussa 2010 käyttöön otetun vakautusmekanismin ja vuoden 2013 käyttöön otettavan Euroalueen uuden pysyvän kriisimekanismin voidaan toivoa olevan ratkaisu tulevien kriisien ehkäisyyn. (Euroopan Keskuspankki 2012; Sokala 2011.)

6 Kriisien kulku ja vaikutukset Kiinan näkökulmasta

Kiina on poikkeuksellinen kansantalous maailman talousmahtien joukossa. Sen valtion johto perustuu kommunismiin sekä voimakkaaseen vallanpitoon ja kuriin. Samanaikaisesti taloutta viedään kuitenkin voimakkaasti eteenpäin puhdasoppisin markkinatalouden ja kapitalismin opein (Juntunen 2009, 55).

Yhdysvallat ja Kiina ovat luoneet keskenään taloudellisen riippuvuussuhteen, jota on myös nimitetty kauhun tasapainoksi. Yhdysvallat on tarvinnut Kiinan valtion sijoituksia joukkovelkakirjalainoihinsa, jotta se on saanut rahoitettua alijäämäisen vaihtotaseensa. Kiinalaisten suurin hyödykemarkkina-alue on puolestaan Yhdysvallat. (Juntunen 2009, 31.) Rahoittamalla Yhdysvaltoja Kiina on siis turvannut kulutusmahdollisuuksien säilymisen Yhdysvalloissa ja näin ollen omien vientituotteidensa kysynnän.

6.1 Kiina maailmantalouden kantavana voimana

Yhdysvaltain keskustiedustelupalvelun CIA:n tekemän tutkimuksen mukaan Kiinalla on maailman suurimmat valuuttavarannot, noin 2876 miljardia dollaria. Valuuttavarannon sisältävät valtion hallussa käteisenä tai sijoituksina olevat ulkomaanvaluutat sekä kullan. Vuonna 2011 Yhdysvaltain valtionvarainministerin tilastojen mukaan Kiinalla oli liittovaltion velkakirjoja 1160 miljardin dollarin edestä. Velkavaroista on sijoitettu Yhdysvaltain joukkovelkakirjamarkkinoille noin 60-70 prosenttia. (Juntunen 2009, 32; Sokala 2011c.)

Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämäisyyttä korjattiin ulkomaisella rahoituksella, joka oli peräisin pääosin Aasiasta. Aasiassa ja erityisesti Kiinassa säästämisaste on noin puolet bruttokansantuotteesta, mikä on erittäin korkea taso. Alikehittyneiden finanssimarkkinoiden vuoksi se ei kuitenkaan ole houkutteleva sijoituskohde rahoitusylijäämäisille kotitalouksille ja sijoittajille. Investointiasteen ollessa säästämisastetta alhaisempi, muodostui säästöjen ylitarjontaa ja suuri osa näistä varoista sijoitettiin Yhdysvaltain markkinoille, joita pidettiin turvallisina ja likvideinä. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 41.)

Yhdysvaltain markkinoilla vallinnut kauppavaje ja alhainen säästäväisyysaste olivat avainasemassa kun pohditaan Kiinan asemaa kriisissä. Yhdysvallat sai lainaa Kiinalta sen ostaessa Yhdysvaltain liittovaltion velkakirjoja. Sijoitettavan dollari-varallisuuden Kiina oli tienannut yhdysvaltain kulutusmarkkinoille kohdistetulla laajamittaisella hyödykekaupalla. Lyhyen aikavälin hyödyt Yhdysvalloille olivat ilmeiset, sen pääomatarve tyydytettiin edullisesti, pitkällä aikavälillä halpakorkoinen lainanotto muodosti kuitenkin maan talouteen kupla, jonka ansiosta Kiina ja muut Aasian maat pystyivät kasvattamaan vientiään Yhdysvaltoihin entisestään. (Sokala 2011c.)

6.2 Yhteydet finanssikriisiin syntyyn

Finanssikriisiä Yhdysvalloissa tutkiva komissio FCIS (Financial Crisis Inquiry Commission) julkaisi raportin, jossa talouskriisin puhkeamisen syitä arvioitiin. Talouskriisin puhkeamisen perimmäisenä syynä pidetään niitä valtavia sijoituksia, joita Kiina ja muut suuret kehittyvät taloudet sekä öljynviejämaat ovat sijoittaneet Yhdysvaltoihin ja Eurooppaan. Yhdysvaltain asuntokupla rahoitettiin näillä ulkomaalaisperäisillä pääomavirroilla. (Sokala 2011c.)

Viimeisen kolmenkymmenen vuoden ajan yhdysvaltain talous on ollut tuontivoittoista. Jatkuva vientialijäämä on muodostanut suuren velkavarannon, ja tehnyt Yhdysvalloista maailman suurimman velallisen. Yhdysvalloilla on ulkoista bruttovelkaa noin 23 000 miljardia dollaria ja nettovelkaa noin 2 500 miljardia dollaria, kun mukaan lasketaan sijoitukset ulkomaille. Yhdysvaltojen finanssimarkkinoiden kehittyneisyyden ansiosta se on ollut houkuttelevat sijoituskohde Aasian ylijäämäisille talouksille, kuten Kiinalle. (Sokala 2011c.)

Kiinan on sanottu pitävän valuuttaansa keinotekoisella alhaalla ostamalla suuri määrä dollareita valuuttamarkkinoilta. Samalla se toimillaan vahvistaa dollarin asemaa. Valuuttamarkkinoilla keinottelun ansiosta kiinalaisten vientiyritysten kilpailukyky on kasvanut. (Sokala 2011c.)

Kiinan roolia yhdysvaltain finanssikriisin synnyssä on pidetty merkittävän suurena. Yhdysvaltoissa läpi 2000-luvun vallinnut kulutushysteria ja niin sanotun amerikkalaisen unelman tavoittelu on vaatinut toteutuakseen runsaasti pääomia. Kiinasta virrannut pääoma otettiin näin ollen mielellään vastaan. Kiinan kannalta Yhdysvallat olivat puolestaan kehittynyt ja vakaa markkina-alue, jonne sijoittaminen oli kannattavaa. Edellä mainittujen seikkojen mukaisesti kysynnän ja tarjonnan voidaan sanoa kohdanneen. Roubini & Mihm kärkevät tilanteen seuraavasti: "Kiina lainasi yhdysvalloille köyden, jolla he hirttivät itsensä" (Roubini & Mihm 2010, 44).

6.3 Kriisien vaikutukset Kiinan talouteen

Kiinan halukkuutta sijoittaa pääomiaan Yhdysvaltoihin ja euroalueelle on spekuloitu kriisien seurauksena. Kiinan ylijäämäinen talous ja alikehittyneet markkinat luovat kuitenkin yhtälön, jossa ulkopuolisen sijoituskohteen löytäminen on Kiinan kannalta suotavaa. Valtiollisen China Investment Corporationin hallituksen puheenjohtajan Xiqingin mukaan Kiina on mieluusti rahoittajan roolissa niin kauan kun kehitys on kestävä (Sokala 2011c).

Kiina on joutunut niin tiiviiseen yhteistyösuhteeseen Yhdysvaltojen kanssa, että se joutuu rahoittamaan Yhdysvaltojen julkista taloutta, jotta sen reaalitytalous ei pysähtyisi. Vaikutukset

olisivat tuolloin huomattavia myös Kiinan talouden kannalta. Reaalitalouden pysähtymisen seurauksena Yhdysvalloissa työttömyys kasvaisi ja kuluttaminen pysähtyisi. Tämä vaikuttaisi negatiivisesti Kiinan kansantalouden kehitykseen. (Juntunen 2009, 31.)

Kiinan mahdollisuudet vähentää Yhdysvaltojen rahoittamista ovat rajalliset. Kiinan myydessä joukkovelkakirjalainoja laskee niiden hinta ja dollarin arvo. Tällöin Yhdysvaltain ostovoima vähenisi ja sijoitusten arvo laskisi. Myös dollarin asema maailman johtavana valuuttana olisi uhattuna. Kiinan intresseissä ei ole dollarin arvon lasku, sillä siitä aiheutuisi myös varojen uudelleen sijoittamisongelmia, mutta myös toisaalta vahvistaisi juanin arvoa. Mikäli näin kävisi, Kiinan kilpailuasema hyödykkeiden valmistusmaana laskisi. (Juntunen 2009, 32.)

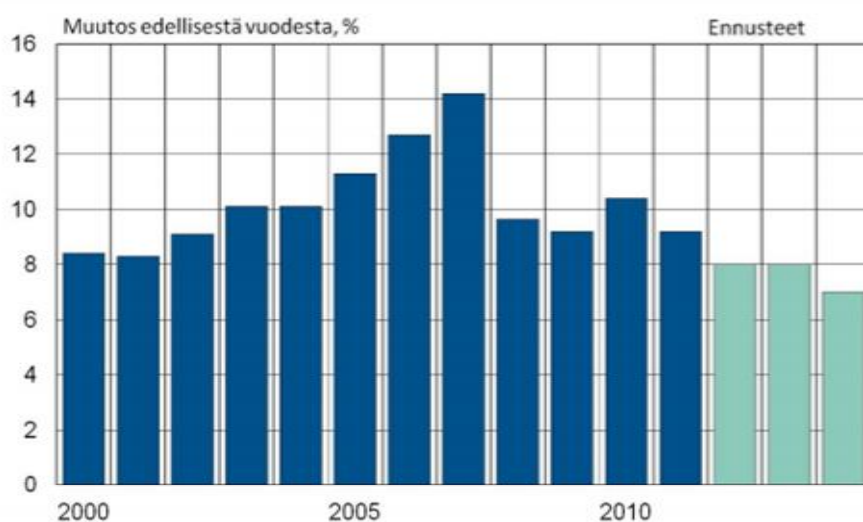
Kiinan on mahdollista muuttaa rahoitusstrategioitaan kuitenkin siten että ne osallistuvat enemmän monikansallisten amerikkalaisyhtiöiden tukitoimiin. Kiinalla on resursseja ostaa halvalla merkittävässä markkina-asemassa olevia yhtiöitä ja siten saada käyttöönsä huipputekniikkaa, lisenssejä ja osaamista sekä pääsyn uusille markkina-alueille. Kansainvälisen markkina-aseman kasvattaminen auttaisi Kiinaa myös tulevaisuuden haasteiden selvittämisessä, sen kansantalouden rakenteen muuttuessa tuotantopainotteisesta palvelupainotteisemmaksi. (Juntunen 2009, 32; Hutton 2007.)

Kiina on myös euroalueen merkittävä kauppakumppani. EU:n ja Kiinan kumppanuussuhde kuuluu yhteen maailman tärkeimmistä talouksien suuren koon ja volyymin vuoksi. Kiinan ja euroalueen välinen kaupankäynti vaikuttaa merkittävästi vakauteen ja vaurauteen koko maailman mittakaavassa. Riippuvuussuhde toimijoiden välillä on vahva: EU on Kiinan tärkein kauppakumppani. Kiina on myös EU:n suurin teollisuustuotteiden toimittaja. EU:n ja Kiinan välisen kaupan sanotaan olevan tärkeä työpaikkojen, talouskasvun ja innovaatioiden lähde. Kaupankäyntialueiden välisen kaupan arvon arvioidaan olevan noin miljardi euroa päivässä. (Euroopan Komissio 2012.)

Kiinan talouskasvun odotetaan jatkuvan vahvana, mutta talouskasvun vauhdin ei ennusteta enää yllättävän edellisvuosien kaltaisiin lukemiin. Tämä on seurausta talouden rakennetekijöistä. Kiinan talouspolitiikan keventämiseen vaikuttavat vielä parin vuoden takaiset tapahtumat, kuten elvytyspolitiikan aikaansaama luottokupla. Vuosien 2009 ja 2010 aikana Kiina elvytti talouttaan voimakkaasti ja sen julkinen velka kohosi noin 65 prosenttiin BKT:stä. Lisäksi luottoriskien koetaan olevan kasvussa ja hintakehityksen epävarmaa. Pitkällä tähtäimellä Kiinan talouden valtava resurssitarve ja rakennetekijät hidastavat kasvuvauhtia. Vaikka maailmantalouden kysyntätilanne muuttuisikin paremmaksi, Kiinan väestö ikääntyy, investoinnit ovat suuria ja kysynnän sisäinen rakennemuutos vaikuttavat kasvupotentiaaliin. (Suomen Pankki 2012a.)

Vaikka Kiina selvisi verrattaen hyvin maailmaa ravistelleesta finanssikriisistä, sen investointivetoinen elvytyspolitiikka on lisännyt talouden riippuvuutta investoinneista, rakentamisesta ja tavarantuotannosta. Vuonna 2007 finanssikriisin alkumainingeissa oli Kiinan vaihtotaseen ylijäämä 11 prosenttia BKT:sta, nyt vaihtotaseen ylijäämän ennustetaan hieman pienentyvän. (Suomen Pankki 2012a.)

Vuoden 2011 aikana Kiinan valuuttavaranto kasvoi noin kymmeneksellä 3180 miljardiin dollariin. Vuoden viimeisen neljänneksen aikana valuuttavarannon lasku oli kuitenkin 20 miljardia dollaria, joka oli ensimmäinen varannon vuosineljänneksen lasku sitten 1990-luvun. Vähentymisen taustalla oli Kiinan merkittävimmän kauppakumppanin eli EU:n valuutan arvon heikkeneminen suhteessa dollariin. Laskun voidaan lisäksi katsoa olevan indikaattori myös pääomaliikkeiden muutoksista. (Suomen Pankki 2012a.)



Kuvio 5: Kiinan BKT:n muutos ja ennuste vuosille 2012-2012 (Suomen Pankki 2012a)

Kiinan BKT:n kehitystä tarkasteltaessa näkyy selkeä muutos, joka on linjassa Yhdysvaltain finanssikriisin puhkeamisen ja sen globaalien vaikutusten kanssa. Vuonna 2008 BKT on supistunut merkittävästi edellisvuoteen verrattuna. Kiinan hyödykemarkkinoiden suuntautuessa voimakkaasti Yhdysvaltoihin, vaikutti finanssikriisin lieveoireena kulutuksen huomattava hidastuminen myös kiinalaistuotteiden kysyntään. Kiinan tärkeimmän kauppakumppanin, eli Euroopan Unionin vaikeudet heijastuvat todennäköisesti osaltaan bruttokansantuotteen maltilliseen kasvuun ja varovaisiin ennusteisiin.

Euroopan velkakriisin on merkittävä tekijä Kiinan talouden kehityksen kannalta. Lisäksi asuntomarkkinoiden hintojen laskun pelätään hiljentävän talouden kannalta ensiarvoisen tärkeää rakennussektoria. Markkinoiden taantuminen vaikuttaisi voimakkaasti paikallishallinnon tuloihin ja näin ollen mahdollisuuksista selvitä kasvaneista velkataakoista. Ennusteen mukaan pahimmassa tapauksessa kiinteistösektorilta alkavat ongelmat kasvattavat pankkien järjestämättömiä saatavia, jolloin valtion vastuut lisääntyvät entisestään. (Suomen Pankki 2012a.) Kappaleessa 7 kerrotaan lisää kiinteistösektorin merkityksestä talouskuplien muodostumisessa.

7 Yhdistävät taustatekijät kriiseissä

Historiallisen tarkastelun valossa laajamittaisia talouskuplia syntyy karkeasti arvioiden noin 30 vuoden välein. Kuplan syntyä on aluksi vaikea huomata ja niiden kehitys on usein kohtuullisen nopeaa. Taustalla on vakaa usko kasvun jatkumiselle. Kuplien synnyn taustalla näyttäisi olevan usein yksittäisiä valtakunnan johtotasolla vaikuttavia henkilöitä, kuten finanssikriisin taustalla FED:in pitkäaikainen pääjohtaja Alan Greenspan. Hänen periaatteidensa mukaisesti kilpailun tuli olla vapaata ja hän luotti markkinoiden itsesääntelymekanismiin. (Juntunen 2009, 23-25.)

Yhdysvaltojen finanssikriisin vaikutukset euroalueen velkakriisin syntymiseen olivat ilmeiset. Finanssikriisin vaikutukset levisivät Eurooppaan kolmen päämekanismin välityksellä. Paljon mediahuomiota saaneet subprime-luotot ja niihin kiinteästi liittyneet luottovakuutukset sekä riskinvaihtosopimukset aiheuttivat huomattavia arvonalentumisia rahoitusmarkkinoilla. Nämä vaikuttivat pankkien kaatumiseen Yhdysvalloissa, mutta maailmantalouden kompleksisen rakenteen vuoksi vaikutukset olivat välittömiä myös Euroopassa. Lehman Brothersin ajautuessa konkurssiin kansainvälisen lainsäädännön seurauksena myös sen Euroopan toimisto tuli sulkea välittömästi. Näin ollen kaikki yrityksen transaktiot seisahtuivat. Yhden rahoitusmarkkinoiden suuren toimijan kaatuessa välillisvaikutukset olivat merkittävät syntyneen pankkien välisen luottokriisin vuoksi. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 153; The Inside Job.)

Kriisin edetessä eurooppalaiset sijoittajat veivät sijoituksiaan pois ulkomailta kattaakseen kotimaisia tappioitaan. Euroopassa hallitukset kasasivat elvytyspaketteja, lisäsivät luotonantoa ja antoivat valtion takuita kaatumisuhan alla oleville rahoituslaitoksille. Suuri osa kansainvälisistä pääomavirroista ohjautui kuitenkin Kiinan johdattamana edelleen yhdysvaltoihin valtion velkakirjoihin. Monet Euroopan valtiot kokivat tämän seurauksena pankkikriisille tyypillisen pääomapaon ja valuuttakurssin heikkenemisen. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 153-154.)

Kolmas kanava finanssikriisin vaikutusten siirtymiseen Yhdysvalloista Eurooppaan oli epäsuorasti reaalityalouden välityksellä. Kulutuksen vähentyessä tuontitavaroiden kysyntä laskee voimakkaasti. Euroopan kulutustason laskiessa kriisin vaikutukset ulottuivat myös Kiinaan. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 154.)

7.1 Yhtenäisyydet ja eroavaisuudet

Finanssikriisi ja velkakriisi ovat olleet laajoja, syviä ja verkottuneita ja niillä on ollut rakenteellisia vaikutuksia kansantalouksiin. Reinharting & Rogoffin mukaan talouskriisit ovat kuitenkin olleet läpi historian hyvin samankaltaisia. Kriisien taustalla on ylivelkaantuminen ja usko siitä, että talouskasvu hoitaa velan eikä aiempia virheitä toisteta. Historian valossa näin ei kuitenkaan ole käynyt vaan luottoekspansion ja matalien korkojen luoma kupla on puhjennut toistuvasti. Finanssikriisi ja velkakriisi ovat kuitenkin ainutlaatuisia tarkasteltaessa niiden vaikutusalueita. Kriisit ovat globaaleja ja niiden ytimessä on maailmanlaajuinen rahoitusjärjestelmä. (Rouvinen & Ylä-Anttila 2010, 8.)

Taloukset muodostuvat usein kiinteistömarkkinoille, niiden rajoittuneisuuden vuoksi. Yhdysvalloissa kiinteistömarkkinan muodostumista voidaan pitää finanssikriisin yhtenä tärkeimpänä taustatekijänä. Kiinteistömarkkinoita oli kuitenkin muodostunut myös Eurooppaan. Yhdysvaltain asuntokupla rahoitettiin suurilla maahan tulleilla ulkomaisilla pääomavirroilla, jotka olivat suurelta osin peräisin Kiinasta. Vastaavasti rahoitettiin myös markkinat Espanjassa, Irlannissa ja Baltian maissa. Vähemmän huomiota herättänyt eurooppalainen kupla työllisti esimerkiksi espanjassa ja Irlannissa jopa 13 prosenttia työvoimasta vielä vuonna 2007 ja nosti kiinteistöjen hinnat huippulukemiin. Finanssikriisin rantautuessa myös Eurooppalainen kiinteistömarkkinoita puhkesi kysynnän romahdettua. Markkinan puhkeamisen seurauksena velkavarjoja ei saatu realisoitua ja useat rakennusprojektit keskeytyivät. Yritykset velkaantuivat ja yleinen työttömyys kasvoi. Valtioiden verotettavan kassaviran pienentyessä ja sosiaalimaksujen kasvaessa velkakriisin lähtöasetelmat olivat kasassa. (Juntunen 2009, 25-26; Sokala 2011a.)

Kriisin taustalla oli tilanne, jossa Yhdysvallat oli alijäämätalous, jonne virtasi ulkomaista pääomaa pääosin Kiinasta. Kiina siis rahoitti yhdysvaltalaisen kulutusta, jota vauhditti keskuspankin alhainen korkotaso. Euroopan sisällä toimi vastaavanlainen, mutta pienemmässä mittakaavassa toimiva pääomavirta ylijäämätalouksilta alijäämätalouksille. Pääomat siirtyivät muun muassa Saksan ja Ranskan kansantalouksilta niin kutsutuille PIIGS-maille (Sokala 2011a). Erona Yhdysvaltain ja Kiinan välisiin pääomamarkkinoihin on Euroopan tapauksessa kuitenkin se, että sekä yli- että alijäämätaloudet olivat yhteisen euroalueen toimijoita. Velkatasapainon horjuessa vaikutukset olivat välittömät näiden yhteistyösuhteiden vuoksi koko euroalueella.

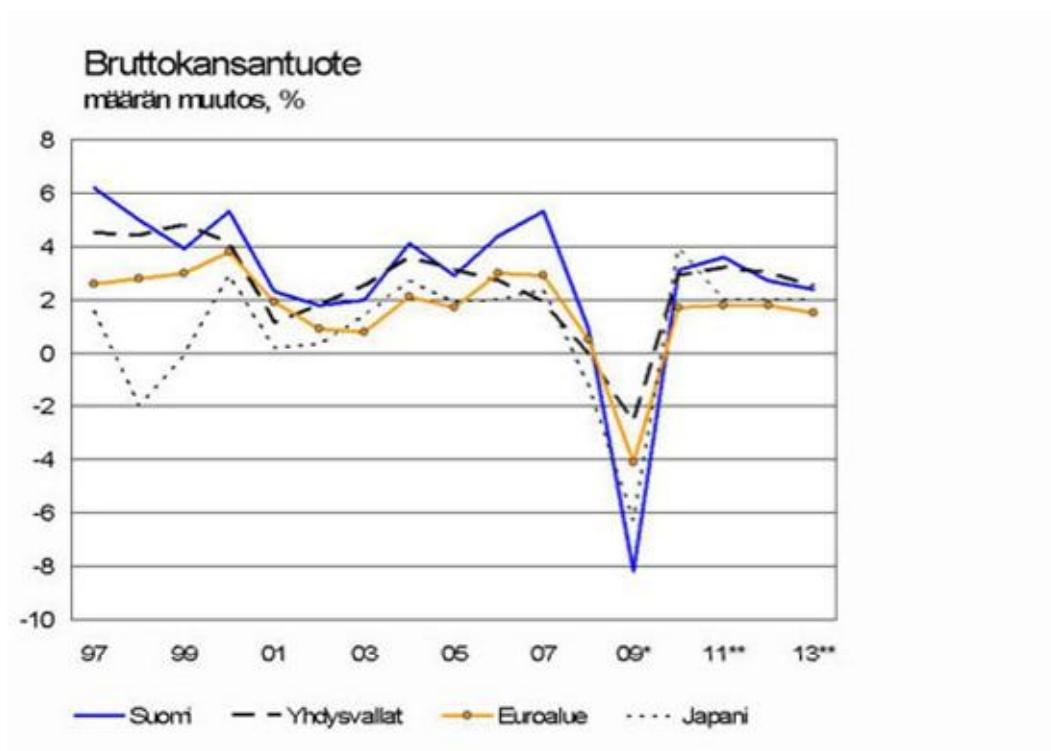
Yhdysvaltain kriisille omaperäistä oli niin kutsutun kaksoiskuplan muodostuminen. Kupla oli sekä kysyntä- että tarjontalähtöinen. Osakkeiden hinnannoususta huolimatta kysyntä ylitti jatkuvasti tarjonnan, ja tarjonta ei pystynyt vastaamaan kysyntään. Kiinteistökuplat muodostuvat usein rajoitetuilla markkinoilla, joissa rahansaannin helpottuminen nostaa nopeasti kiinteistöjen hintaa rakentamisen eli tarjonnan ollessa alimitoitettua. Kun rahansaanti taas vaikeutuu ja sen edellytykseksi asetetaan vakuuksia, kiinteistöjen hinnat laskevat nopeasti. Kaksoiskuplan toinen osapuoli oli öljy ja sen markkinahintojen kehitys. Siinä tarjoajien vähäisyys nostaa öljyn kysyntää keinoitekoisesti, jolloin öljyn hinta kasvaa. Kyseessä on tällöin niin sanottu tarjouskupla. (Juntunen 2009, 25-26.)

Yhdysvaltain ja Euroopan pankkijärjestelmissä on rakenteellisia eroavaisuuksia, joilla on ollut vaikutusta kriisin taustalla. Kuten luvussa 2 kerrotaan, pankkien toimintaperiaatteissa on eroja kulttuurilähtökohdista riippuen. Mannermaisen ja angloamerikkalaisen pankkijärjestelmän erot arvopaperimarkkinoiden ja pankkien suhteellisen merkityksessä sekä talletus- ja investointipankkitoiminnan suhteessa on ollut vaikutusta kriisin muodostumiselle. Mannermaisessa mallissa toiminta on yhdistetty, angloamerikkalaisessa mallissa toiminnot ovat sen sijaan toisistaan erillisiä. Angloamerikkalaisessa järjestelmässä pörssin merkitys on korostunut, joten on luonnollista, että Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinat reagoivat voimallisesti finanssikriisin puhkeamiseen. Useiden euromaiden selvityksessä finanssikriisin tuomista haasteista melko vähäisin tappioin, mannermaisen järjestelmän kankeus ja yksittäisten valtioiden vähäiset vaikutusmahdollisuudet paljastivat järjestelmästä puutteita, jotka muuttivat kriisin luonnetta.

Euroalueen pankkijärjestelmässä on myös samankaltaisuuksia Yhdysvaltojen järjestelmään nähden. Kuten Euroopan Unionin jäsenvaltioilla, ei Yhdysvaltojen osavaltioillakaan ole suoraa vaikutusta Keskuspankkiin. Siksi kuluttaminen perustuu markkinoilta lainaamisen periaatteeseen. Osavaltioiden asemaa voidaan kuitenkin pitää vahvempuna, sillä niiden ja Yhdysvaltojen keskushallinnon välisen taloudellisen työnjaon voidaan katsoa olevan paremmassa tasapainossa liittovaltion osallistuessa suurimpaan osaan liittovaltion julkisten menojen rahoituksesta. Euroalueella liittovaltiota vastaavaa toimijaa ei ole. (Ahokas & Holappa 2011.)

Yhdysvaltain talouden kääntyessä varovaiseen nousuun euroalue kamppaili vielä finanssikriisin jälkimainingeissa. Syynä hitaaseen toipumiseen on pidetty Euroopan Unionin sekä Keskuspankkipolitiikan rakennetta. EMU-järjestelmän mukaisesti Euroopan Keskuspankki ei lainaa valtionpankeille, mutta lainoittaa yksityisiä pankkeja. Keskenään erilaisten euromaiden taloutta on haastavaa ohjailla yhteisillä välineillä, sillä tarve toimenpiteille on erilainen. Kriisimaille hyödyksi ollut euron arvon laskeminen olisi ollut taloudeltaan hyväkuntoisille valtioille kielteinen ilmiö. EKP:n keskitetysti harjoittama rahapolitiikka, sekä

finanssipolitiikan hitaat vaikutukset ovat omiaan hidastamaan kriisistä toipumista ja uuden, vakaan talouskasvun saavuttamista. (Sokala 2011a; Rouvinen & Ylä-Anttila)



Kuvio 6: Bruttokansantuotteen muutos (Valtionkonttori 2011)

Kuviossa 6 nähdään selkeästi niin Yhdysvaltain kuin euroalueenkin bruttokansantuotteen notkahdus finanssikriisin seurauksena. Asuntomarkkinoilta vuonna 2006 alkaneen kriisin vaikutukset reaalityöelämään ja sitä kautta bruttokansantuotteen määrään näkyvät selkeästi kuviossa. Yhdysvaltain kohdalla lievää laskua on havaittavissa jo vuodesta 2003 alkaen. Kuten luvussa 4 kerrottiin, eivät yhdysvaltalaisien keskipalkat pysyneet kehityksestä inflaation tasolla ja markkinoille aiheutui ylikuumentumistiloja. Bruttokansantuotteen hienoinen lasku on saattanut ennakoita tapahtumaketjua ja olla yhtenä perimmäisenä syynä tilanteen kärjistymiseen.

Euroalueella bruttokansantuote puolestaan pysyi vielä lähes stabiilina vuoden 2007 ajan. merkittävä notkahdus koettiin finanssikriisin rantautumisen seurauksena vuonna 2008 ja pudotus jatkui voimakkaana vuonna 2009. Vuoden 2010 aikana elvytystoimet alkoivat vaikuttaa. Myönteinen kehityskulu näkyy selkeästi sekä Yhdysvaltain että Euroalueen bruttokansantuotteen kehityksessä. Valtionkonttorin ennusteen mukaan bruttokansantuotteen kehitys tasaantuu maailmanlaajuisesti vuosien 2011-2013 aikana.

Kuten luvusta 5 käy ilmi kriisin jälkihoitoon on kulutettu pelkästään Euroopassa satoja miljardeja euroja. Euroopan keskuspankki on lainannut maksuvaikeuksiin joutuneille pankeille suuria summia toiminnan jatkuvuuden ylläpitämiseksi ja tukenut maksuvaikeuksiin joutuneita maita kymmenien miljardien eurojen edestä ostamalla sekundäärimarkkinoilta niiden valtion velkakirjalainoja. Vastaavan kaltaiset yritysten ja pankkien tukipaketit olivat myös käytössä Yhdysvalloissa kriisin hoidossa.

7.2 Vaikuttavat tekijät

Kuten opinnäytetyössä ollaan esitetty, Yhdysvaltain velkakriisi sai alkunsa asuntomarkkinoiden ylikuumenemisen seurauksena. Opinnäytetyön tutkimuksen perusteella tärkeimmät vaikuttavat tekijät olivat poliittisista lähtökohdista kummunnut löyhä luotonmyöntöpolitiikka ja sen seurauksena kasvanut huonolaatuisten subprime-lainojen osuus pankkien luottokannassa. Lainojen arvopaperistaminen ja niputtaminen monimutkaisiksi johdannaisiksi loi kompleksisia riippuvuussuhteita rahoitusmarkkinoille, joita ei täysin ymmärretty. Luottoluokittelun epäjohtonmukaisuuden seurauksena sijoittajilla ei ollut realistista mahdollisuutta arvioida sijoitustensa riskiä. Luottovakuutusjohdannaisten avulla voitiin asettaa panoksia kohteisiin, joihin sijoittajilla ei ollut mitään reaaliyhteyttä. Kun asuntojen hinnat kääntyivät laskuun realisoituvat subprime-luotot ja luottovakuutusjohdannaiset laukesivat. Tämän johdosta tuotteita myyneitä investointipankkeja ja vakuutusyhtiöitä joutui velkasaneerauksen partaalle.

Opinnäytetyössä selviää, että Yhdysvaltain finanssikriisin vaikutukset euroalueeseen olivat välittömät. Kun yhdysvaltalaiset subprime-lainoja myyneet investointipankit ja rahastot alkoivat osoittaa merkkejä maksuvaikeuksista, näkyivät vaikutukset myös euroalueella Euroopan ollessa suurin ulkomainen markkinapaikka subprime-luotoista muodostetuille johdannaisille. Varojen kotiuttamisen seurauksena pörssikurssit kääntyivät laskuun. Yhdysvaltalaisen investointipankki Lehman Brothersin konkurssin jälkeen niin Yhdysvaltain kuin Euroopan pankkisektorin valtasi luottokriisi, kun pankkien usko toisiinsa ja lainanhoitokykyyn järkkäyi.

Vaikka alkusysäys euroalueen kriisiin tulikin opinnäytetyön löydösten mukaan Yhdysvalloista puhjenneella finanssikriisillä, oli Euroopan Unionin velkakriisin puhkeamisen syyt syvällä rahaliiton ja jäsenmaiden rakenteissa. Alijäämätalouksien kansantalouden hoito julkisen sektorin velkaa lisäämällä koettiin yleisesti epäterveeksi menetelmäksi sen ylittäessä EU:n perustuslaissa määritellyt raja-arvot. Todellinen velkakriisi kuitenkin eskaloitu, kun Kreikan virallisesti ilmoittamat talousluvut osoittautuivat manipuloiduiksi. Luottoluokittajien laskiessa Kreikan luokitusta finanssikriisistä herkästynyt maailmantalous ja rahoitusmarkkinat reagoivat negatiivisesti. Markkinoiden negatiivinen reaktio ja luottamuspula nostivat korot korkealle ja

ajoiivat Kreikan velkakriisiin. Myöhemmin vastaavan ylivelkaantumisen seurauksena myös muiden euroalueen maiden luottoluokitusta on laskettu.

Yhdysvaltain finanssikriisin yhteydet ovat näin ollen ilmeiset euroalueen kriisin syntyyn. Perimmäisiksi syiksi voi edellä mainittujen seikkojen perusteella nostaa kaksi tekijää. Maailman talouden yhdentymisen sekä rahoitusmarkkinoilla käytävän sähköisen kaupankäynnin mahdollistaman välittömän vuorovaikutusmahdollisuuden ja tiedon siirron.

Useat tahot, kuten yhdysvaltain kriisinaikainen valtionvarainministeri Henry Paulson, ovat ilmaisseet finanssikriisin olleen yllättävä, sillä riskien katsottiin olevan hallinnassa. Vielä elokuussa 2007 AIG:n pääjohtajan mukaan riskien realisoituminen luottovakuutusten osalta ei ollut huolen aiheena. Rahoitusjärjestelmien mahdollisesta epätasapainosta oli kuitenkin yritetty nostaa keskustelua muun muassa taloustieteilijöiden ja vaikuttajien joukossa. Muun muassa Raghuram Rajan, IMF:n pääekonomisti, ilmaisi huolensa ja julkaisi syyskuussa 2005 tutkielmansa siitä, kuinka finanssialan kehitys on tehnyt markkinoista riskialttiimmat. Johdannaisilla käyty kauppa ei kuitenkaan taantunut, sillä sen koettiin olevan vähäriskistä kuitenkin suurilla tuotto-odotuksilla. Välittäjille ei muodostunut henkilökohtaista vastuuta riskien realisoitumisesta, joten niitä oltiin myös valmiita ottamaan. (The Inside Job. 2010.)

Euroopassa tilanne oli hieman erilainen. PIIGS maiden velkaantuminen oli seurausta valtioiden harjoittamasta talouspolitiikassa, jossa alijäämää yritettiin paikata vieraan pääoman turvin kansallisen ostovoiman säilyttämiseksi, kuten luvuissa 2.2 ja 2.3 selitetään. Velkaantuminen oli näiltä osin siis tiedostettua. Sen määrän kasvu korkeaksi puolestaan johtui edullisesta pääomasta, jota oli tarjoilla muun muassa Sakasta ja Ranskasta. Vääristellyt talousluvut johtivat harhaisiin käsityksiin maiden varallisuudesta. Väite siitä, että PIIGS-maiden velkaantumista ei huomattu, pitänee näin ollen ainakin osittain paikkansa

Luvun 6.2 mukaisesti Kiinaa voidaan pitää merkittävänä taustavaikuttajana Yhdysvaltain finanssikriisin synnyssä. Voimakas pääomavirta mahdollisti jatkuvan kulutuksen kasvun sekä lopulta talouden ylikuumenemisen. Kiina näyttäisi siirtyneen maltillisempaan rahoitusstrategiaan finanssikriisin seurauksena. Sen dollarivarannot ovat kuitenkin edelleen huomattavat. Maltillisten talouskasvuennusteiden johdosta Kiinan merkitys globaalina rahoittajana saattaa hieman pienentyä. Kiinalla on tuki edelleen käytettävissään huomattavat valuuttavarannot. Kiinan ollessa voimakkaasti sidoksissa sekä Yhdysvaltoihin että euroalueeseen, ovat kriisien vaikutukset näkyneet väistämättä myös Kiinassa. Vaikka Euroopan Unioni on tällä hetkellä Kiinan merkittävin kauppakumppani, uskon, että mikäli euroalueen velkakriisi pitkittyy entisestään, kanavoi Kiina vaihdantaansa taas enemmän Yhdysvaltoihin painottuvaksi.

8 Päätelmät

Opinnäytetyössä käsiteltiin Yhdysvaltain finanssikriisiä sekä euroalueen velkakriisiä. Työn tavoitteena oli selvittää näiden kriisien keskeisten tapahtumien lisäksi kriisien yhtymäkohtia. Pohdintaan lisättiin lisäksi Kiinan vaikutus tapahtumakulkuun, Kiinan ollessa merkittävä taustatekijä finanssikriisin synnyssä. Opinnäytetyön löydösten perusteella voidaan Krugmanin finanssikriisin noidankehä soveltaa finanssikriisiä ja euroalueen kriisiä yhdistäväksi kuvioksi.

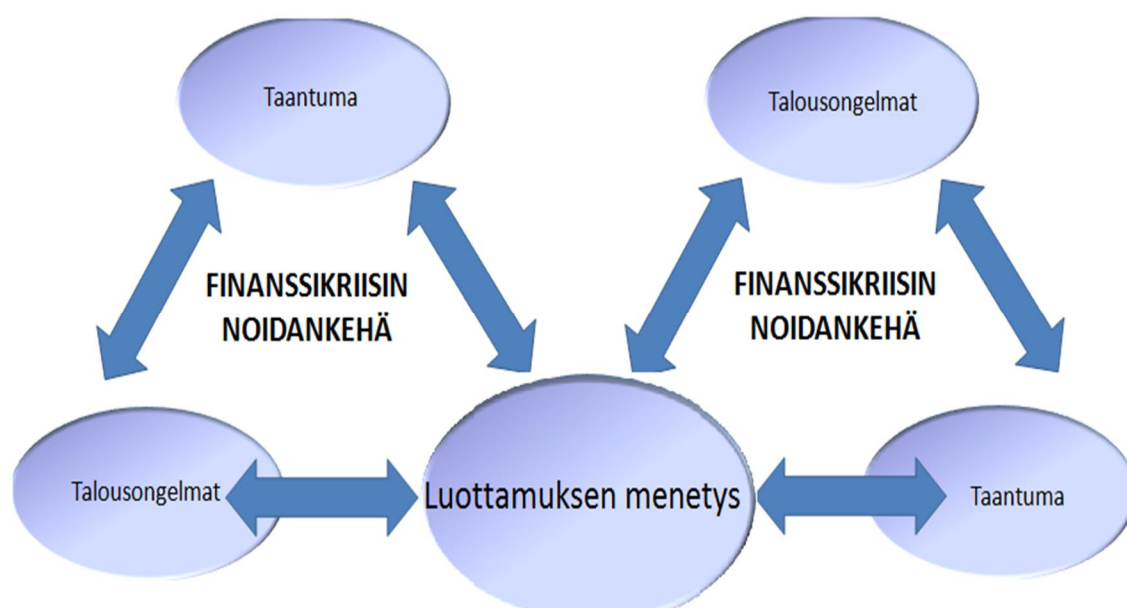
Yhdysvaltain finanssikriisin synnyn taustatekijöiden todettiin olevan moninaiset. Kriisin syntyyn havaittiin vaikuttavan useita tekijöitä. Kriisin synnyn taustalla vaikuttaneiden yksittäisten tapahtumien väliset suhteet laukaisivat ketjureaktion, joista kriisi muodostui. Tutkimuksen edetessä huomattiin myös, että euroalueen taloudessa oli osittain samoja ongelmakohtia kuin Yhdysvalloissa. Näin ollen finanssikriisin leviäminen euroalueelle oli opinnäytetyön tulosten perusteella nopeaa ja väistämätöntä. Finanssikriisin seurauksena muodostuneen euroalueen velkakriisin päätekijöiden voidaan kuitenkin suurimmaksi osaksi katsoa olevan rakenteellisia. Kiinan vaikutus havaittiin merkitykselliseksi finanssikriisin syntyyn. Yhtymäkohdista euroalueen velkakriisiin ei kuitenkaan löydetty vastaavaa näyttöä.

Johtopäätöksenä voidaan todeta Krugmanin esittämän Finanssikriisin noidankehän (luku 3) päteeneen niin finanssikriisin kuin euroalueen velkakriisinkin muodostumisessa. Krugmanin mallin mukaisesti kummankin kriisin havaittiin voimistuman luottamuspuolan, taloudellisten ongelmien ja taantuman vaikuttaessa toisiinsa negatiivisesti. Opinnäytetyössä esitettiin lisäksi Krugmanin mallista edelleen sovellettu versio, jossa finanssikriisin noidankehän tapahtumien vuorovaikutussuhteet olivat Krugmanin mallia voimakkaammat. Opinnäytetyössä esitetyssä finanssikriisin noidankehän kahdensuuntaisessa kehälogiikassa tapahtumien järjestys ei muuta niiden keskinäistä vaikuttavuutta. Opinnäytetyössä finanssikriisin tapahtumista tehtyjen havaintojen perusteella kahdensuuntainen kehälogiikka näyttäisi myös pätevän kriisien edetessä.

Opinnäytetyön tavoitteena oli selvittää Yhdysvaltojen ja euroalueen kriisien yhtymäkohta. Tätä varten luotiin Krugmanin finanssikriisin noidankehään perustuva uusi malli, joka avulla yhdistettiin Yhdysvaltojen finanssikriisi ja euroalueen kriisi toisiinsa. Malli, jossa noidankehät on yhdistetty, kuvaa finanssikriisin noidankehän kerrannaisvaikutuksia kansantalouksissa. Opinnäytetyössä selvitetyn kriisien ajallisen kulun perusteella päädyttiin yhtymäkohdaksi kriisien välille asettamaan luottamuksen menettämisen. Edellä mainittujen kriisien syntyyn vaikuttavien tekijöiden perusteella kriisit näyttäisivät yhtyvät alla olevan kuvion 7 mukaisesti. Luottamuksen menetys muodostaa kuvion ytimen ja näin ollen on kriisien yhtymäkohta. Krugmanin teorian mukaan finanssikriisi voi saada alkunsa mistä tahansa kuvion ellipsistä. Esittämässäni mallissa tapahtumat voivat lisäksi liikkua sekä myötä että vastapäivään.

Periaatteessa kuvioon olisi mahdollista lisätä vielä useampiakin kansantalouksia edustavia noidankehä.

Kuvitellaan, että vasemmalla pyörii Yhdysvaltain finanssikriisin noidankehä ja oikealla vastaava tapahtumaketju euroalueella. Opinnäytetyössä esitettyjen havaintojen perusteella voidaan todeta Yhdysvaltain kriisin saaneen alkunsa vasemmassa alakulmassa sijaitsevasta ellipsistä, taloudellisista ongelmista. Taloudelliset ongelmat ilmestyivät asuntomarkkinoilla vallinneen hintakuplan puhkeamisen seurauksena.



Kuvio 7: Finanssikriisin noidankehän kerrannaisvaikutukset kansantalouksissa

Hintakuplan puhkeamisen seurauksena asuntolainoihin yhdistetyt johdannaiset ajoivat pankkisektorin, mukaan lukien suuret investointipankit ja vakuutusyhtiöt ahdinkoon. Finanssikriisin noidankehän logiikan mukaisesti tapahtumaketju käynnistyi, ja noidankehä alkoi pyöriä. Talousongelmia seurasi Yhdysvaltojen markkinoilla näin ollen keskimmäisen ellipsin osoittama luottamuksen menetys. Luottamus oli menetetty ennen kaikkea johdannaisista muodostuviin rahastoihin ja suuriin investointipankkeihin ja vakuutusyhtiöihin.

Virtuaalisen kaupankäynnin seurauksena keskimmäisen ellipsin osoittama luottamuksen menetys vaikutti myös euroalueen markkinoihin välittömästi. Syntyi luottokriisi pankkien välisen luottamuspulan seurauksena. Pankkien halukkuus lainata pääomia toisilleen katosi. Luottamuspulasta johtuneen luottokriisin seurauksena Yhdysvalloista alkaneen finanssikriisin vaikutukset näkyivät myös Euroopassa.

Luottamuspula ja vaikeutunut lainansaanti sysäsi liikkeelle euroalueella finanssikriisin noidankehän mukaisen tapahtumaketjun. Syntynyt luottamuspula voimisti talousongelmien

kehittymistä. Kun lainansaanti vaikeutti, nousivat korkotasot. Yritysten toiminta vaikeutui ja useat yritykset ajautuivat ahdinkoon. Euroalue siirtyi taloudellisten ongelmien ellipsiin. Tätä vaihetta voitaneen pitää merkityksellisimpänä euroalueen kriisin muodostumisessa. Taloudelliset vaikeudet toivat opinnäyteyön selvityksen perusteella esille ne rakenteelliset puutteet euroalueella, jotka ovat olleet taustana toisaalta hitaasta finanssikriisistä toipumiselle ja toisaalta velkakriisin synnylle.

Finanssikriisin noidankehän viimeisessä vaiheessa Yhdysvallat siirtyi luottamuspulasta taloudellisen taantuman ellipsiin, euroalueella kehitys eteni puolestaan taloudellisten ongelmien vaikutuksesta taantumaan. Finanssikriisin noidankehän kaikki uhkaskenaariot olivat toteutuneet kuvion 7 mukaisesti. Yhteydet Yhdysvaltain ja euroalueen kriisien välillä ovat näin ollen vahvat.

Lähteet

Hutton, W. 2007. The Writing on the Wall. China and the West in the 21st Century. Lontoo: Little, Brown.

Juntunen, E. 2009. Maailma talouskriisin jälkeen. Puhallustaloudesta reaalityouteen. Tampere: Juvenes Print.

Knüpfer, S. & Puttonen, V. 2004. Moderni rahoitus. Helsinki: Werner Söderström.

Krugman, P. 2009. Lama Talouskriisin syyt, seuraukset ja korjauskeinot. Porvoo: WS Bookwell.

Nouriel, R & Mihm, S. 2010. Kriisitaloustiede. Pietiläinen K. Helsinki: Painopaikka Hakapaino.

Pohjola, M., Pekkarinen, J. & Sutela, P. 2006. Taloustiede. Porvoo: WSOY.

Rouvinen, P. & Ylä-Anttila, P. 2010. Kriisin jälkeen. Helsinki: SITRA.

Seppänen, E. 2009. Hullun rahan tauti ja sen hoito. Helsinki: TA-Tieto.

Sähköiset lähteet

Acharya, V., Philippon, T., Richardson, M. & Roubini, N. 2009. A Bird's-Eye View. The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies. Viitattu 10.5.2012.
<http://www.cepr.org/meets/wkcn/1/1716/papers/prol.pdf>

Ahokas, J. & Holappa, L. 2011. Euroalueen velkakriisi: syyt, seuraukset ja ratkaisut. Viitattu 12.5.2012. <http://rahajatalous.wordpress.com/2011/02/08/euroalueen-velkakriisi-syyt-seuraukset-ja-ratkaisut/>

Baily, M., Litan, E. & Johnson, M. 2008. The Origins of the Financial Crisis. Viitattu 10.5.2012.
https://docs.google.com/viewer?a=v&q=cache:k-2CCWVeID0J:www.brookings.edu/~media/Files/rc/papers/2008/11_origins_crisis_baily_litan/11_origins_crisis_baily_litan.pdf+Baily,+M.,+Litan,+R.+%26+Johnson,+M.+2008.+The+origins+of+the+Financial+Crisis.&hl=fi&gl=fi&pid=bl&srcid=ADGEESisKd4_k_tsx_ww41XwTaqcJWu0FukRYgRpz_rNcuMfryFGkzFStxzLkC4RB7BYuNBZcMB86xdT3R4hLz5W3QT6lVi9nQzaF9jOAcgWpJh60RTnB1KwEbJQJWzjsL401IRiNiXU&sig=AHIEtbT7a1jmLnVNOOfKC_FBbAyOyAXyfg

Euroopan Keskuspankki. 2012. Finanssikriisin keskeisiä tapahtumia joulukuusta 2005 eteenpäin. Viitattu 13.5.2012. <https://www.ecb.int/ecb/html/crisis.fi.html>

Euroopan komissio 2012. Tiiviimmät suhteet Kiinaan. Viitattu 13.5.2012.
http://ec.europa.eu/news/external_relations/120216_fi.htm

Ferguson, C. 2010. The Inside Job. Sony Pictures Classics. (elokuva)

Hirvelä, T. 2010. Finanssikriisin syyt ja seuraukset sekä EKP:n rahapoliittinen elvytys. Viitattu 13.5.2012
https://publications.theseus.fi/bitstream/handle/10024/13618/Hirvela_Teemu.pdf?sequence=1

Lahden Ammattikorkeakoulu 2012. Toimintaohje kriisitilanteita varten. Viitattu 11.5.2012.
<http://www.lamk.fi/material/kriisiohje.pdf>

Kuusela, V. 2009. Suuri lama teki työvoimatutkimuksesta otostutkimusten edelläkävijän. Viitattu 10.5.2012. http://www.stat.fi/artikkelit/2009/art_2009-03-16_008.html?s=0

Sokala, H. 2011a. Talouskriisi ja euro: Alun loppu - vai lopun alku?. Viitattu 12.5.2012. <http://www.taloussanomat.fi/talouskriisi/2011/09/12/talouskriisi-ja-euro-alun-loppu-vai-lopun-alku/201112787/294>

Sokala, H. 2011b. Talouskriisi: Näin Amerikan mätä korttitalo rakennettiin. .Viitattu 11.5.2012. <http://www.taloussanomat.fi/talouskriisi/2011/09/14/talouskriisi-nain-amerikan-mata-korttitalo-rakennettiin/201112964/294>

Sokala, H. 2011c. Talouskriisi: Näin Kiina auttoi Amerikan itsepetosta. Viitattu 13.5.2012. <http://www.taloussanomat.fi/talouskriisi/2011/09/15/talouskriisi-nain-kiina-auttoi-amerikan-itsepetosta/201113057/294>

Suomen Pankki 2012a. BOFIT Kiina-ennuste 2012-2012. Viitattu 14.5.2012. http://www.suomenpankki.fi/bofit/seuranta/kiina_ennuste/Documents/bke112.pdf

Suomen Pankki 2012b. Rahoitusjärjestelmä lyhyesti. Viitattu 10.5.2012. http://www.suomenpankki.fi/fi/rahoitusjarjestelman_vakaus/lyhyesti/Pages/default.aspx

Suomen Pankki 2012c. Valtion luottoluokitus. Viitattu 13.5.2012. http://www.vm.fi/vm/fi/09_valtiontalous/08_valtionvelka/03_valtion_luottoluokitus/index.jsp

Valtionkonttori 2011. Talous- ja markkinakatsaus: Maailmantalous elpyy edelleen - Suomi mukana. Viitattu 13.5.2012. <http://www.valtiokonttori.fi/uutiskirjeet/public/default.aspx?contentid=38173>

Vanhala, L. 2011. Veloilla on eroa: asuntolaina ei ole sama asia kuin valtion velka. Viitattu 13.5.2012. <http://suomenkuvalehti.fi/jutut/talous/veloilla-on-eroa-asuntolaina-ei-ole-sama-asia-kuin-valtion-velka>

Wessman, R. 2011. Portugaliin liittyen pari perusfaktaa valtionlainoista. Viitattu 11.5.2012. <http://newsroom.nordea.com/fi/blogpost/portugaliin-liittyen-pari-perusfaktaa-valtionlainoista/>

Kuviot

Kuvio 1: Rahoituksen välitys (Mukaillen Suomen Pankki 2012)	11
Kuvio 2: Rahoitusmarkkinoiden tasapaino (Pohjola ym. 2006, 97).....	12
Kuvio 3: Finanssikriisin noidankehä (Mukaillen Krugman 2009, 94).....	16
Kuvio 4: Finanssikriisin noidankehän kahdensuuntainen kehälogiikka.....	17
Kuvio 5: Kiinan BKT:n muutos ja ennuste vuosille 2012-2012 (Suomen Pankki 2012).....	33
Kuvio 6: Bruttokansantuotteen muutos (Valtionkonttori 2011).....	37
Kuvio 7: Finanssikriisin noidankehän kerrannaisvaikutukset kansantalouksissa.....	41