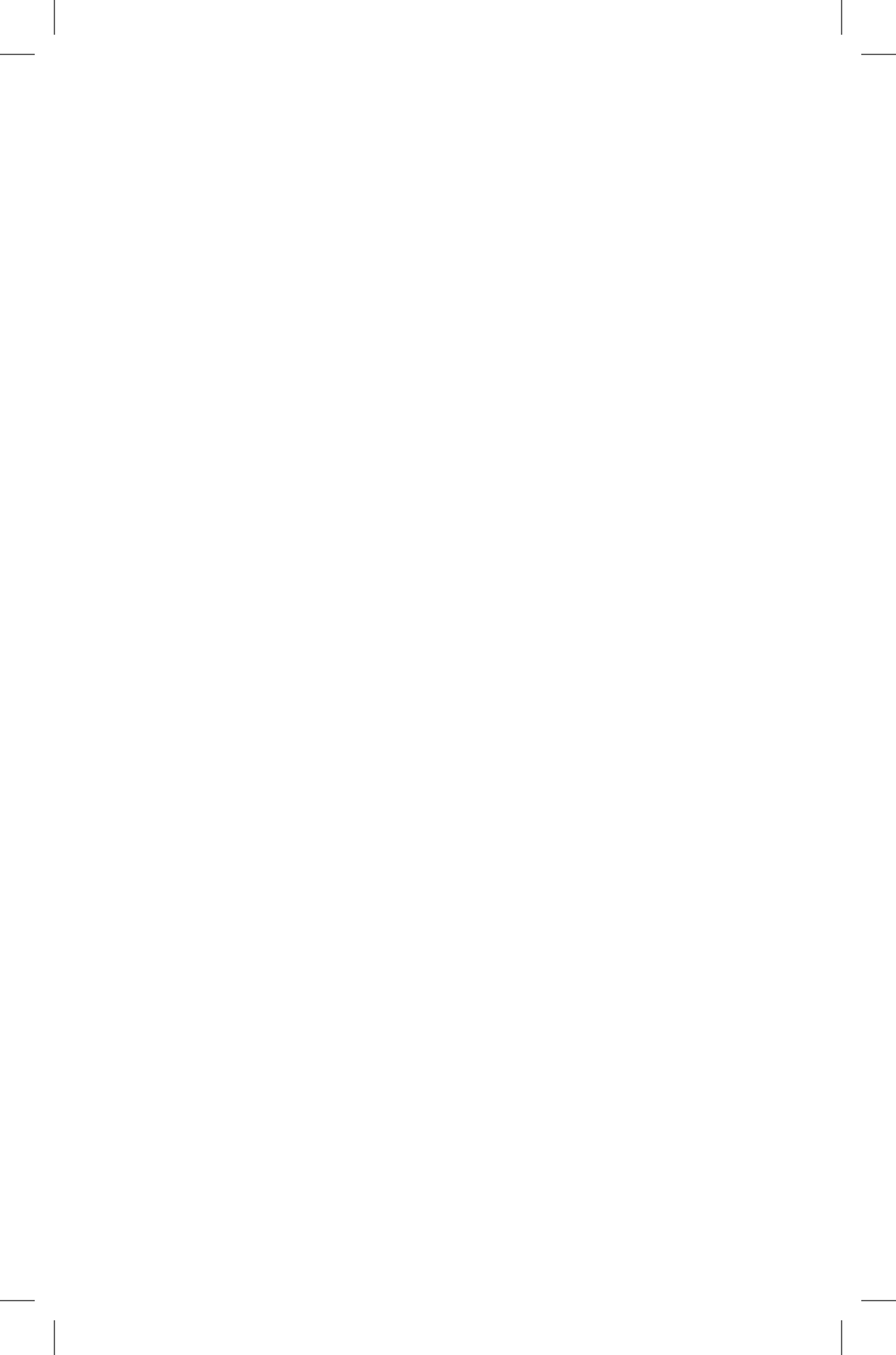


ÖNNENPYÖRÄ
VAI VENÄLÄINEN RULETTI?

*Finanssikriisi 2008–2009
Tausta, kulku ja seuraukset*





SISÄLLYSLUETTELO

LUKIJALLE	6
JOHDANTO	12

ENSIMMÄINEN LUKU

Nils Torvalds

<i>Yhteiskunnallisia ratkaisuja, sääntelyn purkua ja markkinayllätyksiä</i>	17
---	----

TOINEN LUKU

Sven-Erik Kjellman

<i>Pankkikriisi ja säästöpankkikriisi – taistelu eloonjäämisestä</i>	37
--	----

KOLMAS LUKU

Kim Lindström

<i>Rahoituskriisi ja pankkien kaatuminen</i>	57
--	----

NELJÄS LUKU

Kim Lindström

<i>Pörssit ja vipurahastot rahoituskriisissä</i>	69
--	----

<i>Lyhyesti lyhykesimyyntistä (short selling)</i>	86
---	----

VIIDES LUKU

Susanne Stenfors

Abneus ja huono johtajuus 91

Investointipankkien roolista 110

KUUDES LUKU

Peter Storsjö

Säästäminen

– kestävän kehityksen edellytys 115

SEITSEMÄS LUKU

Kim Lindström ja Nils Torvalds

Tie ulos

– helppoa reittiä ei ole 129

Helmud Schmidtin ratkaisuehdotus 156

LUKIJALLE

Kädessäsi on viiden kirjoittajan esitys talouskriisin taustoista ja seurauksista. Kirjoittajat kertovat selkokielellä mistä luottamuskriisi sai alkunsa ja minkälaisiin ongelmiin se on johtanut sekä pankki- että muussa liiketoiminnassa. Lukijan on helppo muodostaa yleiskuva monista finanssikriisin keskeisistä piirteistä.

Kirjoittajat painottavat tilanteen vakavuutta. Edes ammattimaisilla sijoittajilla tavallisista ihmisistä puhumattakaan ei ole keinoja seurata ja valvoa sijoitettujen varojen käyttöä. Kirjassa kuvatut sijoittajien huikeat voitot ja riskisijoittamisen globaali laajuus synnyttävät kansalaisissa epävarmuutta ja huolta.

Kirja ohjaa pohtimaan miten talouspolitiikan laininlyöntien ja väärin valintojen seuraukset aikanaan maksetaan. Samalla syntyy vaatimus siitä, että pääomamarkkinoille tarvitaan selkeää ja neutraalia sääntelyä sekä läpinäkyvyyttä. Kaikilla pääomamarkkinoiden toimijoilla on oikeus saada laadukasta ja riittävää tietoa sijoitustensa pohjaksi. Nyt tehtyihin virheisiin ei ole varaa toista kertaa.

Kirja tarjoaa hyödyllisen tietopaketin sijoittamisesta, säästämisestä, osakemarkkinoiden mekanismeista ja ratkaisuehdotuksista. Siinä myös pohditaan, miksi Suomen poliittinen eliitti suhtautuu kovin pidättyvästi ko-

titalouksien osakesäästämiseen. Osakesäästämistä ei pidetä suotavana ja tänäkin päivänä kansalaisia rohkaitaan ensisijaisesti asunto- ja vapaaehtoiseen eläkesäästämiseen. Onko tämä painotus järkevä Suomen kansantalouden kannalta?

Toisaalta tähän voidaan vastata: jos ammatilaisi-kaan eivät aina osaa sijoittaa osakemarkkinoilla edes omalta kannaltaan hyödyllisesti, kuinka sellaista voisi edellyttää ei-ammattilaisilta? Yksittäisten toimijoiden sijoituspäätökset eivät välttämättä edistä kokonaisyhteiskunnallista etua. Olisiko investointien tasapainosta huolehtiminen sittenkin pikemminkin politiikan kuin yksittäisten ”homo economicusten” vastuulla?

Tämä kirja on uusien suomalaisten yhteiskuntapoliittisten ajatuspajojen ensimmäinen yhteinen julkaisu. Kiitämme kirjoittajia ja toivomme pamfletin innostavan analyttiseen keskusteluun talouskriisin syistä ja ratkaisukeinoista.



Helsingissä 23.3.2009

Anneli Bauters, Vihreän Sivistysliiton ajatuspaja

Catharina Gripenberg, Ajatuspaja Lokus

Ruurik Holm, Vasemmistofoorumi

Karina Jutila, Ajatuspaja e2

Markku Pyykkölä, Suomen Toivo -ajatuspaja

Vuonna 2006 perustettu *Ajatuspaja e2* on arvopohjaltaan edistysmielinen ja sivistysliberaali ajatuspaja. Se arvioi yhteiskunnan tilaa eri näkökulmista sekä tuottaa uusia keskustelunavauksia ja ratkaisuvaihtoehtoja keskeisiin yhteiskunnallisiin haasteisiin. Toimintaan ja julkaisuihin voi tutustua osoitteessa www.e2.fi



Vihreän Sivistysliiton ajatuspaja on keskittänyt toimintansa pienimuotoisiin tutkimuksiin ja selvityksiin. Näitä ovat mm. perustulomallit ja niiden merkitys suomalaiselle yhteiskunnalle, ekologinen verouudistus sekä kaupunkiliikenne ja ruuhkamaksut. Hankeraportit löytyvät kotisivuilta www.visili.fi

Poliittisesti merkittäviä ajankohtaisia asioita on nostettu esille seminaareissa, usein yhteistyössä muiden ajatuspajojen kanssa. Kv-yhteistyötä toteutetaan vihreän aatemaailman ajatuspajojen kanssa.



Suomen Toivo -ajatuspaja on Kokoomusta lähellä oleva ideahautomo, jonka tavoitteena on edistää vastuullisen markkinatalouden aatetta soveltavan tutkimuksen, koulutuksen ja julkaisu- ja tuotannon keinoin.

www.toivoajatuspaja.fi



Vasemmistofoorumi on yhteiskuntapoliittinen think tank, jonka tavoitteisiin kuuluu erityisesti vasemmistolaisen poliittisen keskustelun tuottaminen ja herättäminen. Vasemmistofoorumi muun muassa toteuttaa tutkimushankkeita, julkaisee kirjallisuutta ja järjestää seminaareja. Foorumilla on yli 100 tutkijan asiantuntijaverkosto sekä aktiiviset yhteistyösuhteet suomalaisen kansalaisyhteiskuntaan ja eurooppalaiseen vasemmistoon. Vasemmistofoorumi on mukana Transform! Europessa, joka on vasemmistolaisten poliittista analyysia tuottavien tahojen eurooppalainen yhteenliittymä.

www.vasemmistofoorumi.fi



Lokus on vuonna 2006 perustettu ajatuspaja, jonka ajatukset kumpuavat kansalaisyhteiskunnan voimavaroista ja näkökulmista. Lokuksen fokuksessa on:

- ruotsalaisuus Suomessa, jossa kieli on aktiivisen kansalaisuuden tunnusmerkki
- pienuuden suuruus; ihminen, asiayhteys, demokratia
- olla osallistava kohtaustapa yksi-, kaksi- ja monikielisille
- toivotut tulevaisuudet, joissa sosialiliberaalit arvot ohjaavat politiikkaa

Lokus on European Liberal Forumin jäsen vuodelta 2008. Hallinnollisesti Lokus kuuluu Svenska Folkskolans Vänner-yhdistykseen, joka on ruotsinkielinen sivistys- ja kulttuurijärjestö. Lokus julkaisee pamfletteja ja tutkimusraportteja, sekä järjestää kokouksia ja seminaareja. www.lokus.fi



Sven-Erik Kjellman

Koivulahden Säästöpankin eläkkeellä
oleva toimitusjohtaja

Kim Lindström

aktiivisijoittaja, pääomamarkkinakonsultti,
-kirjailija ja -kolumnisti

Susanne Stenfors

Interpersona Oy:n liikkeenjohdon konsultti,
entinen tilintarkastaja erikoisalanaan pankit

Peter Storsjö

entinen pankkiiri, nykyisin tilanomistaja
ja tuleva karjankasvattaja

Nils Torvalds

eläkkeellä oleva toimittaja,
keskustelija ja aktiivipoliitikko

JOHDANTO

Rahoituskriisin äkillisyys oli yleisimpiä keskustelunaiheita vuoden 2008 joulupäivällisillä. Useimmissa pöydissä istui luultavasti joku besserwisser, joka kertoi ennustaneensa kriisin tulon – jo kauan sitten.

Voi olla että tämä kriisi ei iskenyt kuin salama kirkaalta taivaalta.

Perjantaina 17. lokakuuta 2007 Financial Times julkaisi John Authersin pitkän artikkelin. Otsikko kertoi paljon: The anatomy of a crash – Romahduksen anatomia. Helmikuussa 2008 amerikkalaiset tutkijat, Carmen Reinhart ja Kenneth Rogoff, julkaisivat artikkelin, jossa he perustellusti ennustivat, että kriisistä voi tulla vakava.

Artikkelien liitteinä olleet graafiset esitykset kertoivat selvääkin selvemmin, että pörssi noudattaa tiettyä säännönmukaisuutta. Vuoden 1929 suuren laman ensimmäisen vuoden pörssi-indeksikäyrä osoittautui lähes identtiseksi vuoden 1987 käyrän kanssa. Osakekurssien ja tulosten välinen suhde-ero (price/earnings) oli noussut pilviin. Ylikuumentuneiden asuntohintojen ja pankkien lainanannon suhteen olisi pitänyt varoittaa. Eivätkä samankaltaisuudet pääty tähän. Myös vuodenaajat osuvat yhteen. Lokakuu näyttää olevan vaikea pörssikuukausi.

On myös suuria eroavaisuuksia, joista juuri kukaan ei uskalla sanoa mitään selkeää ja yksiselitteistä.

Tämä on läpiglobalisoituneen maailman ensimmäinen suuri talouskriisi. Mutta läpiglobalisoituneessa maailmassa on pelaajia, jotka noudattavat eri sääntöjä. Tammiin alun tiedot viittaavat siihen, että Kiina ja mahdollisesti myös Venäjä arvelevat voivansa devalvoida itsensä kuiville kriisistä. Tämä merkitsee, että ne yrittävät siirtää oman osuutensa, jos sellaista yleensä onkaan, globaalien markkinoiden muille toimijoille. Yhdysvallat yrittää ehkä hyödyntää dollarin asemaa kansainvälisenä varavaluuttana päästäkseen pälkähästä.

Tämä on myös ensimmäinen suuri kriisi, jota EU yrittää hillitä. Mutta demokratiavajeen ja päättämättömyyden luoma kaksois-ongelma uhkaa unionin toimintakykyä. Siten olemassa eritasoisten kansallisten päättäjiin ja Euroopan keskuspankin ja EU:n välillä on konflikti. Missä tahansa kriisissä tämä olisi huono lähtötilanne.

Myös kansallisella tasolla on ollut erimielisyyksiä. Ensin kriisiin ei oikeastaan pitänyt lainkaan koskea Suomea. Sitten osoittautui, että olikin kiire ryhtyä elvytystoimiin, joita professori Antti Tanskanen ehdotti 8. tammiukuuta 2009.

Tämän pamfletin tarkoituksena ei ole ratkaista näitä ongelmia eikä sen väitetä siihen pystyvänäkään. Kyse on silti enimmäkseen asioista, joille on tehtävissä jotakin ja jotka koskevat kansalaisten luottamusta markkinoiden toimintaan. Tässä julkaisussa yritämme katsoa asiaa tavallisen kansalaisen näkökulmasta. Emme heittäydy suureen teoriakeskusteluun kriisien syistä. Keskustelu olisi

kylläkin mielenkiintoinen ja heijastuisi päivän poliittisiin päätöksiin. Osakesäästäjän näkökulmasta on kuitenkin tärkeää, että hänelle annetaan jotakuinkin tasavertaiset mahdollisuudet nähdä mitä äärettömän mutkikkailla, globaalistuneilla elektronisoiduilla ja asymmetrisillä rahoitusmarkkinoilla suurin piirtein tapahtuu.

Peräänkuulutamme läpinäkyvyyttä, ei lopullisia tai ikuisia ratkaisuja. Ihmiskunta tulee vastaisuudessaakin kokemaan talous- ja rahoituskriisejä. Laskukausien syvyys riippuu aina siitä, kuinka paljon ”ilmaa” järjestelmässä sallitaan tämän riskin arvioimiseksi. On kohtuullisen tarkkoja mittareita, mutta ne vaativat toimiakseen luotettavia taustatietoja.

Emme myöskään tarvitse raskaita kansallisia tai ylikansallisia järjestöjä, jotka tarkkaan tutkisivat jokaisen paperin. Yhdysvaltain kongressin käsitellessä tarvittavia talouden tukitoimia tuli esiin myös tavallisuudesta poikkeava ehdotus: sen mukaan läpinäkyvillä tiedoilla ja elektronisella kansalaisyhteiskunnalla voidaan luoda toimiva ”wikifinanssi”, joka on sekä halvempi että tehokkaampi kuin byrokraattiset ratkaisut.

On kuitenkin tärkeää muistaa, mitä aiemmin on tapahtunut. Siksi olemme katsoneet myös taaksepäin, Suomen pankkikriisiin.

Pamfletti pyrkii tiettyyn logiikkaan. Ensimmäisessä luvussa Nils Torvalds kuvailee oloja, joissa subprime-lainat vähitellen luotiin. Toisessa luvussa on Sven-Erik Kjellmanin kuvaus Suomen edellisestä pankkikriisistä.

Mielenkiintoista Kjellmanin kuvauksessa on, kuinka paljon samankaltaisuuksia löytyy Suomen edellisestä ja meneillään olevasta kansainvälisestä kriisistä. Kyse on oikeastaan vain Suomen 1990-luvun kriisin laajentumisesta globaaleihin mittasuhteisiin. Kahdessa sitä seuraavassa luvussa Kim Lindström selostaa osaksi kriisin kulkua ja osaksi, millaisia rakenteellisia ongelmia markkinat loivat vipurahastoihin, veroparatiiseihin ja pörssiin liittyen. Susanne Stenfors kertoo viidennessä luvussa, millaisia sääntöjä moraalisesti ja taloudellisesti kestävien markkinoiden tulisi noudattaa. Peter Storsjö tarkastelee kuudennessa luvussa, kuinka markkinoiden tulisi toimia, jotta normaali kansalainen-osakesäästäjä voisi turvallisesti mielin säästää ja sijoittaa. Viimeisessä luvussa Kim Lindström ja Nils Torvalds piirtävät varovaisen tiekartan mahdollisuuksista selvitä kriisistä ja sen seurauksista.

Kukaan meistä ei usko, että olisimme keksineet pyörän tai ruudin tai kriisittömän talouden, mutta uskomme, että avoimempi ja läpinäkyvämpi toiminta voi hillitä heilahteluja ja tehdä kansalaisen elämän hiukan turvallisemmaksi.

Viimeiset korjaukset ja lisäykset tekstiin on tehty tammikuun 20. päivän tienoilla 2009. Tässä rajussa kehityksessä se tietää, että osa luvuista vanhenee nopeasti. Samassa tahdissa valuvat myös yltiöoptimistiset toiveet hiekkaan. Suotuisissa oloissa myös yltiöpessimistiset osoittautuvat vääriksi.



LUKU 1



*Yhteiskunnallisia ratkaisuja, sääntelyn purkua
– ja markkinayllätyksiä*

Nils Torvalds

Rotupoliittisten ja suurkaupunkien slummikortteleita koetelleiden 60-luvun kriisien jälkeen alkoi Yhdysvalloissa 70-luvulla keskustelu mm. näistä rappeutuneista keskustakortteleista. Sekä poliitikot että kansalaisaktivistit olivat näkevinään rappion takana tietoisien luotopolitiikan: pankit eivät myöntäneet luottoja samoilla ehdoilla. Ne näyttivät suosivan hyvinvoivaa eliittiä, jonka asiat olivat jo hyvin. Keskustelu johti vuonna 1977 uuteen lakiin nimeltä The Community Reinvestment Act. Tämän lain mukaan pankkien oli tehtävä tiliä lainojensa jakautumisesta ja siten taattava, että myös huonommat alueet pääsisivät osallisiksi rahavirroista.

Lakia on sittemmin arvosteltu siitä, että se olisi perustunut virheellisiin tai harhaanjohtaviin tietoihin, mutta myös arvostelu johtaa helposti harhaan. Selitettiin, että pankit olivat oikeastaan vain yrittäneet välttää liiallisia riskejä. Se merkitsi luonnollisesti, että keski- ja pientuloiset alueet saivat tilastollisesti pienemmän osan lainoista.



RISKILAINAT SOSIAALIPOLITIIKKANA

Jo samana vuonna 1977 kehittivät Salomon Brothers ja Bank of America ensimmäiset arvopaperit (MBS eli Mortgage Backed Securities), joiden vakuutena

käytettiin asuntolainoja. Seuraavana vuonna Lewis Ranierista tuli Salomon Brothersin hypoteekkiosaston johtaja. Ranieri oli amerikkalaisen unelman omin avuin menestynyt mies – self-made-man. Hänellä ei ollut varsinaista alan koulutusta, mutta hän oli kekseliäs ja uskomattoman tarmokas. Nousunsa Ranieri aloitti hoitaessaan Salomon Brothersin postitusosastoa. Tässä tehtävässä hän näytti kyntensä tehokkaana organisoijana. Sieltä hän nousi arvopaperidiileriksi.

Kiinnelainat olivat silloin vielä pieni ala. Hypoteekkipankit olivat myöntäneet lainoja 1,2 biljoonan dollarin arvosta.¹

Seuraava askel kehityksessä oli Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act -laki, jonka presidentti Jimmy Carter allekirjoitti 1980. Olenaista tässä lainsäädännössä ajateltaessa nykyistä rahoituskriisiä oli, että se lievensi kiskurikorkoja vastaan suunnattua osavaltioiden lainsäädäntöä. Valtakunnalliset pankit vapautuivat siten tällaisista rajoituksista.



KOROT JA VEROVÄHENNYKSET

Vuoden 1986 verouudistus (Tax Reform Act) muutti vielä enemmän tilannetta. Vuoteen 1986 saakka

erilaisten kulutuslainojen korot oli voinut vähentää verotuksessa. Tämä koski mm. autolainoja. Mutta verouudistuksen jälkeen oikeastaan vain asuntolainojen korot olivat vähennyskelpoisia.

Kolme perättäistä ja itse asiassa toisistaan riippumatonta lakia sekä yksi lainarahoitusta uudistanut ihmisen olivat yhtäkkiä luoneet tilanteen, joka tekivät asuntolainoista erityisen kiinnostavia pankeille ja muille luotonantajille. Vuoden 1977 laki pakotti rahalaitokset lainaamaan myös lainanottajille, jotka eivät täyttäneet normaaleja lainaehdoja. Vuoden 1980 laki vapautti ne osavaltioiden korkorajoituksista, ja vuoden 1986 verolaki teki asuntolainat muita kulutuslainoja edullisemmiksi. Se antoi lainanottajille myös mahdollisuudet selviytyä asuntomarkkinoiden suhteellisen korkeista koroista. Kaikki tämä johti uudenlaisiin rahoitusmarkkinoihin, jotka tarjosivat lainoja ns. subprime-koroilla, ts. koroilla, jotka olivat yleensä 2 prosenttiyksikköä tavallisia asuntolainakorkoja korkeampia.

Nämä rahoitusmarkkinat tulivat erittäin suosituiksi, ja juuri Ranieri ajoi järjestelmän läpi rahoittamalla riskilainoja ”asunnoin tuetuilla” arvopaperilla (Mortgage Backed Securities). MBS-arvopaperit rakentuivat monimutkaiselle matemaattiselle mallille, jossa riskiluokituksiltaan ja erääntymisajoiltaan erilaisia lainoja yhdistettiin arvopaperiksi, jotka mahdollistivat korkean tuoton. Mutta tuotto-odotukset rakentuivat kahdelle oletukselle.



TARJONTA LUO KYSYNTÄÄ

Ensimmäinen oletus perustui ajatukselle, että luottojen kasvu loisi uutta kysyntää, joka vuorostaan nostaisi asuntohintoja. Asuntolainojen luoman hintojennousun piti sen jälkeen korvata osan kohonneesta riskistä, jonka kaikki tunsivat jo ennakolta. Tavallisista lainanottajista alle kolme prosenttia tuhlassi lainansa, subprime-lainanottajista sitä vastoin 15 prosenttia.

Toinen edellytys oli asunoin tuettujen arvopaperimarkkinoiden jatkuva kasvu. Jotta se olisi mahdollinen, näiden arvopapereiden piti olla houkuttelevia. Tuoton piti siis olla riittävän suuri.

Paperilla rahoitusmarkkinajohdanniisiin perustuva ratkaisu näytti täysin mahdolliselta ja aluksi kaikki sujuikin kuin leikiten. Se johti jopa lainakannan kasvuun entisestään. Lainanottaja pystyi sanomaan vanhan lainansa irti asunnon arvon kohottua ja hankkimaan uuden, suuremman lainan. Erotuksen hän pystyi nostamaan rahana ja ostamaan auton.

Rahoitusmarkkinoiden ikiliikkuja oli keksitty.



IDEOLOGIA JA TALOUS

Ratkaisu tyydytti myös poliitikkoja. Asuntomarkkinoiden kasvuhan näytti lisäksi ratkaisevan jopa sosiaaliset ongelmat. Kyse oli tietysti myös hyvin voimakkaasta ideologisesta asiasta, joka todistaisi, että markkinat pysyvät ratkaisemaan ongelmia, joista poliitikot eivät olleet koskaan olleet selvinneet. Kaikki voisivat saada asunnon, jos vain kaikki uskoisivat taloudelliseen kehitykseen ja asuntojen vastaavaan arvonnousuun. Tai lainataksemme talouslehti Business Weekin kirjoitusta 29. marraskuuta 2004. Artikkeliki käsittelee Lewis Ranierin aikaansaannosta: ”And the market he created has funneled trillions into the American dream of homeownership.” [Ja hänen luomansa markkinat ovat ohjanneet biljoonia amerikkalaiseen unelmaan oman kodin omistajiksi.]

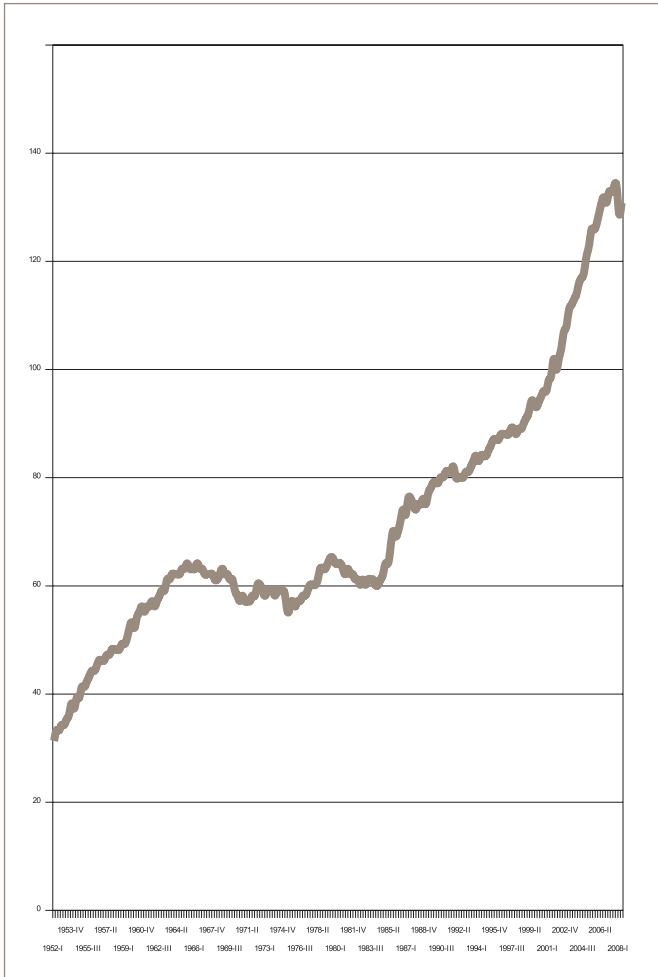
Kaavio osoittaa, että Yhdysvaltain kotitaloudet ovat yhä enemmän velkaantuneet. Samalla ovat asuntolainamarkkinat kasvaneet huimasti.

Subprime-lainat olivat siis yritys ratkaista joitakin hankalia sosiaalipoliittisia tehtäviä, mutta ratkaisu törmäsi ongelmiin, jotka näkyvät äärimmäisen selvästi, kun piirretään kaavio kotitalouksien veloista suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin.

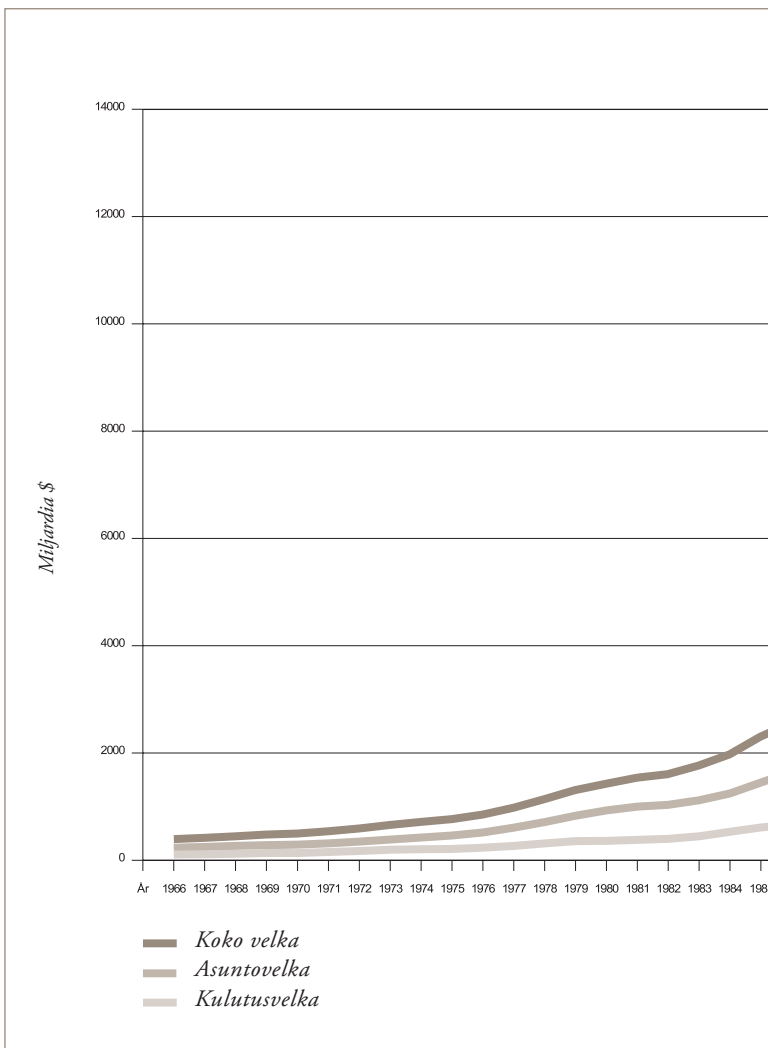
—► *[Kaaviot perustuu Federal Balance Sheet and Bureau of Economic Analysisin datasarjoihin. Materiaalin antoi käyttöön Dean Baker CEPR (Center for Economic and Policy Research) –tutkimuslaitoksesta Washington DC:ssä.]*

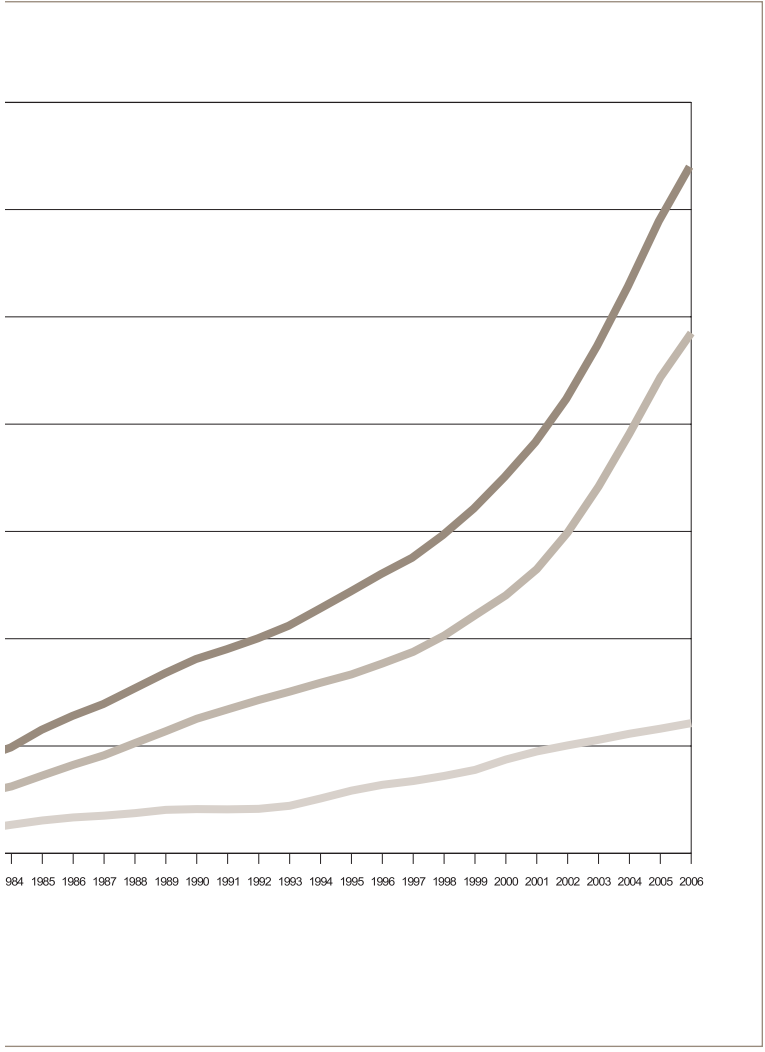
Yhdysvaltain taloudet

Velat prosentteina käytettävissä olevista kuukausituloista



Kotitalouksien velat 1966–2006





Käyrä on 1980-luvun lopulta saakka kääntynyt jyrkkään nousuun ja osoittaa siten, että BKT:n ja palkkojen olisi joko pitänyt nousta huomattavasti nopeammin tai että jatkuvasti kasvavaan velkaantumiseen perustuva ratkaisu oli itse asiassa mahdoton.



NOUSU, YLPEYS JA LANKEEMUS...

Lewis Ranieri itse oli äärimmäisen menestyksekkäs. Menestyttyään Salomon Brothersilla hän on kulkenut omaa tietään. Vuonna 2003 hän perusti mm. yrityksen nimeltä American Financial Realty Trust. Yhtiön listautuessa pörssiin saatiin kerätyksi 804 miljoonaa dollaria. Varhain kevättälvella 2008 Ranierin trusti sulautui toiseen samanlaiseen yritykseen nimeltä Gramercy Capital Corporation. Silloin sai vielä noin 15 dollaria osakkeesta. Kesällä kurssi laski ja alin noteeraus marraskuulta 2008 oli 64 centtiä. Ranieri oli voittanut omaisuuden ja joku muu oli todennäköisesti hävinnyt.

American Financial Realty Trustin ja Gramercy Capitalin tapaus viittaavat siihen, että rahoitusmaailman ikiliikkujassa on vielä joitakin pieniä puutteita. Nämä puutteet tunnettiin itse asiassa hyvin – aiemmin.



VUODEN 1929 JÄLKEINEN PÄÄNSÄRKY

Suuri osa talousteoriasta on viimeisen 70 vuoden aikana koskenut vuoden 1929 suurta kriisiä. Kaikki maailman talousteoreetikot ovat kirjoituksissaan kääntäneet ja vääntäneet suurlamaa ratkaisun löytämiseksi. Nimitystä onkin kertynyt vaikuttava lista: Joseph Schumpeter, John Maynard Keynes, Milton Friedman ja Anna Schwartz, Peter Temin, Barry Eichengreen, Ben Bernanke...

Kiinnostavaa kansantaloustieteilijöiden selityksissä on, että niissäkin on nousuja ja laskuja, jotka näyttävät liittyvän talouden sykleihin. Sodan jälkeen kaikki olivat keynesläisiä, 80-luvulta eteenpäin heistä tuli yhä enemmän friedmanilaisia.



HALLITSEVA TEORIA

Milton Friedman ja Anna Jacobson Schwartz julkaisivat vuonna 1963 kirjan *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Seitsemäs luku käsittelee vuoden 1929 kriisiä ja on ilmestynyt myös erillisenä kirjana, jonka tuoreimmassa painoksessa on mm.

Ben S. Bernanken, Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtajan Alan Greenspanin seuraajan, jälkisanat.

Jos me valitsemme lyhyen – ja siten luonnollisesti myös epäoikeudenmukaisen – oikotien kirjan läpi, voisi kirjan viestinä pitää, että suuri lama olisi itse asiassa ollut vältettävissä. Friedman ja Schwartz korostavat toistuvasti, että Yhdysvaltain keskuspankki teki ratkaisuvia virheitä ja vähensi rahamäärää juuri kun sen olisi pitänyt elvyttää taloutta. Epäonnistuminen koski siis rahapolitiikkaa.

Taustalla on myös joitakin muita oletuksia. Tärkeimmän mukaan markkinat oikeastaan sääntelevät itseään, ellei rahapolitiikka häiritse tai tuhoa niiden tehtäviä.

On itsestään selvää, ettei Friedmanin ja Schwartzin teoria ole jäänyt vastaväitteittä, mutta vuoden 1980 jälkeiset vuosikymmenet osoittautuivat monista eri syistä uusliberalismin (ja poliittisen uuskonservatismiin) kulta-ajaksi. Kyse oli osittain poliittisista suhdanteista, jotka vallitsivat yhtä aikaa anglosaksisessa maailmassa. Margaret Thatcherista tuli Britannian pääministeri vuonna 1979 ja Ronald Reagan vannoi virkavalansa Yhdysvaltain presidenttinä tammikuussa 1981. Kaksi lännen tärkeintä rahoituskeskusta kulkivat poliittisesti tahdissa ja se vaikutti vuorostaan sekä teoriaan että käytäntöön.



VOITTOISAT MARKKINAT

Kylmä sota oli luonut illuusion, että oli olemassa kaksi kilpailevaa talousjärjestelmää – toisaalta markkinataloudellinen ja demokraattinen ja toisaalta keskusjohdoinen sosialistinen ja epädemokraattinen. Sosialistisen järjestelmän luhistuminen 1989–91 loi siksi liian pelkistetyin kuvan siitä, että voittajaksi oli noussut markkinatalous eikä esim. demokraattinen ja sosiaalinen eurooppalainen hyvinvointiyhteiskunta, jota oli Euroopassa pidetty sosialismin arkisena vastapoolina.

Siirtyminen uuskonservatiivisten poliittisten johtotähtien alle osui lisäksi yhteen äärettömän rajun teknisen kehityksen kanssa. Tietokoneiden markkinoilletulolla oli, kaikkien aiempien suurten teknologisten vallankumousten tavoin, valtava vaikutus tuotantoprosessiin. Ei ole ehkä mikään sattuma, että vuoden 1929 suurlamaa oli edeltänyt jättiläismäinen muutos kulutustavaratuotannossa. Juuri liukuhinna tekee 1920-luvulla autosta, pesukoneesta ja jääkaapista kulutuskohteita yhä suuremmalle osalle väestöä. Tämä muuttaa vuorostaan yritysten rakenteita, pörssikursseja ja lainantarvetta.

Teknologian myrskyisä kehitys 1980–90-luvuilla jätti siis jälkensä pörssikehitykseen. Miljoonia ja miljardeja luotiin perustamalla huipputekniikkayhtiöitä ja menemällä pörssiin. Suurin osa uusista yhtiöistä toimi rehdin uuden teknologian turvin, mutta jotkut

harrastivat pientä tai suurempaa vilppiä. Unelma nopeista voitoista ja äkillisistä rikkauksista levisi ympäri maailman. Myös Helsingissä jonottivat ihmiset näitä ihmeitä tekeviä uusia osakkeita.



VÄHÄN MAHDOLLISUUKSIA VALVONTAAN TAI KOKONAISKUVAAN

Ei ollut siis mitenkään tavatonta tai odottamatonta, että 1990-luvusta tuli myrskyisä aika pörssissä. Ratkaisevaa oli, kuinka myrskyä voitaisiin valvoa tai jossakin määrin hallita. Tätä tarkoitusta varten Bill Clinton valitsi Arthur Levitt Jr:n U.S. Securities and Exchange Commissionin (Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomission) eli SEC:n puheenjohtajaksi. SEC valvoo New Yorkin pörssiä ja Nasdaqia.

Levitt aloitti uransa tässä tehtävässä ilmoittamalla haluavansa 170 tarkastajaa saadakseen edes jonkinlaisen mahdollisuuden valvoa 18 000 sijoitusneuvojaa.

– Nyt me tarkastamme heidät joka 30. vuosi. Se ei ole mitään valvontaa, sanoi Levitt 14. heinäkuuta 1993 ilmestyneessä New York Times -lehdessä.

Mutta aivan niin helposti se ei kuitenkaan käynyt. Jo lokakuussa 1994 oli Levitt törmäyskurssilla Wall Streetin kanssa ja vastassa oli myös pitkä rivi poliitikkoja,

joiden kampanjoita finanssiala maksoi. Konflikti koski tietoja, joita rahastot velvoitettaisiin antamaan toiveikkaille sijoittajille. Aiemmin oli sovittu, että yksi sivu riittäisi. Levitt sanoi (saaneensa) kuulleensa monelta sijoittajalta, etteivät nämä tiedot riitä.

Oli enää kuukausi Yhdysvaltain välivaaleihin.



REPUBLIKAANIEN VALLANKUMOUS

Vuoden 1994 marraskuun kongressivaalit olivat suurvoitto republikaaneille. Edustajainhuoneessa demokraatit menettivät 54 paikkaa. Newt Gingrichistä tuli republikaanien uusi johtaja ja samoissa vaaleissa valittiin myös George W. Bush Texasin kuvernööriksi.

SEC:n mahdollisuuksille valvoa pörssiä merkitsi kongressin uusi koostumus Washingtonin Capitolin kukkulalla suuria ongelmia. Komissio oli käyttänyt erilaisista maksuista saamiaan tuloja toimintansa rahoittamiseen. Republikaanien mielestä tämä antoi SEC:lle mahdollisuuden olla päällekkävyä ja vapaa lainsäätäjän valvonnasta. Republikaanit halusivat myös vähentää sijoittajien mahdollisuuksia vaatia tuomioistuimessa korvauksia harhaanjohtavista ja vääristä neuvoista. Kalliit oikeudenkäynnit ja pitkälliset neuvottelut uhkasivat

tehdä rahoitusmarkkinat varovaisemmiksi. Republikaanit halusivat siis lisätä rahoitusmarkkinoiden kilpailukykyä ja tehokkuutta.

Kiistan lopputulos oli, että Levitt joutui antamaan periksi. Rahoitussektorista ja dollarin asemasta kansainvälisenä varavaluuttana oli tullut tärkeä osa Yhdysvaltain koko taloutta. Tämä oli etu, joka ohitti kaikki vaatimukset kohtuullisesta avoimuudesta pörssissä.

Testitapaukseksi tulivat rahoitusjohdannaiset.



MBS, CDO JA MUITA KÄSITTÄMÄTTÖMYYSIÄ

Suurta osaa Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoista valvoo jokin valtiollinen elin. Wall Streetiä valvoo SEC. Raaka-ainekauppaa ja futuureja valvoo Commodity Futures Trading Commission (CFTC).

Valvonnan tehokkuus on avoin kysymys, mutta joka tapauksessa on silti olemassa edes jonkinlaisia sääntöjä lukemattomine porsaanreikineen. Ihmisen toimiin ja tekemisiin kuuluu melkein kaikki ajateltavissa oleva, kaikki taivaan ja maan välillä. Siksi myös maailman pörssi kauppa vaikuttaa meihin enemmän kuin haluaisimme uskoakaan.

Juuri tästä syystä Barack Obama on mm. syyttänyt öljyfutuurikauppaa öljyn hintojen nopeasta noususta (ja hitaasta laskusta). Kun osa sääntelemättömästä rahoitussektorista romahti vuonna 2007, hakeutuivat sijoittajat raaka-ainefutuureihin suojatakseen varansa. Tämä johti esim. vehnän ja öljyn hintojen rajuun nousuun. Mutta suurin osa kasvusta koko tällä, osittain sääntelemättömällä ja valvomattomalla, alalla tapahtui alueella, joka oli täysin sääntelemätöntä. MBS tai CDO (Collateralized Debt Obligation) –tyyppisillä johdannaisilla käytyä kauppaa ei mitenkään valvottu.

Monien pohdiskelujen ja muttien jälkeen kuusi suurinta rahoitusyritystä suostuivat vapaaehtoiseen valvontaan. Kompromissi syntyi kongressin osoitettua halua esittää hankalia kysymyksiä. Mutta hyvin suuri osa kaikista nopeasti kasvavista rahoitusoperaatioista oli edelleen suojassa kaikelta tarkastelulta.



RAHOITUSALA JA MARKKINAPAINNE

Rahoitusmaailmassa yritys ei ehkä pysty korkeasuhdanteen aikana sijoittamaan aivan niin paljon kuin edullinen tilanne voisi tarjota. Investoinnit ja lainat uhkaavat helposti liiaksi rasittaa yrityksen tasetta. Juuri tällainen

pulma houkutti Enronin luomaan Special Purpose Entityiksi (SPE) (tai myös nimellä Special Purpose Vehicles) tunnettuja sijoitusvälineitä. Tällä järjestelyllä ta-seesta voitiin poistaa osa veloista ja etsiä niille erillistä rahoitusta finanssijohdannaisia käyttämällä.

Tällaisesta kekseliäästä kirjanpidosta tuli äärimmäisen epäsuosittua Enronin konkurssin yhteydessä, mutta sen takana olevista periaateratkaisuista oli jo sitä ennen tullut osa Yhdysvaltain rahoitusala. Citibank oli vuonna 1988 luonut ensimmäiset virtuaaliset pankkien tapaiset yksikkönsä (Structural Investment Vehicles) ja siltä pohjalta kehitettiin usein veroparatiiseista käsin toimivien virtuaalisten pankkiyksikköjen järjestelmä, joita alettiin kutsua varjopankeiksi. Nämä toimivat normaalin pankkijärjestelmän ulkopuolella eivätkä siksi myöskään noudata normaalia säännöstöä.

Koska rahoitusala on Yhdysvalloissa myös äärimmäisen tärkeä tulonlähde koko maalle, on varjopankkien sääntely osoittautunut käytännössä erittäin vaikeaksi.



SÄÄNTELYN PURKU JA HEIKKO KONTROLLI

Siis se, mikä alkoi yrityksenä sosiaalipoliittisen ongelman ratkaisemiseksi, kasvoi eri syistä uudeksi ilmiöksi

rahoitusmarkkinoilla. Samalla kasvoi esiin uusi talouspoliittinen tulkinta. Tämä tulkinta loi iskusanan, joka levisi lähes koko maailmaan: vähennä sääntelyä, vähennä nopeasti.

Tällä oli kohtalokkaita seurauksia Suomessa.



LUKU II



*Pankkikriisi ja säästöpankkikriisi
– taistelu eloonjäämisestä*

Sven-Erik Kjellman

Pohjoismaiden pankkeja ravisteltiin perustuksiaan myöten 1980-luvulla ja 1990-luvun ensimmäisellä puoliskolla. Ne eivät olleet ainoita. Myös Japanin, Yhdysvaltain ja Euroopan pankit ja rahoitusyhtiöt olivat vaikeuksissa. Mutta Euroopassa pankkikriisin seuraukset koskettivat kohtalokkaimmin ja syvimmin pohjoismaisia pankkeja. Suomessa säästöpankkien kilpailijat puhuivat mielellään säästöpankkikriisistä. Ja siinä väitteessä on kieltämättä hitunen totuutta. Eniten kriisistä kärsivät Suomen säästöpankit ja samanaikaisesti kriisin kanssa käytiin ryhmän sisäistä taistelua tulevasta säästöpankkikentästä. Monet säästöpankit kävivät eräänlaista kahden rintaman sota.

Pankkikriisit eivät ole mikään uusi ilmiö. Niitä on ollut yhtä kauan kuin pankkejakin. Mutta kaikesta päätellen ne ovat olleet suppeampia eikä yhteiskunnan rooli ole ollut niin massiivinen, kuin millaiseksi se nyt tuli.

Paradoksaalista tässä yhteydessä on, että kriisi syntyi alalla, jolla yhteiskunta oli eniten ponnistellut välttymään kriiseiltä ja epävakaudelta. Pankkimarkkinoitahan sääntelevät erityiset lait ja pankkejahan valvovat oma sisäinen tilintarkastus, ulkoiset tilintarkastajat, ryhmäkohtaiset tarkastusviranomaiset ja valtion rahoitustarkastus. Näiden lisäksi voidaan mainita myös valtiovarainministeriö ja Tilastokeskus. Kaikesta tästä valvonnasta huolimatta puhkesi pankkikriisi, jollaista harvat olivat uskoneet mahdolliseksi. Voisiko

osaselityksenä olla, että moni pankinjohtaja oli usein pitänyt alituisia tarkastuksia ja jatkuvaa raportointia välttämättömänä pahana?

Pankkiin pitäisi voida luottaa. Näin on usein kuultu sanottavan. Mutta voiko pankkiin luottaa? Onko pankki vakaa? Pankki muuntaa varoja muodosta toiseen. Tallettajien riskipakoista ja helposti rahaksi muunnettavaa omaisuutta lainataan ja siitä tulee varoja, joihin liittyy luottoriski ja alhainen likviditeetti. Tällaiseen muuntamiseen sisältyy piilevää sisäänrakennettua epävakautta. Pankki pitää vain osan talletuksissa kassavaroina ja muina likvideinä saatavina. Loput on lainattu ulos eikä ole heti käytettävissä. Monet pankit ja rahoitusyhtiöt ovat kaatuneet maksuvalmiuskriisiin.



FUUSIOIDU TAI MUUTEN...

Pankki ja pankkiryhmät ovat alituisesti kilpailleet keskenään. Menestyksen mittana on ollut talletusten ja luottojen määrä. Säästöpankit perustivat vanhimman pankkiryhmän, jonka juuret juontavat vuoteen 1822, ja olivat kauan suurin ryhmä. Yksi säästöpankkiryhmän tukipilareista oli vuonna 1908 perustettu Säästöpankkien Keskus-Osake-Pankki (jatkossa pelkästään Skop). Hiukan vanhempi oli Säästöpankkiliitto, ja kolmas

merkittävä ryhmän toimija oli Suomen Kiinteistöpankki. Myöhemmin tulivat mm. SKOP-Rahoitus Oy, SP-Sijoitus Oy, Säästöpankkien Eläkekassa, Säästöpankkien Kiinteistöväilytys, Säästöpankkien Keskinäinen Vakuutusyhtiö, kaupallinen yhtiö Samerka sekä vuonna 1986 Teollistamisrahasto Oy. Yhteistyö sujui yleensä hyvin tässä ryhmässä, johon 1980-luvun puolivälissä kuului yli 200 säästöpankkia. Ryhmän jäsenet olivat kuitenkin hyvin erisuuruisia. Suurten kaupunkien säästöpankit olivat yleensä edustettuina yhteisissä elimissä. Suuri on aina halunnut kasvaa; se kuuluu järjestön luonteeseen. Kaupunkien pankit kasvoivat, kun niihin fuusioitui ympäröivän maaseudun pankkeja. Kaupunkien ja maaseudun välille kasvoi myös kuilu näkemyksissä säästöpankille kuuluvasta toimintakentästä.

Jo vuonna 1968 esitettiin ensimmäinen säästöpankkien fuusioitumista koskeva valtakunnallinen toimintaohjelma. Tavoitteena oli 38 säästöpankkia, talousalueille perustuva säästöpankkiliike. Tästä tulikin rakennepoliittinen ohjenuora kahdeksi vuosikymmeneksi eteenpäin. Säästöpankkiliike ei ollut kuitenkaan ainoa, jolla oli rakennesuunnitelmia. Osuuspankkien tavoite oli 74 osuuspankkia. Ruotsissa suunniteltiin määrän vähentämistä 480:stä 72:een, Norjassa 528:sta 61 pankkiin.



PAKOLLA SUUREKSI

Fuusiot toteutettiin Suomessa, muttei keskusjärjestöjen (ja vastaanottajiksi kaavailtujen säästöpankkien) haluamassa tahdissa. Siksi nimitettiin vuonna 1982 komitea, jonka roolina oli aloittein tukea ja nopeuttaa fuusioita. Kun vuonna 1983 noin 50 säästöpankkia toimi todellisuudessa tappiolla ja ennusteet vuodelle 1984 viittasivat tilanteen pahenemiseen, alettiin rakennepoliittikkaa tiukentaa keskusjärjestöjen taholta. Mutta kesti aina vuoteen 1990 ennen kuin lopullinen tuomio tuli. Säästöpankkiliiton ja Skopin yhteisessä kiertokirjeessä säästöpankkien hallitusten puheenjohtajille ja toimitusjohtajille käytettiin selkokieltä ja vallan kieltä. Fuusiot on pantava toimeen vuoden 1991 aikana. Päätökset on tehtävä ennen vuoden 1990 päättymistä. Tavoitteena on 40 vahvaa aluesäästöpankkia. Säästöpankkeja oli tuolloin 150, joten 110 oli pyyhittävä kartalta.

Jos Säästöpankkiliitto tai Skop olisivat aiemmin ehdottaneet fuusioita, olisi pankin toimitusjohtaja voinut suojautua neutraalin asenteen taakse. Nyt tätä mahdollisuutta ei enää ollut. Toimitusjohtaja veloitettiin ehdottamaan hallitukselle fuusiota, hallituksen oli vietävä ehdotus edelleen säästöpankin isännistölle ja päätökset oli tehtävä ennen vuoden 1990 päättymistä. Muuta tietä ei ollut. ”Därefter rätten och packen Eder” (”Tätä kaikki noudattakoot”), kuten Kustaa Vaasa sanoi aikoinaan.

SANEERAUS PAKON EDESSÄ.

Fuusioita perusteltiin mm. sanomalla, etteivät pienet säästöpankit pysty tehokkaasti hyödyntämään tukku-markkinoita ja kansainvälistä varainhankintaa ja että suuret säästöpankkiyksiköt tulisivat olemaan työntekijöiden turvana, että pienten pankkien olisi vaikea hallita riskejä ja että tuloja siirtyisi merkittävästi suurilta pienille pankeille. Lisäksi esitettiin, että suurten ja pienten säästöpankkien liiketoimintatavat olivat erkaantuneet toisistaan ja että pienille säästöpankeille oli tullut yhä vaikeammaksi investoida kannattavasti. Oli myös ajateltavissa, ettei löytyisi suurta säästöpankia fuusiokumppaniksi, jos pieni säästöpankki joutuisi akuuttiin kriisiin. Yhtenä perusteluna oli vielä, että säästöpankkikeskus (liitto ja Skop) tuki tuntuvasti pieniä säästöpankkia ja että oli vain ajan kysymys, kuinka kauan suuret säästöpankit suostuisivat siihen.

Sokeriksi pohjalla oli tehty laskelma, joka osoitti, että pankki, jonka tase ja taseen ulkopuoliset sitoumukset olivat yhteensä 206 miljoonaa markkaa, ei pystyisi vastedes ylläpitämään vakavaraisuutta ja olisi siten huomattavan saneerauksen tarpeessa. Ilman saneerausta kriisi olisi pian ovella eikä riskinotto kykyä olisi. Saneeraamalla päästäisiin parhaassakin tapauksessa hitaaseen kuihtumiseen, ja silloinkin enintään vuoteen 1998 saakka. Pankin kannattavuutta eniten heikentäviä tekijöitä

oli toisaalta tuleva talletusten lähdevero ja toisaalta uusi maksu, jonka säästöpankkikeskus tulisi vuodesta 1991 alkaen määräämään säästöpankeille. Maksu käytettäisiin mm. ryhmän luottotappioiden kattamiseen. Nykytiedon valossa voidaan todeta, että olisi tarvittu huomattavasti suurempi summa ryhmän luottotappioiden kattamiseksi kuin ilmoitettu maksu olisi koskaan tuonut. Sitä ei lopulta määrättykään säästöpankeille.

Säästöpankkikeskus oli nyt antanut selvät ohjeet tulevaisuuden varalle. Mutta kävi aivan toisin kuin oli aiottu. Skop ja siten koko säästöpankkiryhmä olivat jo syksyllä 1990 kriisissä, jonka laajuudesta harvalla tai tuskin kenelläkään oli oikeaa käsitystä. Muutaman vuoden satumaisten tulosten ja odottamattoman menestyksen jälkeen syntyi tilanne, jossa kukaan ei halunnut tai uskaltanut vastustaa Skopin johdon politiikkaa. Rohkeasta sijoittamisesta ja riskinotosta oli tullut malli, jota moni ryhmän jäsen halusi kokeilla – ja kokeilinkin kohtalokkain seurauksin.



SÄÄSTÖPANKKIEN KESKUS-OSAKEPANKKI KAATUU

Säästöpankkien oli annettu ymmärtää, että Skopilla olisi koti- ja ulkomaisine kontakteineen rajoittamaton

pääsy käsiksi rahoihin. Uusia välineitä kuten kotimaisia talletus- tai sijoitustodistuksia otettiin käyttöön ja valuuttaluotot kasvoivat nopeasti. Säästöpankit eivät aikailleet nyt syntyneiden lisäluottomahdollisuuksien hyödyntämisessä. Mutta Skopin riskit eivät olleet ainoita, jotka kasvoivat. Myös säästöpankkien riskit kasvoivat ulkomaisten valuuttalainojen myötä, sillä Skop edellytti, että säästöpankit takaavat asiakkaidensa ottamat ulkomaiset valuuttalainat. Kansallis-Osake-Pankki ja Postipankki olivat ensimmäisiä pankkeja, jotka eivät halunneet olla enää mukana Skopin ja säästöpankkien toiminnan laajenemisessa. Ne alkoivat rajoittaa Skopin talletus- tai sijoitustodistusten ostamista ja niiden osuutta omissa salkuissaan. Hieman kärjistäen voidaan sanoa, että Skopin kilpailijat ja Suomen Pankki olivat olleet rahoittamassa säästöpankkiryhmän kasvua. Myös ulkomaiset sijoittajat alkoivat huolestua. Kokonaisuutena ottaen koko ryhmän rahoitustilanne kiristyi. Jo vuoden 1989 alussa oli Suomen pankki kehottanut kaikkia pankkiryhmiä hillitsemään luotonannon kasvua ja sen pääjohtaja vaati kaikilta pankkiryhmiltä solidaarisia kannanottoja. Asetettujen rajoitusten ylittäjiltä vaadittaisiin ylimääräisiä kassavarantovelvoitteita Suomen pankissa.

Mutta Skop ja säästöpankit poikkesivat linjalta. Skopin taholta sanottiin, että sanktiot ovat verrattavissa ylinopeussakoihin. Jos jää kiinni, ei tarvitse kuin maksaa sakot. Säästöpankkiliiton tiedottaessa asiasta

säästöpankkikentälle esitettiin, että vaikka muut pankkiryhmät yrittäisivät noudattaa Suomen Pankin suosituksia, niin säästöpankkien pitää huolehtia volyymin ja markkinaosuuksien kasvusta; kasvutrendejä ei saa vaarantaa. Säästöpankkiliiton toimintaa paheksuttiin syvästi Suomen Pankin johdossa.



ASUNTOMARKKINAT PETTÄVÄT

Vuoden 1989 alussa olivat pörssikurssit ja kiinteistöhinat alkaneet laskea samalla kuin markkinakorot nousivat. Skopin teollisen haaran, Tampellan, ja ryhmän sijoitusyhtiön, SP-Sijoituksen, vaikeudet kasautuivat. Skop yritti omin voimin ratkaista Tampellan ongelmat koko säästöpankkiryhmän osallistuessa SP-Sijoituksen pelastamiseen. Vuoden 1990 lopulla, lähes samanaikaisesti fuusiomääräyksen kanssa, Skop kääntyi säästöpankkien puoleen ja esitti osakepääoman korotusta. Tässä vaiheessa uskottiin säästöpankkien piirissä yleisesti, että ryhmä ja keskuspankki selviäisivät myrskystä.

Vaikka monissa säästöpankeissa kiehutettiin raivosta ajateltaessa Skopin ja Säästöpankin toimintaa rakennekysymyksessä, oltiin ryhmälle solidaarisia ja osallistuttiin Skopin osakepääoman 1,3 miljardin markan

korotukseen. Skop sai lisäksi 500 miljoonaa markkaa säästöpankeilta kun nämä ostivat Skopin dataosaston. Säästöpankit osallistuivat vielä vuoden 1991 alussa 1,8 miljardin markan vakautuspakettiin. Mutta näistä panoksista ei ollut juurikaan apua. Tappiokierre kiihtyi ja 19. syyskuuta 1991 ilmoitti Suomen Pankki ottaneensa Skopin haltuunsa. Vaikea ja dramaattinen päätös, mutta mitään muuta ratkaisua ei ollut tarjolla, sanoi asiasta vastaava Suomen Pankin johtokunnan jäsen tavatessaan säästöpankkien johtajia jonkin aikaa haltuunoton jälkeen

Miksi ryhmän lippulaivalle Skopille kävi niin kuin kävi? Harjoitetun politiikan syytä on tarkasteltava 1980-luvun keskivaiheilla tehtyä strategianvalintaa vasten. Hyökkäävät panostukset 100-prosenttisin lainavaroin tuottivat aluksi suuria voittoja. Skop oli suuri toimija pörssissä ja esimerkiksi HOP-kauppa toi 70 miljoonaa markkaa voittoa. Mutta menestyksellä oli myös toinen puoli – vauhtisokeus, liiallinen kunnianhimo ja ylimielisyys suhteessa toisiin pankkiryhmiin. Vuosien 1989–1991 pörssiromahdus, luottojen paisuminen, ennätysellinen korkotasoa, kiinteistösijoitukset ja teollisuushankkeet yhdessä ulkomaisten hankkeiden epäonnistumisen kanssa sekä tytäryhtiöiden ylivoimaiset ongelmat myötävaikuttivat yhdessä katastrofiin.



SUOMEN SÄÄSTÖPANKKI KATASTROFIN PARTAALLA

Skopin tulevaisuutta saattoi nyt sanoa suureksi kysymysmerkiksi. Pankin piti tosin jatkaa säästöpankkien keskuspankkina, ja Suomen pankki oli sitoutunut takamaan sen maksuvalmiuden kaikissa tilanteissa. Mutta samalla Suomen Pankki antoi ymmärtää, että edessä oli uskalias rakenteellinen ratkaisu. Vaikkei näköpiirissä ollut talletusten paniikkipakoa säästöpankeista, hupenivat ne hitaasti mutta varmasti. Osuuspankeista tuli syksyllä 1991 maan suurin pankkiryhmä. Kaikkia säästöpankeja koskettava kysymys oli, mitä niiden Skop-osakkeille tapahtuisi. Säästöpankkien oma pääoma oli perinteisesti ollut melko vaatimaton. Kovan verotuksen vuoksi niiden oli ollut lähes mahdotonta koota verotetuin varoin merkittävää omaa pääomaa. Oma pääoma koostui siksi useimmissa säästöpankeissa vanhempien kiinteistöomistusten arvonkorotuksista ja Skopin osakkeista.

Niinkin myöhään kuin 1989 antoi silloinen Pankkitarkastus säästöpankeille luvan korottaa Skop-osakkeiden arvoa 55 markalla osakkeelta. Miten hoitaa ryhmässä tilanne, jos korotusten sanottaisiin olevan ilmaa ja pankit pakotettaisiin ottaman ne takaisin?

Kun luottotappiokierre lisäksi kiihtyi, näytti ryhmän tilanne synkältä.

Skopin joutuminen Suomen Pankin haltuun johdi kuumeiseen toimintaan säästöpankkiryhmässä.

Todellisuudessa toiminta oli alkanut jo aiemmin, erityisesti säästöpankkitarkastuksen laadittua marraskuussa 1990 selvityksen ryhmän luottotappioista. Tilanne paheni jatkuvasti ja maaliskuussa 1991 tote-
si tarkastus, että 90 prosenttia ryhmän huolenaiheista oli 50 suurimmassa säästöpankissa. Ripeät otteet oli-
vat siksi tarpeen.



VASTALAUSEET EIVÄT AUTTANEET

Säästöpankkiliiton hallintoneuvosto päätti 6. marras-
kuuta 1991 suosittaa säästöpankeille koko maan katta-
van säästöpankin, Suomen Säästöpankin, perustamista.
Selvitystyössä oli myös sivuttu federaatiomallia ja hold-
dingyhtiömallia. Ratkaisu tapahtui kuitenkin yhden
pankin mallin hyväksi ja painavimpana syynä oli tu-
lossa oleva 8 prosentin vakavaraisuusvaatimus. Toinen
huomionarvoinen tekijä oli pankkitekniikka, jota voi-
tiin järkevämmin kehittää yhdessä ainoassa pankissa.

Fuusioitumismääräystä vuoden 1990 lopulla kii-
vaimmin vastustaneet säästöpankit olivat nyt arka-
luonteisen tilanteen edessä. Suomen Säästöpankki
esitettiin ainoana takeena pankkitoiminnan jatkumi-
sesta tällä alueella. Lisäksi korostettiin tulevan yksikön

kykyä kantaa riskejä, myös yhteiskuntakriisin syven-
tyessä huomattavasti. Suomen Säästöpankkiin liittyy-
minen toisi myös koulutus- ja erikoisasiantuntijapal-
veluja sekä huomattavia kehitysresursseja. Liittyminen
olisi jälleen kerran osoitus ryhmän solidaarisuudesta;
mentiin jopa niin pitkälle että sitä sanottiin isänmaal-
liseksi teoksi.

Fuusioitumista aluesäästöpankkeihin aiemmin
vastustaneet pankit eivät kuitenkaan olleet vakuuttu-
neita esitetyn mallin kestävydestä. Voisivatko an-
netut tiedot pitää paikkansa kun toisaalta väitettiin, että
8 prosentin vakavaraisuusvaatimus oli saavutettavis-
sa ja samanaikaisesti ilmeni päivittäin uusia tappioita
monissa säästöpankeissa, jotka olivat ilmoittaneet ole-
vansa valmiit liittymään uuteen suurpankkiin. Pro-
testoivilla säästöpankeilla oli yleensä vahva markkina-
asema, niiden talous oli kunnossa ja ne halusivat itse
vapautta, mutta myös vastuuta tulevan kehityksen
ohjaamisesta. Itsenäisenä pankkina jatkamiseen liit-
tyi myös lisäarvoa ja mahdollisuus profiloitua. Lisäk-
si lähdettiin siitä, että itsenäisenä jatkaminen turvaisi
paikallisyhteiskunnan työpaikat, että luottamushen-
kilöiden toiminta paikallispankin hyväksi voimistui-
si ja että omilla jaloilla jatkaminen lisäisi työntekijöi-
den ja johdon motivaatiota.



ITSENÄISYYDEN LOPPU

”Varmoiksi” luonnehdittujen tekijöiden ohella oli lisäksi joukko epävarmuustekijöitä. Yksi oli, miten viranomaiset suhtautuisivat, jos paikallispankki ei menisi mukaan Suomen Säästöpankkiin. Toinen oli kysymys myöhemmän liittymisen ehdoista, jos itsenäisyyslinja kaikesta huolimatta epäonnistuisi. Oliko ylipäänsä mahdollista liittyä myöhemmin? Odottaisiko siinä tapauksessa vaivalloinen Canossan-matka.

Yhteensä 41 säästöpankin edustajat allekirjoittivat vuoden 1992 tammikuun viimeisenä päivänä vaaditut asiakirjat Suomen Säästöpankin perustamiseksi. Kaksi säästöpankkia liittyi myöhemmin. Neljäkymmentä säästöpankkia päätti jatkaa itsenäisinä yksiköinä. Ulkopuolelle jääneiden joukossa oli kymmenen ruotsinkielisten seutujen pankkia: Aktia Säästöpankki, Tammisaaren Säästöpankki, Nauvon Säästöpankki, Korppoon Säästöpankki, Houtskärs Sparbank, Kristiinankaupungin Säästöpankki, Närpiön Säästöpankki, Övermark Sparbank, Koivulahden Säästöpankki ja Vöyrin Säästöpankki. Näistä Nauvon, Korppoon ja Houtskärin säästöpankit ovat myöhemmin perustaneet Saaristosäästöpankki Oyj:n ja Övermarkin Säästöpankki (suomeksi Ylimarkku) on liittynyt Närpiöön.

Suomen Säästöpankki sai luvan pankkitoiminnan harjoittamiseen maaliskuussa 1992, ja toiminta voitiin

aloittaa. Mutta pankin toiminta jäi lyhyeksi. Kasvava epäluottamus asiakkaiden ja suuren yleisön keskuudessa, valtavat luottotappiot ja siitä johtuva tarve saada jatkuvia pääomaruiskeita Valtion vakuusrahastolta teki valtiosta enemmistöomistajan. 22. lokakuuta 1993 oli pankin kohtalo sinetöity. Hallitus ilmoitti myyneensä Suomen Säästöpankin neljänä yhtä suurena osana osuuspankkiryhmälle, Suomen Yhdyspankille, Kansallis-Osake-Pankille ja Postipankille. Kauppasumma oli 5,6 miljardia markkaa. Suomen Säästöpankin omien laskelmien mukaan summan olisi pitänyt olla yli 14 miljardia markkaa.



HUONO MYYNТИ

Säästöpankkiryhmä oli kertaheitolla menettänyt 80 prosenttia volyymistään. ”The dynamic third” (Dynaaminen kolmannes), säästöpankkiryhmän iskulause 1980-luvulla oli katoamassa lähes tyystin. Vilunväreet kulkivat koko säästöpankkikentän läpi. Sekä luottamusmiehet että Suomen Säästöpankin henkilökunta katsoivat tullessa petetyiksi. Jos oli aiemmin tunnettu tiettyä epäluottamusta, muuttui se nyt epätoivoksi. Suurinta katkeruutta tunnettiin niissä säästöpankeis-

sa, jotka olivat olleet hyvinhoidettuja ja vahvoja liityessään Suomen Säästöpankkiin. Näiden joukossa oli Ålands Sparbank.

Vielä jäljellä oleville 40 säästöpankille alkoi vaivaloinen, mutta määrätietoinen jälleenrakennus. Ostajapankkien vaikeudet eivät olleet ohi huolimatta hankintaan kuuluvasta noin 48 miljardin markan talletuslisästä. Postipankki on nykyisin Den Danske Bankin omistuksessa, SYP ja KOP kuuluvat Nordea-konserniin, jossa ruotsalaiset heiluttavat tahtipuikkoa. Kotimaisista vain osuuspankkien ja Ålandsbankenin voidaan sanoa pystyneen pitämään puolensa.

Pankkikriisin seurauksena Suomen pankkisektorin työntekijämäärä puolittui. Lähes 25 000 pankkivirkailijaa menetti työnsä. Suomen Säästöpankista siirtyi 656 pankkikonttoria ostajapankeille. Edessä oli ankara konttoriverkon saneeraus.



MIKSI SIINÄ NÄIN HULLUSTI KÄVI?

Vaikka usein on korostettu, että kyseessä oli säästöpankkien kriisi, kärsivät kaikki pankkiryhmät raskaita tappioita. Vuosina 1989–1994 olivat Osuuspankkiryhmän luottotappiot 10,94 miljardia markkaa, Suomen Yhdyspankin 12,69 miljardia, Kansallis-Osake-Pankin

13,7 miljardia ja Postipankin 6,4 miljardia. Suomen Säästöpankin tappiot olivat 16,14 miljardia, muiden säästöpankkien 0,88 miljardia ja Skopin 8 miljardia markkaa.

1980-luvun aikana purettiin suuri osa sääntelystä, jolla oli aiemmin ohjattu pankkitoimintaa. Vapaat markkinat mahdollistivat aivan uudenlaisen varainhankinnan. Pankit eivät kuitenkaan panneet merkille, että uudet markkinat myös moninkertaistivat riskit. Pankit eivät osoittaneet sellaista vastuuntuntoa, jota uusien olojen olisi pitänyt edellyttää.

Osasyynä oli myös hajanainen valvontajärjestelmä. Oli olemassa koko joukko tarkkailuelimiä, mutta mikään niistä ei kantanut kokonaisvastuuta. Tilinpäätöstä koskevat määräykset olivat myös vanhentuneita. Vasta vuonna 1992 antoi Pankkitarkastus ohjesäännön, jonka mukaan hoitamattomien lainojen on ilmentävä tilinpäätöksistä. Lisäksi pankit olivat vuodesta toiseen voineet peittää ongelmansa siirtämällä ne omille tytäryhtiöilleen.

Suomen yhteiskuntaa kohdannut matalasuhdanne muodostui syvemmäksi kuin kukaan oli osannut enustaa. Ylikuumentunut talous notkahti ja muuttui syväksi lamaksi. Korkea velkaantumisasaste ja ennätyskorkea korkotasoa johtivat konkurssivyöryyn, joka teki tyhjäksi vuosikymmenten vaivalloisen työn.

Mutta inhimillinen tekijä vaikutti ehkä kaikkein eniten pankkikriisin syntyyn. Muuan riikinruotsalainen

pankkimies ilmaisi tämän seuraavasti: yhtäkkiä vaikutti siltä kuin useimmat pankinjohtajat olisivat tilapäisesti seonneet ja vieläpä lähes samanaikaisesti.



LUKU III



*Rahoituskriisi
ja pankkien kaatuminen*

Kim Lindström

Rahoituskriisi puhkesi näennäisen äkkiä ja jokseenkin odottamatta kesällä 2007. Laukaisevana tekijänä olivat amerikkalaiset ns. subprime-lainat, ts. asuntolainat, joita oli aina 1990-luvulta saakka myönnetty ihmisille, joiden luottokelpoisuus oli olematon. He olivat usein ihmisiä, joilla ei ollut tuloja tai varoja. Normaalien lainakriteerien mukaan näillä – ei niinkään harvoin Yhdysvaltain etnisiin vähemmistöihin kuuluvilla – ihmisillä ei ollut toivoa asuntolainan saamisesta. Viranomaiset kannustivat tällaista lainanantoa sosiaalisista syistä. Laina-ajan korko oli tavallisesti alhainen, mutta kohosi myöhemmin selvästi korkeammalle tasolle vastatakseen lainansaajien heikon lainanhoitokyvyn aiheuttamaa riskiä.

Subprime-lainojen riskeistä huolimatta kaikki sujui hyvin niin kauan kuin asuntojen arvo nousi. Vielä arveluttavampaa kuin riippuvuus asuntohintojen kehityksestä oli kuitenkin yksipuolinen keskittyminen lainavolyymin kasvattamiseen, jolloin luottoriskit aktiivisesti ”unohdettiin”. Käytännössä tämä tapahtui siten, että Yhdysvaltain jättiläismäiset ja vaikutusvaltaiset investointipankit yhdistivät suuren määrän subprime- ja muita lainoja eräänlaiseksi lainapakettiksi, jota vastaan laskettiin liikkeelle nimellä CDO (Collateralized Debt Obligation) tunnettuja arvopapereita. Tällaisen paketoinnin avulla voitiin lainariskit tehokkaasti piilottaa. Investointipankit näkivät usein parhaaksi varastoida omat CDO:nsa veroparatiiseissa

toimiviin tytäryhtiöihin, mikä esti valvonnan. CDO-papereilla käytiin kauan vilkasta kauppaa, ja niitä ostivat halukkaasti mm. eläkerahastot, vipurahastot (ks. seuraava luku), kunnat ja muut elimet.



KORTTITALO ROMAHTAA

Yhdysvaltain asuntohintojen alkaessa vuonna 2007 laskea tajuttiin yhtäkkiä, millaisia valtavia riskejä subprime-lainoissa piili. Pankkien oli otettava takaisin asuntoja lainansaajilta, jotka eivät kyenneet hoitamaan asuntolainojaan. Asuntohintojen lasku kiihtyi pankkien halutessa päästä asunnoista eroon. Vaikeudet levisivät myös Eurooppaan. Muun muassa suuri brittiläinen asuntolainalaitos Northern Rock kaatui jo syyskuussa 2007.

Asuntohintojen laskun vuoksi CDO-markkinat romahtivat täysin, koska kukaan ei voinut tietää, millaisia luottoriskejä lainapaketteihin sisältyi. Ei tiedetty edes, millaisista lainoista CDO:t koostuivat. Käytännössä kauppa pysähtyi kokonaan, koska tuli mahdottomaksi tietää tällaisen arvopaperin arvoa. Luottamus markkinoihin katosi täysin markkinatoimijoiden yrittäessä arvailla kenellä on CDO:ita ja kuinka paljon.

Lukemattomat pankit ja muut sijoittajat joutuivat tekemään valtavia alaskirjauksia tällaisille hallussaan oleville ”arvopapereille”. Myös liikkeellelaskijoille, ts. investointipankeille, jäi käteen suuria myymättömi- en CDO:iden varastoja, mikä olikin tärkeimpiä syitä pankkien kaatumiseen.



KELLOT SOIVAT INVESTOINTIPANKEILLE

Rahoituskriisin merkillisimpiä seurauksia on viiden legendaarisen investointipankin kaatuminen Yhdysvalloissa. Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Lehman Brothers ja Bear Stearns ovat aina 1800-luvulta saakka näytelleet pääosaa ei vain Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoilla vaan myös koko maapallolla maailman johtavissa finanssikeskuksissa olevien sivukonttoriensa kautta. Tuskin on tehty yhtään merkittävää

yrittä- tai pörssikauppaa ilman, että ne olisivat olleet mukana aloitteentekijöinä, meklareina, neuvonantajina tai varainhoitajina. Erittäin vapaamielisen sääntelyn ansiosta niillä on ollut vapaat kädet kehittää toimintaansa tavalla, joka on ollut äärimmäisen kannattavaa. Niiden omistajilleen tuottamat voitot ovat olleet luokkaa, josta useimmat muut yritykset ovat voineet vain uneksia.

Suurimman osan 2000-lukua korkotaso on ollut hyvin alhainen, mikä on kannustanut suureen velkaantumiseen ja riskinottoon. Vuonna 2004 investointipankkien lainanantomahdollisuudet lähes nelinkertaistuivat niin, että lainavolyymi saattoi olla jopa 40-kertainen omaan pääomaan verrattuna oltuaan aiemmin enintään 12-kertainen. Tämä suosi tietenkin erilaisten rahoitusinnovaatioiden luomista, mutta kasvatti myös suuresti riskejä. Syntyi uusia rahoitustuotteita kuten CDO:t, mutta tavallisesti niitä yhdistivät monimutkaisuus ja vaikeaselkoisuus. Mitä vähemmän läpinäkyvyyttä, sitä riippuvaisempia sijoittajat olivat investointipankkien asiantuntemuksesta. Ongelmana oli kuitenkin, etteivät investointipankkien ja sijoittajien edut aina kohdanneet. Tärkeä syy tähän olivat ylimitoitettut kannustinohjelmat bonuksineen ja optioineen, joita investointipankit myönsivät avainhenkilöilleen.

Jo rahoituskriisin alkuvaiheessa kesällä 2007 ilmoitettiin viidenneksi suurin investointipankki Bear Stearns, että kaksi sen vipurahastoa oli kaatunut liian suuriin CDO-omistuksiin. Pankki joutui kaltevalle pinnalle ja sen oli pakko raportoida yhä suuremmista tappioista. Käytännössä Bear Stearns kaatui, vaikka se virallisesti joutui maaliskuussa 2008 suurpankki J.P. Morgan Chasen haltuun pilkkahinnasta.



LEHMAN BROTHERS KONKURSSIIN

Seuraava uhri oli Lehman Brothers, jonka kuolin-kamppailu päättyi hiukan yllättäen syyskuun puolivälissä 2008. Koko rahoituskriisi muistuttaa dominopeliä, jossa jokainen kaatuva nappula vetää mukanaan aivan uusia nappuloita. Samalla nappulat kaatuvat yhä nopeammassa tahdissa. Jostakin syystä viranomaiset päättivät olla pelastamatta Lehmania. Miksi juuri Lehman valittiin uhriksi ja miksi pankkia ei pelastettu on epäselvää. Joka tapauksessa tätä menettelyä on arvosteltu, koska seuraukset olivat dramaattisia.

Markkinat olivat selvästi siinä uskossa, ettei yhtään merkittävää rahoituslaitosta päästetä konkurssiin ilman valtion tuloa viime kädessä pelastajaksi. Lehmanin myötä konkurssivaihtoehdosta tuli pelottavan konkreettinen. Tärkeät pankkien väliset interbank-markkinat kaatuivat heti, koska yksikään pankki ei enää uskaltanut luottaa kilpailijoihinsa. Yleistä epäluottamusta ruokki se, ettei kukaan voinut tietää, missä kohtaa pankkijärjestelmää todelliset luottoriskit sijaitisivat. Tilannetta ei parantanut, se että luokittelulaitosten luottokelpoisuustodistukset osoittautuivat täysin epäluotettaviksi. Toinen Lehmanin konkurssin välitön seuraus oli, että pankkien yritysasiakkailtaan veloittamat riskilisät moninkertaistuivat. Seurauksena oli pankkien pääomansaannin dramaattinen huononemi-

nen samalla kun luotonsaanti vaikeutui ja luottojen hinta nousi jyrkästi.



DRAMATIikkaA LIIANKIN KANSSA

Syyskuusta 2008 tuli monessa suhteessa äärimmäisen dramaattinen kuukausi rahoitusmarkkinoilla. Lehmanin lisäksi monilla muillakin rahoituslaitoksilla oli lähes ylitsepääsemättömiä ongelmia. Yhdysvaltain markkinoiden kaksi asuntolainajättä, Freddie Mac ja Fannie Mae, valtiollistettiin. Sama koski maailman suurinta vakuutusyhtiötä AIG:tä (American Insurance Group), joka joutui vaikeuksiin, kun yhtiön markkinomat ns. CDS-luottoriskivakuutukset (Credit Default Swaps) alkoivat johtaa valtaviin korvausvaatimuksiin. AIG:n konkurssilla olisi ollut arvaamattomia seurauksia koko kansainväliselle pankkitoiminnalle. Valtiollistamiselle ei siis ollut realistista vaihtoehtoa AIG:n tapauksessa. Rahoituskriisin monien amerikkalaisuhrien joukossa olivat myös maan suurin säästöpankki Washington Mutual sekä maan neljänneksi suurin pankki Wachovia.

Tiukat neuvottelut Lehmanin tulevaisuudesta johtivat siihen, että Merrill Lynch katsoi parhaaksi luopua

itsenäisyydestään ja tulla osaksi Bank of Americaa. Myös jäljellä olevat kaksi investointipankkia, Morgan Stanley ja Goldman Sachs, alkoivat tuntea maan polttavan jalkojensa alla ja etsiytyivät keskuspankin Federal Reserven helmojen suojaan muuttamalla tavallisiksi talletuspankeiksi. Siten ne alistuivat aiempaa huomattavasti tiukempaan valvontaan, mutta toisaalta niiden mahdollisuudet toimintansa rahoittamiseksi paranivat.



EUROOPPA SAI OSANSA KRIISISTÄ

Syksyn aikana sai myös muu maailma tuntuman rahoituskriisiin. Euroopassa valtiollistettiin useita pankkeja, mm. Benelux-maiden Fortis, Hypo Real Estate Saksassa ja Royal Bank of Scotland Isossa-Britanniassa. Lisäksi saivat lukuisat pankit valtiolta pääomaruiskeita voidakseen jatkaa toimintaansa. Eniten kärsi Islanti, jonka kaikki kolme suurinta pankkia valtiollistettiin. Islannin kruunu lakkasi olemasta vaihdettava valuutta. Suomessa Kaupthingin ja Landsbankin toiminta loppui lyhyeen. Glitnirin Suomen tytärbankki palasi alkuperäisille omistajille ja sai takaisin vanhan nimensä FIM.

Huomattavia ongelmia kehkeytyi myös Baltiasa. Koska sekä Swedbankilla että SEB:llä oli suuria

intressejä alueella, saivat nekin tuntuman vaikeuksiin. Carnegie Investment Bank, jonka juuret ulottuivat vuoteen 1803, oli ainoa kaatunut ruotsalaispankki, syynä taitamaton riskienhallinta. Se siirtyi Ruotsin valtiokonttorin Riksgäldenin haltuun. Rahoituskriisin pohjoismaisiin uhreihin kuului myös pari pienehköä tanskalaispankkia.



REAALITALOUS UHRINA

Rahoitus pysyi kauan melko erillisenä ilmiönä, joka ei juuri vaikuttanut reaalitalouteen. Tämä loppui kuitenkin nopeasti myöhäissyksyllä 2008, kun yritysmaailman yt-neuvottelut ja tulosvaroitukset alkoivat kuulua päivittäiseen uutisantiin. Samalla alkoivat erilaiset ennusteita laativat laitokset kilvan alentaa ennusteitaan kokonaistuotannon kasvusta eri maissa. Bruttokansantuote luultavasti alenee ja työttömyys lisääntynee monissa maissa vuoden 2009 aikana.

Suomen talous kuuluu Euroopan vahvimpiin. Toisin kuin 1990-luvun alussa useimmilla suuryhtiöilläämme on terve rahoitusrakenne ja vahva kassavirta. Tilauskanta on toistaiseksi äärimmäisen korkealla tasolla. Tämä ei kuitenkaan merkitse, että me selviydymme

ehjin nahoin syvästä taantumasta, johon rahoituskriisi näyttää johtavan. Suomi on monia muita maita riippuvaisempi vientimarkkinoistaan. Ostajamaidemme vaikeudet heijastuvat heti vientiyrittystemme toimintamahdollisuuksiin.

Jo nyt on monta tilausta peruttu asiakkaiden rahoitusongelmien vuoksi. Rahoituskriisin vuoksi monet normaaleista rahoituskanavista eivät enää toimi tai toimivat vain puutteellisesti, mikä on kiristänyt kilpailua olemassa olevista kotimaisista rahoitusmahdollisuuksista. Se voi pahimmassa tapauksessa johtaa siihen, että täysin terveiden yritysten on vaikea rahoittaa päivittäistä toimintaansa.

Edellä ei ole kosketeltu osakemarkkinoiden kehitystä eikä vipurahastojen osuutta rahoituskriisiin, vaikka niiden rooli on ollut erittäin keskeinen. Tämä tehdään seuraavassa luvussa.



LUKU IV



*Pörssit ja vipurahastot
rahotuskriisissä*

Kim Lindström

Pörssit diskonttaavat aina tulevaisuutta pikemminkin kuin heijastavat talouden nykytilannetta. Siksi ei ole yllättävää, että ensimmäisinä rahoituskriisiin joutuivat tutustumaan osakesijoittajat. Helsingin pörssin Cap-indeksissä, jossa millään yhtiöllä ei ole yli 10 prosentin painoarvoa, osakekurssit saavuttivat korkeimman tasonsa 13.7.2007.

Aluksi puhuttiin vain subprime-lainoista, mutta se riitti houkuttelemaan myyjiä pörssiin. Melko voimakkaan kurssilaskun jälkeen nousivat kurssit lokakuussa 2007 lähes takaisin lähtökohtaansa. Marraskuussa 2007 alkoi pitkäaikainen kurssiromahdus, joka johti useaan otteeseen todelliseen myyntipaniikkiin kuten tammikuussa ja kesäkuussa 2008 sekä ennen kaikkea syksyllä, kun alkoi tulla tiuhaan uutisia pankkien vararikoista. Vuoden 2008 lopulla olivat Helsingin osakekurssit jopa 56 prosenttia alempana kuin heinäkuussa 2007. Kalenterivuosi 2008 oli keskimäärin 50 prosentin kurssilaskuineen ylivoimaisesti huonoin pörssivuosi, jonka olemme milloinkaan kokeneet Helsingin pörssin 96-vuotisen toiminnan aikana.



PÖRSSIROMAHDUS EI SÄÄSTÄNYT KETÄÄN

Mitkään osakkeet tai alat eivät ole säästyneet pörssi-myrskyltä. Ongelmia ei ole myöskään voinut välttää sijoittamalla ulkomaisiin osakkeisiin, koska sekä rahoituskriisi että pörssiromahdus ovat maailmanlaajuisia. Monissa maissa ovat pörssiyhtiöt menettäneet markkina-arvostaan vielä enemmän kuin Suomessa, Islanti synkimpänä esimerkkinä aivan omassa luokassaan. Vaikka talous on kehittyvissä maissa kasvanut selvästi nopeammin kuin pitkälle teollistuneissa maissa, on niiden markkinoille panostaminen osoittautunut huonoksi strategiaksi, koska osakekursseihin vaikuttavat ensi sijassa globaalit suursijoittajat. Nämä ovat tavallisesti pitäneet kehittyviä markkinoita muita riskialttiimpina ja voineet nopeasti poistua alueelta. Koska kehittyvillä markkinoilla on puutetta vahvoista kotimaisista sijoittajista, on ulkomaisten suursijoittajien ulosmarssi useimmiten johtanut valtaviin kurssiromahduksiin.

Tietyt pörssit pysyvät pystyssä tai kaatuvat raaka-ainehintojen myötä. Esimerkiksi Moskovan pörssi oli melko vastustuskykyinen vuoden 2008 ensimmäisellä puoliskolla öljynhintojen jyrkän nousun vuoksi, mutta romahti täysin vuoden toisella puoliskolla, kun öljynhintojen jyrkkä lasku kasvatti myyntipaineita. Moskovan pörssin johto pysäytti monena päivänä osakekaupan pelkästään myyntipaniikin vuoksi. Venäjällä

tapahtuva kehitys on hyvin tärkeä monille suomalaisille yrityksille. Useimmilla tärkeimmillä vientimarkkinoillamme, Venäjän lisäksi Ruotsissa ja Englannissa, valuuttakurssit ovat lisäksi kehittyneet meille epäedullisesti.



PÖRSSIVALTA YHDYSVALLOISSA

Paradoksaalisesti amerikkalaisosakkeet ovat selviytyneet useimpien muiden maiden osakkeita paremmin, vaikka rahoituskriisi lähti juuri Yhdysvalloista ja monet pahimmista ongelmista ovat juuri siellä. Tämä johtuu siitä, että osakekursseja kaikkialla ohjaavat globaalit suursijoittajat toimivat useimmiten Yhdysvalloista tai amerikkalaisella pääomalla ja amerikkalaisjohtolalla, vaikka virallinen kotipaikka on usein jossakin veroparatiisissa. Näille sijoittajille on epävarmoina aikoina luontevaa vähentää riskejä pitämällä kiinni parhaiten tuntemiensa yritysten osakkeista.

Muuta keitä sitten ovat nämä globaalit suursijoittajat? Ne voivat olla pitkän aikavälin sijoittajia kuten vakuutusyhtiöitä, eläkerahastoja, eläkeyhtiöitä ja eläkesäätiöitä tai tavallisia sijoitusrahastoja, harvemmin pääomasijoittajia tai yksityisiä sijoittajia. Yhä

tärkeämmiksi ovat tulleet valtiolliset rahastot, jotka on rakennettu valuuttavarantojen tai esimerkiksi öljynviennin ylijäämien avulla eli ns. Sovereign Wealth Funds. Norjan öljyrahasto on siten jo merkittävä osakas monissa Euroopan suuryrityksissä.



VIPURAHASTOT EIVÄT SUOJAA

Päivittäistä pörssikauppaa ovat yhä enemmän alkaneet hallita globaalisti toimivat vipurahastot eli ns. hedgerahastot, jotka ovat 2000-luvulla kasvaneet valtavasti. Nimitys ”hedge” (suojauminen) tulee näiden rahastojen pyrkimyksestä päästä positiiviseen absoluuttiseen tuottoon markkinakehityksestä riippumatta ja tarjota siten ”suojan” osakkeenomistajille. Todellisuudessa vipurahastot toimivat valtavalla riskillä, koska ne käyttävät lainapääomaa ja johdannaisvälineitä eräänlaisena voimavipuna. Suomenkielinen nimitys ”vipurahasto” on siten asiallisesti oikeampi kuin englanninkielinen termi.

Yhteistä vipurahastoille on lähes täydellinen valvontamahdollisuuksien puute. Tätä on perusteltu pyrkimyksellä estää markkinoiden muita toimijoita matkimasta rahaston sijoitusstrategiaa. Käytännössä vipurahastoihin sijoittaminen on rinnastettu rahojen

sijoittamiseen mustaan laatikkoon, jonka sisältö on tuntematon. Muista sijoitusrahastoista poiketen haluavat vipurahastot myös välttyä normaalilta viranomaisvalvonnalta ja sääntelyltä, mikä on johtanut siihen, että suurin osa niistä toimii muodollisesti veroparatiiseista, vaikka toimintaa käytännössä johdetaan maailman rahoituskeskuksista, enimmäkseen Yhydsvaltain itäran-
nikolta ja Lontoosta. Vuoden 2007 lopulla 52 prosenttia vipurahastoista oli rekisteröitynyt veroparatiiseihin, joista Caymansaaret oli ylivoimaisesti suosituin kotipaikka. Sen jälkeen tulivat Brittiläiset Neitsytsaaret ja Bermuda. Veroparatiiseihin rekisteröimättömistä vipurahastoista kaksi kolmasosaa oli Yhdysvalloissa.



NÄENNÄISESTI KÄÄPIÖITÄ, TODELLISUUDESSA JÄTTILÄISIÄ

Maailmassa arvellaan olleen yli 10 000 vipurahastoa ennen finanssikriisiä. Vipurahastoilla lasketaan olleen 2 500 miljardia dollaria omaa pääomaa niiden ollessa suurimmillaan kesällä 2008. Tämä on arvioilta vain pari prosenttia maailman arvopaperimarkkinoiden yhteisestä markkina-arvosta.

Vipurahastojen todellinen merkitys markkinoilla on kuitenkin moninkertainen. Ensinnäkin rahastot

ovat suhteellisen uusi ilmiö, ja ne ovat rahoituskriisiin saakka kasvaneet erittäin nopeasti. Toiseksi vipurahastot käyvät poikkeuksellisen aktiivista kauppaa. Britannian rahoitustarkastus FSA arvioi jo vuonna 2005, että vipurahastojen osuus Lontoon ja New Yorkin kokonaispörssivaihdosta liikkui kolmasosan ja puolen välillä. Viimeisenä, mutta ei vähiten tärkeänä asiana, vipurahastot moninkertaistavat markkinavoimansa käyttämällä voimavipuna esim. lainapääomaa. Kauhuesimerkki on muun muassa kahden Nobelin-palkinnon saajan johtama Long Term Capital Management. LTCM:n romahtaessa vuonna 1998 se käytti runsaat 30 kertaa enemmän lainapääomaa kuin rahastosijoittajien pääomaa.



MONENLAISIA STRATEGIOITA

Vipurahastojen käytössä on koko joukko erilaisia sijoitusstrategioita ja lukuisia sijoitusvälineitä. Osakkeiden ohella ne voivat erikoistua esim. korkoinstrumentteihin, johdaninstrumentteihin, raaka-aineisiin ja valuuttoihin. Ne voivat erikoistua tiettyihin markkinoihin tai tiettyihin aloihin. Usein ne etsivät tilaisuuksia toimia välimiehenä hinnoitteluvirheiden tai markkina-

tapahtumien yhteydessä. ”Kvanttirahastot” sijoittavat matemaattisten mallien pohjalta. On myös rahastoja, jotka sijoittavat pelkästään toisiin vipurahastoihin hajauttaakseen tehokkaasti riskejä.

Tavallisin strategia ovat erilaiset ”pitkäksi/lyhyeksi” myynnin muunnelmät, joissa pelkistetyimmillään pyritään löytämään saman alan yrityspari, jossa toisen yhtiön osakkeen odotetaan menestyvän alan keskiarvoa paremmin ja toisen huonommin. Rahasto ostaa ensimmäisen yhtiön osaketta (ns. ”pitkäksi”) ja myy (ns. ”lyhyeksi”) lainaamiaan toisen yhtiön osakkeita. Jos jälkimmäisen yhtiön ns. lyhyeksimyytyjä osakkeita voi myöhemmin ostaa myyntihintaa halvemmalla, rahasto voittaa. Pitkäksi/lyhyeksi-strategian katsotaan eliminoivan markkinakehityksen vaikutukset osakekursseihin, ts. se on markkinaneutraali.

Erilaisista strategioista huolimatta vipurahastoilla on tiettyjä yhteisiä nimittäjiä. Lainapääoman käytön ja valvonnan ja sääntelyn puutteen ohella useimmat harjoittavat lyhyeksimyyntiä, joka voi olla hyvin kannattavaa kurssien laskiessa ja jonka merkitys on huomattavasti kasvanut rahoituskriisin aikana. Useimmat vipurahastot ovat nimenomaan kiinnostuneita nopeista voitoista. Ne ovat siten luonteeltaan lyhyen aikavälin keinottelijoita. Koska ne toimivat päivittäin markkinoilla on rahaston varojen kierto hyvin nopeaa, mikä tavallisesti johtaa hyvin suureen markkinapainoon, mutta takaa samalla markkinoiden likviditeetin.

Rahastoilla on kuitenkin hyvin vähän yhteistä osakkeiden pitkän aikavälin arvonnoususta kiinnostuneiden vakavamieleisten osakesäästäjien kanssa.



HALUKKAITA RISKINOTTOON

Kuinka suuri sitten vipurahastojen vipuvoima on, englanniksi 'leverage'? Rahastoihin liittyvän salailun vuoksi siihen ei ole yksiselitteistä vastausta. Vipuvoimaan voidaan päästä kahta tietä, joko lisäämällä sijoitettuja varoja lainan avulla (talousvipu) tai käyttämällä johdannaisinstrumentteja, jossa suhteellisen mitättömällä pääomapanoksella voi päästä moninkertaiseen markkinapeittoon (finanssivipu). Vivun suuruus, joka on mitattavissa salkun suuruuden ja nettovarojen suhteella, ei vaihtele pelkästään eri vipurahastojen välillä sijoituksen kohdentamisen mukaan, vaan myös samassa vipurahastossa eri ajankohtina.

Vipurahastojen rahoittajat ovat olleet huolissaan salkkujen arvonnoususta viime aikoina ja ovat vaatineet enemmän vakuuksia rahastojen lainoille. Rahoituskriisi on siten pakottanut vipurahastot vähentämään jyrkästi riskialtistusta vipuvoimaa supistamalla, mikä on käytännössä johtanut pakkomyynteihin.

OECD:n raportti vuodelta 2007² lainaa selvitystä jonka mukaan vipurahastojen muualle sijoittama kokonaispääoma oli $2\frac{1}{4}$ - $2\frac{1}{2}$ -kertainen niihin itseensä sijoitettuun pääomaan verrattuna.

MIT:n professori Andrew W. Lo esitti 13.11.2008 Yhdysvaltain edustajainhuoneelle kirjallisen raportin vipurahastoista ja niiden roolista rahoituskriisissä³. Raportin mukaan rahastojen sijoitussalkun suuruuden ja rahastojen pääoman suhde oli keskimäärin 2,4 vuoden 2005 neljännellä neljänneksellä kasvaakseen 2,9 prosenttiin vuoden 2006 vastaavana aikana. Vipu oli suunnilleen sama vuoden 2007 lopulla, mutta sen arvioidaan laskeneen 2,3:een vuoden 2008 neljännellä neljänneksellä. Lon oman käsityksen mukaan vipurahastojen omat varat olivat silloin 1 600 miljardia dollaria, mutta salkkujen markkina-arvo 3 700 miljardia.

Lisäksi on mainittava, että vivun voima vaihtelee suuresti eri vipurahastojen välillä ja että suhteellisen monella rahastoilla on alhainen riskinotto. Alhainen korkotaso ja hyvä markkinatilanne lienee lisännyt riskinottohalua varsinkin osakemarkkinoilla toimivilla rahastoille vuosina 2006–2007.



ÄÄRIMMÄISEN KANNATTAVAA RAHASTONHOITAJILLE

Kiitos kustannusrakenteen, jota sovelletaan rahasto-sijoittajiin ja joka jakaa rahastoyhtiölle osan rahaston voitoista, saattavat menestyvän vipurahaston salkunhoitajat ansaita lähes käsittämättömiä voittoja. Voi sanoa, että salkunhoitajien ahneus on nostettu erääksi johtotähdistä vipurahastojen sijoitustoiminnassa. Tämä on myös johtanut siihen, että vipurahastot ovat valmiit hyvin suuriin riskeihin, vaikka rahastojen alkuperäinen ajatus oli vähentää riippuvuutta markkinariskeistä. Koska vipurahastot ovat saavuttaneet suuria voittoja hyvinä aikoina, ovat ne onnistuneet houkuttelemaan sijoittajilta nopeasti kasvavaa lisäpääomaa, ei vähiten eläkeyhtiöiltä ja -rahastoilta.

Vipurahastot ovat usein eri tavoin vaikuttaneet ratkaisevasti rahoituskriisin kulkuun. Kun tilanteen vakavuus alkoi valjeta ja pörssitrendit kääntyivät laskuun kaikkialla, ne näkivät tilaisuutensa tehdä kurssilaskulla rahaa lainaamalla itselleen suuria määriä osakkeita. Näitä osakkeita he alkoivat myydä lyhyeksi, kun aika näytti sopivalta nk. bear raidille (myyntihyökkäykselle) esim. huonojen talouslukujen tai yksityisiä yrityksiä koskevien huonojen uutisten yhteydessä. Riittävän massiivinen myyntipaine johti vääjäämättä suuriin kurssilaskuihin ja jopa myyntipaniikkiin, kun myös taustoja tuntemattomat muut markkinatoimijat houkuteltiin myymään.

Kuta jyrkempi ja pitkäaikaisempi kurssilasku, sitä halvemmalla ja sitä suuremmalla voitolla vipurahastot pystyivät ostamaan takaisin lainaamia osakkeita. Joissakin tapauksissa rahastoja epäillään jopa väärin huhujen leviittämisestä voittojen varmistamiseksi.



PANKIT MYYNTIHYÖKKÄYSTEN UHREINA

Jo varhaisessa vaiheessa valittiin varsinkin pankkien ja muiden rahoituslaitosten osakkeet vipurahastojen lyhytmyyntihyökkäysten kohteeksi. Pankkiosakkeet olivat sikäli kiitollisia kohteita, että tuskin mitkään yritykset ovat niin riippuvaisia yleisön luottamuksesta kuin pankit, joiden omat varat ovat murto-osa pankkien sitoumuksista. Myymällä lyhyeksi suuria osakemääriä voitiin aiheuttaa jopa kymmenien prosenttien päivittäisiä kurssilaskuja yksittäisissä osakkeissa. Kun näitä kurssilaskuja käsiteltiin suurin otsikoin lehdistössä ja yksityiskohtaisesti radiossa ja televisiossa, oli lumipallo jo liikkeellä kenenkään pystymättä pysäyttämään siitä. Huolestuneet tallettajat kiirehtivät nostamaan pankkitalletuksensa ja kilpailijat alkoivat suhtautua pidättyvästi myyntihyökkäyksen uhrin yrityksiin päivittäisen toiminnan rahoittamiseksi pankkienvälisillä markkinoilla. Yhdysvaltain rahoituslaitosten kaatumiset johtuivat

tosin todellisita suurtappioista, mutta vipurahastojen lyhyeksimyynnit heikensivät tehokkaasti luottamusta uhreja kohtaan. Ne tekivät mahdolltomaksi ratkaista ongelmat tasapainoisella tavalla, joka olisi minimoinut tappiot.

Amerikkalaisilla investointipankeilla oli mielenkiintoinen kaksoisrooli lyhyeksimyyntien yhteydessä. Nämä hyökkäykset osoittautuivat kohtalokkaiksi erityisesti Bear Stearnsille ja Lehman Brothersille, mutta toisaalta nämä pankit toimivat itse vipurahastojen osakevälttäjänä huomattavassa osassa näitä hyökkäyksiä. Tästä tosiasiasta tuli niin kiusallinen investointipankeille, että vaikuttivat aktiivisesti siihen, että nykyisin Nasdaqin omistama Helsingin pörssi lakkasi kesäkuussa 2008 julkistamasta, mitkä välittäjät edustivat ostajia ja myyjiä yksittäisissä pörssikaupoissa. Avoimuuden ja tiedottamisen kannalta tämä oli pitkä askel taaksepäin. Mielenkiintoista kyllä tätä ”uudistusta” ei onnistuttu viemään läpi Kööpenhaminassa ja Tukholmassakin vain osittain, vaikka kaikilla kolmella pörssillä on sama omistaja.

Lyhyeksimyynnit johtivat viranomaisten vastatoimiin monessa maassa. Jo kesällä 2008 kiellettiin Wall Streetillä väliaikaisesti lyhyeksimyynni 19 suuressa rahitusyhtiössä. Syksyllä lyhyeksimyynni kiellettiin kokonaan monissa maissa. Kielto tuli aivan liian myöhään, jotta sillä olisi ollut todellista merkitystä.



VIPURAHASTOT ITSE UHREINA

Lyhyeksimyyntivoittojensa ansiosta vipurahastoista näytti tulevan rahoituskriisin voittajia. Ironista kyllä, rahastot joutuivat itsekin uhriksi varsinkin loka–mar-raskuun dramaattisten tapahtumien yhteydessä. Lyhy-eksimyyntikieltojen vuoksi rahastojen toimintamahdollisuuksia oli supistettu. Lisäksi asiat kehittyivät niin dramaattisesti ja yllättäen, etteivät vipurahastotkaan välttyneet jättitappioilta. Tähän myötävaikutti ylimitoitettu lainarahoitus. Vipurahastoille lainoja myöntäneillä pankeilla oli siten kaikki syy huolestua.

Rahastoja alkoivat ahdistella eivät vain niiden lainanantajat. Syksyllä tuli ilmeiseksi, että vain harvat vipurahastot kykenivät lunastamaan lupauksensa positiivisesta tuotosta kaikissa markkinatilanteista. Vipurahastoihin sijoittaneet alkoivat myös suuressa mittassa lunastaa osuuksiaan. Vaikka monet vipurahastot yrittivät monin tavoin pitää varat rahastoissa, ne eivät ajan mittaan pystyneet pysäyttämään lunastuksia.

Sekä lunastusten että kurssitappioiden vuoksi ja tulevien lunastusten torjumiseksi, rahastojen oli nopeasti hankittava likvidejä varoja. Lukuisissa tapauksissa rahastot kaatuivat ja niiden osalta jouduttiin todellisiin pakkorealisointeihin. Monien sijoitusinstrumenttien kohdalla markkinat olivat lakanneet toimimasta, koska kukaan ei tiennyt niiden todellista arvoa. Markkinat toimivat kuitenkin vielä suuryritysten osakkeilla.

Tämä selittää synkän kehityksen, joka leimasi tunnelmaa maailman osakepörseissä vuoden 2008 toisella puoliskolla. Koskaan ennen emme ole kokeneet läheskään niin suuria pakkorealisointeja.



MASSIVISIA PAKKOREALISOINTEJA

Marraskuun puolivälissä 2008 kutsuttiin viisi tunnettua rahastonhoitajaa Yhdysvaltain kongressiin kuultaviksi vipurahastojen roolista rahoituskriisissä. Heistä tunnetuin, George Soros, arveli vipurahastojen menettävän kriisin vuoksi 50–75 prosenttia omista varoistaan. Kun otetaan vielä huomioon lainavivun vaikutus, voi tästä saada käsityksen mitä suuruusluokkaa ovat pakkorealisoinnit, joita me olemme nähneet ja tulemme luultavasti vielä näkemään maailman pörseissä.

Pölyn laskeuduttua tapahtuneesta voidaan varmasti ottaa monella tavalla opiksi. On ilmeistä, että vipurahastojen riskienhallintaa on perusteellisesti uudistettava. Todennäköisesti vipurahastot ovat myös saaneet terveellisen opetuksen lainapääoman hillittömän käytön seurauksista. Keskustelu rahastojen toiminnan valvonasta ja sääntelystä saa varmasti uutta pontta. Rahastoihin sijoittaneiden tulisi pelkän itsesuojeluvaistonkin

nimissä vaatia valvontaa ja avoimuutta rahastojen sijoitustoimintaan. Ja viimeisenä, muttei vähiten tärkeänä asiana: kuinka kauan maailma aikoo hyväksyä, että suhteellisen harvalukuiset veroparatiisit tarjoavat suojan enemmän tai vähemmän hämärälle yritystoiminnalle?





LYHYEKSIMYYNTI (SHORT SELLING)

Normaalisti käydään osakkeella ”pitkää” kauppaa, kun se ostetaan siinä uskossa, että osakekurssi tulee nousemaan. Vakiintunut sijoitusmenetelmä on myös lyhyeksimyynti, kun osakekurssin uskotaan laskevan. Silloin osake myydään ”lyhyeksi”, mikä käytännössä tarkoittaa, että myydään osaketta, jota ei omisteta. Lyhyeksimyynti on itse asiassa osakkeiden ostamisen vastakohta.

Jotta voitaisiin myydä lyhyeksi, osakkeet on ensin lainattava joko arvopaperivälittäjältä tai joltakin osapuolelta, joka omistaa kyseisiä osakkeita ja suostuu antamaan ne sovituksi ajaksi lainaajan hallintaan. Laina-aika voi olla esim. 3–12 kuukautta. Suostuakseen lainaan lainanantaja vaatii vakuuden ja lisäksi korvaukseksi palkkion.

Lainanottajan saatua osakkeet käyttöönsä hän tavallisesti myy ne. Koska hänen on laina-

ajan päätyttyä palautettava osakkeet lainanantajalle, on hänen katettava positionsa, t.s. ostamalla takaisin myymänsä osakkeet. Jos sijoittaja oli oikeassa uskoessaan osakekurssin laskuun, hän pystyy ostamaan osakkeet halvemmalla kuin niistä sai myydessään. Alhaisemman hankintakurssin ja aiemman, korkeamman myyntikurssin ero on lyhyeksi myyjälle voittoa (jota tosin lainakustannukset hieman verottavat).

Lyhyeksiomyynti on kaikkea muuta kuin riskitöntä. Jos sijoittaja on väärässä ja lainattujen osakkeiden kurssi alkaa myynnin jälkeen nousta, hän kärsii tappiota, joka periaatteessa voi olla miten suuri tahansa. Lainaksiantaja voi myös tietyissä oloissa vaatia osakkeensa takaisin ennen laina-ajan päättymistä. Silloin lyhyeksiomyyjä on ehkä nopeasti yritettävä katettava positionsa itselleen epäedulliseen kurssiin.

Lyhyeksiomyynti on täysin normaali ilmiö osakekaupassa. Tavallisesti se helpottaa osakkeiden muuttamista rahaksi, koska lyhyeksiomyynti takaa, että osakkeita on koko ajan kaupan myös kurssitason ollessa alhainen. Oman 1990-luvun alun lamamme aikana, kun lyhyeksiomyynti ei ollut vielä sallittua Helsingin pörssissä, kurssi-

romahdus johti siihen, että kauppa kuivui kokonaan ja että osto- ja myyntikurssin ero kasvoi suhteettoman suureksi. Käytännössä oli monessa tapauksessa täysin mahdotonta myydä osakkeita. Tämän ongelman on lyhyeksimyynä poistanut.

Epänormaaleissa markkinaoloissa lyhyeksimyynä voi kuitenkin käyttää väärin, kuten olemme nähneet nykyisen rahoituskriisin aikana. Markkinatunnelman ollessa heikko tai kielteisten yritys uutisten tullessa saattoivat vipurahastot syyttää markkinoille valtavia määriä aiemmin lainattuja osakkeita aiheuttaakseen myyntipaniikin. Näissä tapauksissa osakelainoista saadut korvaukset olivat äärimmäisen pieni lohtu kurssilaskuista, joita vipurahastojen kurssimanipulaatio aiheutti lainanantajien osakesalkuissa. Monet eläkerahastot ja vastaavat laitokset ovat sen vuoksi tehneet periaatepäätöksen olla lainaamatta osakkeitaan.

Vipurahastojen massiiviset finanssiosakkeiden lyhyeksimyynä ovat omalta osaltaan nakertaneet yleistä luottamusta moniin pankkeihin tunnetusti kohtalokkain seurauksin. Sen vuoksi lyhyeksimyynä kiellettiin tilapäisesti monissa maissa syksyllä 2008.

LUKU V



Ahneutta ja huonoa johtajuutta

Susanne Stenfors

Maailmanlaajuinen rahoituskriisi on levinnyt kulovalkean tavoin eri markkinoille. Tällä tulee olemaan pitkäaikaisia seurauksia, joita tämän päivän tilanteessa on vielä vaikea ennakoida. Keskustelu kriisin varsinaisista syistä ja syyllisistä tulee sekin jatkumaan kauan. Mieli-piteet siitä, mitä pitäisi tehdä vastaavanlaisten kriisien estämiseksi tulevaisuudessa, vaihtelevat suuresti. Mutta kaikki näyttäisivät olevan yhtä mieltä siitä, että jotta-kin pitäisi tehdä.

Moni varoitti avoimesti Yhdysvaltain kiinteistökuplasta. Jotkut jopa ennustivat luottokriisin puhkeamisen. Nykytiedoin voi kysyä, miksi ei kukaan puuttunut asiaan aiemmassa vaiheessa. Mutta myös Yhdysvaltain ulkopuolella kriisi tuli monille täytenä yllätyksenä. Kukaan ei osannut etukäteen kuvitella globaalin interbank-markkinan voivan käytännöllisesti katsoen kadota niin nopeasti ja niin valtavin seurauksin. Rahoitusmarkkinat perustuvat luottamukselle ja odotuksille. Nyt olemme nähneet, mitä tapahtuu markkinatoimijoiden välisen luottamuksen kadotessa yhdessä yössä ja optimismin vaihtuessa varovaisuuden kautta pessimismiksi.

Tulemme tässä käsittelemään lähinnä Yhdysvaltain subprime-luottokriisiä ja eri toimijoiden roolia tässä kriisissä.



SYLLISTEN ETSINTÄ

Moni menetti rahoituskriisin vuoksi sijoituksensa, kotinsa tai työnsä. On luonnollista, että he etsivät syyllisiä ja haluavat vastauksia. Yhdysvalloissa monien pitäisi katsoa peiliin ja kysyä, mitä he olisivat voineet tehdä pysäyttääkseen kehityksen ennen kuin oli liian myöhäistä. Lainsäätäjät, Yhdysvaltain arvopaperi- ja pörssikomissio (SEC), keskuspankki Federal Reserve Bank (FED) entinen pääjohtaja Alan Greenspan etunenässä, joutuvat varmasti ottamaan suuren osan vastuusta harteilleen. Samoin ne Wall Streetin innovaattorit, jotka muunsivat subprime-lainat monimutkaisiksi strukturoiduiksi rahoitustuotteiksi. Nämä tuotteet eivät vain hajauttaneet luottoriskejä, vaan myös piilottivat ne sijoittajilta, analyytikoilta ja viranomaisilta.

Osansa vastuusta joutuvat myös kantamaan luotituslaitokset, jotka eivät nähneet strukturoitujen rahoitustuotteiden riskejä. On jopa spekuloitu, että luotituslaitokset sulkivat silmänsä riskeiltä enemmän tai vähemmän tietoisesti. Samat, monimutkaisia rahoitustuotteita kehittäneet, investointipankit nimittäin myös maksoivat näiden tuotteiden luottoluokituksesta. Sijoittajat eri puolilla maailmaa luottivat luotituslaitosten arvioihin, eivätkä ehkä itse kyenneet arvioimaan näiden sijoitusten riskejä. Kriisi on jälleen

kerran nostanut esiin tarpeen luokituslaitosten riippumattomuudesta sijoituskohteiden arvioinnissa.



SOSIAALIPOLITIikkaA VAI BISNESTÄ

Vielä ei ole laajemmin keskusteltu siitä, missä määrin amerikkalaisten luottolaitosten ja investointipankkien korkein johto on vastuussa subprime-lainakriisistä. Itsestään selvää on, että sillä on kriisistä moraalinen vastuu. Juristit ja syyttäjät ovat jo aloittaneet epäkiitollisen työn saadakseen selville, ketkä ovat mahdollisesti syyllistyneet siviilioikeudellisiin väärinkäytöksiin tai suoranaisiin rikoksiin.

Ne, joiden mukaan lainsäätäjät ja erityisesti Community Reinvestment Act -laki ovat syyllisiä subprime-luottokriisiin, katsovat asiaa liian suppeasta näkökulmasta. Poliitikkojen tavoitteena oli kyllä saada luottolaitokset myöntämään asuntolainoja vähemmän luottokelpoisille kansalaisille. Kukaan ei kuitenkaan pakottanut niitä myöntämään riskilainoja siinä laajuudessa kuin 2000-luvulla tehtiin.

Hyvä pankkitapa edellyttää luotonantajalta huolellista luottokelpoisuusarviointia. Nyt asuntolainoja myönnettiin usein automaattisesti, ilman tavanomaista dokumentaatiota tai luottokelpoisuusarviota.

Luottolaitosten olisi pitänyt keskittyä etsimään niitä köyhien alueiden asiakkaita, joilla olisi ollut edes mahdollisuus maksaa lainansa takaisin. Tämän sijaan keksittiin “luovia ratkaisuja”, jotta voitaisiin antaa lainoja kaikkein vähävaraisimmille, työttömille ihmisille, joilla ei ollut säännöllisiä tuloja tai varallisuutta.

Luotoista tuli siten yhä riskialttiimpia. Monet saivat asuntolainaa pankista täysin ilman omarahoitusta. Lainasumma saattoi ylittää selvästi vakuudeksi otetun asunnon arvon. Lainanottajat saattoivat myös saada lyhennysvapaa jakson tai alhaisen koron laina-ajan alussa. Sopimuksen mukaan lainan korko saattoi kaksinkertaistua tietyn ajan jälkeen. Kaikki perustui odotuksiin jatkuvasta arvonnoususta asuntomarkkinoilla.

Subprime-lainojen nopeasti kasvava volyymi auttoi puolestaan nostamaan asuntojen hintoja. Kaikki näytti jonkin aikaa hyvältä, aivan kuin pyramidihuijauksessa. Myöhemmin iski todellisuus asuntokuplan puhjetessa ja lainanottajien alkaessa jäädä jälkeen maksuisaan.



PUUTTEITA MENETTELYISSÄ JA HARKINTAKYVYSSÄ

Selvät puutteet luotonantajien menettelytavoissa ja valvonnassa jättivät tien avoimeksi petoksille. Lehdet ovat

täynnä kertomuksia lainapäätöksistä, jotka perustui-
vat väärennettyihin ja kaunisteltuihin tietoihin. Jotkut
lainanottajat varmasti käyttivät hyväkseen valvonnan
heikkoutta. Monet lainanottajat kuitenkin väittävät,
etteivät he tiedä tulo- ja varallisuustietojen alkuperää.
Olivatko tiedot näissä tapauksissa välikäsinä toiminei-
den lainameklareiden keksimiä? Vai keksivätkö lai-
nanantajat itse näitä taustatietoja? Jos voidaan todistaa
tietojen olleen väärennettyjä, joutunevat syylliset oi-
keuteen. Mutta se tulee vaatimaan valtavan panostuk-
sen juristeilta ja syyttäjiltä eri puolilla Yhdysvaltoja.

Paremmen luottokelpoisuusarvioinnin lisäksi olisi
luotonantajien myös pitänyt osoittaa parempaa harkin-
takykyä. Oliko moraalisesti oikein myöntää asuntolai-
noja täysin maksukyvyttömille ihmisille? Oliko mo-
raalisesti oikein oman voiton toivossa käyttää hyväksi
ihmisiä, jotka eivät täysin ymmärtäneet mutkikkaita
lainamenettelyjä tai kyenneet arvioimaan riskejä? Vaik-
ka subprime-lainat tuottivat korkeampia tuloja kuin
”normaalit” asuntolainat, jonkun olisi pitänyt painaa
jarrua kaikkein riskialttiimpien lainojen kohdalla.

Yli 300 amerikkalaista luottolaitosta on kaatunut
vuoden 2006 jälkeen. Ahneus ja huono johtaminen
myötävaikuttivat ratkaisevasti niiden kaatumiseen.



TARJONTA JA KYSYNTÄ

Viiden suuren investointipankin kasvava kiinnostus subprime-lainoja kohtaan yllytti luotonantajia ja -välittäjiä lisäämään subprime-lainoitusta. Siten näiden investointipankkien johto joutuu myös kantamaan vastuun syntyneestä kriisistä. Monia subprime-lainoja ei olisi varmaan koskaan myönnetty, jos ne olisivat jääneet lainanantajien omaan taseeseen. Jälkikäteen on helppo sanoa, että suurten, arvostettujen investointipankkien johtajien olisi pitänyt osoittaa enemmän harkintakykyä. Mutta kuka olisi uskaltanut tai edes halunnut painaa jarrua, kun Wall Streetin ammattilaiset ja kaikki muutkin Yhdysvaltain rahoitusmarkkinatoimijat tekivät suuria voittoja subprime-lainoilla?

Mutta myös lainanottajia voidaan moittia ahneudesta ja harkintakyvyn puutteesta. Monet heistä todennäköisesti ymmärsivät, että heillä oli vain pienet mahdollisuudet maksaa laina takaisin. Silti he ottivat kiitollisina tarjotut lainat vastaan. Amerikkalainen unelma täyttyi, kun he pystyivät ostamaan oman kodin. Hyvin alhaiset korot, pitkä takaisinmaksuaika ja kuuma asuntomarkkina tekisi ehkä sittenkin unelmasta totta. Monen unelma on nyt kuitenkin vaihtunut painajaiseksi. Monet lainanottajat eivät enää tiedä, kuka oikeastaan omistaa heidän kotinsa nyt, kun lainan vakuutena ollut asunto on myyty eteenpäin, ehkä

jopa useita kertoja. Toisille ei edes anneta mahdollisuutta neuvotella lainaehdoista. Sijoittajat, joilla on vakuutena näitä asuntoja, yrittävät nyt minimoida tappionsa ottamalla asunnot nopeasti haltuun.



KVARTAALITALOUS JA BONUSHUUMA

Koko subprime-lainojen ympärille rakennettu järjestelmä perustui lyhytnäköiselle ajattelulle ja ahneudelle. Korkeimmasta johdosta aina diilerisaliin saakka ei muistettu ajatella yrityksen tulevaisuutta ja elinkelpoisuutta pitkällä aikavälillä. Yhä suurempien voittojen tavoittelu alkoi toden teolla 2000-luvulla. Finanssimaailman sankareita olivat ne, jotka haalivat kotiin suuret voitot. Heidät palkittiin ruhtinaallisesti avokätisillä bonussopimuksilla.

Finanssimaailma on perinteisesti elänyt marginaaleilla ja palkkioilla. Subprime-lainojen korkomarginaalit olivat normaalia korkeammat, mutta myös riskit olivat suuremmat. Subprime-lainojen määrää pystyttiin kasvattamaan niin kauan kuin luotonantajat pystyivät rahoittamaan lainanantonsa myymällä riskialttiit lainat edelleen. Uusien subprime-lainojen määrä kasvoiikin selvästi vuodesta 2004 alkaen.

Investointipankit ansaitsivat palkkioita paketoimalla lainoja strukturoiduiksi rahoitustuotteiksi ja myymällä ne edelleen sijoittajille. Mutta ne alkoivat myös käydä itse kauppaa näillä tuotteilla ja tämän kaupan voitot olivat pian palkkioita suuremmat.

Viiteen suureen investointipankkiin iski ahneus niiden huomatessa, kuinka helppoa oli tehdä voittoa subprime-lainoilla. SEC hyväksyi vuonna 2004 näiden pankkien anomuksen lisätä merkittävästi velkaantumisasettaan. Tämä kohtalokas päätös myötävaikutti siihen, että subprime-luottokriisistä tuli niin laaja. Muutamia vuosia myöhemmin asuntomarkkinat alkoivat viilentyä ja hintojennousu pysähtyi lopulta. Tämä merkitsi ongelmaluottojen määrän kasvua. Investointipankkien käteen jäi tuotteita, joita kukaan ei halunnut. Samalla niiden alkoi olla vaikea saada jälleenrahoitusta. Investointipankit olivat laskeneet sen varaan, että asuntohintojen nousu jatkuu ja lainanottajat pystyvät maksamaan velkansa. Juuri tällainen spekulointi kasvatti investointipankkien voittoja 2000-luvulla. Siten kasvoi myös ammattilaisille vuosittain maksettavien bonusten määrä.



INNOVAATIOITA JA RISKIENHALLINTAA

Rahoitusmaailmasta on muutamassa vuosikymmenessä tullut hyvin monimutkainen. Johdannaiskauppa sekä varojen ja kassavirtojen arvopaperistaminen heikentävät entisestään sijoittajien ja analyytikkojen mahdollisuuksia arvioida pankkien riskejä ja haavoittuvuutta.

Onko rahoitusmaailmasta siten tullut liian luova? Mutkikkaita strukturoituja tuotteita käytetään suojautumiseen toisilta mutkikkailta strukturoiduilta tuotteilta.

Joidenkin arvioiden mukaan johdannaismarkkinat ovat tällä hetkellä jopa 12 kertaa suurempi kuin maailman BKT.

Strukturoitujen rahoitustuotteiden, kuten CDO:iden, käyttö ei sinänsä ole ongelma. Oikein käytettyinä nämä rahoitustuotteet auttavat yrityksiä hallitsemaan riskejään. Ongelmana on, että nämä markkinat ovat viranomaisvalvonnan ulkopuolella ja nämä rahoitustuotteet yritysten taseen ulkopuolella. Niiden arvostaminen tilinpäätöksessä on oma tieteenalansa, josta asiantuntijatkin ovat usein eri mieltä.



VALHETTA VAI TIETÄMÄTTÖMYYTTÄ

Kukaan ei ole viemässä investointipankkeja oikeuteen siksi, että ne keksivät CDO-johdannaiset tai kävivät niillä kauppaa. Sen sijaan on julkisesti kyseenalaistettu, kuinka totuudenmukaisia investointipankit ja varsinkin niiden johtajat olivat neljännesvuosiraporteissaan. Oliko riskit arvioitu oikein kvartaaliraporteissa? Oliko tietoisesti valehdeltu riskeistä tai vähätelty yrityksen haavoittuvuutta?

Jos voidaan todistaa näiden johtajien salanseen oleellista tietoa, heidät voidaan haastaa oikeuteen. Voidaan kuitenkin kysyä, ymmärsikö näiden investointipankkien korkein johto tai hallitus, kuinka nämä strukturoidut tuotteet toimivat ja millaisia riskejä pankit todellisuudessa ottivat? Sama koskee myös esimerkiksi AIG-vakuutusyhtiötä, joka 2000-luvulla alkoi myydä omia strukturoituja tuotteitaan, credit default swappiaan (CDS), joiden piti suojata sijoittajia subprime-lainojen luottoriskeiltä.

Investointipankkien korkein johto on viimeiseen saakka vakuuttanut muulle maailmalle, että riskit olivat hallinnassa. Ongelmien tultua julki he tulevat todennäköisesti puolustautumaan sanomalla, etteivät he tienneet näistä riskeistä, riippumatta siitä, olivatko he oikeasti selvillä todellisesta tilanteesta vai ei. Sen jälkeen syyttäjän on pystyttävä todistamaan, että asia oli toisin.

MORAALI TAI ”MORAL HAZARD”

”Moral hazard” -ajattelu rahoitusmaailmassa lie-
nee laajalti myötävaikuttanut subprime-lainakriisiin.
”Moral hazard” voidaan määritellä siten, että jonkun
sopimusosapuolen odotetaan olevan, esimerkiksi va-
kuutuksen kautta, suojassa riskeiltä ja siten vähemmän
kiinnostunut riskin kielteisten vaikutusten torjumises-
ta. Subprime-lainojen kohdalla ketjun jokainen lenki
haali voitot itselleen ja siirsi riskit edelleen seuraa-
valle lenkille.

Lainan välittäjä (meklari) siirsi riskin luotonanta-
jalle. Tämä puolestaan myi lainat investointipankeille,
jotka paketoivat ostamansa lainat strukturoiduiksi ra-
hoitustuotteiksi. Siten lainariski siirtyi sijoittajille. Si-
joittajat saattoivat vuorostaan ostaa lisää strukturoituja
rahoitustuotteita (CDS:iä) suojautuakseen lainariskeil-
tä. Lopulta kukaan ei nähnyt metsää puilta. Riskit oli-
vat hajallaan eri puolilla globaalia rahoitusmaailmaa ja
siksi kenelläkään ei ollut selvää käsitystä näiden riskien
todellisesta suuruudesta.

Löystyikö lainaprosessi ja luottokelpoisuusarviointi
liikaa luotonantajien lähtiessä siitä, ettei riski jäisi hei-
dän huolekseen? Vai sokaistuivatko investointipankit
bonuksistaan, kun ajatuksena oli siirtää lainariski si-
joittajille? Uskottiinko vilpittömästi riskien hajautu-
neen niin laajalle, ettei kukaan joutuisi kärsimään?

Moraalisesti kestävämpi ajattelu rahamaailman johtajien keskuudessa ”moral hazard” -ajattelun sijasta ei olisi ehkä estänyt subprime-lainakriisiä, mutta olisi varmasti parantanut sen hallittavuutta.



VOITTAJAT JA HÄVIÄJÄT

Voittajia tässä ketjussa ovat tietenkin ne pankkiirit, jotka haalivat itselleen suuria bonusrahoja. Häviäjiä on paljon. Heihin kuuluvat suurten investointipankkien johtajat ja kaikki ne Wall Streetin ja maailman muiden finanssikeskusten palveluksessa olevat, jotka ovat nyt menettäneet työnsä. Häviäjiä ovat myös lainantajat, joilta nyt viedään koti ja jotka mahdollisesti vajoavat entistään syvempään köyhyyteen. Myös monet amerikkalaiset veronmaksajat näkevät itsensä häviäjinä, koska heidän verorahojaan käytetään suoraan rahamarkkinoiden tukemiseen.



ONKO VASTAUS SÄÄNTELYN LISÄÄMISESSÄ?

Vaatimukset konkreettisista toimista uuden kriisin estämiseksi ovat nyt kasvussa. Vaarana on, että päättäjät häitäilevät ja lieventävät oireita, mutta eivät hoida varsinaista sairautta. Finanssimaailman valvonta ja sääntely on harkittava uudelleen. Suuri osa finanssimaailman eniten riskialttiista bisneksestä on pudonnut viranomaisvalvonnan ulkopuolelle. Lisäksi rahoituslaitokset ovat kasvaneet suuriksi ja globaaleiksi valvonnan ja tarkkailun ollessa vielä liian paikallista. Mutta vaarana on, että sääntelyn lisääminen vain lisää rahamaailman luovuutta, eli taas etsitään uusia keinoja sääntöjen kiertämiseksi.

Yhdysvaltain yritysmaailmaa 2000-luvun alussa ravistelleiden suurten skandaalien (Enron, Tyco, WorldCom ja Health South) jälkeen haluttiin nopeiden toimenpiteiden kautta palauttaa markkinoiden luottamusmaan yrityksiin ja yritysjohtoon. Vuonna 2002 hyväksytyn Sarbanes-Oxleyn lain (Sarbanes Oxley Act eli SOX) piti johtaa avoimempaan tilinpitoon ja saattaa yritysten korkein johto henkilökohtaiseen vastuuseen tilinpäätöksen oikeellisuudesta. Enron oli ollut vähän liian luova johdannaisten käytössä ja niiden raportoisessa. Mutta nämä skandaalit olivat tuskin ehtineet unohtua, kun markkinoita ravistelivat uudet skandaalit. Lisääntyneet valvonta- ja raportointivaatimukset tekivät SOX:sta suuren työtaakan amerikkalaisille pörssiyrityksille. Ne eivät

silti auttaneet maailmaa näkemään ajoissa, kuinka suuriin riskeihin subprime-lainat johtaisivat.



EETTISYYS JA JOHTAJUUS - MAHDOTON YHTÄLÖ?

Ahneus ja huono tai suorastaan epäeettinen johtajuus ovat jälleen uuden markkinakriisin taustalla. Rahoitusmaailmassa tulee aina olemaan innovaattoreita, jotka yrittävät käyttää hyväkseen porsaanreikiä ja keksiä uusia ratkaisuja suurempien voittojen toivossa. Motiivina on usein henkilökohtainen hyöty, varsinkin kun suuri osa vuosittaisista palkkioista maksetaan bonuksina. Niinpä tarvitaan voimakasta eettistä johtajuutta.

Lakeja ja sääntöjä ei saa vesitiiviiksi. Siksi tarvitaan johtajia, joilla on hyvä arvostelukyky ja jotka tietävät mikä on oikein ja mikä väärin. Lähtökohtana ei saa olla ajatus, että ”kaikki mitä ei ole suoranaisesti kielletty, on sallittua”. Eettisen ajattelun tulisi ohjata sekä strategian muodostamista että operatiivista toimintaa. On ehkä helppo ymmärtää, miten yksittäiset luottolaitokset tulivat vedetyksi mukaan subprime-juhlaan. Toiminnan kyseenalaistajat leimattiin luultavasti vanhanaikaisiksi sekä riskienkaihtajiksi. Mutta ”kaikki muutkin tekevät niin”, ei saisi olla hyväksyttävä argumentti.

Eettisellä johtajalla on vahvoja omia arvoja ja hänen pitää olla hyvänä esimerkkinä. Monia amerikkalaisten luottolaitosten johtajia syytetään nyt rikos- ja siviilioikeuden vastaisesta toiminnasta ja heidän toimiaan tutkivat sekä viranomaiset että SEC. Unohtuivatko omat arvot ahneuden ottaessa vallan?

Eettinen johtaja ottaa myös hänelle kuuluvan vastuun ja toimii muiden, ei itsensä parhaaksi. Amerikkalaiset pankinjohtajat, jotka ovat saaneet tähtitieteellisiä summia vuosittaisina bonuksina, näyttävät nyt haluttomilta ottamaan vastuun puhjenneesta kriisistä. Voi ehkä olla mahdotonta ajaa läpi eettistä ajattelua finanssimaailmassa, jos nämä avainhenkilöt saavat toimia epäeettisesti ilman havaittavia seurauksia.



BONUS, JOHON LIITTYY RISKI

Jos yrityksen perustehtävänä on luoda arvoa omistajilleen, niin eikö johdon pitäisi ajatella pidemmällä aikavälillä? Bonusajattelu on ohjannut finanssimaailman toimintaa ja johtanut lyhytnäköisyyteen ja riskiajattelun vääristymiseen. Rahoituslaitosten hallitusten pitäisi huolehtia siitä, etteivät bonusjärjestelmät johda kohtuuttomaan riskinottoon. Suurissa amerikkalaisissa investointipankeissa hallitusten jäsenet eivät näytä

lainkaan ymmärtäneen, mikä vaikutus avokätisillä bonussopimuksilla voi olla luoviin finanssihemmoihin sekä millaiseen riskinottoon ne voivat johdon ajaa.

Bonusjärjestelmää pidetään yleensä hyvänä keinona motivoida johtoa ja työntekijöitä hyviin suorituksiin. Näissä rahalaitoksissa ongelma on, että bonukset ovat perustuneet kirjanpidollisiin voittoihin ottamatta huomioon riskejä. Kriisi johtanee siihen, että tulemme näkemään bonussopimuksia, jotka antavat työnantajalle oikeuden vaatia bonuksen osittain takaisin riskien toteutuessa ja johtaessa tappioihin.



HYVÄ HALLINTOTAPA

Vaatimukset hyvästä hallintotavasta (corporate governance) ovat lisääntyneet sekä Yhdysvalloissa että muualla maailmassa 2000-luvun alun yritysskandaalien jälkeen. Mutta vieläkin on selviä puutteita hallinnossa rahoitusmarkkinoilla, varsinkin mitä tulee riskien hallintaan ja raportointiin. Tämän kriisin pitäisi saada yritysten hallitukset ymmärtämään, että riskien arvioinnin ja hallinnan pitäisi kuulua niiden päätehtäviin. Lisäksi hallituksen pitäisi varmistua siitä, että yrityksellä on tarkoituksenmukainen valvonta- ja raportointijärjestelmä, joka antaa oikean kuvan riskeistä. Luottamuksen

palauttaminen rahoitusmarkkinoihin vaatii, että valvojat, analyytikot ja ennen kaikkea sijoittajat saavat vastedes avoimempaa ja heidän kannaltaan tarkoituksemukaisempaa tietoa yritysten riskeistä.



KUKA OTTAA VASTUUN?

Tulemme luultavasti tulevaisuudessakin näkemään rahoituskriisien syntyvän eri markkinoilla ehkä jopa globaalisin seurauksin. Riskinotto kuuluu normaaliin liiketoimintaan. Tämä kriisi on kuitenkin antanut meille kaikille muistutuksen siitä, että riskinoton on oltava hallittua ja riskien mahdollisimman läpinäkyviä. Vastuu tästä kuuluu sekä rahoitusmarkkinoiden sääntelijöille ja valvojille että yritysten korkeimmalle johdolle.





SEITSEMÄN INVESTOINTIPANKIN VIIMEINEN HUNTUTANSSI

Goldman Sachs, Merrill Lynch, Credit Suisse First Boston, Morgan Stanley, Lehman Brothers; Bear Stearns ja Salomon Brothers olivat vuosikymmeniä tunnettuja nimiä Wall Streetillä. Seikkailu MBS- ja CDO-papereilla päättyi vuosikymmenien kokemuksesta huolimatta huonosti.

Goldman Sachs lakkasi 21. syyskuuta 2008 olemasta investointipankki. Kahden viime vuoden aikana pankin oletetaan myyneen CDO-papereita 100 miljardin dollarin arvosta. Toimitusjohtaja Henry Paulsonista tuli toukokuussa 2006 Yhdysvaltain valtiovarainministeri.

Merrill Lynchin osti 17. syyskuuta 2008 Bank of America. Käytännössä investointipankki oli tehnyt konkurssin.

Credit Suisse First Boston -pankilla on takanaan melko myrskyisiä historiaa. Credit Suisse osti 44 prosenttia First Bostonista 1988 ja hoiti Credit Suisse First Boston –nimisenä joidenkin teknologiakuplan suurten – ja joidenkin pienempien -yritysten (Silicon Graphics, Apple Computer, Sun Microsystems ja VA Linux Systems) tuomisen pörssiin Tammikuussa 2006 Credit Suisse First Bostonin nimi oli siinä määrin vedetty lokaan sisäpiirikauppaa koskevien epäilyjen vuoksi että Credit Suisse muutti rahoituspankkitoimintansa nimen.

Morgan Stanley lakkasi 21. syyskuuta 2008 olemasta investointipankki ja muuttui tavalliseksi pankiksi Vajaat viikkoa myöhemmin Japanin suurin pankki Mitsubishi oli ostanut huomattavan osan perinteikkästä yrityksestä.

Lehman Brothers meni 15. syyskuuta 2008 konkurssiin. Konkurssia edeltäneinä dramaattisina päivinä yksi investointipankin tytäryhtiöistä

ehdotti, että johtajat luopuisivat hyvää tahtoaan osoittaakseen miljoonabonuksistaan. Yrityksen toimitusjohtaja George Herbert Walker IV pyysi sähköpostitse anteeksi, että tällaista edes oli esitetty. George H. Walker IV on George W. Bushin pikkuserkku.

Salomon Brothers, joka aloitti sääntelemättömien johdannaisten aikakauden MBS-arvopapereillaan, katosi jo aiemmassa vaiheessa ja on nyt osa Citibankin ympärillä olevaa pankkikonglomeraattia Citigroupia. Yksi Citigroupin johtajista oli Robert Rubin. Rubin oli Bill Clintonin valtiovarainministeri ja pankkiryhmän johdossa se, joka vei yhtiön MBS- ja CDO-kauppoihin. Tappiot olivat valtavat. Rubin ilmoitti 11. tammikuuta 2009 eroavansa.

Bear Sterns perustettiin iloisella 1920-luvulla ja selvisi vuoden 1929 kriisistä ilman suurempia huolia. Tunkeutuminen johdannaiskauppaan tapahtui heti Community Reinvestment ACT 1977 -lain jälkeen. Noususuhdanteen vuosina yhtiö hankki itselleen suuren ”vivun” ja oli vielä vuosina 2005-2007 Fortune-aikakauslehden mukaan Yhdysvaltojen ”ihailtavin yritys”.

Kesällä 2007 Bear Sterns ajautui vakaviin vaikeuksiin subprime-markkinoilla. Maaliskuussa 2008 JPMorgan Chase osti Bear Sternsin. Osa osakkeista myytiin 2 dollarilla. Joitakin kuukausia aiemmin ne oli noteerattu 133,20 dollariin.

LUKU VI



Säästäminen
– *kestävän kehityksen edellytys*

Peter Storsjö

Suomen talouspolitiikan lähtokohta on monen muun tavoin haettava historiallisesta, poliittisesta, maantieteellisestä ja kulttuuriasemastamme. Hyväksymme helposti lähes apean ylhäältä alas johdetun hallinnon ja ajopuumentaliteetin. Oma sukupolvemme ei ole kyennyt kasvattamaan ns. industrialisteja finanssiteollisuuteen. Silloin järjestelmästä voi tulla vähän perässähiitäjien järjestelmä.

Yksittäinen henkilö yrittää pitkäjänteisesti rakentaa taloudellista turvaansa. Siten hän vaikuttaa epäsuorasti yhteiskunnan hyvinvointiin. Tapaa jolla yksilö yrittää rakentaa turvaansa sääntelevät valtion, keskuspankkien ja nykyisin myös EU:n päätökset sekä globaalit markkinat.

Kun tarkastelemme pitkän aikavälin tuottoa, osakesäästäminen voittaa kaikki muut säästämismuodot. Tämä johtuu siitä, että osakkeet ovat pitkällä aikavälillä mitattuina aina tarjonneet tuottopremion suhteessa muihin sijoituksiin.



SUOMEN ONGELMAT

Kotitalouksien säästäminen on maassamme koko sodanjälkeisen ajan keskitetty talletus- ja asuntosäästäminen. Suomessa on ollut vähän pääomaa ja pankit ja

valtio ovat tarvinneet tallettajia ja obligaatioiden ostajia voidakseen hoitaa tehtävänsä. Osakesäästämistä ei siten ole suosittu. Yritykset ovat parhaan kykynsä mukaan saaneet huolehtia pääomahuollostaan vähäisen oman pääoman, ahtaiden omistajapiirien, ristiinomistuksen ja ulkomaisten investojien turvin.

Kotimainen kotitaloussäästäminen on kanavoitu yrityksille pankkitalletusten kautta, jotka on siirretty edelleen yrityksille lainojen muodossa. Pankkikonsernit olivat lisäksi aina 1990-luvun lamaan saakka teollisuusyritystemme huomattavia omistajia, mikä johti kohtuuttomiin riskikeskittymiin järjestelmässä ja yritysten epäterveeseen pankkiriippuvuuteen.

Mainitun ”pääomaköyhyyden” ohella suhteellisen myöhäinen teollistumisemme on osaltaan johtanut siihen, että kotitalouksien rahatalous on ollut melko kehittyvätöntä. Vielä puoli vuosisataa sitten meillä oli melko paljon luontaistaloutta.



POLIITIKKOJEN LYHYTNÄKÖISYYS

Meidän on myös täytynyt tarkastella kotitaloussäästämistä poliittisesta näkökulmasta. Poliittinen eliitti on osoittanut hyvin vähän ymmärrystä osakesäästämistä

kohtaan, koska poliittisten tavoitteiden vuoksi ei ole haluttu tukea kehitystä, jossa yksilö ottaa suuremman vastuun taloudellisesta turvastaan. Silloinhan jakopoliittikka menettäisi merkitystään ja vasemmiston äänestäjät voisivat kadottaa luokkatietoisuutensa.

Meillä tuetaan edelleen asuntosäästämistä (asuntolainojen korot ovat vähennyskelpoisia tuloverotuksessa), mikä on rationaalisesti katsottuna käsittämätöntä. Miksi halutaan suosia asuntosäästämistä ja suhtautua siten karsaasti muuhun säästämiseen? Tuilla on lisäksi taipumus vaikuttaa hintoihin rajoitetuilla markkinoilla. Lopputuloksena on, että ei edes suosita asuntosäästämistä vaan ainoastaan syrjitään muuta säästämistä.

Voidaan todeta, että tällä haavaa ainoat tuetut säästämismuodot ovat asuntolainat ja vapaaehtoiset eläkevakuutukset. Voiko tämä johtua siitä, että tuettujen säästämismuotojen tuottajilla (pankeilla ja vakuutusyhtiöillä) on ollut suuri vaikutus yhteiskunnassa?

Yllä mainittu on johtanut ylisuureen ulkomaiseen omistukseen pörssiyhtiössämme ja melko keskittyneeseen kotimaiseen omistukseen. 1980-luvun alussa kun nukkua suomalainen pörssi heräsi eloon, olisi läntisen naapurimaamme tavoin voitu suosia rahastosäästämistä osakkeisiin veroetujen avulla. Ruotsalaiset ”jokamiehen rahastot” voidaan nähdä pääsyynä siihen, että Ruotsissa suuri yleisö on paljon tietoisempaa ja markkinaosaavampaa kuin meillä. Sijoitukset jokamiehen rahastoihin olivat vähennyskelpoisia tuloverotuksessa.

Ruotsin PPM-järjestelmä joka antaa palkansaajille mahdollisuuden itse päättää osasta lakisääteisen eläketurvansa sijoittamisesta on moderni esimerkki samasta kaukonäköisyydestä naapurimaassamme.



SÄÄSTÄMISESTÄ PELAAMISEEN

Kuvaavaa on, että meillä puhutaan yleisesti ”pörssissä pelaamisesta” synonyymina osakesäästämislle. Laki sijoitusrahastoista syntyi hyvin myöhäisessä vaiheessa pankkiyhdistyksen viivyteltä sen valmistelua mm. sillä perusteella, että rahastosäästäminen muka vaarantaisi talletusmarkkinoita. Perustelu on huvittava, kun muistetaan, että meillä oli jo vapaat rahamarkkinat.

Tietämättömyys on ollut niin perusteellista, että se on koskenut jopa ammattisijoittajia. Vielä vähän aikaa sitten koottiin esimerkiksi salkkuja ns. maantieteellisen riskihajautuksen perusteella tietämättä mitä sillä oikeastaan tarkoitetaan. Maantieteellinen riskihajautus tapahtuu tietysti pääasiallisesti sijoituskohteiden liiketoiminnan maantieteellisen riskialtistuksen kautta, ei niiden juridisen kotimaan kautta. Institutionaalisen sektorin ”maantieteellinen riskihajautus” on myös osaltaan heikentänyt pitkän aikavälin kotimaista omistusta.

Tietämättömyyttä on lisännyt se että finanssiteollisuutta on laajalti myyty ulkomaisille kilpailijoille. Nämä ovat yleensä siirtäneet ajatustoiminnan ja tuotekehittelyn pääkonttoriin ja panostaneet Suomessa sen sijaan myyntitoimintaan. Tätä kutsutaan yleisesti tytäryhtiö-taloudeksi. Ilmiö ei päde ainoastaan finanssisektorilla, vaan suuressa määrin koko elinkeinoelämässämme. Se on seurausta yllä mainitusta pääomaköyhyydestä ja laajalle levinneestä lyhytnäköisestä liikeajattelusta.

Suomessa ei ole nykytilanteessa tarpeeksi oikeita industrialisteja, jotka näkevät kauemmaksi tulevaisuuteen.

Markkinahäiriöt vaikuttavat Suomen kaltaisessa rajoitetun osakesäästämisen maassa aikaviiveellä verrattuna maihin, joissa kotitalouksien osakesäästäminen on laajempaa. Meihin vaikuttavat tietyllä viiveellä yritysten muuttuneet talousnäkymät, joilla on vaikutusta työllisyyteen ja tulevaisuudenuskoon. Kehittyneimmissä osakesäästäjämaissa vaikutus kohdistuu henkilökoh-taiseen varallisuuteen ja siten suoraan kulutushalukkuuteen osakekurssien kehityksen kautta. Tämä johtaa siihen, että meistä tulee enemmän reaktiivisia kuin pro-aktiivisia.



TIETO, LUOTTAMUS JA LÄPINÄKYVYYS

Meidän on pyrittävä tilanteeseen, jossa yksilöt, finanssilaitokset ja viranomaiset työskentelevät samansuuntaisesti ja toimivat pitkäaikaista ja kestävää kehitystä edistävällä tavalla. Tähän tarvitaan tietoa, luottamusta ja läpinäkyvyyttä. Nämä kolme käsitettä ovat riippuvuussuhteessa toisiinsa.

Tietoa pitäisi määrätietoisesti lisätä kaikilla tasoilla. KIS-menetelmä (keep it simple) on luotettava ja käytökelppoinen myös tässä yhteydessä.

Finanssituotteita pitäisi myydä yleisillä markkinoilla vain jos ne täyttävät selvät läpinäkyvyys ehdot. Myös ammattimaiset julkisyhtiöt kuten pörssi- ja eläkeyhtiöt olisi pakotettava pitämään salkkuissaan vain läpinäkyviä tuotteita. Ei pitäisi sallia sitä, että yleisö antaa epäsuorasti pankeille ja pankkiiriyrityksille vapaat valtuudet sellaisen monivaiheisen järjestelmän luomiseen, jossa säästäjä ei enää tiedä, mitä hän itse asiassa omistaa.

Valitksemme alkeellisen esimerkin ei pidä sallia esimerkiksi sitä, että joku tuo markkinoille ns. ”turvallisen yhdistelmärahaston”, jonka rahastosäännöt todellisuudessa antavat rahastonhoitajalle hyvin pitkälle vapaat kädet keskittää rahaston varoja oman harkintansa mukaan. Olemme viime aikoina huomanneet, että ”riskitömien” lyhyen koron rahastoissa on ilmennyt yllättävän suuria negatiivisia arvonmuutoksia. Tämä johtuu

myös ”löysistä” rahastosäännöistä. Rahasto-osuuden omistaja ei ole monesti tiennyt, että rahastosäännöt ovat antaneet rahastonhoitajalle tällaista pelivaraa.



MATALIA KORKOJA SUURIA VELKOJA

Yhdysvalloissa alkanut finanssikriisi kärjistyivät vuonna 2007. Kriisi on seurausta Yhdysvalloissa 1990-luvulta lähtien harjoitetusta ekspansiivisesta rahapolitiikasta. Suuri osa rahoitusmarkkinoista on ollut kokonaan sääntelemätöntä ja sillä on yksinkertaisesti ollut väärät kannustimet. Keskuspankki on pitänyt voimassa matalaa korkotasoa ja korkea likviditeettiä pitääkseen talouskasvun korkealla tasolla. On ollut mahdollista harjoittaa tämänlaatuista rahapolitiikkaa, koska lisääntyvä globalisaatio halpoine tuontitavaroineen myötävaikuttanut inflaation pitämiseen kurissa. Seurauksena yhteiskunta on velkaantunut voimakkaasti. Viime vuosikymmeninä jokaiseen taantumaa on vastattu lisäämällä likviditeettiä ja alentamalla korkoja.

Vähitellen asuntohintoihin syntyi valtava kupla kun kuluttajat johdettiin uskomaan, että halpoja lainoja on aina saatavissa. Samanaikaisesti myös yritykset velkaantuivat reippaasti. Nämä velat vietiin maailmalle

innovatiivisina johdannaisinstrumentteina, joilla huonojen asuntolainojen ja yrityslainojen luottoriskit voitiin myydä sijoittajille, jotka etsivät korkeampaa tuottoa varoilleen. Hiukan yksinkertaistettuna voidaan todeta, että kriisi kehittyi nykyisiin katastrofaalisiin mitasuhteisiinsa, koska finanssimarkkinoiden toimijat (investointipankit, ammattisijoittajat, valvontaviranomaiset ja poliitikot) sokaistuivat ahneutta, ylimielisyyttä, tietämättömyyttä, epäpätevyyttä, vähän tyhmyyttä ja jossain määrin jopa rikollisuutta sisältäneestä sotkusta. Traagista rahoituskriisissä on, että laskun saavat maksaa tavallinen kuluttaja, säästäjä ja veronmaksaja.

On erittäin tärkeää palauttaa tavallisen säästäjän usko finanssijärjestelmään. Jos luottamusta ei palauteta, edessä on pitkäaikaisen taloudellisen stagnaation riski.

Selvitysmies Antti Tanskasen hallitukselle esittämät ehdotukset finanssikriisin torjumiseksi Suomessa voidaan nähdä ajankohtaisena esimerkkinä perinteisestä suomalaisesta ylhäältä alas johdetusta ajattelusta, jossa ei ylipäänsä oteta huomioon yksittäistä säästäjää. Mietinnöstä on turha etsiä toimenpide-ehdotuksia, jotka yhdistäisivät tavallisen säästäjän kokonaisuuteen. Tavallinen maalaisjärkikin, sanoo, että epävarmoina aikoina aina syntyvä ”ylisäästämisen taipumus” olisi jollain tavoin kanavoitava yrityssectorille. Kuinka yleisö saataisiin ostamaan yritystodistuksia nyt kun ne tuottavat hyvin? Kuinka yleisö saataisiin ostamaan osakkeita nyt

kun ne ovat halpoja ja hyvätuottoisia? Jokainen ymmärtää, ettei tämä olisi mahdotonta, jos näkemystä ja taitoa löytyisi.



VOIMATON RAHOITUSTARKASTUS (1.1.2009 ALKAEN FINANSSIVALVONTA)

Nykyisin voimassa oleva luottamusta ylläpitävä säännöstö koostuu lähinnä pörssien tiedonantovelvollisuutta koskevista säännöistä, finanssivalvonnan roolista niin finanssialan toimijoiden kuin finanssituotteiden hyväksyjänä sekä ns. talletussuojasta. Lisäksi voidaan mainita luokittelulaitosten harjoittama yritysten riskiluokittelu.

Riittääkö nykyinen säännöstö? Pörssien säännöt ovat jokseenkin ok, jos lähtökohtana on, että niitä parannetaan jatkuvasti markkinakehityksen tahdissa. Samoin talletussuoja on ok. Sitä vastoin finanssivalvonnan rooli ei ole aivan kunnossa. Myöskään luokittelulaitosten riskiluokittelu ei ole ok.

Rahoitustarkastuksella ei ole 31. joulukuuta 2008 saakka ollut oikeutta valvoa sellaisia säästämistuotteita, jotka naamioidaan vakuutuksiksi. Valvontavastuun merkkillistä jakoa ei ole pystytty perustelemaan, asia on vain ollut niin. Syyksi on oletettu, että vakuutusyhtiöt eivät ole halunneet alistua samaan valvontaan kuin

muut finanssiyritykset. On myös oletettu, että jonkinlaiset poliittiset ambitiot ovat olleet kehityksen tiellä. Säästövakuutukset on luotu pääasiallisesti verovähennysten mahdollistamiseksi. Samanaikaisesti vakuutusyhtiöt ovat hienosti välttäneet rahoitustarkastuksen markkinointisäännöt.

Eläkesäästäjä saa vähentää eläkesäästämisensä tuloverotuksessa, jos tuotetta kutsutaan ”vakuutukseksi”, mutta jos samaa tuotetta kutsutaan ”arvopaperirahastoksi” vähennysoikeutta ei ole.



SALKUN NIMET JA VEROPAKO

Näiden ”vakuutusten” markkinointi antaa usein vaikutelman, että verovähennysmahdollisuus on tärkeämpää kuin itse säästäminen. Mahdollisuus vähentää veroja näyttää myös olevan tärkeämpää kuin se että vähennys-
hyöty suurelta osin menee ”vakuutusmaksuihin”. Las-
kelmat osoittavat, että jopa 80 prosenttia veroedusta menee vakuutusyhtiölle erilaisina kustannuksina.

Koska myös henkivakuutukset ovat verotehokkaita, monia on kehoitettu muuttamaan arvopaperisalkkunsa henkivakuutukseksi ja rekisteröimään vakuutuksen veroparatiisissa.

Lipevät myyjät ovat provisiopalkalla kaupanneet näitä ”eläke- ja henkivakuutuksia”, joita rahoitustarkastus ei ole siis tähän asti valvonut. Ne jotka ovat törmänneet näihin ”turvallisten” säästämistuotteiden myyjiin ovat voineet todeta, että osaaminen on koskenut lähinnä verovähennyksiä. Tuotteiden läpinäkymättömyys näyttää usein olevan ylivoimaista sekä myyjälle että säästäjälle.

Vaikka valvonta nyt vihdoinkin koordinoidaan, finanssivalvonnan hallintamahdollisuudet ovat edelleen rajoitetut, koska EU-direktiivit sääntelevät esim. rahastotuotteita, mutta eivät vastaavia vakuutustuotteita.

Yksi ongelma on myös, että finanssivalvonnan on automaattisesti annettava myyntilupa tuotteelle, joka on hyväksytty jossain muussa EU-maassa (ns. UCITS-tuotteet). Yleisesti ottaen finanssivalvonnan on hyväksyttävä kaikki tuotteet, jotka täyttävät ”lakipykälät”. Säästäjän läpinäkyvyyden tarvetta on joskus vaikea tyydyttää.

Rahoitustarkastuksen rooli finanssimarkkinoiden toimijoiden hyväksyjänä yhtiö- ja yksilötasolla on joskus ollut haparoivaa. Tässä meidän on kuitenkin hyväksyttävä, ettei yksiselitteisiä sääntöjä pystytä luomaan. Viranomaisen arvostelukyvyn on yksinkertaisesti riitettävä.

Mitä luokittelulaitosten riskiluokitteluun tulee, voidaan lyhyesti todeta, että riskiluokittelun kustannukset maksaa tilaaja. Jokainen palveluntuottaja haluaa tietysti, että hänellä on tyytyväisiä asiakkaita...



RISKIEN HAJAUTTAMINEN JA VASTUUN JAKAMINEN

Tarkoituksenmukainen riskinhajautus on hyvin oleellinen jotta tavalliselle säästäjälle syntyisi luottamus markkinoihin. Puhumme lähinnä markkinariskeistä ja niiden hallitsemisesta ja yritysriskeistä ja niiden hallitsemisesta.

Suuri oivallus on, ettei mikään ole riskitöntä, mutta kannattaa tietää, mitä ostaa.

Toinen tärkeä oivallus yleisellä tasolla on, että säästäminen on elintärkeä osa yhteiskunnan rakentamista. Olisi luotava kannustimia, jotka lisäävät osakesäästämistä. Yritykset jotka kuitenkin vastaavat taloudellisesta kasvustamme pitäisi omistuksellisesti ja tuotoiltaan selkeämmin kytkeä kotitalouksien tulevaisuuteen ja menestykseen. Laaja ja kotimainen omistus lisää vakautta epävarmoina aikoina.

Säästäjän on tietysti otettava riskejä, mutta hänellä on oikeus tietää, mitkä riskit ovat. Hänen ei pitäisi tarvita ottaa sellaista järjestelmäriskiä, joka aiheutti nykyisen rahoituskriisin.

Sen lisäksi että läpinäkyvyys on tehtävä mahdollisimman hyväksi, olisi sääntelemättömät veroparatiisituoitteet kiellettävä. Suomessa vakuutusten ja asuntojen verotuet tulisi lopettaa. Sen sijaan tulisi ottaa käyttöön kannustimia osakesäästämisen lisäämiseksi. Meidän olisi myös saatava tarkoituksenmukaista talousopetusta kouluihin.



LUKU VII



*Ulospääsytie
monine vaaroineen*

Kim Lindström ja Nils Torvalds

Olemme edellisissä luvuissa yrittäneet hahmottaa jostain, mitä pienellä itseironialla voitaisiin luonnehtia ihmiskasvoiseksi kapitalismiksi, markkinataloudeksi, johon tavallinen kansalainen voi luottaa. Uskomme, että tämä on erityisen tärkeää, etenkin niiden ongelmien vuoksi, joita kuvataan luvussa 6. Kansalaisten säästöillä, jotka jatkossakin tulevat olemaan tärkeä lähde uusille investoinneille ja hyvinvoinnin kasvulle, on ollut mielenkiintoinen kehitys viimeksi kuluneiden 50 vuoden aikana. Aluksi säästimme melko pieniä summia, jotka oli merkitty pankkikirjan sivuille. 1960-luvulta lähtien säästäminen muuttuu Suomessa yhä enemmän suuren luokan asuntosäästämiseksi, mutta tämä kehitys on osittain demografisista syistä päättyvässä. Kaksi sukupolvea sitkeitä säästäjiä on luonut asuntomäärän, joka suoraan tai välillisesti kattaa suurelta osin myös jälkipolvien välittömät tarpeet. Niille sukupolville, jotka nyt elävät aktiivista aikuiselämää tai ovat astumassa aikuisuuteen, todellisuus näyttää siten toisenlaiselta kuin jälleenrakentajille ja sodanjälkeisille sukupolville.



KULUTUSJUHLAA VAI HAASTEITA

Nämä historialliset liikahtukset elintasossamme luovat uusia kulutus- ja käyttäytymismalleja, joihin on joskus vaikea sopeutua. Näiden liikahtusten kääntöpuolen kuulemme sellaisissa ilmaisuissa ja sanankäänteissä kuten vanha hyvä aika ja minun nuoruudessani ei olisi voinut... Meidät haastetaan luomaan malleja, jotka samanaikaisesti auttavat ratkaisemaan ainakin osan edessämme olevista globaaleista ongelmista. Tämän kehityssuunnan yhden ulottuvuuden lähtökohdaksi voitaisiin siten luonnehtia tavoitetta kestävästä kehityksestä. Mutta juuri rahoituskriisin vanavedessä on monia ilmiöitä, jotka ovat syvässä ristiriidassa kaikkien kestäväen kehityksen saavuttamiseen tähtäävien yritystemme kanssa.

Vielä kesällä 2008 kun bensiinin hinta oli lähellä 1,50 euroa litralta lähes kaikki puhuivat tarpeesta siirtä ympäristöystävällisempiin energiamuotoihin. Mutta runsaat puoli vuotta myöhemmin seisomme kaikki bensapumpun vieressä ja meistä on ihanaa, että bensiini maksaa vain noin euron litralta.

Me peräänkuulutamme kaukonäköisyyttä, mutta emme itse pysty näkemään kauemmaksi kuin seuraavaan palkanmaksuun. Valtiot eivät ole juuri sen kaukonäköisempiä tulevaisuudensuunnittelussaan.

James K. Galbraith (jota ei pidä sekoittaa hänen isäänsä John K. Galbraithiin) kirjoittaa teoksensa The

Predator state (Petovaltio) esipuheessa, että Yhdysvaltojen on jonain päivänä ymmärrettävä asemansa maailmantaloudessa ja valmistauduttava siihen päivään jolloin se menettää rajoittamattoman etuoikeutensa painaa lunastuskelvottomia velkakirjoja⁴ muulle maailmalle. Tämän jälkeen Galbraith lisää varovasti: ”Meidän ei tule kiirehtiä tätä päivää. Päinvastoin meidän on yritettävä lykätä sitä.” Rajut liikkeet kulutuksessa ja kansainvälisessä kaupassa olisivat samaa kuin katastrofi.



ILLUUSIOIDEN MAAILMA

Meidän maailmamme koostuu monista asymmetrisistä ilmiöistä. Siksi on usein vaikea löytää oikeudenmukaisia ratkaisuja, koska asymmetrian puute voi myös edellyttää asymmetrisiä ratkaisuja. Tällainen asymmetrinen ilmiö on toisen maailmansodan jälkeen luotu kansainvälinen valuuttajärjestelmä. Aluksi dollari oli sidottu kultakantaan. Siten kansainvälisen varantovaluutan piti teoriassa olla vakaa. Jokainen dollari voitiin lunastaa kulta-arvoonsa. Kytentä lakkasi 1971 ja loi edellytykset toisenlaiselle kehitykselle. Mutta vasta kun Ronald Reagan valittiin Yhdysvaltain presidentiksi,

saatoimme havaita lähes systemaattisen muutoksen: valtionvelka alkoi kasvaa nopeasti. Samanaikaisesti Yhdysvaltain hallitus alkoi myös toteuttaa uskonservatiivista politiikkaa suurine veronalennuksineen kautta koko linjan. Kaikki republikaaniset presidentit ovat jatkaneet samaa politiikkaa.

Yhdysvaltain alijäämää puolustettiin pitkään sillä että talous on kasvanut melkein yhtä nopeasti eikä alijäämä siksi ole vaarallista. Mutta tältä kohdin tilanne on muuttunut. Viime vuosikymmeninä monet kansainväliset järjestöt ja useat johtavat ekonomistit ovat varoittaneet, että järjestelmä on muuttumassa riskialttiiksi. (Vrt. presidentti Tarja Halosen uuden vuoden puhe ja viittaus ILO:n työryhmään, jossa hän on itse ollut mukana.)



VAKAUTTA BRETTON WOODSIN JÄLKEEN

Voidaan siis todeta, että usein ideologiaan pohjautuvat veronalennukset on kustannettu valtionvelkaa kasvattamalla ja toteutettu ottamatta huomioon kansainvälisen valuuttajärjestelmän vakautta.

Meneillään olevan finanssikriisin aikana on jälleen puhuttu vanhan Bretton Woods -järjestelmän uudistamisen puolesta, mutta pikaiset tai perusteelliset

rakennemuutokset eivät ole todennäköisiä. Yhdysvaltain talouspolitiikka pitää oikeutta myydä Keskuspankin arvopapereita itsestään selvänä eivätkä edes James K. Galbraithin kaltaiset kriittiset kansantalousekonomistit uskalla oikein ajatella mitä syvälinen uudistus merkitsisi maalle.

Paljon todennäköisempi skenaario lähitulevaisuudessa on, että Barack Obaman on yksinkertaisesti pakko käyttää epäoikeudenmukaista ja vaarallista valuuttaväli-
nettä pelastaakseen maan tilanteesta, jonka rahoituskriisi ja kahdeksan vuoden huono hallinto ovat aiheuttaneet. Ja jottei samanaikaisesti altistaisi itseään suurille poliittisille riskeille yrittää hän jälleenvakuuttaa itsensä lupamalla samanaikaisesti suuria veronalennuksia.

Mutta on myös muita uhkakuvia



AGGRESSIIVISET DEVALVOINNIT

Garrett Hardin julkaisi vuonna 1968 aikakauslehti *Science*ssa artikkelin, josta tuli suppealla alalla käänteentekevä. Artikkelin otsikkona oli *Tragedy of the Commons* (Yhteisen tragedia). Hardin oli melko äärimmäisyyksiin menevä individualisti ja hänen näkemyksensä muistuttavat jossain määrin Pentti Linkolan maailmankuvaa.

Klassinen esimerkki Hardinin artikkelissa käsittelee niityn ylilaiduntamista. Jokainen yksittäinen karjan-kaitsija uskoo voivansa saada itselleen hiukan ylimääräistä voittoa laajentamalla – sopimuksista huolimatta – laumaansa. Loppupontena Hardinin väittämässä on siten, ettei ihminen oikeastaan kykene olemaan järkevä. Hän joutuu aina kiusaukseen yrittää voittaa hiukan lisää – naapurin kustannuksella.

Tässä yhteydessä meidän ei tarvitse mennä kaikkiin ajateltavissa oleviin vasta-argumentteihin. Todellisuus vain osoittaa aivan liian selvästi, että yhteisen tragedian ainakin usein on todellisuutta, josta me emme ilmeisesti kykene selviytymään. Siksi Hardinin artikkelin esimerkki pätee etenkin suhteessa kansainväliseen politiikkaan: yhteismaan rajallisilla laitumilla jokainen yksittäinen valtio uskoo voivansa saavuttaa pienen ja lähes huomaamattoman voiton lisäämällä laumaansa yhdellä karitsalla.

Tämä valtapsykologia näyttää jo nyt toimivan kansainvälisillä markkinoilla.



KIINA, VENÄJÄ ... JA RUOTSI

Jo koko viime vuosikymmenen on jatkuvasti käistelty siitä, kuinka Kiina määrittää yuaninsa arvon. Washington

DC:ssä on koko ajan katsottu, että Kiina hoitaa tietoisesti talouttaan aliarvostetulla yuanilla. Joulukuussa 2008 ja tammikuussa 2009 jokseenkin yksiselitteiset ja selvät raportit ovat kertoneet, että Kiina on edelleen alen-
tanut valuuttansa arvoa dollariin nähden.

Moskovasta on olemassa täsmälleen samanlaisia tietoja. Venäjä yrittää suojautua rahoituskriisin vaikutuk-
silta devalvoimalla ruplan. Etenkin Venäjän politiikkaa on arvosteltu voimakkaasti, mutta rehellisyyden nimis-
sä tässä yhteydessä on todettava, että myös Ruotsi ja Iso-Britannia ovat antaneet valuuttansa laskea suhtees-
sa euroon.

Tiedot viittaavat siis siihen, ettei ole olemassa mi-
tään yhteistä linjaa yhteisen hyvän saavuttamiseksi. Se
merkitsee – kuten myös annettiin ymmärtää Financial
Timesin katsauksessa vuoden 2009 mahdollisista ta-
pahtumista – että suuri uhka on itse asiassa kauppaso-
ta. Juuri tätä riskiä korosti Helmut Schmidt Die Zeit
–lehden artikkelissa jo helmikuussa 2007. Saksan enti-
sen liittokanslerin argumentti oli silloin, ettei yksimie-
lisyys saavuttamiseksi ole mitään institutionaalisia
rakenteita. Ei ole myöskään kansallisia pankkeja, jotka
voivat tai haluavat puolustaa kansallisia etuja.

Ja on vielä lisää merkkejä uusista uhkakuvista.



KEYNES VAI MÜNCHHAUSEN

Jossakin niistä valtiovarainministeriön kommenteista, jotka koskevat Suomen ulospääsyä kriisistä, löytyi ainakin pinnallisesti katsottuna yksi vastuulliselta vaikuttava lause: jokaisen valtion satsaaman euron pitäisi tuottaa ainakin 80 sentin kasvu. Tavallisesta lehdenlukijasta tai uutisten kuuntelijasta tämä voi tuntua vain ponnekkaalta taloudelliselta tavoitteelta, joka joko voidaan saavuttaa tai ei.

Itse asiassa kyse oli keskeisestä keynesiläisestä dogmista: keynesiläisestä kerrannaisvaikutuksesta.

Kerrannaisvaikutusta on vaikea ymmärtää, koska se tuo helposti mieleen paroni von Münchhausenin ihmeelliset seikkailut, etenkin luvun, jossa kunnia-arvoisa paroni on ratsastanut suohon ja pelastaa itsensä hankalasta tilanteesta ottamalla kiinni tukastaan ja nostamalla ylös. . .

Dani Rodnik, joka on usein arvostellut globalisoinnin toteuttamistapaa ja joka ansaitsee elantonsa professorina Harvardissa, kirjoittaa kerrannaisvaikutuksesta blogissaan⁵, Hänen esimerkkinsä antaa ymmärtää, että kerroin voisi olla juuri 1,8. Mutta, hän lisää, kerrannaisvaikutus on sitä suurempi mitä korkeammat tullimuurit ovat. Keynesiläisestä politiikasta tulee – kaikessa suhteellisessa erinomaisuudessaan kaksi vuosikymmentä kestäneen friedmanilaisen hankintatalouden jälkeen - helpostikin yksi kivi lisää kansainvälisen kauppajärjestelmän jo nyt liian raskaaseen taakkaan.

Kerroin edellyttää siis suljettua järjestelmää. Samaan suuntaan viittaa jo Yhdysvaltain apu Detroit MI:n autoteollisuudelle. Vain Yhdysvalloissa olevat tehtaat saavat rahaa.



VEROPARATIISEJA JA VIPURAHASTOJA

Kestävää ratkaisua rahamaailman järjestelmään eivät sen todennäköisemmin myöskään tuo hedge- tai vipurahastot. Suurin osa niistä toimii veroparatiiseissa normaalin ja jotenkin vastuullisen valtion tai kansainvälisen valvonnan ulottumattomissa. Veroparatiiseista on siten tullut osa kansainvälisiä asymmetrisiä ratkaisuja eikä näiden markkinoiden sääntelyä voida ajatella ilman että veroparatiisit luetaan mukaan

Hyvin perustellut tutkimukset viittaavat siihen, että globalisointi jo sellaisenaan ohentaa sosiaalisia turvaverkkoja. Tämä ohennus on erityisesti havaittavissa – ja mitattavissa – juuri siinä, että monikansalliset yritykset voivat valita, missä maassa niitä verotetaan. Tässä veropaossa veroparatiisit esittävät luonnollisesti tärkeää osaa⁶.



SÄÄSTÄVÄISYYDEN HYVE

Me vaadimme siis kestäväää kehitystä, mutta melko harvat Suomen suurista ja suuntaa-antavista päätöksistä tukevat tätä kaikkien poliittisten puolueiden hyväksymää tavoitetta. Usein ja syystäkin tässä yhteydessä voidaan puhua pelkistä kauniista sanoista. Suomen kestäväen kehityksen komissiossa istuu tosin kuusi ministeriä, mutta kestäväen kehityksen ohjelmassa (Valtioneuvoston kanslian julkaisuja 2/2008) ei puhuta sanalakaan kansainvälisestä valuuttajärjestelmästä.

Lisäksi jäljelle jäävät sääntelemätön markkinajohdannaiskauppa ja veroparatiisit.

Mutta yksi asia on jokseenkin varmaa. Meitä kehoitetaan tosin pelastamaan itsemme kriisistä kuluttamalla. Mutta globaalista kriisistä emme selviä säästämättä ja sopeuttamatta kulutustamme siihen, johon meillä pitkällä aikavälillä on varaa. Viime vuosien kansainvälinen kehitys ei ole noudattanut tätä suuntausta. Päinvastoin optiot ja bonukset ovat usein ja kauhistuttavin seurauksin houkutteleet lyhytnäköisyyteen. Yksiselitteiset tutkimukset osoittavat myös, että houkuttelevien lyhytaikaisten voittojen ja talousrikollisuuden välillä on tietty yhteys.

Uusin kansainvälinen finanssiskandaali – tällä kertaa Intiassa – puhuu selvää kieltä B. Ramalinga Raju on Satyam Computer Servicesin johtaja. Hänen väärennetyt

tuloksensa ovat aiheuttaneet noin 700 miljoonan euron tappiot. Mutta tyypillisintä on tapa, jolla kirjanpidon manipulointi alkoi: johtaja Raju yritti salata huonon neljännesvuosituloksen.



MITEN ULOS MYRSKYSTÄ?

Suuri osa alkuperäisistä ongelmista liittyy maailmantalouteen, joka on uskomattoman lyhyessä ajassa muuttunut globaaliksi aivan eri merkityksessä kuin se globaali talous, josta puhuimme 1980-luvulla. Siksi monet toimenpiteet ja pidemmän aikavälin ratkaisut liittyvät globaalien päätäntärakenteiden kykyyn selviytyä kriisin ajankohtaiseksi tekemistä haasteista.

Mutta mitä voimme tehdä Suomessa lieventääksemme finanssikriisin sivuvaikutuksia reaalityalouteen.? Ei paljon. Ymmärtääksemme eri toimenpiteiden mahdolliset vaikutukset on syytä perehtyä aluksi huoltotaseeseemme.

Kokonaistuotannon (bruttokansantuotteen) arvo oli vuonna 2007 noin 180 miljardia euroa. Tyydyttääksemme kotimaisen kysynnän meidän täytyi myös tuoda tavaroita ja palveluja 73 miljardin euron arvosta. 253 miljardin euron kysyntä jakautui siten että yksityinen kulutus oli 91 miljardia euroa, julkisen sektorin

kulutus 38 miljardia ja investointien, jotka vaihtelevat suuresti vuosittain, 37 miljardia euroa. Loppu koostui Suomen ulkomaanviennistä, joka oli 82 miljardia euroa, ja joistakin oikaisuista. Kaikista investoinneista valtion ja kuntien investoinnit olivat vain 13 prosenttia.

Vientimme kärsii siitä, että talouskehitys tärkeimmissä ostajamaissamme on huonontunut jyrkästi ja että valuuttakurssikehitys on ollut Suomen kannalta epäsuotuisaa. Tehtaillamme on ollut huikeasti tilauksia, mutta nyt niiden määrä vähenee nopeasti. Kuvaa-va tilanteelle on, että monien ulkomaisten asiakkaiden on ollut pakko peruuttaa tilauksensa maksettuaan jo suuria ennakkomaksuja Suomelle. Voimme tietysti toivoa, että valtion elvytyspaketit vientimaissamme parantavat pian tilannetta, mutta todennäköisesti niiden vaikutus on hyvin rajoitettu.



SUHDANTEET JA PSYKOLOGIA

Matalasuhdanne riippuu hyvin suuressä määrin psykologiasta. Kun joukkotiedotusvälineet velvollisuudentuntoisesti kertovat yhtiöiden päätöksistä ja tulevista huonoista ajoista, ihmiset alkavat tietysti huolestua työpaikoistaan

ja lykkäävät kaikki sellaiset hankinnat, joita ei koeta välttämättömiksi. Suuri lama puhkesi oletettavasti juuri siksi, että silloin uutta ollut osamaksujärjestelmä oli lisännyt kulutusta merkittävästi 1920-luvun viitenä viimeisenä vuotena. Mutta juuri kasvava uhka suhteellisten suurista luotoista pakotti ihmiset kiristämään vyötään. Täten luotiin itse asiassa pahempia aikoja.

Meidän pitäisi toisin sanoen saada yleisö kuluttamaan niin kuin aiemmin. Vuoden 2009 alussa se on vaikeaa, koska kulutusmahdollisuuksia tehokkaasti rajoittava työttömyys on jo alkanut kasvaa huolestuttavan nopeasti. Tuloverotuksen ja elintarvikkeiden arvonlisäverotuksen lievennykset ovat esimerkki valtiovallan toimista, jotka tähtäävät kulutuksen elvyttämiseen. Massiivisia veronalennuksia suunnitellaan monissa maissa, etenkin Yhdysvalloissa uuden presidentin Barrack Obaman johdolla. Se on ymmärrettävää, koska maa on kulutushakuisempi kuin useimmat muut maat ja viennin vaikutus on suhteellisen rajallinen.



VALTIOLLA AVAINROOLI

Suomen valtiolla on edelleen vahva taloudellinen asema, joka mahdollistaa jopa lainanoton lisäämisen Tässä

tilanteessa on selvää, että talouden ja työllisyyden vuoksi on järkevää varhentaa joka tapauksessa toteutettavia julkisia rakennushankkeita ja investointeja infrastruktuuriin, esim. tierakennushankkeita.

Luultavasti vakavin uhka tasapainoiselle talouskehitykselle on kuitenkin rahoituskriisin aiheuttama vahinko yritysten pääomahuollolle. Vaikka keskuspankit ovat aggressiivisella ohjauskorkojen laskemisella saaneet korkotason putoamaan historiallisesti katsottuna äärimmäisen alas, yritysten maksamat riskilisät ovat korkeammat kuin koskaan aiemmin ennen finanssikriisiä. Tämä merkitsee, että myös terveiden yritysten täytyy maksaa äärimmäisen korkea reaalikorkoa lainapääomastaan. Sijoittajat ovat niin liioitellun riskipakoisia, että kriisiryhtymien joukkolainoja hinnoitellaan ikään kuin konkurssi olisi oven takana. Julkisuudessa on mainittu M-realin eurobondobligaatit, jotka ovat antaneet peräti 30 prosentin tuoton äärimmäisen alhaisen markkinaarvon johdosta. Yrityslainojen korkeat riskilisät ovat seurausta luottoriskien paniikinomaisesta pelosta, jonka mm. Lehman Brothersin konkurssi synnytti.

Vielä suurempi ongelma kuin luoton hinta on luoton saanti tilanteessa, jossa normaalit kansainväliset rahoitusmarkkinat ovat lähes lakanneet toimimasta. Tämä on johtanut siihen, että suomalaiset suuryritykset, joiden ei aiemmin tarvinnut mitenkään laajalti turvautua kotimaisiin rahoituslähteisiin, ovat nyt alkaneet kilpaila pienten ja keskisuurten yritysten kanssa kotimaisten

pankkien luotoista. Tällaisessa tilanteessa on luonnollista, että pienemmät yritykset joutuvat pulaan ja että saamme ehkä nähdä täysin tarpeettomia terveiden yhtiöiden likviditeettikonkursseja. Luotonsaanti on heikentynyt siinä määrin, että mahdollisuus takaisinlainata työeläkemaksuja – reliikki menneisyydestä – on tulossa takaisin. Tämä on kaksiteräinen miekka, koska takaisinlainaaminen vähentää suurimpien kotimaisten sijoittajiemme ts. eläkeyhtiöiden mahdollisuuksia sijoittaa arvopapereihin ja tukea siten kotimaista elinkeinoelämää.



MONIA HYVIÄ AJATUKSIA

Pohjola-ryhmän entinen pääjohtaja ministeri Antti Tanskanen julkaisi tammikuussa 2009 ehdotuksensa yritysten rahoitusmahdollisuuksien parantamiseksi. Hän toteaa, että päinvastoin kuin yrityksillä valtiolla on hyvät mahdollisuudet saada lainaa kansainvälisiltä markkinoilta ja lisäksi edullisilla ehdoilla. Valtion täytyy siksi pidättäytyä lainaamasta kotimaan markkinoilta, koska se olisi suoraa kilpailua yrityslainojen kanssa.

Tanskasella oli myös konkreettisia ehdotuksia yritysten pääomahuollon parantamiseksi. Hänen mukaansa valtion rahoitusyrityksen Finnveran tulisi saada lisää

rahaa suomalaisten suuryritysten viennin rahoittamiseksi. Myös vientitakuita olisi lisättävä. Valtion pitäisi myös vaikuttaa siihen, että yritystodistusmarkkinat elpyisivät. Esimerkiksi Valtion Eläkerahasto sanoo olevansa valmis sijoittamaan suuria summia näihin rahamarkkinavälineisiin, joita lähinnä suuret yritykset laskevat liikkeelle turvatakseen lyhytaikaisen maksuvalmiutensa. Tanskanen ehdottaa myös, että valtio antaisi pankeille rahoitustukea pääomasijoitusten muodossa, mikä parantaisi automaattisesti pankkien antolainauskapasiteettia.

Rahalaitosten mahdollisuuksia myöntää luottoja on lisättävä nyt kun yritysten on pakko korvata ulkomaiset lainat kotimaisilla. On jo päätetty, että valtio tukee takuilla pankkien varainhankintaa, vaikkakin takuuehdot ovat toistaiseksi epäselviä. Yksi mielenkiintoinen Tanskanen ehdotus on että tutkittaisiin mahdollisuutta perustaa rahasto Suomen Teollisuussijoituksen yhteyteen. Sen tehtävänä olisi sijoittaa terveisiin ja elinvoimaisiin yrityksiin, jotka joutuvat tilapäisiin rahoitusvaikeuksiin.



LUOTONANTOA ROHKAISTAVA

Myös muut julkisuudessa esitetyt aloitteet lähtevät ensisijaisesti rahoituskriisin negatiivisesta vaikutuksesta

yhteiskunnan pääomahuoltoon. Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen toimitusjohtaja Sixten Korkman haluaa rohkaista suomalaisia ottamaan asunto- ja kulutuslainoja ja pankkeja myöntämään niitä. Hän ehdottaa, että valtio takaisi lainat kahden lähimmän vuoden aikana. Ongelmana Korkmanin ehdotuksessa on, että monet käsittävät sen epäoikeudenmukaiseksi palkitsemiseksi.

Jo ennen Korkmania asuntoministeri Jan Vapaavuori oli ehdottanut, että valtio vastaisi asuntolainojen luottotappioista kahden lähimmän vuoden aikana siinä tapauksessa, että lainanottaja joutuu työttömäksi.

Mutta on myös melko suuria ongelmia Johdannossa siteerasimme kahta amerikkalaista tutkijaa, jotka eräässä artikkelissaan talvella 2008 yrittivät osoittaa, millaisten riskien edessä kansainväliset rahoitusmarkkinat ovat. Verkossa löydämme aivan riittävän paljon muistutuksia siitä, etteivät hallitukset, pankinjohtajat, poliitikot ja valvojat jostain syystä ottaneet – tai eivät halunneet ottaa – varoituksia vakavasti. Tämä liittyy vanhaan ajatteluun, josta John K. Galbraith varoitti jo 1950-luvulla: Nousu ja lasku selitetään psykologiseksi prosessiksi. Tämä selitys johtaa helposti siihen, että se joka antaa varoituskellojen soida, leimataan markkinoiden ilonpilaajaksi.

Tällaista ajattelua ei tietenkään saa hyväksyä. Avoimuus ja läpinäkyvyys edellyttävät joskus kiperääkin arvostelua.



KRITIIKKIÄ JA TOIVOA

Tutkijat Carmen S. Reinhart ja Kenneth s. Rogoff päivittivät tutkimushavaintonsa raportissaan 19. joulukuuta 2008. Raportti osoittaa jälleen, että taloudellinen ja poliittinen järjestelmämme välttää jostain syystä tärkeitä kysymyksiä tai unohtaa ne.

Reinhart ja Rogoff ovat käyneet läpi kaikki viime aikojen suuret pankkikriisit – myös Suomen edellisen kriisin. Johtopäätökset ovat selkeitä ja vakuuttavia: lasku toimii monella tasolla ja tuo mukanaan ilmiöitä, jotka eivät ole mitenkään synkronoituja. Nousu ei tapahdu samalla tavalla eri lohkoilla. Työttömyydestä tulee usein pitkäaikaisin ilmiö myös nopean nousukauden aikana. Elvytyspaketit johtavat siihen, että valtionvelka on kasvanut voimakkaasti ja kasvaa edelleen – tutkimusten mukaan lähes kaksinkertaiseksi – senkin jälkeen kun kriisistä on selviydytty. Tämä näkyy siinä, että verokertymä palautuu vain hitaasti.

On itsestään selvää, että palautuminen on sitä vähäisempää mitä kapeampi veropohja on. Ja juuri tähän liittyy epämiellyttävä kysymys, johon kukaan ei halua vastata: kuka maksaa juhlat? Miltä veropolitiikka näyttää kriisin jälkeen?

Avoimen ja rehellisen politiikan nimissä kysymyksen pitäisi vastata jo ennen kuin elvytyspaketti hyväksytään. Mutta tytäryhtiötalous, jota aiemmin olemme

käsitelleet, synnyttää erityisongelmia. Aiemmin normaaliksi katsotuissa oloissa pankeille voitiin antaa elvytystä pankkien osakkeita vastaan (tosin hankalien hintaneuvottelujen jälkeen). Kriisin jälkeen veronmaksajat saisivat rahansa takaisin siten että osakkeet myytäisiin korkeampaan hintaan. Erotuksella olisi maksettu takaisin osa kasvaneesta valtionvelasta. Tämä ratkaisu ei ole yhtä helppo taloudessa, jossa pankkien pääkonttorit ja päätäntäprosessi ovat Suomen rajojen ulkopuolella. Vastaavanlainen ongelma liittyy osuuspankkeihin. Niillä ei ole osakkeita huostaan otettavaksi.



PIMEÄÄ – JA HIUKAN VALOA

Myös elvytyspaketeilla rahoitetut maan infrastruktuurin ja rakennusrahoituksen (vuokra-asunnot ja yhteiskunnallisen palvelutehtävän rakennukset) parannukset voivat aiheuttaa hiukan päänsärkyä. Nyt olisi selvitettävä, mikä on elvytystä ja mikä tavallisia investointeja. Jakovii-vaa voitaisiin sitten käyttää päätettäessä kuinka valtionvelkaa lyhennetään. Saksan elvytyspaketissa on luotu järjestelmä, joka estää valtionvelan hillittömän kasvun.

Suomen tapauksessa globaalin finanssikriisin ja sen sivuvaikutusten kokonaislasku riippuu tietysti siitä

kuinka pitkäaikainen ja syvä nykyinen matalasuhdanne on. Kirjoittamishetkellä tiedämme, että uutiset irtisanomisista ja lomautuksista ovat lyhyessä ajassa alkaneet hallita päivittäistä uutistarjontaa ja että työttömyys kasvaa nopeammin kuin koskaan aiemmin sitten 1990-luvun alun. Kaikesta huolimatta tilanne ei ole yhtä vakava kuin silloisen kotimaan lamamme aikana, kun kauppa Neuvostoliiton kanssa lakkasi lähes yhdessä yössä. Tänä päivänä Venäjä on jälleen kriisissä lähinnä öljynhinnan laskun vuoksi, mutta maa on edelleen yksi tärkeimmistä kauppakumppaneistamme. Kuten nytkin 1990-luvun talouskatastrofi alkoi rahoitusmarkkinoiden romahtamisella. Ero on siinä, että olemme nyt ensimmäisen kerran kokeneet rahoituskriisin, joka on armotta ravistellut koko maailmaa.

Päivän synkistä talousuutisista huolimatta Suomen mahdollisuudet selviytyä myrskystä ovat paremmat kuin useimpien muiden maiden. Pankkimme ovat nyt hyvässä kunnossa, yrityksemme ovat vakaat monien vuosien hyvine tuloksineen ja julkisen sektorin rahaasiat toistaiseksi tasapainossa. Orastavaa toiveikkuutta siitä että pahin on jäämässä taaksepäin on havaittavissa Nordean uusimmasta 20.1.2009 julkaistusta suhdannekatsauksesta. Sen mukaan Suomen talouden voimakas lasku siirtyisi lievään nousuun jo vuoden 2009 loppua kohti.



AVOIN YHTEISKUNTA JA AVOIN KESKUSTELU

Olemme useissa yhteyksissä huomauttaneet, että paljon on kyse luottamuksesta, mutta luottamus on monitahoinen sana. Niiden, joiden nyt on pakko käydä yhteistyöneuvotteluja työpaikoistaan, on luotettava siihen, että tulevaisuus on kuitenkin parempi kuin menneisyys. Pienten ja keskisuurten yritysten, jotka tuottavat pääasiallisesti kotimaan markkinoille, on luotettava työn ja ahkeruuden palkitsemiseen. Kansalaisten on voitava luottaa politiikan ja talouden päättäjiin. Pankkien on rakennettava luottamusjärjestelmä sekä suhteessa meihin kansalaisiin-säästäjiin-asunnonostajiin-sijoittajiin että kansainväliseen pankkijärjestelmään, jossa on suuria ja ilmeisiä puutteita.

Mutta kaiken tämän monitahoisen luottamuksen luomisen ehtona on avoin keskustelu – vapaa sana.

Siksi kirjoitimme tämän pamfletin.



JÄLKISANAT

YLLÄTYS – VAI PELKKÄÄ TAITAMATTOMUUTTA?

Julkisuudessa on kohtuuttoman paljon päivitelty miten nykyinen kriisi tuli nurkan takaa ja valtavana ylälätyksenä. Tosiseikat eivät paljon tätä päivittelyä tue. Kriisi oli tuloillaan ja selviä merkkejä antaen, mutta näitä merkkejä ei haluttu – tai ei osattu – lukea valtiovarainministeriössä, Suomen Pankissa tai liikepankkiemme pääkonttoreissa.

Lokakuun 15 päivänä 2007 Bloombergin talousuutiset tiesivät kertoa että Bank of America, JPMorgan Chase ja Citigroup olivat suunnittelemassa 80 miljardin dollarin rahastoa markkinajohdannaistensa pelastamiseksi. Seuraavana päivänä Wolfgang Münchau kirjoitti blogissaan että Yhdysvaltain valtiovarainministeriön suunnitelma pelastaa Citibankin valtavalla roskasijoitusrahastolla oli ”moraalisesti väärä ja osoitti taloudellisesta lukutaidottomuutta”. Tästä Master-Liquidity Enhancement Conduitiksi kutsutusta roskarahastosta nousi valtava häly Atlantin toisella puolella ja muutaman viikon jälkeen koko pelastussuunnitelma haudattiin mahdollisimman vaatimattomin menoin.

Münchau arveli että suunnitelman taka-ajatus oli panna veronmaksajat maksamaan onnettomien sijoitusten

jälkilaskuja. Pankit olivat toista mieltä ja väittivät että arvopapereiden takana on ensiluokkaisia saatavia (high quality collateral).

Asiantuntevissa piireissä johtopäätökset olivat hyvin yhdensuuntaisia: Yhdysvaltain pankkimaailma oli valtavissa vaikeuksissa ja koko rahastosuunnitelma oli pelkästään tapa siirtää ikäviä päätöksiä epämääräiseen tulevaisuuteen. Ilmeisesti kaikki asiantuntijat joko tiesivät tai ounastelivat, että investointipankkien hasardi-peli asuntoluotoilla oli tulossa määränpäähensä. Nyt oli lähinnä kysymys siitä kenelle Musta Pekka jäisi viimeisellä jakokierroksella käteen.

Suivaantuneena tästä kyynisestä asenteesta Wolfgang Münchau kirjoitti kirjan ”Vorbeben” (Esijäristys) joka ilmestyi tammikuussa 2008. Joulukuussa kirjasta ilmestyi uusi ja täydennetty versio ”Kernschmelze in Finanzsystem” (Finanssijärjestelmän sydämen sulamisonnettomuus). Uudistettu laitos ei jättänyt epäilystäkään valvovien viranomaisten leväperäisyydestä. Hitaasti maailman poliitikot havahtuivat tapahtuneisiin tosiasioihin, mutta juuri tällä vuoden pituisella lisäajalla amerikkalainen finanssisyöpä tunkeutui syvälle kansainväliseen järjestelmään.

Marraskuun jälkeen talousuutiset ovat kuukausi kuukaudelta synkentyneet. Kirjoittaessamme tammikuun puolessavälissä loppusanat tämän kirjasen ruotsinkieliseen painokseen yrittämällä yritimme keksiä edes jotain myönteiseen vivahtavaa. Runsaassa kuukaudessa

kaikki arviot talouden kehityksestä ovat synkistyneet tuntuvasti aikaisempaan verrattuna. Aivan tammikuun lopussa yltiöoptimistit yrittivät *Baltic Dry-indeksin* perusteella povata vähän parempia näkymiä. Viimeisimmät indeksiluvut osoittavat kuitenkin että tämä kuivalastin kysyntää kuvaava indeksisarja on kääntynyt uudestaan laskuun.

Talous ei siis vieläkään ole kestäväällä pohjalla. Äkinäisesti syntynyt laaja talouden globalisaatio on synnyttänyt epätasapainoja, joiden mittasuhteita on erittäin vaikeata käsittää.

Pohja tulee kuitenkin vastaan. Toivottavasti myöskin opetukset.





HELMUT SCHMIDTIN KUUSIKOHTAINEN SUUNNITELMA

Saksan entinen valtiovarainministeri ja liittokansleri Helmut Schmidt esitti Die Zeit -lehden artikkelissa 4/2008 kuusikohtaisen suunnitelman edellytyksistä avoimen ja järkevän rahoitusjärjestelmän luomiseksi.

I.

Kaikki yksityiset finanssilaitokset (mukaan lukien investointipankit, hypoteekkipankit, sijoitusyhtiöt ja eläkerahastot, vipurahastot, sijoitusrahastot, vakuutusyhtiöt jne.) ja kaikki markkinakelvolliset rahoitusvälineet on alistettava saman pankki- ja rahoitustarkastuksen alaisiksi.

2.

Pankki- ja rahoitustarkastus vahvistaa kaikille erilaisille, yksityisille finanssilaitoksille oman pääoman vähimmäismäärän.

3•

Rahoituslaitoksilta kielletään kaikki oman taaseen (ja voitto- ja tappioarvion) ulkopuolinen kauppa ja tehdään se rangaistavaksi

4•

Kaikilta rahoituslaitoksilta kielletään rangaistuksen uhalla kaikki kauppa sellaisilla finanssijohdannaisilla ja -todistuksilla, joiden noteeraus on kielletty hyväksytyissä arvopaperipörsseissä.

5•

Kaikkia rahoituslaitoksia kielletään rangaistuksen uhalla tekemästä sellaisten arvopapereiden ja finanssivälineiden termiiniostojä, joita ne eivät hallinnoi. Täten vaikeutetaan keinoteltua laskevilla kurseilla (lyhyeksimynti)

6•

Rahoitustoimet ja rahoituslainat kielletään rangaistuksen uhalla yritysiltä ja henkilöiltä, jotka ovat juridisesti rekisteröineet kotipaikkaan veroparatiiseja tai valvontakeitaita.

LÄHDELUETTELO

¹ On syytä suhtautua varovaisesti amerikkalaisiin ja suomalaisiin lukuihin. Suomalainen järjestelmä rakentuu ns. pitkälle kaavalle, ts. miljoona, miljardi, biljoona, biljardi (käytetään harvoin; tavallisesti: tuhat biljoonaa), triljoona jne. Jokaisella askeleella tulee kolme nollaa lisää. Amerikkalainen järjestelmä noudattaa ns. lyhyttä kaavaa, ts. miljoona, biljoona, triljoona, kvadriljoona, kvintiljoona jne. Jokapäiväisessä puheessa tämä johtaa usein – matemaattisesti katsoen – suuriin virheisiin.

² The Implications of Alternative Investment Vehicles for Corporate Governance, A Synthesis of Research About Private Equity Firms and ”Activist Hedge Funds”, OECD 10.7.2007

³ Hedge Funds, Systemic Risks, and the Financial Crisis of 2007–2008, Written Testimony of Andrew W. Lo, Prepared for the U.S. House of Representatives, 13.11.2008, Hearing on Hedge Funds

⁴ Galbraithin käyttämä sana *chits*, oli alunperin hindi. Sana kuvailee yhteyttä, mutta on käytetty myös synonyyminä rahalle.

⁵ http://rodrrik.typepad.com/dani_rodrriks_weblog/2008/12/some-unpleasant-keynesian-arithmetic.html

⁶ Vertaa esim. Guiseppe Bertola ja Anna Lo Prete: *Finance, redistribution, globalisation*, <http://voxeu.org/index.php?q=node/2641>

LÄHTEET LUKU II

Idé och pengar. Sparbankerna i det finländska samhället 1822–1994 (1996)

Hundra år av samarbete mellan sparbankerna. Sparbanksförbundet 100 år (2006)

Pengar är inte allt. Kvevlax Sparbank i växelverkan med bygden under 80 år (1999)

Vörå Sparbank 1924–2004. En rågs kyl bland blåklint och penninggräs (2005)

Kirjoittajan omat muistiinpanot lukuisista kokouksista hulluina vuosina

