

Suomen Pankin johtokunnan jäsen  
Seppo Honkapohja  
Puhe Turun kauppakorkeakoulun  
tohtoripromootiossa 14.5.2010

## **Miten tämänhetkinen kriisi vaikuttaa talous- ja rahoitustieteiden tutkimukseen?**

Arvoisa rehtori Keijo Virtanen, kauppakorkeakoulun johtaja Satu Lähteenmäki, promoottori Antti Paasio, arvoisat professorit, nuoret tohtorit ja kunniatohtorit, hyvät naiset ja herrat

Tämänhetkinen talous- ja rahoituskriisi on nyt kestänyt yli kaksi ja puoli vuotta. Kriisi on ollut rauhanajan huomattavin sitten 1930-luvun suuren laman. Nykykriisillä, josta englanniksi käytetään usein nimitystä ”the Second Great Contraction” eli ”toinen suuri taantuma”, on ollut mittavia vaikutuksia talous- ja liike-elämään. Kriisi on myös ansaitusti herättänyt vilkasta keskustelua talous- ja rahoitustieteiden tutkimuksen erheellisistä suuntauksista. Tästä syystä haluan tässä yhteydessä esittää lyhyen katsauksen talous- ja rahoitustieteiden tutkimuksessa kehittymässä oleviin uusiin suuntauksiin.

Toiseen suureen taantumaan ei ole olemassa vain yhtä tiettyä syytä. Rahoitusjärjestelmän monet muutokset ja kehitys aiheuttivat osaltaan valtaisan luottobuumin, joka muuttui maailmanlaajuisesti kriisiksi. Luotonannon holtitonta kasvua kiihdyttivät alun perin hyviltä näyttäneet mutta myöhemmin tuhoisiksi osoittautuneet rahoitusalan innovaatiot.

Myös makrotaloudellisilla tekijöillä oli merkitystä. Maiden väliset globaalit tasapainottomuudet ja etenkin Kiinan ja Yhdysvaltain välinen epätasapaino vaikuttivat merkittävästi luotonannon kasvuun. Viime vuosikymmenen alun rahapolitiikkaa on niin ikään kritisoitu, joskaan sen merkityksestä ei olla yksimielisiä.

Rahoitusjärjestelmän kannalta ongelmia aiheutti rahoituksenvälityksen kannustimien vääristyminen. Riskien jaon tehostaminen motivoi yleisesti laskemaan liikkeeseen ja myymään omaisuusvakuudellisia arvopapereita, mm. yhteen niputettuja asuntolainoja, kulutusluottoja ja yrityslainoja sekä muita strukturoituja tuotteita.

Yksi tämän arvopaperistamisen ongelmista oli, että se heikensi lainanantajien kannustimia arvioida lainanottajan maksukykyä asianmukaisesti. Toiseksi vinoutumaksi osoittautui se, että useista syistä riskit eivät levinneet riittävästi pankkijärjestelmän ulkopuolelle. Kolmantena vinoutumana oli palkkioiden rakenne. Monissa sopimuksissa ei käytännössä rajoitettu tuottoja, mutta tappioille oli asetettu rajat, mikä rohkaisi liialliseen riskinottoon.

Myös informaatio-ongelmat vaikuttivat rahoituskriisiin syntyyn. Yhtenä niiden lähteenä olivat luottobuumin aikana luodut uudet monimutkaiset arvopaperit. Edes yksinkertaisten paketti-  
muotoisten arvopapereiden riskien ja arvon arvioiminen ei ole mutkatonta. Arviointiongelmat moninkertaistuivat, kun käyttöön otettiin aiempaa monimutkaisempia arvopapereita, jotka sisälsivät optioita sekä erityyppisiä ja -tasoisia muita instrumentteja. Informaatio-ongelmia aiheuttivat myös

kriisin aikana syntyneet merkittävät vastapuoliriskit ja niiden vaikutus suurella velkarahoitusosuudella toimivien rahoituksenvälittäjien käyttäytymiseen.

Kriisiin vaikuttaneet rahoitusjärjestelmätekijät ovat antaneet talous- ja rahoitustieteiden tutkijoille tärkeän opetuksen. Edellä esitetyt ongelmat soveltuvat hyvin taloudelliseen analyysiin. Tarkoituksenmukaiset teoriat poikkeavat kuitenkin varsin merkittävästi nk. tehokkaiden markkinoiden hypoteesista, jonka ajatuksena on, että rahoitusmarkkinat toimivat hyvin eikä markkinoilla ole kuplia tai liiallista volatilitteettia.

Toisen suuren taantumän syntyyn vaikuttivat myös makrotaloudelliset tekijät. Näistä globaalit tasapainottomuudet ovat ilmiö, joka ei niinkään ole seurausta taloustieteen epäonnistumisesta vaan harjoitetun talouspolitiikan epäonnistumisesta. Nämä tasapainottomuudet ovat kuitenkin tuoneet esiin tärkeitä opetuksia myös makrotalouden tutkimuksen kannalta.

Taloushistorian opinnoilla tulisi olla nykyistä merkittävämpi asema makrotaloustieteen opinto-ohjelmissa. On tullut tuskallisella tavalla selväksi, että rahoitusmarkkinoiden rajut nousut ja romahdukset ovat hyvin säännönmukaisia – eivätkä mitään harvinaisuuksia. Kun aiempia rahoituskriisejä ymmärretään entistä paremmin, saadaan lisätietoa tämänhetkisen kriisin analysointiin. Juuri nyt on erityisen opettavaista tarkastella valtiontalouksien aiempien velkakriisien historiaa.

Viimeaikaisesta taloushistoriasta saa myös toisen, hyvin erilaisen opetuksen. Akateemiset piirit ja poliitikot eivät saisi antaa rauhallisten aikojen hämätä. Nykyistä kriisiä edeltäneet kaksi vuosikymmentä – joista taloustieteessä käytetään nimitystä ”the Great Moderation” – olivat kansainvälisessä taloudessa kaiken kaikkiaan suhteellisen rauhallista aikaa.

Tämä pitkä rauhallinen jakso vaikutti rahoitusmarkkinoiden toimijoiden, valvojien ja keskuspankkien edustajien näkemyksiin riskeistä. Lisäksi se vaikutti taloustieteilijöiden käsityksiin rahan ja luotonannon merkityksestä makrotaloudessa. Perinteiset makrotalouksmallit sivuuttivat rahan ja luotonannon suurelta osin. Talouden keskeisimpien kitkatekijöiden oletettiin tulevan reaalityalouden puolelta.

Nykyisen kriisin myötä on käynyt selväksi, että luotoilla ja pankkitoiminnalla on oltava keskeinen sija makrotaloustieteessä. Lisäksi rahoitustekijät eivät ole vain pieniä kitkatekijöitä, jotka voivat vahvistaa talouden suhdanteita jonkin verran. Rahoitusjärjestelmä voi myös ajoittain olla suurten sokkien ja häiriötilojen lähde, ja näiden häiriöiden seurausten ymmärtäminen edellyttää makrotalouksmallien uutta sukupolvea.

Lopuksi palautan mieliin, että 1930-luvun suuri lama johti John Maynard Keynesin työn seurauksena vallankumoukseen makrotaloustieteellisessä ajattelussa. Toinen suuri taantuma ei sen sijaan ole toistaiseksi saanut aikaan vastaavaa vaikutusta. Tämänhetkisiä talous- ja rahoitustieteiden teorioita ollaan kuitenkin vilkkaasti arvioimassa ja orientoimassa uudelleen. On rohkaisevaa, että taloustieteessä otetaan ensimmäisiä askelia kohti uusia tutkimussuuntauksia, joiden tärkeyden nykyinen kriisi on tuonut päivänvaloon.