

VESA PUTTONEN

Tapaus Seppänen

Päätoimittaja Malmi toivoo finanssikriisiä käsittelevien artikkelien kirjoittavan puheenvuoroja. Esko Seppänen kirjoitti LTA 1/10 artikkelissaan ”Joutukaa sielut, on aikamme kallis” väliotsikolla ”Tapaus Puttonen”. Koen jollakin tasolla, että Seppänen haastaa minut vastaamaan. Koen hänen kirjoituksensa sekavaksi tajunnanvirraksi, johon on vaikea tarttua, vaikka tekstinsä sinänsä on sujuvaa ja lennokasta. Yritän tässä kuitenkin vastata Seppäselle sikäli, kun hän on (väärin) ymmärtänyt, että mielestäni valtion ei pitäisi osallistua markkinoiden toimintaan vaan antaa rationaalisten markkinoiden toimia rauhassa. Valtion tulee toimia aktiivisesti, mutta sen tulee pitäytyä toimiin oikeissa kohdissa.

Seppänen viittaa edelliseen syvään pankkikriisiin Suomessa 1990-luvun alussa. Silloin asioita voitiin ratkaista kansallisin voimin, nykyisestä lamasta ei omin voimin elvytä. Seppänen on tässä oikeassa. Mutta vanhaan on turha haikailla. Aikana jolloin pankkitoimintaa suojeltiin kilpailulta, pystyttiin niiden toimintaa luonnollisesti helposti muutenkin määräämään. Nykyään tämä ei enää ole mahdollista, koska pankit kansainvälisillä markkinoilla pystyvät

halutessaan hyödyntämään maiden välisiä eroja sääntelyssä (ns. regulatory arbitrage). Vastaavasti pankit joutuvat kilpailemaan kansainvälisesti, eivätkä ne enää voi odottaa yksittäisen valtion turvaavan niille suojaa kilpailua vastaan. Sikäli olen markkinaliberalisti, että uskon yksityisten yritysten toimivan tehokkaammin ja olevan innovatiivisempia kuin mihin kilpailulta suojellut oligopolistisessa asemassa olevat yritykset pystyvät.

Uusliberalistisista markkinoista

Markkinatalous perustuu darwinismiin, jossa voimakkaat menestyvät paremmin kuin heikot. Väärin toimineet ja muuten tehottomat yritykset häviävät, eihän niiden kuulukaan menestyä yhtä hyvin kuin oikein toimivien ja tehokkaiden pankkien. Tämä ei tarkoita, että valtion tulisi jättäytyä kokonaan syrjään rahoitusmarkkinoilta. Ensinnäkin valtio määrää pankkitoiminnan säännöt. Jotta markkinavoimat pystyvät erottelamaan hyvät pankit huonoista, on valtion perusteltua vaatia pankeilta läpinäkyvyyttä. Risto Harisalo toteaa asiallisesti omassa kirjoituksessaan (Harisalo, 2010), että sääntelyn määrä esimerkiksi Yhdysvalloissa on viime vuosina sel-

VESA PUTTONEN, Rahoituksen professori

Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu • e-mail: vesa.puttonen@hse.fi

västi kasvanut, ei vähentynyt. Yhdysvalloissa ollaan oltu yleisesti huolestuneita siitä, ovatko raportointivaatimukset menneet liian pitkälle ja onko maa menettämässä kilpailuasemaansa sen vuoksi. Enronin kriisin jälkeen pikavauhdilla tullut Sarbanes-Oxley -säännöstö on tästä hyvä esimerkki. Finanssikriisin innoittama ja presidentti Obaman ajama Dodd-Frank -act on 848 sivua pitkä uudistus rahoitusmarkkinoiden toimintaan, mitä on pidetty suurimpana lainsäädäntöuudistuksena sitten 1930-luvun muutosten.

Valtioiden välillä on kilpailua siitä, miten ne houkuttelevat yrityksiä ja liian tiukaksi koettu valvonta on yritysten näkökulmasta kustannus. Jos Yhdysvaltoja pitää markkinatalouden esikuvana, tulevaisuus on juristien. Sääntelyä kuitenkin tarvitaan, kuten George Akerlof ja Robert Shiller kirjassaan ”Animal spirits” toteavat. Seppäsenkin viittaama ”villieläimen vaisto” meissä ihmisissä johtaa siihen, että valtiota tarvitaan sääntöjen laatimisessa.

Valtiota tarvitaan markkinoilla

Pankkitoiminta on monimutkaista ja sen seuranta on monen mielestä epäkiinnostavaa. Tämän vuoksi valtiota tarvitaan valvomaan pankkeja. Paikalliset rahoitustarkastukset valvovat rahoituslaitoksia jatkuvasti, mutta silloin tällöin näytetään tarvittavan myös laajoja yhteisharjoituksia, joita kutsutaan stressitesteiksi. Euroopassa heinäkuussa 2010 julkaistut herkkyysoanalyysin tulokset 91 pankin osalta osoittivat, että normaaliolosuhteissa selvä valtaosa pankeista kestäisi odotettua huonomman skenaarion ilman tarvetta pääomitukselle. Tulosten julkistamisella pyrittiin lisäämään yleistä markkinoiden uskottavuutta. Seitsemän pankin osalta annettiin määräaika, jolloin pankkien piti pystyä kertomaan mistä ne hankkivat lisää riskipuskureita.

Määrät olivat pieniä (reilu 3 mrd euroa) sen rinnalla mitä pankit omaehtoisesti ovat viime vuosien aikana tehneet järjestämällä osakeantaja ja positiivisia tuloksia (arviolta 200 mrd euroa). Mikään muu taho kuin Euroopan Komissio, Euroopan Keskuspankki ja kansalliset rahoitustarkastukset yhdessä ei pysty tällaista harjoitusta tekemään. Valtiovaltaa siis tarvitaan markkinoilla.

Valtio tarvitsee pankkeja ja pankit tarvitsevat valtiota. Jos valtio ei osallistuisi pankkitoiminnan valvontaan miltään osin, syntyisi mahdollisuus yksittäisille pankeille ottaa liian suuria riskejä ja jättää niistä kertomatta julkisuuteen. Tuloksena olisi konkurseja, joissa tavalliset pankkitallettajatkin menettäisivät pääomiaan. Koska pankkien varainhankinta perustuu erityisesti Euroopassa talletuksiin, on kriittisen tärkeää, että kansalaiset voivat luottaa pankkien pysyvän pystyssä ja konkurssitilanteessakin pystyvän maksamaan talletukset säästäjille takaisin. Tämän luottamuksen ylläpitämiseksi valtiot tarjoutuvat takaamaan pankkitalletukset tiettyyn rajaan asti, Euroopassa tällä hetkellä yleisesti 50.000 euroon asti.

Yhdysvalloissa on elokuussa 2010 mennyt konkurssiin 114 pankkia vuoden alusta lasketuna. Tämä ei ole ratkaisevasti vähentänyt kansalaisten luottamusta pankkijärjestelmään, koska vaikeuksiin ajautuneiden pankkien vastuut on ottanut vastuulleen liittovaltion vakuuslaitos (F.D.I.C.) tai joku yksityinen toimija. On vältetty tilanne, mihin Venäjällä ajaututtiin 1990-luvulla pankkitallettajien menettäessä säästönsä pankkien konkurseissa. Venäläiset eivät enää uskaltaneet pitää rahoja pankkitalleilla vaan pitivät ne mieluummin vaikka sukanvarressa siitä huolimatta, että inflaatio oli 15 prosenttia. Nämä rahat olivat pois talouselämän kierrosta ja näin mahdollisesti hyviinkään investointiideoihin ei saanut rahoitusta.

Rahoituslaitokset hyödyntävät valtioiden antamat takuut täysimittaisesti

Kukaan yksittäinen toimija – ei edes Bernie Madoff – ollut yksin vastuussa finanssikriisistä. Sepänen esittää kirjassaan ”Hullun rahan tauti” hyvän analyysin monista virheistä, jotka erityisesti Yhdysvalloissa aiheuttivat suuren kuplan, mikä nyt on puhjennut. Alhaiset pankkien pääomavaatimukset, otc-johdannaiset ja muu varjopankkijärjestelmä, CDS-markkinoiden läpinäkymättömyys ja pehmeät vakuudet asuntolainamarkkinoilla yhdistyneenä globaaleihin talouden epätasapainoihin johtivat kriisiin, minkä jälkiä korjataan vielä useita vuosia. Kaiken pohjalla oli kuitenkin perin yksinkertainen unelma, että jokaisella amerikkalaisella olisi oma asunto, vaikkakin pankin rahoittamana. Liian pitkään jatkunut asuntojen hintojen nousu mahdollisti ketjukirjämäisen kehityksen, mitä rahoitusmarkkinoiden innovaatiot ruokkivat.

Tässä unelmassaan amerikkalaiset eivät ole yksin, kysymys on kaiketi yleismaailmallisesta ihmisten toiveesta asua hyvin. Poliittisesti on hyväksyttyä, että omistusasumista tuetaan, vaikka se johtaisikin rahoitusmarkkinoiden epätasapainoon. Suomessakin omistusasumista on pitkään tuettu verotuksellisesti eikä rationaalinen politiikka tällä hetkellä lähde ajamaan asuntolainojen korkojen verovähennyksen poistoa, vaikka se olisi monessa mielessä taloudellisesti perusteltua. Yhdysvalloissa perustetut Freddie Mac ja Fannie Mae toimivat valtion erityisaseman turvin ja vastaavat 90 prosentista asuntolainojen jälkimarkkinoista, mitä pidettiin hyväksyttynä, kunnes ne ajautuivat mittaviin taloudellisiin ongelmiin ja konkurssin välttämiseksi kansallistettiin. Jälkikäteen katsottuna niiden toimintaan olisi pitänyt tehdä suuria muutoksia hyvän sään aikana, voidaan jopa kysyä

olisiko niiden toiminnan pitänyt edes antaa kasvaa. Niiden toiminta mahdollisti kuitenkin monen amerikkalaisen unelman toteutumisen pitkän aikaa.

Tässä tulee esille keskeinen haaste rahoitusmarkkinoiden toiminnalle. Valtiota tarvitaan rahoitusmarkkinoiden valvojana ja takaajana. Mutta missä menee se raja, minkä jälkeen valtion ei enää pidäkään taata rahoituslaitosten sidosryhmien saamia täysimääräisesti? Paljon on puhuttu hyvän hallintotavan (good corporate governance) merkityksestä finanssikriisien estäjänä. Hyvä hallintotapa ei kuitenkaan estä liian suurta riskinottoa. Työnjako pankeissakin menee niin, että osakkeenomistajat toivovat mahdollisimman suurta arvonnousua, mikä voi edellyttää suurta riskinottoa. Hallituksen tehtävä on ensi sijaisesti valita ja valvoa toimiva johto, joka osakkeenomistajien intressien mukaisesti ottaa riskejä. Osakkeenomistajat omistavat yrityksen ja voisivat halutessaan laittaa pääomansa vaikka valtion obligaatioihin. Osakkeenomistajat toimivat rationaalisesti, jos ne ottavat täyden hyödyn esimerkiksi valtion talletustakauksista. Veronmaksajien intressissä voisi hyvinkin olla, että pankkien velkojat joutuisivat kiinnittämään huomiota saataviensa epävarmuuteen ja hinnoittelemaan ne. Näin markkinataloudessa pitäisi tapahtua. Tämä rajoittaisi pankkien riskinottoa. Valtion lähtiessä pankkien takuumieheksi – eksplisiittisesti tai implisiittisesti – markkinoiden toiminta häiriintyy, vaikka valtion tarkoitus tietenkin on rauhoittaa markkinoiden toimintaa. Se tulee kuitenkin myös rahoittaneeksi markkinoiden toimintaa.

Euroopan tilanteesta

Tämä on tilanne tällä hetkellä Euroopassakin, missä pankkitaletusten valtiotakauksien tasoja on nostettu normaalista eikä ole ollut puhetta-

kaan tilanteen palauttamisesta ennen finanssi-kriisiä olleille tasoille. Poliittisesti kenenkään intressissä ei ole ryhtyä tällaista vaatimaan. Asuntolainojen korkovähennyksessä kysymys on saman tyyppisestä asiasta; meistä kansalaisista tuntuu siltä että valtion tehtävänä on tukea meitä kaikkia ”hyvässä asumisessa”, mikä on määritelty omistusasumiseksi. Samalla tulemme hyväksyneeksi järjestelmän, missä rahoituslaitokset – rationaalisesti ja oikein toimiessaan – lainoittavat ihmisten asuntoja enemmän kuin mihin näillä ilman valtion veroporkkanaa olisi varaa. Yhdysvalloissa on koettu kaikkien aikojen suurimman kiinteistökuplan puhkeaminen, mutta vielä syksyllä 2010 asuntomarkkinoiden toimintaan ei varsinaisesti ole tehty muita rakenteellisia muutoksia kuin muutamien keskeisten rahoituslaitosten vastuiden ja omistuksen ottaminen valtion hoidettavaksi dominoilmiön syntymisen estämisen nimissä.

Yhdysvallat oli keskeisessä roolissa maailmanlaajuisen finanssikuplan puhaltamisessa, mutta kohtuuden nimissä on todettava, että se ei ollut yksin. Meillä Euroopassa monet yritykset, pankit ja kansalaiset osallistuivat täysin rinnoin globaaleille rahoitusmarkkinoille, joilla korot pysyivät alhaalla ja samaan aikaan asuntojen, osakkeiden ja raaka-aineiden hinnat nousivat. Velkaantumisessa on nyt saavutettu kipupiste, minkä jälkeen seuraa henkinen krapula. Kulutusjuhlien lasku on tullut maksuun.

Mutta tässäkin valtiot ja EU ovat toimiltaan sotkeneet markkinoiden toimintaa. Euroopalaisen yhteistyön nimissä ei ajoissa suunniteltu, mitä tapahtuu, jos joku euromaista ei toimiikaan yhteisten sovittujen pelisääntöjen mukaisesti. Kreikassa eurosta on otettu kaikki ilo irti ilman tunnontuskia siitä, että maa ei ole täyttänyt Maastrichtin kriteerejä edes väärennetyillä tunnusluvuillaan. Kreikan valtio pystyi rahoitta-

maan kulutusjuhlia edullisesti aina kevääseen 2010 asti, sillä obligaatiosijoittajat voivat uskoa euromaan pystyvän hoitamaan velvollisuutensa. Nyt tilanteen kriisiytyttyä koko EU tuli yhdessä IMF:n kanssa Kreikan takuumieheksi, koska mitään muuta ei ollut tehtävissä. Normaalisti toimivilla markkinoilla Kreikan valtion velkojat olisivat kärsineet tappioita ainakin ns. haircutin eli velkojen nimellisarvojen leikkauksen muodossa. Syksy 2010 eletessä tilanne tuntuu ratkenneen, mutta tilanne on rauhoittunut vain sen ansiosta, että EU ja IMF suostuvat lainaamaan rahaa Kreikalle edullisemmin kuin mikä on rahan markkinahinta. Sama on tilanne ainakin Irlannissa ja Espanjassa. Tässä tapauksessa valtioiden yhteenliittymä, ei yksittäinen valtio, subventoi yksittäisten valtioiden holtitonta taloudenpitoa.

Liiketaloustieteilijöiden roolista

Selvyden vuoksi totean Seppäselle, että en kutsu itseäni hallitusammattilaiseksi. Liiketaloustieteen professorina minusta on luontevaa, että osallistun mahdollisuuksien mukaan liike-elämän toimintaan. Toimin tällä hetkellä sivutoimisesti neljän yrityksen hallituksessa. Käytännön kokemuksesta on selvää hyötyä sekä opetuksessa että tutkimustoiminnassa. Oma näkemykseni liiketaloustieteistä on, että niitä ei voi oppia eikä opettaa tyhjiössä, sillä kysymys on ihmisten toiminnasta, mitä ei pysty lyhyellä aikavälillä ennakoimaan. Tätä tarkoitan toteamalla, että me ihmiset olemme taipuvaisia ahneuteen, itsekyyteen ja laiskuuteen. Tästä on kysymys ”villieläimen vaistossa”, mitä Seppäsen mukaan ei pidä kieltää. Pidän kuitenkin tärkeänä, että kaikki sidokseni liike-elämään ovat yleisessä tiedossa, jotta jokainen voi arvioida tulenko joskus sokeaksi eri intressiryhmien tavoitteiden välillä. Päätoimessani olen rahoituksen professori, käy-

tännön tehtävät ovat sivutoimia. Itse ajattelen niin, että tärkein omaisuuteni on ammatillinen integriteetti, minkä menettäminen on liian arvokasta menetettäväksi. Sikäli Seppäsen huoli, että olisin ensisijaisesti sidosryhmien edustaja ja edunsaaja, ei onneksi pidä paikkaansa.

Liiketaloustieteilijöiltä ei voida perustellusti odottaa patenttiratkaisuja jokaiseen talouden ongelmaan – reaali maailma on liian monimuotoinen yksinkertaisilla työkaluilla ratkaistavaksi. Poliitikkojen tehtävä on – virkamiesten avustuksella – laatia yhteiskunnan yleiset pelisäännöt. Valvojan viranomaiskoneiston tehtävä on huolehtia, että säännöistä pidetään kiinni. Tutkijat voivat halutessaan hyödyntää omaa riippumatonta asemaansa ja näköalapaikkaansa kiinnittämällä huomiota yksittäisiin epäkohtiin ja esittää parempia vaihtoehtoja.

Ehdottaessani Finnairin lentäjälakon aikana, että ”kaikki lentäjät on irtisanottava”, en kuvitellutkaan, että lentäjiä ryhdyttäisiin irtisanomaan. Minusta vain on kohtuutonta, että yksi ammattiryhmä laittaa polvilleen paitsi muun Finnairin henkilöstön myös keskeisen osan suomalaisesti talouselämästä. Suljetun talouden aikana saavutettujen etujen kohtuuttomuus paljastuu markkinatalouden aikana, kuten oikein onkin. En tiedä, olisiko Seppäsen mukaan lentäjille pitänyt antaa kaikki pyytämänsä kysymättä, että mitä jos toimittaisiin jotenkin toisin. Mielestäni tutkijat voivat parhaimmillaan auttaa talouselämän pelisääntöjen kehittämisessä ehdottamalla uusia tapoja ajatella. En osaa ajatella, että meillä Suomessa olisi vielä ainakaan liikaa mielipiteitä vaihdettavaksi. ■