



**TURUN KAUPPAKORKEAKOULU**  
Turku School of Economics and Business Administration  
**PORIN YKSIKKÖ**

LATVIAN RAHOITUSKRIISI GLOBAALEILLA  
RAHOITUSMARKKINOILLA

Liiketaloustiede Laskentatoimen pro  
gradu -tutkielma

Laatija  
Timo Haapavuori 50237

Ohjaaja  
KTT Heli Hookana  
KTM Anu Ikonen-Kullberg

11.5.2010  
Pori

# SISÄLLYS

<b>SISÄLLYS</b> .....	<b>2</b>
<b>Kuviot</b> .....	<b>4</b>
<b>1 Johdanto</b> .....	<b>6</b>
1.1 <i>Tutkimuksen taustaa</i> .....	6
1.2 <i>Tutkimusongelmat, tavoitteet ja rajaus</i> .....	7
1.3 <i>Tieteenfilosofiset ja metodologiset valinnat</i> .....	9
1.4 <i>Tutkimuksen rakenne</i> .....	10
<b>2 Tutkimuksen taustalla olevat teoriat</b> .....	<b>12</b>
2.1 <i>Makrotaloustieteellinen trilemma</i> .....	12
2.1.1 Trilemman lähtökohdat.....	12
2.1.2 Trilemman taustalla olevia tekijöitä.....	13
2.2 <i>Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteoria</i> .....	14
2.2.1 Minskyn kuvaamat kolme erilaista rahoitusmuotoa .....	14
2.2.2 Minskyn teoria rahoituskriisin syntymisestä .....	14
2.2.3 Minskyn rahoituskriisiteoria globaalissa kontekstissa.....	15
2.2.4 Vapautuvat rahoitusmarkkinat ja Minskyn teoria.....	17
<b>3 Tutkimuksen taustalla olevat ilmiöt</b> .....	<b>18</b>
3.1 <i>Yhdysvaltain subprime-kriisi ja sen taustaa</i> .....	18
3.2 <i>Latvian rahoituskriisi</i> .....	21
3.3 <i>Pankkitoiminta Latviassa ja ruotsalaispankit</i> .....	30
<b>4 Teorian relaatio tutkittaviin ilmiöihin</b> .....	<b>36</b>
4.1 <i>Makrotaloustieteellinen trilemma ja Latvian talouden kriisiytyminen</i> .....	36
4.2 <i>Ruotsalaispankkien toiminta Latviassa Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteorian viitekehyksessä</i> 40	
4.3 <i>Subprime-kriisin relaatio Latvian rahoituskriisiin</i> .....	46
<b>5 Johtopäätökset</b> .....	<b>49</b>

**LÄHTEET .....52**

## Kuviot

Kuvio 1.	Laskentatoimen tutkimusotteita (Kasanen ym. 1991, 302).....	9
Kuvio 2.	Subprime-korkojen kehitys suhteessa prime-korkoihin (Schumer & Maloney 2007, 27) ..	18
Kuvio 3.	BKT:n prosentuaalinen muutos edelliseen vuoteen verrattuna, vuoden 2009–2011 ovat ennusteita (Eurostat 6.1.2010) .....	22
Kuvio 4.	Latvian, Suomen ja euroalueen inflaatiokehitys (Eurostat 6.1.2010) .....	23
Kuvio 5.	Työvoiman tuottavuus työntekijää kohti verrattuna EU 27 maihin (Eurostat 6.1.2010) ...	24
Kuvio 6.	Yksityisen kulutuksen suhteellinen kehitys vuosineljänneksittäin (Eurostat 6.1.2010) .....	25
Kuvio 7.	Kotitalouksien suhteellinen velkaantuneisuus suhteutettuna vuosittaisiin nettotuloihin (Eurostat 6.1.2010).....	26
Kuvio 8.	Latvialaisen työvoiman tuntikustannus työnantajalle euroina (Eurostat 6.1.2010) .....	27
Kuvio 9.	EU 27, EU 15. Latvian ja Suomen työttömyys kuukausitasolla (Eurostat 6.1.2010) .....	28
Kuvio 10.	Latvian vaihtotaseen yli-/alijäämä miljoonissa euroissa vuosineljänneksittäin (Eurostat 10.1.2010) 29	
Kuvio 11.	Latvian pankkien markkinaosuus taseen loppusumman mukaan 30.6.2009 (Latvijas komercbanku darbības rādītāji 2009.gada 2.ceturksnī – aktīvi, kredīti, depozīti, rezerves, peļņa) .....	30
Kuvio 12.	Swedbankin markkinaosuus Baltian rahoitusmarkkinoilla (Swedbank Facts Q3).....	31
Kuvio 13.	Kiinteistöjen hintakehitys Baltian maiden pääkaupungeissa (Swedbank Facts Q3) .....	32
Kuvio 14.	Korkokehitys Baltiassa ja euroalueella (Swedbank Facts Q3) .....	33
Kuvio 15.	Pankkitoiminta ja sen kannattavuus Latviassa (Swedbank Facts Q3).....	34
Kuvio 16.	12 Kuukauden Rigibor 5/2004 – 01/2010 (SEB Indexes) .....	41
Kuvio 17.	3 kuukauden Rigibor 5/2004 – 01/2010 (SEB Indexes).....	41

<b>Kuvio 18. Päivän Rigibor 5/2004 – 01/2010 (SEB Indexes).....</b>	<b>42</b>
<b>Kuvio 19. Päivän, kuukauden, kolmen kuukauden ja vuoden Stibor-korot 6/2004 – 12/2010 (Riksbank) 42</b>	

# 1 JOHDANTO

## 1.1 Tutkimuksen taustaa

Tutkimuksessa käsitellään Latvian rahoituskriisiä, joka alkoi jokseenkin samanaikaisesti maailmanlaajuisen rahoituskriisin yhteydessä. Tutkimuksessa Latvian rahoituskriisi eriytetään globaalista rahoituskriisistä ja tuodaan esille nimenomaisesti Latvian rahoitusjärjestelmän kriisiytymiseen vaikuttaneita seikkoja. Tutkimuksessa käsitellään globaalia rahoituskriisiä siinä laajuudessa, kuin sen on nähty Latvian rahoitusmarkkinoiden ja rahoituskriisin ymmärtämiseksi olevan järkevää.

Makrotalouden trilemma nimellä tunnetulla rahoitusteorialla on erittäin merkitävä vaikutus Latvian rahoitusmarkkinoihin. Tutkimalla teoriaa on mahdollista löytää syitä, jotka selittävät Latvian rahoituskriisin taustalla olevia syitä. Makrotalouden trilemmalla ja sen ymmärtämisellä onkin keskeinen rooli tässä tutkimuksessa. (Hasko, puhelinkeskustelu 5.10.2009.)

Latviaan ja Baltian maihin vahvasti etabloituneilla ruotsalaispankeilla on ollut Latvian rahoituskriisin synnyssä oma erityinen asemansa ja tätä osuutta tutkitaan erityisen tarkasti. Ruotsalaispankkien toimintaa Latviassa verrataan Hyman P. Minskyn luomaan rahoituskriisiteoriaan ja selvitetään löytyykö ruotsalaispankkien toiminnasta Minskyn rahoituskriisiteorian piirteitä. Taustalla on ajatus – kuten Minskyn teoriassakin – että kaikki rahoituskriisit ovat jossain määrin samankaltaisia ja näin ollen toisiinsa verrattavissa olevia. Tutkimuksessa otetaan huomioon Minskyn teoriassa esiintyvät puutteet, joista suurimpana voidaan pitää sitä, että Minskyn teoria perustuu suljettuun talouteen. Johtuen suljetun talouden olettamuksesta Minskyn teorian vertailu rajoittuu lähinnä Ruotsalaispankkien toiminnan arviointiin, eikä sitä tässä tutkimuksessa yritetä ulottaa pienen avotalouden kriisiytymiseen.

Latvian rahoituskriisi – kuten globaalikin rahoituskriisi – alkoi USA:n subprime-kriisin jälkeen ja tutkimuksessa pohditaan subprime kriisin relaatiota Latvian rahoituskriisiin, mikäli sellaisia on ollut. Tutkimuksessa taustoitetaan subprime-kriisin syntyä ja kehitystä. Tämän perusteella tutkitaan subprime-kriisin ja Latvian rahoituskriisin välistä korrelaatiota.

Tutkimuksen haastavuutta lisää oleellisesti se, että Latvian rahoituskriisi ei ole vielä ohitse, subprime-kriisikin on edelleen erittäin tuore ja Minskyn rahoituskriisiteoriaan liittyy paljon rajoitteita. Erilaisia kriisejä tarkasteltaessa on havaittu, että arviointien tekeminen kriisivaiheessa on huomattavasti vaikeampaa kuin kriisin jälkeen, jolloin käytävissä on kaikki tilastot koko kriisin ajalta.

Latvian rahoituskriisi mielletään helposti osaksi globaalia rahoituskriisiä – jota se tietenkin onkin – mutta Latvian rahoituskriisiin liittyy paljon Latvian omasta taloudenpidosta johtuvia tekijöitä, jotka olivat Latvian talouden rasisiteena jo ennen rahoituskriisin puhkeamista ja tulevat myös hidastamaan Latvian toipumista kriisistä. Ruotsalaispankkien toiminta Latvian rahoitusmarkkinoilla on myös erittäin keskeisessä asemassa kun pohditaan rahoituskriisin erityispiirteitä.

Rahoituskriisin määrittäminen on yleisesti koettu ongelmalliseksi, vaikka toisaalta kriisin havaitseminen sen puhjettua ei yleensä tuota tutkijoille ongelmia ja tutkijat löytävät yleensä konsensuksen kulloisenkin kriisin erityispiirteistä. Charles Kindleberg onkin todennut vuonna 1982:

*”Kriisi on kuin nätti tyttö, vaikea määritellä, mutta tunnistettavissa kun sellaisen näkee.”*

Juuri tämä ongelma rahoituskriisien ominaispiirteissä lisää tämän tutkimuksen haastavuutta sovittaan yksittäinen Latvian rahoituskriisi yleisen rahoituskriisiteorian viitekehukseen. (Vihriälä 1992, 376.)

Latvian rahoituskriisi on tällä hetkellä erittäin ajankohtainen aihe, mutta Latvian ulkopuolella – joskus myös sen sisällä – kriisi nähdään useasti yhtenä osana globaalia rahoituskriisiä ja tämän vuoksi kriisi ei aina saa sen ansaitsemaa erityishuomiota sen paremmin syiden kuin seurauksienkaan osalta. Tässä tutkimuksessa Latvian rahoituskriisin syyt saavat huomattavasti korostuneemman aseman kuin seuraukset. Tämä johtuu toisaalta siitä, että kaikkia seurauksia ei ole vielä yksiselitteisesti nähtävissä, mutta myös siitä, että seurauksiin liittyy myös paljon ei taloudellisia tekijöitä, kuten sosiaalinen ja eettinen ulottuvuus.

Tässä tutkimuksessa ei keskitytä Suomen talouteen, mutta joissain vertailuissa Suomen taloutta on käytetty yhtenä esimerkkinä sen tuttuuden vuoksi ja tämä auttaa lukijaa näkemään eroja Suomen ja Latvian talouden fundamenteissa. Toisaalta globaalirahoituskriisin vertailu Latvian rahoituskriisiin tuo myös esille Suomen ja Latvian eroavaisuuksia, ainakin jos Suomen talouden ajatellaan olevan keskimääräinen länsimainen talous.

## **1.2 Tutkimusongelmat, tavoitteet ja rajaus**

Tutkittava aihe on erittäin laaja ja sitä voitaisiin tarkastella erittäin monista erilaisista näkökulmista. Tutkimuksen onnistumisen kannalta on ollut tärkeää rajata tutkimusongelma riittävän suppeaksi, jotta tutkimuksen kannalta oleellisimpiin kysymyksiin pystytään pureutumaan riittävän syvällisesti ja että tutkimuksesta ei muodostu liian laajaa kokonaisuutta.

Tutkimusongelma voidaan esittää seuraavan kysymyksen muodossa ja sitä voidaan tarkentaa seuraavilla alakohdilla:

- Miten Latvian rahoituskriisi on syntynyt?
  - Mitkä ovat Latvian rahoituskriisin taustalla olevat keskeiset asiat ja miten makrotalouden trilemma niissä näkyy?
  - Miten ruotsalaispankit ovat toimineet Latviassa ja onko niiden toiminnassa havaittavissa Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteorian mukaisia piirteitä?
  - Onko Latvian rahoituskriisin ja Yhdysvaltain subprime-kriisin väliltä löydettävissä relaatiota?

Tutkimuksen tavoitteena on löytää asioita, jotka ovat olleet Latvian rahoituskriisin syntymisen taustalla olleita syitä ja etsiä erityisesti endogeensia tekijöitä selittämään Latvian rahoituskriisin erityispiirteitä.

Tutkimus nojautuu voimakkaasti kahteen rahoituksen teoriaan, makrotalouden trilemmaan ja Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteoriaan. Molempia teorioita pyritään tutkimaan mahdollisimman kattavasti, mutta teorioita lähestytään erilaisista lähtökohdista. Makrotalouden trilemmaa tarkastellaan Latvian rahoitusmarkkinoilla tekemien valintojen valossa, kun taas Hyman P. Minskyn teoriaa verrataan Ruotsalaispankkien harjoittamaan liiketoimintaan Latviassa.

Latvian rahoituskriisi kiinnitetään globaaleihin rahoitusmarkkinoihin tutkimalla Latvian rahoituskriisin relaatiota Yhdysvaltain subprime-kriisiin. Yhdysvalloista liikkeelle lähtenyt subprime-kriisi ja sen vaikutukset ovat olleet globaaleja ja se on vaikuttanut koko maailman rahoitusmarkkinoihin erittäin voimakkaasti. Tämän vuoksi tässä tutkimuksessa on päädytty subprime-kriisin käyttämiseen apuvälineenä Latvian rahoitusmarkkinoiden globaalin integraation ymmärtämisessä. Subprime-kriisin kautta tutkitaan myös globaalien rahoitusmarkkinoiden kriisiytymisen relaatiota Latvian rahoitusmarkkinoiden kriisiytymiseen.

Näkökulma Latvian rahoituskriisiin on teorialähtöinen. Tutkimus ei esimerkiksi ota mitään kantaa rahoituskriisin sosiaalisiin vaikutuksiin eikä eettiseen kysymykseen markkinoiden toiminnasta ennen kriisin puhkeamista tai kriisin puhkeamisen jälkeen. Nämä molemmat mainitsemani näkökulmat ovat niin laajoja, että ne ansaitsevat oman tutkimuksensa ja näistä aiheista tullaan varmasti kirjoittamaan paljon ennen muuta kriisin päättymisen jälkeen.

Tutkimuksessa käytetty lähdeaineisto koostuu alan kirjallisuudesta, tieteellisistä julkaisuista, olemassa olevista tilastoista ja ajankohtaisista artikkeleista mediassa. Tutkijan Latvian rahoituskriisistä muodostuneeseen käsitykseen on lisäksi vaikuttanut media, sekä henkilökohtaiset suhteet Latviaan.



### 1.3 Tieteenfilosofiset ja metodologiset valinnat

Tieteellisessä tutkimuksessa tutkijan ensimmäisiä tehtäviä on toteuttaa tieteenfilosofisen tutkimusmenetelmän valitseminen. Tieteenfilosofiassa asioita voidaan lähestyä subjektiivisesta ja objektiivisesta näkökulmasta. Tämän jaon taustalla on yleisemmän tyyppinen filosofinen ja tieto-opillinen vastakkainasettelu realismin ja idealismin välillä. Realismilla tarkoitetaan käsitystä objektiivisesta ja havainnoista riippumattomasta olemassaolosta. Idealismissa taas keskitytään subjektiiviseen todellisuuteen. (Burrell – Morgan 1979, 1-4.)

Suomessa laskentatoimen tutkimukseen liittyvät metodologiset valinnat voidaan jakaa viiteen tutkimusotteeseen: käsiteanalyttiseen, nomoteettiseen, toimintanalyttiseen ja päätöksentekometodologiseen tutkimusotteeseen. Tutkimusotteet voidaan jakaa kuvion 1 mukaisella tavalla. (Kasanen, Lukka, Siitonen 1991, 302.)

	Teoreettinen	Empiirinen
Deskriptiivinen	<b>KÄSITEANALYYTTINEN TUTKIMUSOTE</b>	<b>NOMOTEETTINEN TUTKIMUSOTE</b>  <b>TOIMINTA- ANALYYTTINEN TUTKIMUSOTE</b>
Normatiivinen	<b>PÄÄTÖKSENTEKO- METODOLOGINEN TUTKIMUSOTE</b>	<b>KONSTRUKTIIVINEN TUTKIMUSOTE</b>

**Kuvio 1. Laskentatoimen tutkimusotteita (Kasanen ym. 1991, 302)**

Kuviossa 1 tutkimusotteet on jaettu teoreettisuuden ja empiirisyyden mukaan sekä deskriptiivisyyden ja normatiivisuuden mukaan. Normatiivinen tutkimus pyrkii antamaan normeja kuinka pitäisi toimia, kun taas deskriptiivinen tutkimus pyrkii enemmän kuvailemaan, selittämään ja ennustamaan ilmiöitä. Teoreettinen tutkimus perustuu olemassa olevaan tutkimukseen ja empiria on näin ollen välillisesti hankittua, teoreettisessa tutkimuksessa tutkijan oma ajattelu ja päättely korostuvat. Empiirinen tutkimus taas perustuu siihen, että tutkija hankkii itse tutkimusaineistoa esimerkiksi haastatteluiden avulla. (Lukka 1991, 166–167.)

Tämä tutkimus perustuu teoreettiseen päättelyyn, jossa käytetään hyväksi jo ennestään olemassa olevaa tutkimusaineistoa. Tutkimus on luonteeltaan deskriptiivistä, jossa pyritään kuvaamaan ja selittämään tutkimusongelmaa. Tämän tutkimuksen tutkimusote on käsiteanalyttinen.

## 1.4 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus sisältää viisi erillistä lukua. Ensimmäisessä johdantoluvussa käsitellään tutkimuksen taustaa, määritellään tutkimusongelma ja perustellaan tieteenfilosofiset ja metodologiset valinnat.

Toisessa luvussa esitellään tutkimuksessa käytetyt teoriat. Makrotaloustieteellistä trilemmaa pohditaan teoreettisessa viitekehyksessä ja luodaan pohjaa makrotaloudellisen trilemman ymmärtämiseksi varsinaisen tutkittavan aiheen kontekstissa. Toisessa luvussa esitellään myös Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteoria, tuodaan esiin teoriassa olevia puutteita sekä teoriaan jälkeensä tehtyjä laajennuksia.

Kolmas luku käsittelee tutkimuksen taustalla olevia ilmiöitä. Ensin kuvataan Yhdysvalloista alkanutta subprime-kriisiä ja taustoitetaan kriisiä ja sen seurauksia. Subprime-kriisin tärkeimpänä tavoitteena on avata kriisin taustoja siten, että subprime-kriisin vaikutuksia voidaan riittäväällä tarkkuudella verrata myöhemmin Latvian omaan rahoituskriisiin.

Kolmannessa luvussa tutkitaan myös Latvian rahoituskriisiä ja sen taustalla olevia tekijöitä. Tässä luvussa Latvian talouskriisiä ei vielä yritetä asettaa minkään olemassa olevan rahoitusteorian viitekehykseen, vaan tarkoituksena on ymmärtää kriisiä ja sen taustoja. Ruotsalaispankeilla on ollut erittäin voimas asema Latvian rahoitusmarkkinoilla ja Ruotsalaispankkien toiminnalla voidaan nähdä olevan erittäin voimakkaita vaikutuksia Latvian rahoitusmarkkinoiden kriisiytymiseen. Tässä luvussa taustoitetaan ruotsalaispankkien toimintaa Latviassa.

Neljännessä luvussa yhdistetään toisessa luvussa kuvatut teoriat ja kolmannen luvun ilmiöt. Latvian rahoituskriisiä ja sen syntyä selitetään makrotaloudellisen trilemman näkökulmasta ja tuodaan esille Latvian rahoitusmarkkinoihin liittyviä ongelmia jotka ovat seurausta nimenomaisesti makrotaloudellisesta trilemmasta. Ruotsalaispankkien toimintaa verrataan Minskyn rahoituskriisiteoriaan ja nostetaan esille ruotsalaispankkien toiminnan yhtäläisyyksiä Minskyn kuvaamaan rahoitusmarkkinoiden kriisiytymiseen. Luvussa pohditaan myös syitä sille miksi Ruotsalaispankit eivät toiminnassaan huomanneet tai välittäneet olemassaolevista tutkimuksista ja kokemuksista rahoitusmarkkinoiden kriisiytymiseen johtavista tekijöistä.

Neljännän luvun lopussa peilataan Yhdysvalloista alkaneen subprime-kriisin mahdollisia vaikutuksia Latvian rahoitusmarkkinoihin ja ennen muuta Latvian alkaneeseen rahoituskriisiin. Tässä kohdassa tuodaan myös esille rahoitusmarkkinoiden globaalia integraatiota ja Latvian rahoitusmarkkinoiden asemaa tästä näkökulmasta.

Viimeisessä luvussa tehdään yhteenvetoa tutkimuksen tuloksista ja kerrotaan tutkimuksen johtopäätökset. Tässä luvussa pohditaan lisäksi aiheeseen liittyviä jatkotutkimusmahdollisuuksia.

## 2 TUTKIMUKSEN TAUSTALLA OLEVAT TEORIAT

### 2.1 Makrotaloustieteellinen trilemma

#### 2.1.1 *Trilemman lähtökohdat*

Makrotaloustieteellinen trilemma perustuu hypoteesiin, jossa yksittäisen valtion mahdollisuudet vaikuttaa ympäröivään talouteen ovat rajalliset. Kapitalistisilla markkinoilla valtioilla on usein kolme tavoitetta jotka he pyrkivät saavuttamaan samanaikaisesti. (Salemi & Hansen 2005,276.)

Kapitalistinen valtio pyrkii usein saavuttamaan samanaikaisesti kiinteät valuuttakurssit, itsenäisen rahapolitiikan ja vapaan pääoman liikkuvuuden. Makrotaloustieteellisen trilemman mukaan valtio ei voi kuitenkaan koskaan saavuttaa samanaikaisesti kaikkia näitä kolmea tavoitetta. Trilemman mukaan valtio voi vapaasti valita kaksi tavoitetta kolmesta jotka se voi saavuttaa ja näin ollen kolmas tavoite jää siltä automaattisesti saavuttamatta. (Salemi & Hansen 2005,276.)

Trilemma johtaa automaattisesti tilanteeseen jossa ei voida enää keskittyä ainoastaan yhteen asiaan kerrallaan, vaan päätöksen teossa on otettava entistä enemmän huomioon eri asioiden välisiä relaatioita. Bretton Woods kaudelle liittyi oleellisesti pyrkimys valuuttakurssien vakauttamisesta. Rahapolitiikan itsenäisyys ja sen merkitys on myös tiedostettu pitkään. Historian kuluessa vapaiden pääoman liikkeiden merkitystä alettiin ymmärtää paremmin. (Reinikainen 2001,441.)

Näiden kolmen tavoitteen merkityksen tiedostaminen ja tavoittelu on puolestaan johtanut trilemman syntymiseen. Trilemman havaitseminen on johtanut monissa keskeisissä talouksissa kiinteän valuuttakurssin tavoitteesta luopumiseen. Tätä voidaan pitää suurien talouksien kohdalla luontevana ratkaisuna. Kiinteistä valuuttakursseista luopuminen on mahdollistanut itsenäisen rahapolitiikan ja pääomaliikkeiden vapauden. (Reinikainen 2001,441.)

Trilemman ratkaisussa kellovissa valuuttakursseista onkin tullut merkittävä tekijä. Kuitenkin tutkittaessa pienen maan tilannetta voidaan nähdä tilanteita, joissa valuuttakurssien heilahteluista aiheutuvat haitat ovat merkittävämpiä kuin valuutan kellunnan mahdollistava korkotason vakaus. Äsken kuvatun kaltaisessa tilanteessa pyrkimys Bretton Woods tyyppiseen ratkaisuun onkin usein järkevä. (Reinikainen 2001,441.)

### 2.1.2 *Trilemman taustalla olevia tekijöitä*

Trilemma perustuu hypoteeseihin siitä, minkä takia valtio voi saavuttaa vain kaksi kolmesta tavoitteestaan. Trilemmaa on tutkittu myös erikseen kehittyvien talouksien näkökulmasta. Koska tutkimuksen aiheena olevaa Latvian taloutta voidaan pitää nimenomaisesti kehittyvänä taloutena, nostetaan tässä esille trilemman taustalla olevia hypoteeseja kehittyvien talouksien näkökulmasta.

Kehittyvät taloudet kohtaavat markkinoilla usein kolme tekijää, joita voidaan pitää trilemman taustalla olevina hypoteeseina. Näitä ovat alttius dollarisoinnille (Liability Dollarization), inflaation pelko ja kehittyvät pääomamarkkinat. (Gozzi & Nissanke 2009, 5.)

Dollarisoinnin alttiudella tarkoitetaan pankkien kehityvissä maissa usein kohtaamaa erisuuruutta heidän ulkomaisessa valuutassa olevien velkojen nimellisarvoissa ja paikallisessa valuutassa olevien varojen suhteen (Choi & Cook 2002, 2). Inflaation pelolla tarkoitetaan kehittyvän maan omaan talouteen kohdistuvaa pelkoa inflaatiosta. Inflaation pelko puolestaan edesauttaa korkeata inflaatiota. (Gozzi & Nissanke 2009, 5.)

Kehittyviin pääomamarkkinoihin liittyy haaste joustavuuden ja vakauden välisen tasapainon saavuttamiseksi (Gozzi & Nissanke 2009, 5). Dollarisoinnin alttius tarkoittaa siis, että pankkien ulkomaisessa valuutassa olevat velat ovat erisuuruiset kuin niitä vastaavat kotimaisessa valuutassa olevat varat. Trilemman kohdallahan yhtenä tekijänä olivat kiinteät valuuttakurssit. Näin onkin helppo ymmärtää, että dollarisoinnin alttiuden taustalla oleva epäsuhta johtaa helposti valuuttakurssien muutokseen, *ceteris paribus*.

Inflaation pelko ja sen aiheuttama lisääntynyt inflaatio odotus puolestaan johtaa automaattisesti kiihtyvään inflaatioon, *ceteris paribus*. Valtio puolestaan voi vaikuttaa inflaatioon itsenäisellä rahapolitiikallaan.

Kehittyvien pääomamarkkinoiden haaste joustavuuden ja vakauden välisessä tasapainossa puolestaan luo ongelman vapaille pääomanliikkeille. Joustavuus pääomien liikkeessä johtaa vakauden vähenemiseen pääoman liikkeissä ja päinvastoin. Näin ollen vakauden lisääminen vähentää joustavuutta ja näin ollen automaattisesti vähentää pääoman liikkeen vapautta.

Tämän kaiken seurauksena voidaan nähdä makrotalouden trilemman taustalla olevan hypoteesin syyt. Dollarisoinnin alttius johtaisi helposti valuuttakurssien muutokseen. Valtion pitäessään kuitenkin kiinni kiinteistä valuuttakursseista syntyy kasvavia inflaatio-odotuksia koska dollarisoinnin alttiuden muodostama epäsuhta ei ole korjattu valuuttakursseja muuttamalla. Valtion torjuessa kasvavaa inflaatiota itsenäisellä rahapolitiikalla, luopuu valtio automaattisesti vapaasta pääoman liikkuvuudesta, koska vapaa pääoman liikkuvuus tekisi automaattisesti valtion toimet valuuttakurssin vakauden ja itsenäisen rahapolitiikan suhteen tehottomiksi. Tämä skenaario on vain yksi esimerkki makrotaloustieteellisestä trilemmasta.

## 2.2 Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteoria

### 2.2.1 *Minskyn kuvaamat kolme erilaista rahoitusmuotoa*

Minsky<sup>1</sup> kuvaa omassa rahoituskriisiteoriassaan kolmea erilaista rahoitusmuotoa. Erilaiset rahoitusmuodot ovat tyypillisiä rahoitusmarkkinoiden eri vaiheissa. Näitä vaiheita kuvataan tarkemmin luvussa 2.2.2 Ensimmäinen Minskyn kuvaama rahoitusmuoto on riskeiltä suojautuminen, eli ns. hedge-rahoitus. Hedge-rahoitusta käyttävät taloudessa ne toimijat, jotka toimivat varman päälle ja arvioivat kassatulojensa olevan seuraavina vuosina menoja suuremmat. Nämä talouden toimijat käyttävät siis rahoitusta riskien karttamiseen ja he ovat immuuneja finanssitalouden häiriöille. Nämä talouden toimijat voivat joutua ongelmiin vain silloin, kun reaalityaloudessa tapahtuu häiriö, jolla on vaikutusta tuotantopääoman tuottoon. (Vartiainen 1993, 97.)

Toinen Minskyn kuvaama rahoitusmuoto on spekulatiivinen rahoitus. Spekulatiivinen rahoitus tarkoittaa käytännössä sitä, että taloudentoimijalla kassavirrat on lähivuosina negatiivisia, mutta tilanteen uskotaan korjautuvan myöhemmin. Tällainen toimija siis tarvitsee lisärahoitusta lähivuosina, mutta kassavirta riittää kuitenkin aina lainankorkojen maksuun. Rahoitustarve siis perustuu siihen, että rahoituksessa on sitouduttu kassavirtaa suurempiin pääoman palautuksiin, joka siis johtaa siihen, että taloudentoimijoiden on kyettävä uusimaan erääntyvää velkaansa. (Vartiainen 1993, 97.)

Kolmas Minskyn kuvailema rahoitusmuoto on spekulatiivisen rahoituksen erityismuoto, niin sanottu ponzirahoitus. Ponzirahoituksella tarkoitetaan rahoitustilannetta, jossa kassavirrat eivät riitä kattamaan rahoituskuluja. Tällöin taloudentoimija siis joutuu jatkuvasti kasvattamaan kokonaisvelan määrää, selviytyäkseen velvoitteistaan. Tästä seuraa tyypillisesti, että rahoitusmenot pääomittuvat taseeseen. (Ahokas 2008.)

### 2.2.2 *Minskyn teoria rahoituskriisin syntymisestä*

Minskyn rahoituskriisiteoria on kolmevaiheinen, jossa finanssimarkkinat kriisiytyvät vaihe vaiheelta. Ensimmäisessä vaiheessa – joka on yleensä seurausta edeltäneestä kriisistä – taloudessa on opittu toimimaan varovaisesti ja rahoituksessa käytetään varovaisia hedge-rahoitustapoja (hedge finance). Tällöin talouden toimijat lähtevät ajatuksesta, että heidän vuotuiset tulonsa ovat tulevina vuosina aina suuremmat kuin menot. Tällaisessa

---

<sup>1</sup> Teoksessa ”Stabilizing an unstable economy” Hyman P. Minsky (1986) kuvaa kehittämäänsä rahoituskriisi teoriaa.

tilanteessa velkaantuneisuus on pientä ja markkinoilla ei ole pulaa käteisestä. (Vartiainen 1993, 97.)

Minskyn teorian mukaisessa ensimmäisessä vaiheessa pitkät korot ovat lyhyitä korkoja korkeampia. Tällainen tilanne mahdollistaa lyhyen lainaamisen ja pitkään sijoittamisen kannattavasti. Tämän tyyppinen tuottomahdollisuus rohkaisee rohkeampia sijoittajia toimimaan spekulatiivisesti rahoitusmarkkinoilla. Toiminta on spekulatiivisessa sijoitustoiminnassa edelleen samankaltaista, eli lyhytaikaisilla sitoumuksilla rahoitetaan pitkäaikaisia investointeja. Ensimmäiseen vaiheeseen verrattuna tilanne on muuttunut siten, että nyt hyväksytään menojen kasvaminen tuottoja korkeammalle tasolle lyhyellä tähtäimellä, mutta luotetaan tulevien vuosien tuottavan kokonaisuudessaan positiivisen kassavirran. (Vartiainen 1993, 97.)

Alkuvaiheessa, spekulatiivisesti toimivien määrän ollessa rahoitusmarkkinoilla vähäinen, spekulatiivinen rahoitustoiminta tuottaa varman näköisiä ylimääräisiä voittoja ja se näyttäisi myös olevan varsin turvallista. Spekulointi johtaa kuitenkin varallisuusesi-  
neiden hintojen nousuun, josta puolestaan seurauksena on taloudenpitäjien varallisuuden kasvu, joka taas nostaa taloudenpitäjien innostusta riskikäyttäytymiseen. (Vartiainen 1993, 97.)

Tämä vaihe, jossa spekulatiivisesti markkinoilla toimivat voivat toimia kannattavasti saattaa kestää jokseenkin pitkään. Samaan aikaan talous muuttuu kuitenkin hiljalleen entistä velkaantuneemmaksi, joka puolestaan tekee taloudesta entistä herkemmän erilaisille kriiseille ja shokeille. Jossain vaiheessa, kun taloutta kohtaa jonkinlainen kriisi tai shokki, niin spekulatiivisesti rahoitusmarkkinoilla toimineet voivat ajautua Ponzirahoituksen kierteeseen. (Vartiainen 1993, 97.)

Ponzirahoituksella tarkoitetaan rahoitusta, jossa spekulatiiviseen rahoitukseen turvautuneet toimijat joutuvat lisäämään velkaansa selviytyäkseen entisistä velvoitteistaan. Tästä puolestaan seuraa koko taloudessa käteispula, kun varallisuusarvojen nousu pysähtyy. Tässä vaiheessa korkojen suhde muuttuu niin, että lyhyet korot nousevat pitkiä korkoja korkeammiksi. Tämä taas ajaa spekulatiota harjoittaneet toimijat kohti konkurssia. (Vartiainen 1993, 97–98.)

### **2.2.3 Minskyn rahoituskriisiteoria globaalissa kontekstissa**

Minskyn rahoituskriisiteoria perustuu suljettuun talouteen ja näin ollen globaalissa taloudessa Minskyn teoriaa on kehitettävä eteenpäin, jotta se vastaisi globaalitalouden tilanteeseen. Yhdysvaltalainen tutkija Martin H. Wolfson on perehtynyt Minskyn teoriaan ja soveltanut sitä globaaliin toimintaympäristöön.

Merkittävä tekijä laajennettaessa käsitystä Minskyn suljetun talouden teoriasta globaaliin kontekstiin on, että yhdestä maasta lainattu raha voidaan edelleen lainata tai in-

vestoida johonkin toiseen maahan. Laman ja laskevien korkojen seurauksena 1990-luvun alussa Yhdysvalloissa ja muissa kehittyneissä talouksissa miljardit dollarit virtasivat Aasian markkinoille lainattavaksi Aasialaisille pankeille ja investointeihin. Kasvaaneet tuotot johtivat tulevaisuuden tuotto-odotusten kasvuun, kuten Minsky teoriassaan toteaa. Velan ja spekulatiivisten investointien lisääntyminen markkinoilla johti Aasian talouden haavoittuvuuden nopeaan kasvuun. Ilman rahoituksen liikkumista globaalisti kansallisten rajojen ylitse olisi ollut epätodennäköistä, että talouden haavoittuvuus olisi kasvanut niin nopeasti kuin se tuolloin kasvoi. (Wolfson 2002, 395–396.)

Globaalissa taloudessa talouden toimijat toimivat siten, että he lainasivat rahaa talouksista, joissa korkotaso oli matalalla ja lainasivat tai sijoittivat rahat edelleen maihin joissa korkotaso oli korkeampi. Tätä toimintaa kuvataan englanninkielisellä termillä ”carry trade”. Tässä esitetyssä esimerkissä Aasian rahoituskriisin ilmeisesti laukaisi huhu korkotason noususta Japanissa, josta eri toimijat olivat lainanneet paljon rahaa ja sijoittaneet sitä toisiin Aasian maihin. Toinen globaalitaloudessa vaikuttava tekijä, joka voi hankaloittaa velan takaisinmaksua ja olla osana synnyttämässä rahoituskriisiä on muutokset valuuttakursseissa. (Wolfson 2002, 396.)

Minsky teoriassa keskuspankillla on keskeinen rooli rahoituskriisien hallinnassa. Globaalissa taloudessa ei kuitenkaan ole suurta globaalia keskuspankkia joka voisi säädellä globaaleja rahoitusmarkkinoita. Jokaisen keskuspankin kyky on rajoittunut toimimaan oman kotivaluuttansa kanssa, eikä kansallinen keskuspankki näin ollen voi säädellä jonkin kolmannen talouden valuuttakurssin kehitystä. Myös hallitukset ovat kansallisia ja niiden kyky toimia globaalisti on rajoittunutta. Minskyn teoriaa voidaan siis laajentaa siten, että rahoituksen alkaessa siirtyä valtiollisten rajojen ylitse, rahoituksen ja investointien altistuessa valuuttakurssien heilahteluille ja korko spekuloinnin – kuten ”carry trade” – seurauksena globaalissa kontekstissa talouden haavoittuvuus lisääntyy. (Wolfson 2002, 397.)

Globalisoituvassa taloudessa 1980- ja 1990-luvuilla IMF on ollut toimeenpanemassa uusiliberalismista talouspolitiikkaa. Minskyn näkemyksen mukaan, vapaa markkinoiden kapitalismi johtaa rahoituskriiseihin, aiheuttaa velkadeflaatiota ja lamaa. Tämän vuoksi Minsky on nähnyt, että rahoitusta ei voida jättää toimimaan täysin vapaasti markkinoilla. Wolfson (2002, 399) toteaa artikkelinsa lopussa, että pääoman kontrollin ja kansallisten rahoitusmarkkinoiden sääntöjen uudistaminen ja globaalin ”keskuspankin” syntyminen olisivat toivottavaa kehitystä globalisoituvassa yhteiskunnassamme. (Wolfson 2002, 398–399.)



#### 2.2.4 *Vapautuvat rahoitusmarkkinat ja Minskyn teoria*

Koskenkylä ja Vesala (1994) ovat tutkineet rahoitusmarkkinoiden avautumista ja sen vaikutuksia pankkien rahoituskäyttäytymiseen. Rahoitusmarkkinoiden avautumisen yhteydessä havaitut ongelmat luotonannossa ovat paljolti samantyyppisiä kuin ne ongelmat joihin Minsky on omassa rahoituskriisiteoriassaan törmännyt ja joista syistä hän on päättänyt kannattamaan rahoitusmarkkinoiden voimakasta valvontaa.

Pankit muuttavat käyttäytymistään tietoisesti riskipitoisemmaksi tavoitellessaan suurempia markkinaosuuksia ja taseen kasvattamista, tästä johtuen Pankit ovat valmiita luopumaan paremmasta lyhyen tähtäimen kannattavuudesta. Pankkien nostaessa riskitasoaan olisi pankkien oleellista pystyä hinnoittelemaan kasvanut riski luoton hintaan. (Koskenkylä & Vesala 1994, 188.)

Pankkien kyky arvioida riskejä heikkenee selvästi pankkien laajentuessa uusille toimialoille. Myös luotonannon keskittyminen voimakkaasti tietylle sektorille lisää pankin riskiä, koska lainaportfolioon kohdistuva riski kasvaa. Luotonannon voimakas ekspansio aiheuttaa myös pankille käytännön tason ongelmia, joissa pankkien resurssit eivät riitä tutkimaan sen asiakkaisiin ja luototettaviin kohteisiin kohdistuvaa riskiä samalla tavoin kuin on tapahtunut aikaisemmin. Korkotason nousu puolestaan aiheuttaa automaattisesti rahoitettavien kohteiden riskin kasvua, koska matalatuottoisempia, mutta varmempia projekteja ei kannata enää toteuttaa. Tätä kutsutaan adverse-selection – vaikutukseksi. (Koskenkylä & Vesala 1994, 188.)

Tutkittaessa Koskensalon ja Vesalan (1994, 188) esille nostamia vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden vapautumisen seurauksista on havaittavissa, että ne ovat hyvin samankaltaisia kuin mitä ovat Minskyn rahoituskriisiteorian vaikutukset rahoituksen siirtyessä hedge-rahoituksesta spekulatiivisenrahoituksen kautta kohti ponzirahoitusta. Minskyn teorian voidaan siis nähdä kuvaavaan varsin hyvin rahoitusmarkkinoiden vapautumisesta seuraavia piirteitä matkalla kohti rahoituskriisiä.

Koskensalon ja Vesalan (1994, 188) tekemät havainnot siis eivät liity pelkästään rahoitusmarkkinoiden avaamiseen, vaan ne ovat tyyppillisiä yleensä rahoitusmarkkinoiden kriisiytyessä tai ehkä yleisemmin Minskyn kuvaamien rahoitussykliä kulussa siirryttäessä kohti ponzirahoitusta.

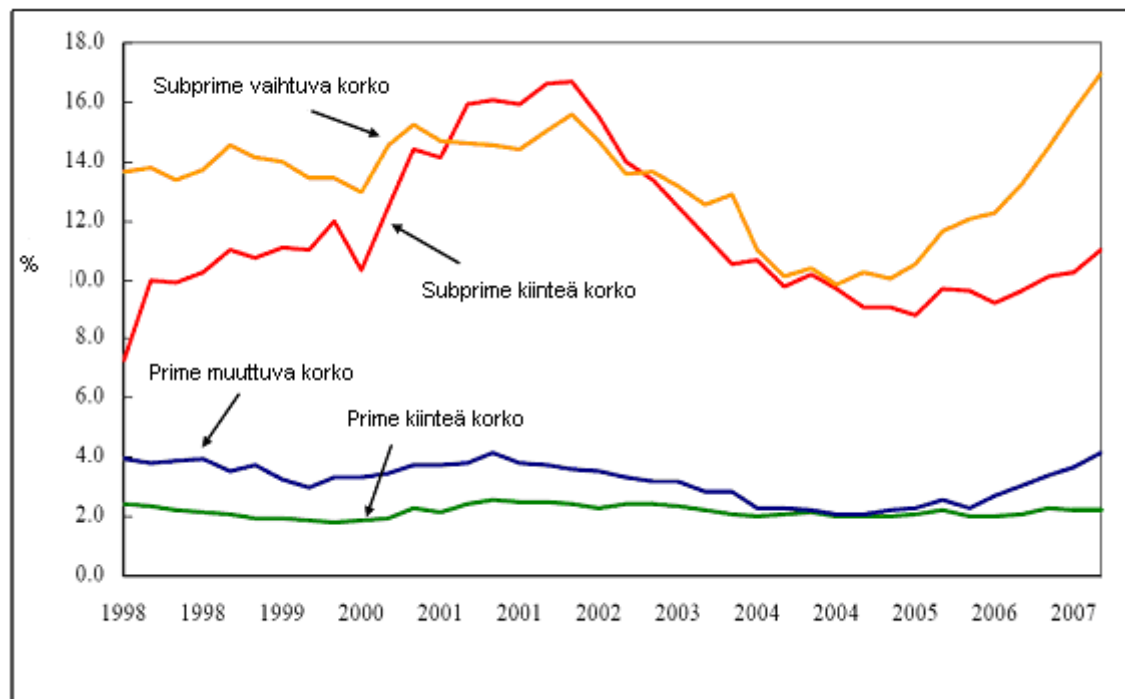
Tutkittaessa Minskyn luomaa rahoituskriisiteoriaa sekä Koskensalon ja Vesalan (1994, 188) löytämiä piirteitä rahoitusmarkkinoiden avautumiselle voidaan tulla siihen lopputulokseen, että Koskensalon ja Vesalan havaitsemat piirteet rahoitusmarkkinoiden avautumisessa eivät liity pelkästään siihen, mutta ne tulevat usein voimakkaammin esille rahoitusmarkkinoiden avaamisen yhteydessä kuin stabiilissa vaiheessa olevilla rahoitusmarkkinoilla.

### 3 TUTKIMUKSEN TAUSTALLA OLEVAT ILMIÖT

#### 3.1 Yhdysvaltain subprime-kriisi ja sen taustaa

Jotta Subprime-kriisiä voidaan hahmottaa, on tärkeää ymmärtää tekijöitä, jotka olivat vaikuttamassa subprime-kriisin syntyyn jo huomattavasti aikaisemmin ennen sen puhkeamista. Toisaalta yhtä tärkeää on ymmärtää subprime-kriisin tähänastiset tapahtumat, sillä ilman niitä kriisin vakavuuden käsittäminen on mahdotonta.

Subprime-lainoilla, joista subprime-kriisi on saanut alkunsa, tarkoitetaan Yhdysvalloissa myönnettyjä asuntolainoja, jotka ovat myönnetty suuren luottoriskin omaaville kotitalouksille. Tyypillistä subprime-lainoille on, että luotonantajat eivät ole olettaneetkaan suurimman osan velallisista selviytyvän lainoistaan, vaan Subprime-lainat ovat perustuneet illuusioon jatkuvasta asuntojen arvonnoususta. Subprime-lainojen markkinat ovat laajentuneet voimakkaasti vuoden 2001 jälkeen (Schumer & Maloney 2007, 2).



**Kuvio 2. Subprime-korkojen kehitys suhteessa prime-korkoihin (Schumer & Maloney 2007, 27)**

Subprime-lainoja on kutsuttu ”2/28” ja ”3/27” nimisiksi lainoiksi, joissa kokonaislaina-aika on ollut 30 vuotta. Tyypillisempi Subprime-laina on ollut ”2/28”. 2/28-lainassa kahden ensimmäisen vuoden korko on kiinteä. Kahden vuoden jälkeen kiinteä korko muuttuu vaihtuvaksi, jolloin korko tarkastetaan joka 6. kuukausi. Tyypillisesti Subpri-

me-lainat ovat sidottu esimerkiksi Ison-Britannian Libor-korkoon. Yleensä kiinteän koron poistuminen lainasta on tarkoittanut vähintään 30 %:n nousua lainanottajan mak-suissa. (Schumer & Maloney 2007, 2.)

Kuviosta 2 on nähtävissä selvästi, millainen ero on subprime-luottojen alkuvaiheen kiinteän koron ja myöhemmin voimaan astuvan vaihtuvan koron välillä. Samasta kuvi-osta nähdään myös, kuinka suuri ero tavallisten asuntoluottojen ja subprime-asuntoluottojen välillä on olemassa. Tavallisten ja subprime-luottojen välistä korkoeroa voidaankin pitää selittävänä tekijänä sille, minkä takia subprime-luottojen osuutta on tarkoituksellisesti kasvatettu voimakkaasti, sillä huolimatta kohonneesta luottoriskistä, niin subprime-luottojen tuotto-odotukset ovat olleet myös erittäin selvästi tavallisia asuntoluottoja korkeammat.

Vuosien 1997 ja 2006 välisenä aikana asuntojen reaaliset hinnat nousivat lähes 85 % Yhdysvalloissa. Yhtä suurta hintojen nousua on tapahtunut aikaisemmin vain kerran 1900-luvulla ja se tapahtui toisen maailmansodan jälkeen. (Schumer & Maloney 2007, 2.)

Suurin osa lainanottajista ei kykene selviämään lainoistaan sen jälkeen, kun kiin-teäkorkoinen osuus lainasta on kulunut umpeen ja lainanottajan täytyy maksaa lainas-taan selkeästi suurempaa markkinakorkoa. Nousevien asuntohintojen aikana tästä ei kui-tenkaan muodostunut ongelmaa, sillä asuntovelallinen saattoi ratkaista ongelman tila-päisesti lainoittamalla asuntonsa uudestaan, sillä kohonnut asunnon arvo toimi vakuute-na uudelle korkeammalle asuntolainalle. Asuntovelallisella oli myös toinen vaihtoehto, joka oli myydä asunto kohonneeseen markkinahintaan ja kattaa saamallaan myyntivoi-tolla Subprime-laina kokonaisuudessaan. Ongelmat kuitenkin alkoivat vuonna 2006, jolloin asuntojen hinnat kääntyivät laskuun. (Schumer & Maloney 2007, 3-4.)

Schumer ja Maloney esittävät (2007, 5) ajatuksen, että asuntojen hinnat ovat nous-seet niin voimakkaasti ja niin pitkään vain sen vuoksi, että markkinaosapuolet ovat us-koneet hintojen olevan vielä korkeampia huomenna. Tämä on taas muodostanut kuplan asuntomarkkinoille, joka on nyt puhkeamassa, kun markkinoiden usko nouseviin asun-tojen hintoihin on murtunut.

Ongelmat subprime-luotoissa heijastuvat Yhdysvalloissa välittömästi myös naapuri-talojen omistajiin ja paikallisiin asuntomarkkinoihin monin tavoin. Ulosotossa olevien asuntojen liikatarjonta aiheuttaa automaattisesti myös muiden asuntojen omistajille ar-vonlaskua asuntojen hinnoissa. Alentuneet markkinahinnat puolestaan aiheuttavat vuok-ranantajille tulojen vähentymistä, sillä alentuneet asuntojen hinnat vaikuttavat myös vuokratasoon. Tässä mainitut ongelmat puolestaan vaikuttavat suoraan alentavasti kulu-tukseen, tuotantomääriin ja työllisyysasteeseen. Asuntojen arvonaleneminen vaikeuttaa myös tavallisten asuntovelallisten elämää, koska asuntovelan vakuutena olevien asun-tojen arvonalenemisen myötä seurauksena voi olla ongelmat vakuuksien riittävyyden kanssa. (Schumer & Maloney 2007, 7-9.)

Subprime-luotot ovat rahoitusmarkkinoilla varsin uusi instrumentti. Vuonna 2001 Yhdysvalloissa oli subprime-luottoja 190 miljardia dollaria ja niiden osuus kaikista asuntolainoista oli noin 8,6 %. Vuonna 2005 subprime-luottojen määrä oli noussut 625 miljardiin dollariin ja osuus kaikista asuntoluotoista noin 20 prosenttiin. Vuosien 2007 ja 2009 välisenä aikana on arvioitu, että 2,17 miljoonan Subprime-lainan kiinteän koron jakso päättyy ja lainanottajien maksut nousevat keskimäärin 31 % aikaisemmalla tasolla. (Schumer & Maloney 2007, 10.)

Subprime-lainoittajat ovat pitäneet itsellään vain pienen murto-osan tekemistään subprime-luotoista. Suurin osa luotoista on myyty edelleen markkinoille ja näin riski on hajautettu tehokkaasti markkinoille ympäri maapalloa. Rahoituslaitokset ja muut toimijat markkinoilla, jotka ovat ostaneet subprime-luottoja, ovat puolestaan muodostaneet uuden tyyppisiä rahoitusinstrumentteja, joissa Subprime-luotot ovat olleet ainoastaan yksi osa instrumentissa. Tämä on puolestaan aiheuttanut sen ongelman, että sen jälleen kun näitä instrumentteja – jotka ovat sisältäneet myös subprime-luottoja – on myyty eteenpäin, markkinat eivät ole pysyneet mukana, kenenkä hallussa on mikäkin määrä näitä subprime-luottoja. Tämän tyyppiset, epätietoisuuteen liittyvät ongelmat johtuvat paljolti siitä, että lainsäädäntö ei ole pysynyt nopeasti muuttuvien rahoitusmarkkinoiden perässä. (Schumer & Maloney 2007, 17–18.)

Subprime-lainoittajilla on myös ollut toiminnassaan insentiivi toimia lainanottajien etujen vastaisesti, joka puolestaan on entisestään lisännyt ongelmia subprime-luotoissa (Schumer & Maloney 2007, 20). Tässä tutkimuksessa ei paneuduta tähän ongelmaan, mutta siihen liittyy suuri eettinen kysymys ja toisaalta puutteellinen lainsäädäntö Yhdysvalloissa. Yleisesti voidaan kuitenkin todeta, että tilanteessa, jossa lainanantajat ovat lähes poikkeuksetta myyneet tekemänsä Subprime-lainat eteenpäin markkinoille, heillä ei ole ollut insentiiviä valikoida lainanottajia erityisen tarkasti, vaan lainoittajien insentiivi on ollut tehdä mahdollisimman paljon Subprime-lainoja markkinoille.

Vaikka subprime-kriisistä puhutaan mediassa yleensä nimenomaan kriisinä, niin markkinoilla on myös paljon analyytikoita, jotka eivät pidä tapahtumaa kriisinä eivätkä asuntojen korkeaksi nousseita hintoja kuplana. He pitävät korkeaksi nousseita hintoja paljolti Aasiasta ja öljyntuojamailta virranneen pääoman luonnollisena seurauksena. Samat analyytikot pitävät myös normaalina uuden globaalien talouden kehityksenä sitä, että koko maailman ylijäämästä kaksi kolmasosaa on sijoitettu rahoittamaan Yhdysvaltojen alijäämää. Loppukesästä 2007 puhjennutta kriisiä on selitetty paljon riskin tehokkaalla hajauttamisella koko rahoitusmarkkinoille ja tähän liittyvistä läpinäkymättömistä rahoitusinstrumenteista jotka ovat osoittautuneet erittäin epälikvideiksi. (Reinhart & Rogoff 2008, 2-3.)

Rahoituskriisiä tutkittaessa on tyypillistä, että kriisejä pidetään aikaisemmista kriiseistä täysin erilaisina ja tämän vuoksi vertailua aikaisempiin kriiseihin ei nähdä järke-

vänä. Näin on tapahtunut myös subprime-kriisin kohdalla. Tolstoy'n klassikkonovelli *Anna Kereninan* sanoin:

*”Jokainen onnellinen perhe on samanlainen, mutta jokainen onneton perhe on onneton omalla tavallaan”.*

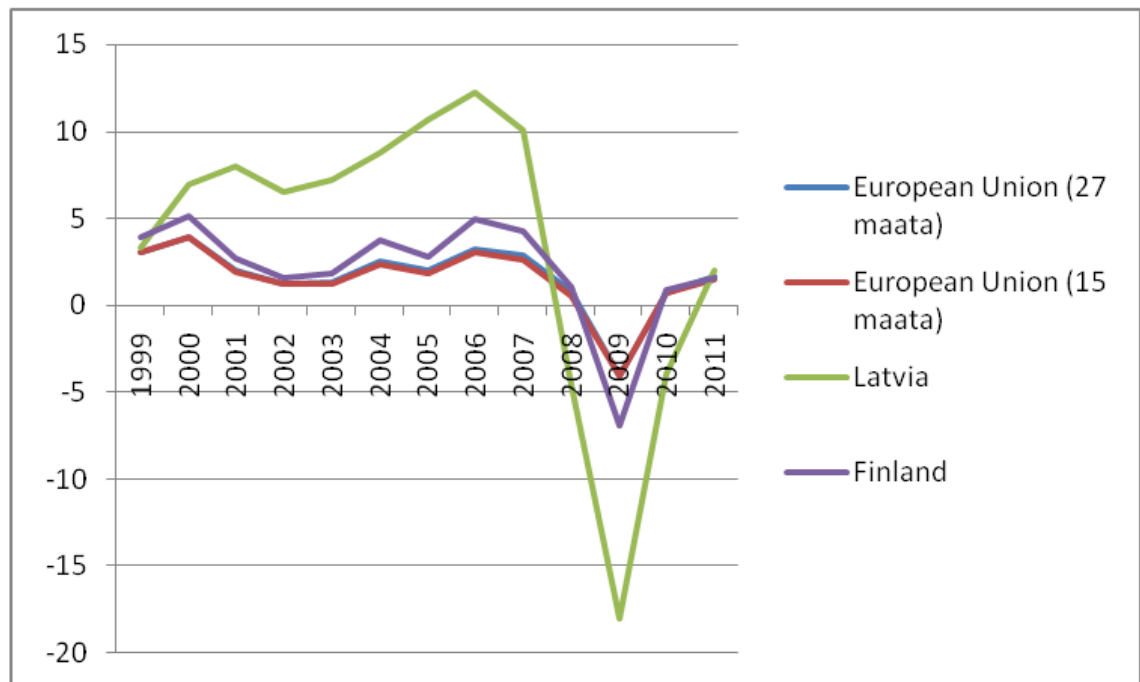
(Reinhart & Rogoff 2008, 2, 10.)

Reinhart ja Rogoff (2008, 11) päätyvät kuitenkin yhteenvedossa lopputulokseen, että vaikka kaikissa kriiseissä onkin yleensä omat tyypilliset erityispiirteensä, niin niissä on myös samankaltaisuuksia. Näin ollen tässä tutkimuksessa lähtöolettamuksena on, että rahoituskriisiteoria vastaa ainakin jossain määrin subprime-kriisiä ja seuraavien lukujen tarkoituksena on selvittää Minskyn rahoituskriisi teoriaa ja verrata sen jälkeen tätä kriisiteoriaa subprime-kriisiin.

### **3.2 Latvian rahoituskriisi**

Vielä vuonna 2008 Latvia oli Euroopan Unionin nopeimmin kasvava talous (Anderson 2008, 4). Latvian talouskasvu päättyi kuitenkin vuonna 2008 erittäin voimakkaaseen talouden supistumiseen. Latvian talouteen liittyy monia ylikumenemisen merkkejä, joita seuraavassa tarkastelemme. Koska tieteellistä analyysiä Latvian talouden taustasta ei ole paljoa saatavissa, analysoinnissa käytetään paljolti hyväksi Euroopan tilastokeskuksen (Eurostat) laatimia tilastoja Latvian taloudesta, joita verrataan Suomen ja EU:n vastaaviin tilastoihin. Tässä luvussa kuvataan millainen oli Latvian talouden tilanne ennen rahoituskriisin puhkeamista, puhkeamisen aikaan ja sen jälkeen.

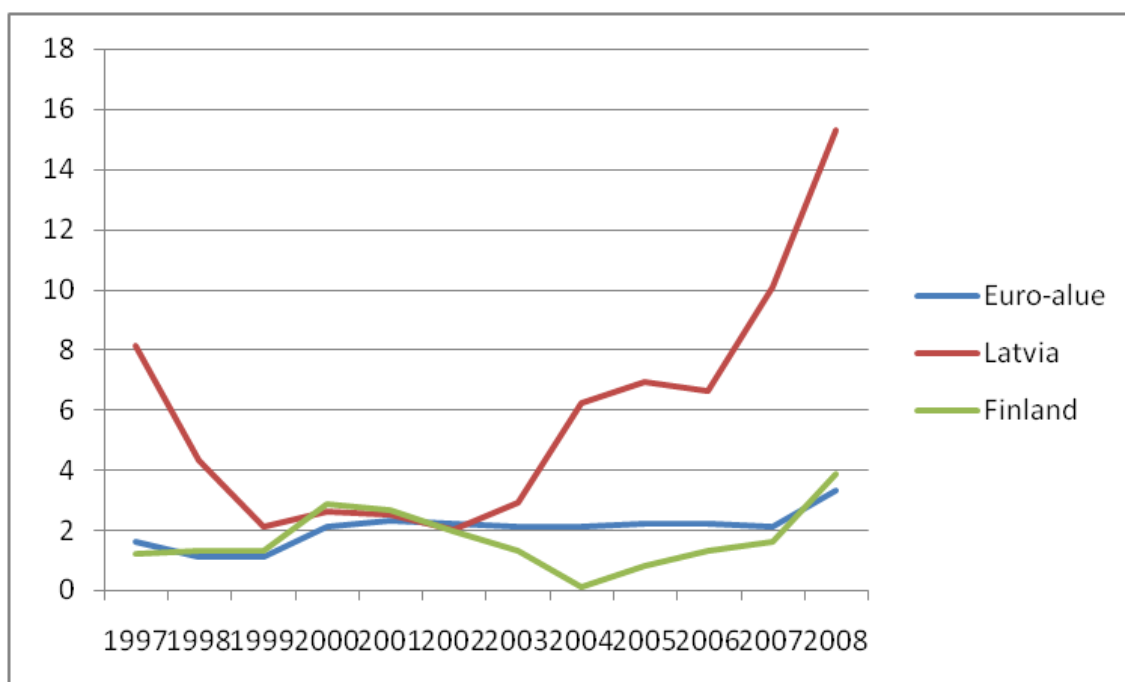
### Bruttokansantuotteen kehitys



**Kuvio 3. BKT:n prosentuaalinen muutos edelliseen vuoteen verrattuna, vuoden 2009–2011 ovat ennusteita (Eurostat 6.1.2010)**

Latvian talous kasvoi aina vuoteen 2008 asti erittäin voimakkaasti. Latvian talouskasvu saavutti huippunsa vuonna 2006 ollen 12,2 %. Jos Latvian talouskasvua verrataan Suomen talouskasvuun – joka puolestaan noudattelee kohtuullisen hyvin EU:n keskimääräistä talouskasvua – voidaan nähdä Latvian talouskasvun olleen huomattavasti voimakkaampaa. Vuosina 2002, 2003 ja 2005 Latvian talouskasvu oli noin neljä kertaa suurempi kuin Suomen talouskasvu. Verrattaessa Suomen talouskasvua EU:n keskiarvoon, koko vertailujakson nousukauden ajan (1999–2008) Suomen talouskasvu on ollut EU:n keskimääräistä talouskasvua nopeampaa. Latvian talouskasvua voidaan siis tällä perusteella pitää poikkeuksellisen voimakkaana. On kuitenkin otettava huomioon, että Latviaa on pidettävä kehittyvänä taloutena – jollainen Suomi taas ei ole – ja kehittyville talouksille on tyypillistä teollistuneita maita nopeampi talouskasvu.

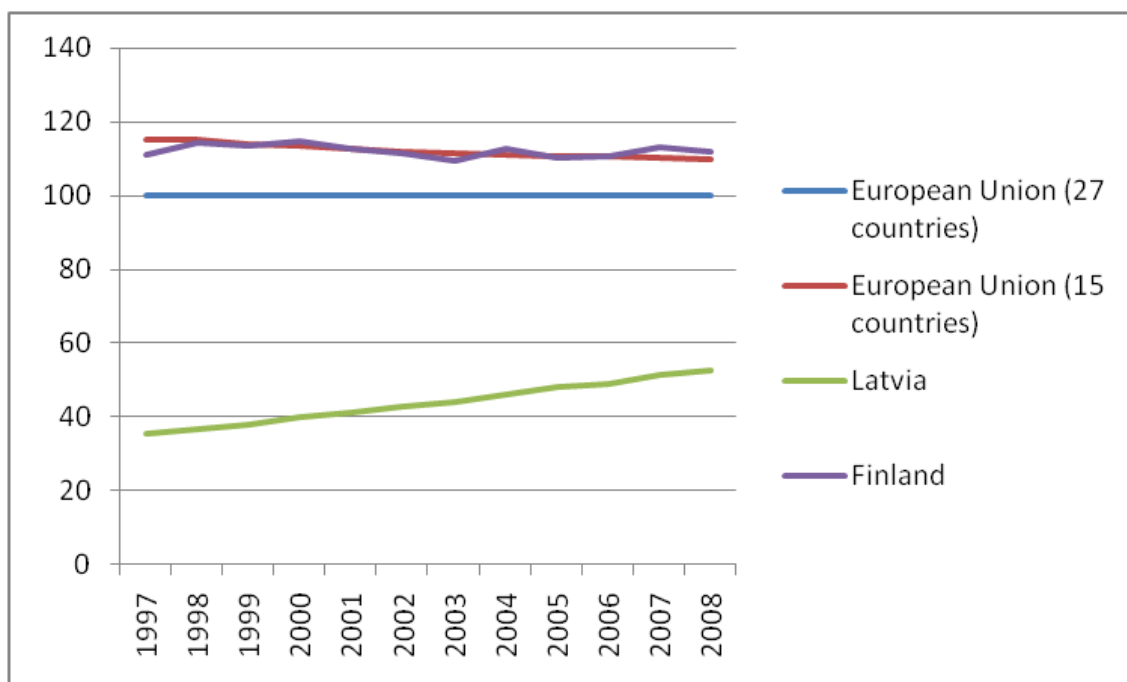
## Inflaatiokehitys Latviassa, Suomessa ja Euro-alueella



**Kuvio 4. Latvian, Suomen ja euroalueen inflaatiokehitys (Eurostat 6.1.2010)**

Tutkittaessa Latvian inflaatiokehitystä vuosina 1997–2008, voidaan havaita sen olevan keskimäärin huomattavasti Suomea ja euroaluetta korkeampi. Mielenkiintoista on havaita, että Latvian inflaatio tasoittui vuodesta 1997 vuoteen 2002 asti. Vuonna 2002 Latvian inflaatio oli vain 2 % kun se Suomella oli myös 2 % ja euroalueella keskimäärin 2,2 %. Vuodesta 2003 lähtien Latvian inflaatio lähti kuitenkin voimakkaaseen kasvuun. Vuonna 2008 se saavutti 15,3 % tason, kun samana vuonna Suomen inflaatio oli 3,9 % ja euroalueella keskimäärin 3,3 %. Latvian poikkeuksellisen voimakas inflaatiokehitys vuosina 2003–2008 antaa aiheutta pohtia, mistä voimakas inflaatio on aiheutunut.

## Työvoiman tuottavuus



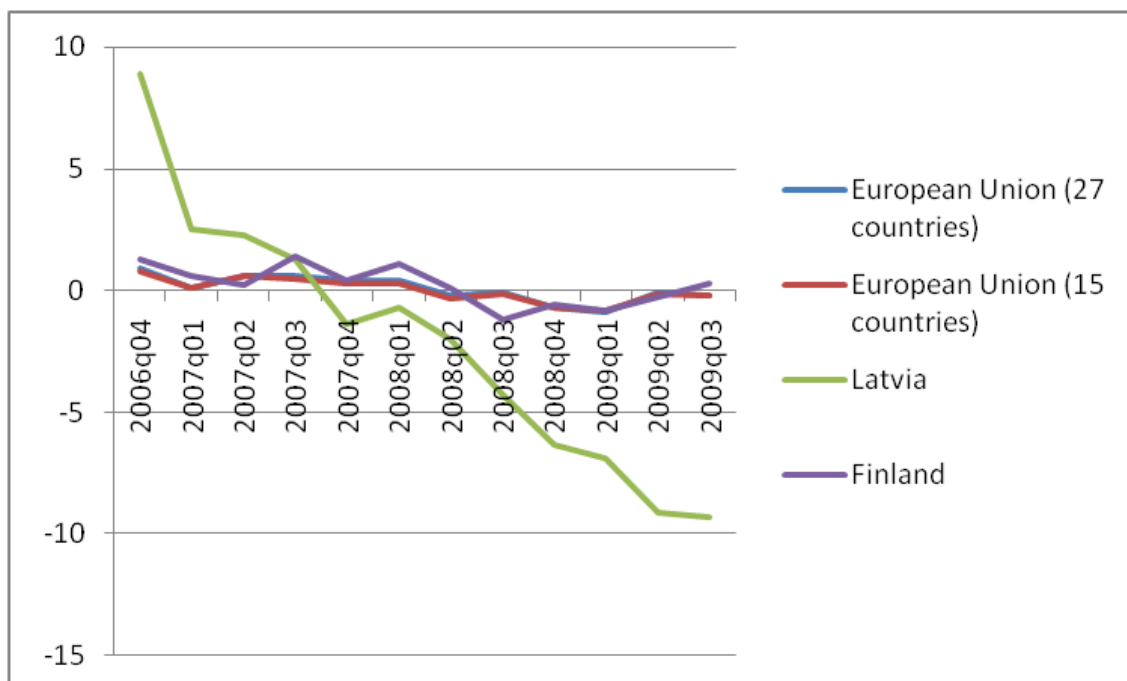
**Kuvio 5. Työvoiman tuottavuus työntekijää kohti verrattuna EU 27 maihin (Eurostat 6.1.2010)**

Tutkittaessa Latviassa tehdyn työn tuottavuutta, jota on ylläolevassa kuviossa mitattu henkilön tuottavuudella, voidaan nähdä, että työn tuottavuus on lineaarisesti koko ajan parantunut vuodesta 1997 vuoteen 2008. Tuottavuuden mittaamisessa on EU 27 maiden työn tuottavuus asetettu vertailukohteeksi. Työntuottavuutta on verrattu suhteessa EU 27 maiden tuottavuuteen. Kaavio ei siis kerro tuottavuuden absoluuttisesta kehityksestä vaan suhteellisesta kehityksestä EU 27 maihin verrattuna.

Kun vielä vuonna 1997 Latvialaisen tuottavuus verrattuna EU 27 maiden keskimääräisen työntekijän tuottavuuteen oli vain 35,5 %, oli vuonna 2008 tuottavuus noussut 52,6 %. Samaan aikaan voidaan nähdä, että EU 15 maiden suhteellinen tuottavuus on laskenut hieman ja se lähestyy EU 27 maiden tuottavuutta. Suomen tuottavuus vuonna 1997 oli 110,9 % ja EU 15 maiden 115,1. Vuonna 2008 Suomen tuottavuus oli noussut 111,6 %, mutta samaan aikaan EU 15 maiden keskimääräinen tuottavuus oli laskenut 109,9 %.



## Yksityinen kulutus

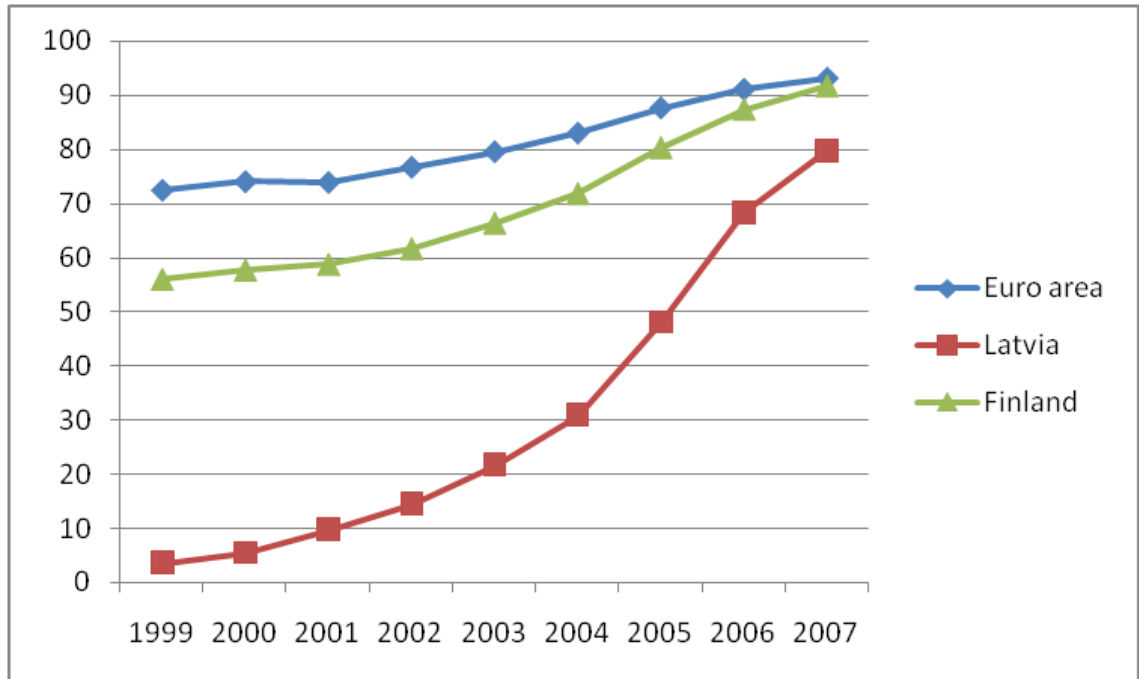


**Kuvio 6. Yksityisen kulutuksen suhteellinen kehitys vuosineljänneksittäin (Eurostat 6.1.2010)**

Yksityisen kulutuksen kuvaaja on aikasarjaltaan jokseenkin lyhyt. Kehitystä on kuitenkin tarkasteltu vuosineljänneksittäin, jonka vuoksi se antaa varsin tarkan käsityksen Latvian talouden kehityksestä juuri ennen kriisiä ja kriisin puhkeamisen jälkeen. Yksityisessä kulutuksessa voidaan nähdä selvä notkahdus jo heti vuoden 2006 ja 2007 vaihteessa. Yksityinen kulutus on jatkanut laskemistaan jokseenkin tasaisesti, muttei dramaattisen jyrkästi, koko vuoden 2007 ajan. Vuoden 2008 toisella vuosineljänneksellä yksityinen kulutus on romahtanut, eikä kuviosta voida varmaksi päätellä, onko yksityisen kulutuksen pohjaa vielä saavutettu.

Kun Latvian yksityisen kulutuksen kehitystä verrataan Suomeen, EU 15 tai EU 27 maihin, kulutuskäyttäytymisessä voidaan nähdä erittäin suuria eroja. Kaikki kolme – Suomi, EU 15 ja EU 27 – noudattelevat kulutuskysynnässä hyvin samankaltaista kuvaajaa. Huomioitavaa on, että ennen kriisin puhkeamista kulutuskysynnän kasvu on ollut varsin maltillista näissä kolmessa vertailukohteessa, kun taas Latviassa luvut ovat olleet erittäin korkeat. Toisaalta vuoden 2009 kolmannella neljänneksellä Suomi, EU 15 ja EU 27 ovat kaikki kulutuskysynnän osalta varsin vakaalla uralla, vaikkakaan kasvua ei ole. Samaan aikaan Latvian kulutuskysyntä on laskenut edelleen 9,3 %.

## Kotitalouksien suhteellinen velkaantuneisuus



**Kuvio 7. Kotitalouksien suhteellinen velkaantuneisuus suhteutettuna vuosittaisiin nettotuloihin (Eurostat 6.1.2010)**

Kotitalouksien suhteellisen velkaantumisen tarkastelu osoittaa varsin selvästi, että Latviassa velkaantuneisuus on räjähtänyt 2000-luvun aikana. Tarkateltaessa kotitalouksien velkaantumista nähdään, että velkaantumista on tapahtunut samaan tapaan euroalueella ja Suomessakin, mutta Latvian kohdalla velkaantuminen on ollut poikkeuksellisen nopeata. Toisaalta Latvia ei ole tarkastelujaksolla saavuttanut vielä esimerkiksi Suomen eikä euroalueen velkaantumisastetta, mutta Latvia on lähestynyt näitä maita erittäin nopeasti.

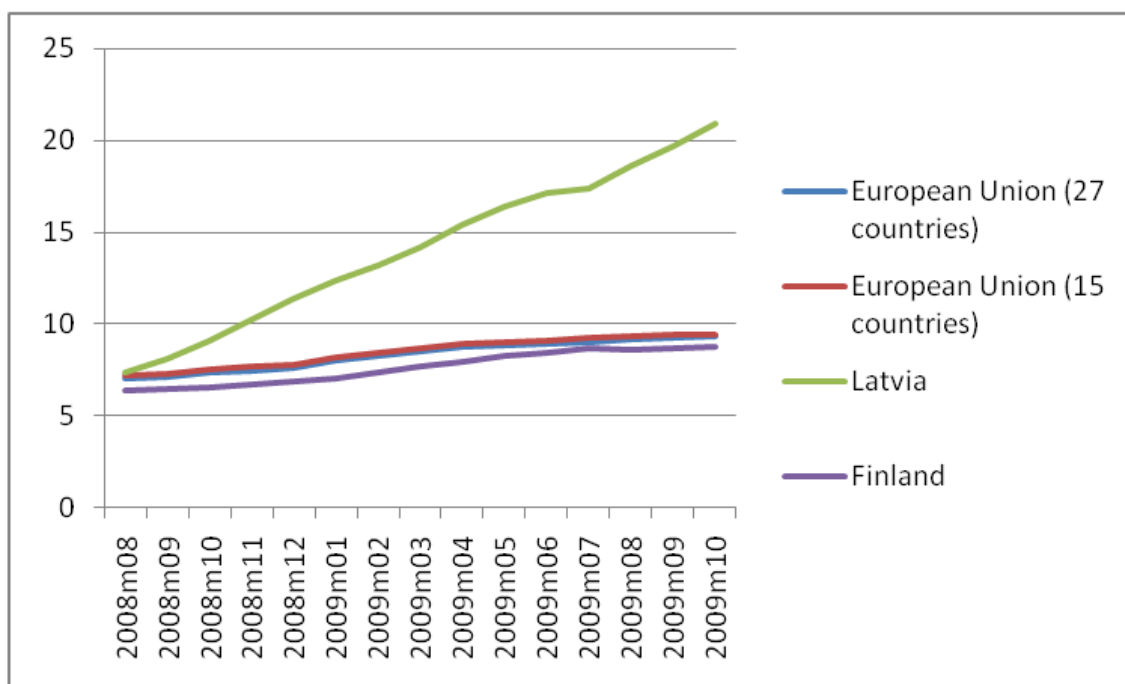


**Kuvio 8. Latvialaisen työvoiman tuntikustannus työnantajalle euroina (Eurostat 6.1.2010)**

Latvialaisen työvoiman kustannuksia tarkasteltaessa voidaan ajatella kustannuksien korreloivan varsin voimakkaasti palkkakehityksen kanssa. Koska tilastoa ansiokehityksestä ei ollut tutkimusvaiheessa saatavissa, on asiaa havainnollistamaan käytetty työvoiman tuntikustannusta kuvaava tilastoa. Kymmenessä vuodessa Latvialaisen palkkataso on siis tämän tehdyn oletuksen mukaan noin 3,5 kertaistunut. Kun edellä pohdimme kotitalouksien velkaantumista, on todettava, että se on ollut poikkeuksellisen voimakasta, kun otamme huomioon, kuinka nopeasti palkat ovat samaan aikaan nousseet.

Valitettavasti tutkimushetkellä ei ollut vielä saatavissa vuoden 2009 lukuja, mutta useiden eri lähteiden mukaan vuoden 2009 aikana Latvialaisten palkkoja on leikattu erittäin voimakkaasti. Tästä johtuen voidaan päätellä kotitalouksien suhteellisen velkaantuneisuuden kasvaneen vuoden 2009 aikana voimakkaasti. Palkkakehitystä on kuitenkin verrattava myös inflaatiokehitykseen. Kun inflaation vaikutus otetaan huomioon, on reaali palkkakehitys ollut huomattavasti maltillisempaa kuin nimellinen palkkakehitys.

## Työttömyyskehitys



**Kuvio 9. EU 27, EU 15, Latvian ja Suomen työttömyys kuukausitasolla (Eurostat 6.1.2010)**

Työttömyys on kasvanut EU 15, EU 27 ja Suomessa koko tarkastelujakson ajan elokuusta 2008 aina lokakuuhun 2009. Kehitys on ollut samankaltaista myös Latviassa, mutta selvästi voimakkaampaa. Lokakuussa 2009 Latvian työttömyysaste oli 20,9 %, kun se samaan aikaan Suomessa oli 8,8 %, EU 15 maissa keskimäärin 9,4 % ja EU 27 maissa keskimäärin 9,3 %. Latvian työttömyys on yli kaksinkertainen vertailumaihin nähden.

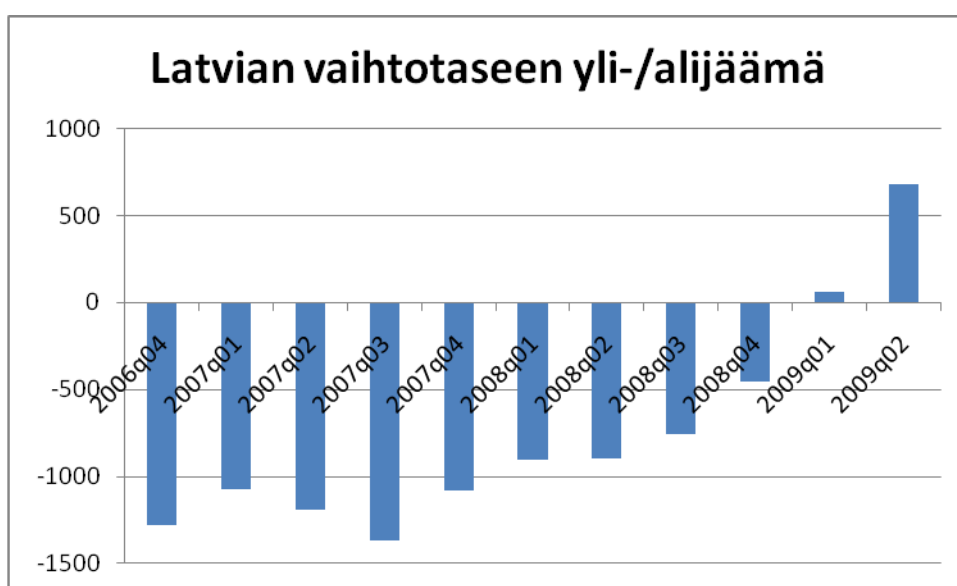
Elokuussa 2008 kaikkien neljän vertailukohteen työttömyysaste on ollut samalla tasolla. Tähän nähden Latvian työttömyysasteen nousu on ollut erittäin nopeata, sillä vertailu jakso on vain hieman yli vuoden pituinen.

Nopea talouskasvu ja sen aiheuttama varallisuuskohteiden hintakupla puhkesi. Ongelmat Latvian taloudessa ovat nostattaneet pelkoja Latvian valuutan latin devalvonnisista. Latvian valuutta lati on sidottu euroon kiinteällä kurssilla ja 80 % Latviassa otetuista lainoista on otettu ulkomaan valuutassa. Ulkomaalaisten pankkien osuus Latvian pankkisektorista on 64 %. (Andersson 2008, 4.)

Latvian rahoituskriisi nähdään usein osana kansainvälistä rahoituskriisiä. Rahoituskriisin puhkeaminen Latviassa samoihin aikoihin maailman laajuisen rahoituskriisin puhkeamisen yhteydessä antaakin aiheutta uskoa kriisin olevan vain yksi osa kansainvälistä rahoituskriisiä, jossa pienen maan omilla toimilla ei ollut vaikutusta kriisiin. Vertaattaessa Latvian talouden indikaattoreita ennen kuplan puhkeamista, voidaan havaita

siellä olleen useita ylikuumenemisen merkkejä. Voidaan siis perustellusti väittää, että Latvian talouskupla olisi puhjennut jossain vaiheessa myös ilman kansainvälistä rahoituskriisiä.

Kaikilla Baltian mailla on ollut kestävä vaihtotaseen alijäämä, mutta näistä maista Latviassa se oli selvästi kaikkein suurin bruttokansantuotteeseen suhteutettuna. Yleensä tällaisessa tilanteessa kyllävaluuttakurssijärjestelmä korjaisi tilanteen valuutan devalvoitumisella ja näin ollen parantaisi vientiteollisuuden kilpailukykyä. Baltian maissa näin ei kuitenkaan ole voinut tapahtua, koska Baltian maiden valuutta on sidottu kiinteällä kurssilla euroon. Latvian Keskuspankki onkin varoittanut, että luottamuksen puute markkinoilla voi nostaa merkittävästi korkotasoa ja näin ollen heikentää yrittäjien asemaa. (Hempton 2009.)



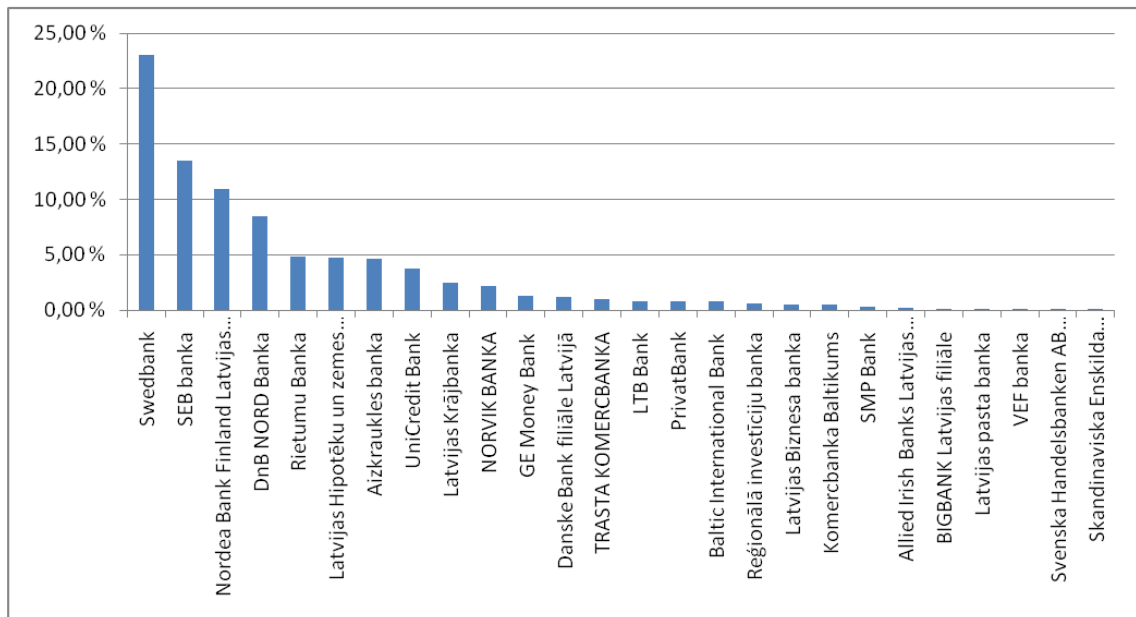
**Kuvio 10. Latvian vaihtotaseen yli-/alijäämä miljoonissa euroissa vuosineljänneksittäin (Eurostat 10.1.2010)**

Yllä oleva kuvio kertoo varsin selvästi Latvian vaihtotaseen alijäämäisyydestä vuoden 2006 viimeisestä vuosineljänneksestä. Latvian vaihtotase on ollut erittäin voimakkaasti alijäämäinen aina vuoteen 2009 asti, jonka jälkeen se on kääntynyt ylijäämäiseksi. Vaihtotaseen kääntyminen ylijäämäiseksi johtunee yksityisen kulutuksen romahduksesta. Mielenkiintoista on kuitenkin huomata, että vaikka yksityinen kulutus kääntyi voimakkaaseen laskuun jo vuonna 2008, vaihtotase pysyi voimakkaasti alijäämäisenä aina vuoden 2008 loppuun asti.

### 3.3 Pankkitoiminta Latviassa ja ruotsalaispankit

Tutkittaessa pankkien toimintaa Latviassa, on ruotsalaispankkien toiminta aiheellista nostaa esille, koska niiden merkitys Latvian pankkitoiminnassa on niin dominoiva. Ulkomaalaisten pankkien osuus Latvian pankkisektorista on 64 % (Andersson 2008, 4). Ja tässä ruotsalaiset pankit edustavat valtaosaa. Ruotsalaisista pankeista SEB ja Swedbank dominoivat Latvian rahoitusmarkkinoita (Ward 2009).

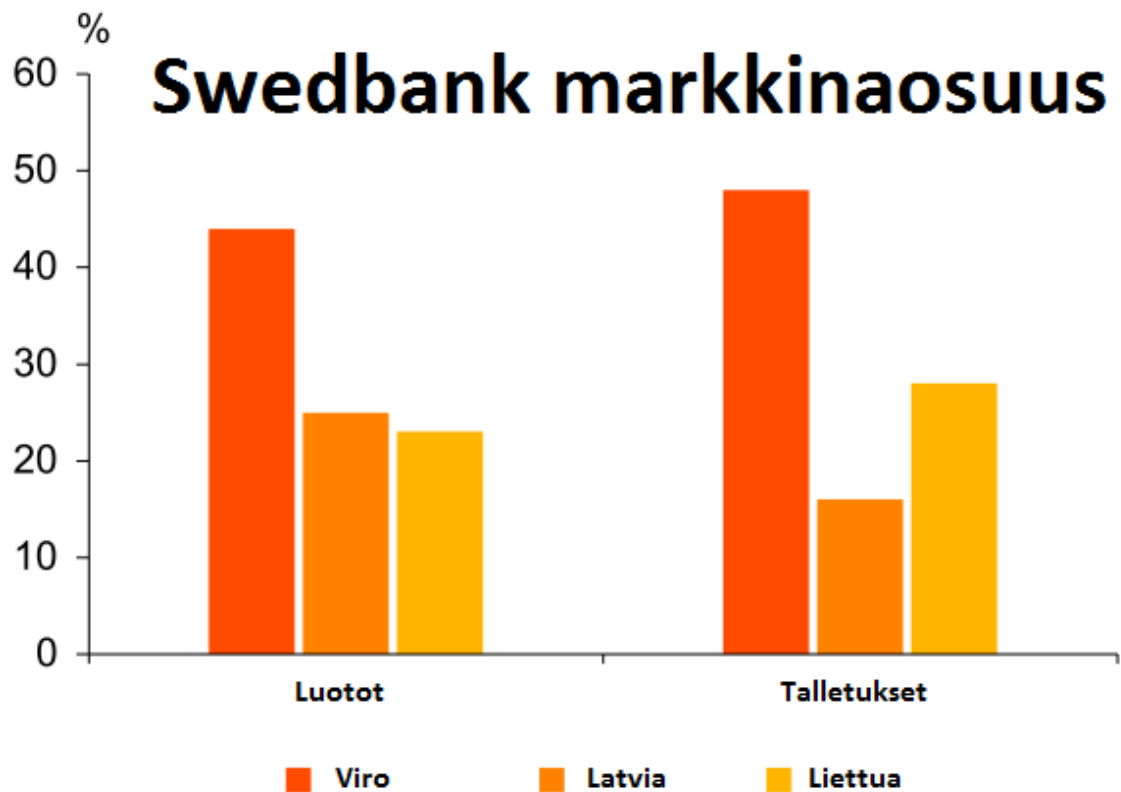
**Latviassa toimivien pankkien markkinaosuudet**



**Kuvio 11. Latvian pankkien markkinaosuus taseen loppusumman mukaan 30.6.2009 (Latvijas komercbanku darbības rādītāji 2009.gada 2.ceturksnī – aktīvi, kredīti, depoziiti, rezerves, peļņa)**

Yllä olevasta kuviosta selviää Latviassa toimivat pankit ja niiden markkinaosuus laskettuna taseen loppusumman mukaan. Kuviosta puuttuu Latvian valtion haltuun ottaman Parex pankin tiedot, Parex pankin osuus Latvian rahoitusmarkkinoilla on kuitenkin huomattava ja tämä hieman vääristää taulukkoa. Kahden suurimman pankin – SEBin ja Swedbankin yhteenlaskettu markkinaosuus on 36,5 %. Kolmantena listassa on Nordea. Se on teknisesti Suomen Nordea pankin sivuliike, mutta myös se voitaisiin mieltää ruotsalaispankiksi. Näiden kolmen suurimman pankin yhteenlaskettu markkinaosuus on 47,4 %.

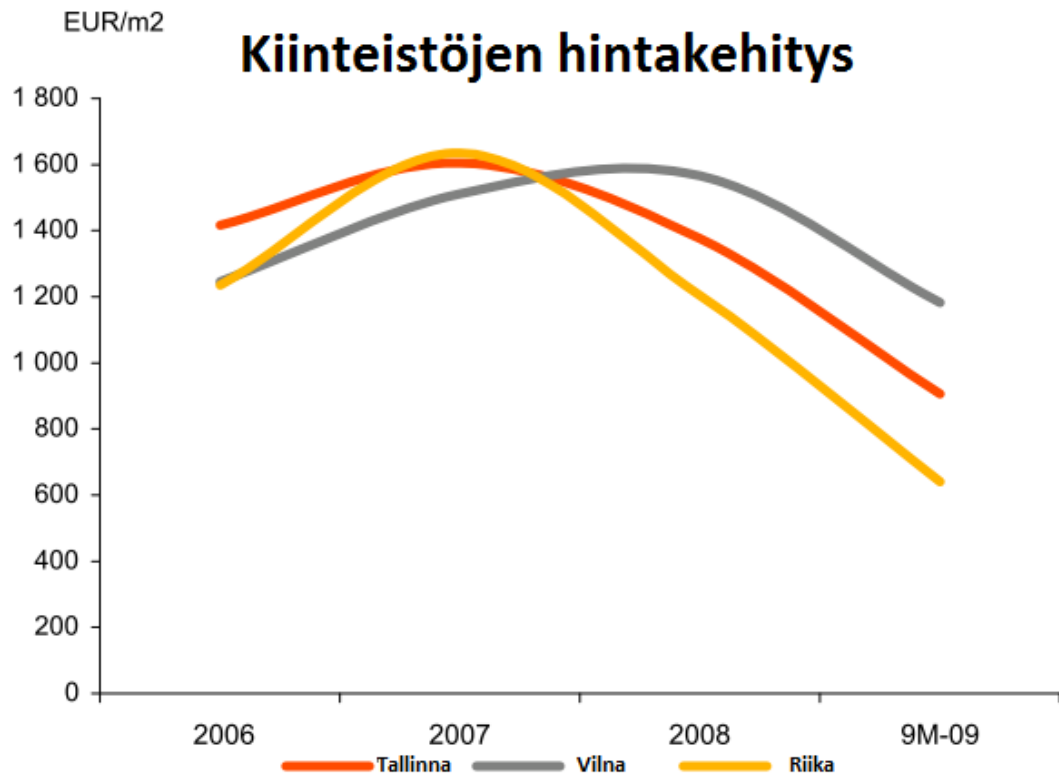
Koska kaikkien Latviassa toimivien pankkien yksilöllinen tutkiminen ei ole tutkimuksen laajuuden huomioon ottaen mielekäästä, on tässä tutkimuksessa perehdytty syvällisemmin ruotsalaisen Swedbankin toimintaan.



**Kuvio 12. Swedbankin markkinaosuus Baltian rahoitusmarkkinoilla (Swedbank Facts Q3)**

Swedbankia pidetään tässä tutkimuksesta markkinaosuudeltaan Ruotsin suurimpana pankkina. Tämä ei ole aivan yksiselitteistä, koska Parex pankin markkinaosuus Latvian rahoitusmarkkinoilla on erittäin suuri. Tähän tutkimukseen ei kuitenkaan löydetty tarkkoja tietoja Parexin markkinaosuudesta.

Kun tutkitaan Swedbankin markkinaosuutta tarkemmin, niin huomataan, että Swedbankin osuus luotoissa on suurempi kuin talletuksissa. Tämä on tärkeä huomio, sillä luottotappioiden määrä Swedbankissa, kuten muissakin Latviassa toimivissa pankeissa on noussut merkittävästi. Toisaalta myönnettyihin luottoihin kohdistuu suuri epävarmuus, jota lisäävät entisestään keskustelut Latvian valuutan latin mahdollisesta devalvoimisesta. Hess (2009, 106) konkretisoi latin devalvointiin liittyvää riskiä skenaariolla: Ensin Latvia devalvoi latin, sitten muut Baltian maat romahtavat, sitten ruotsalaiset pankit romahtavat ja tämän seurauksena koko Länsi-Euroopassa riski rahoitusmarkkinoilla kasvaa.



**Kuvio 13. Kiinteistöjen hintakehitys Baltian maiden pääkaupungeissa (Swedbank Facts Q3)**

Suuri osa pankkien myöntämistä luotoista on asuntolainoja. Yllä olevasta kuviosta selviää Baltian-maiden kiinteistöjen hintakehitys vuodesta 2006 syksyyn 2009 asti. Hintojen nousu vuodesta 2006 vuoteen 2007 on ollut erittäin voimakasta ja nimenomaan Latviassa voimakkainta. Vuoden 2007 jälkeen hinnat ovat lähteneet erittäin nopeaan laskuun ja Riikassa hinnat ovat enemmän kuin puolittuneet.

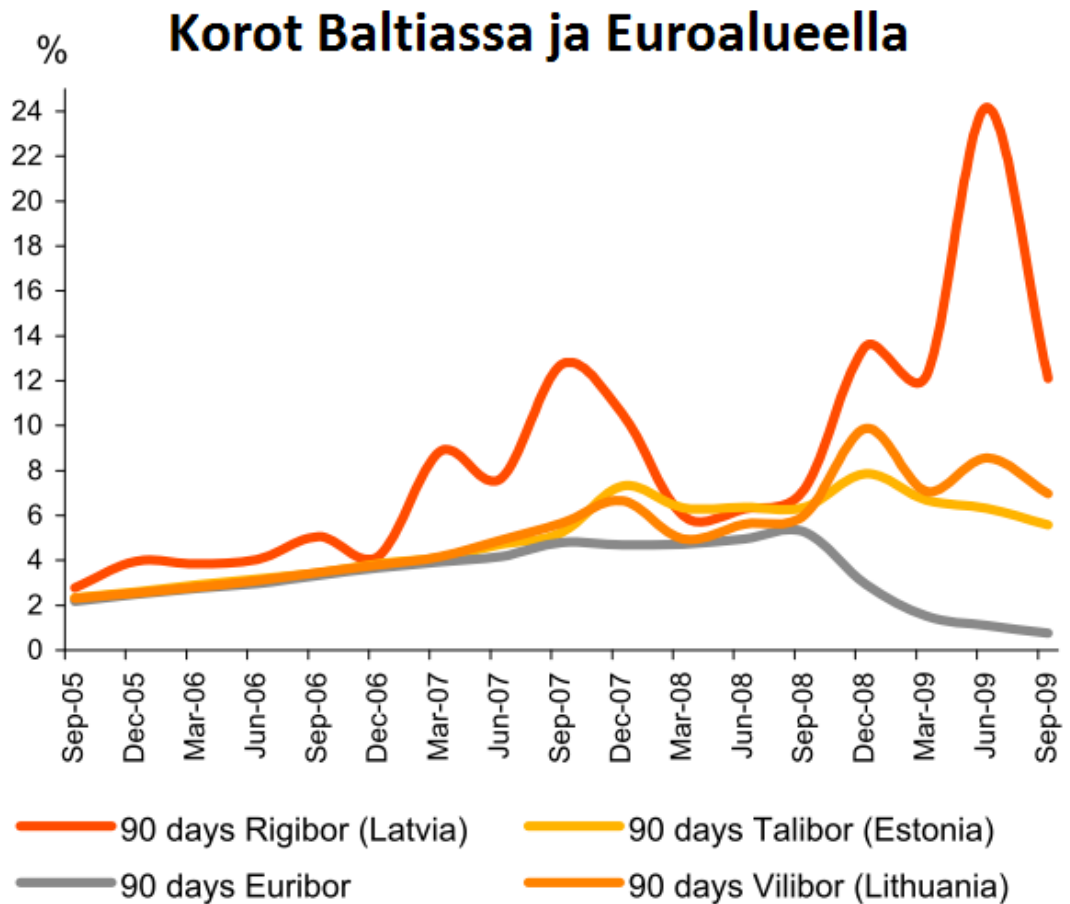
Kiinteistöt toimivat yleensä velan vakuutena. Baltiassa tapahtunut hintakehitys on merkinnyt sitä, että velkojen vakuutena olevat kiinteistöt ja asunnot ovat menettäneet merkittävästi arvoaan, mutta luottojen nimellisarvot ovat pysyneet entisellään. Tämä on yhdessä muiden talousongelmien kanssa entisestään lisännyt sekä velallisten että pankkien ongelmia.

Latvian pääministeri Dombrovskis on ehdottanut, että asuntovelallisten velkataakkaa olisi helpotettava siten, että velalliset maksaisivat asuntovelastaan vain asunnon nykyisen arvon verran. Pankkilähteet Latviassa ovat varoittaneet, että ehdotetun kaltainen politiikka pelottaisi ulkomaiset investoijat, jäädyttäisi jo ennestäänkin viilentyneen lainanannon ja vahingoittaisi kansainvälistä luottamusta Latviaa kohtaan. (Hempton 2009.)

Latvian pääministeri Dombrovskisin ehdotus tuli samaan aikaan, kun kansainvälinen huoli Latvian julkisentalouden tasapainottamisesta oli kasvanut. Latvia oli ilmoittanut leikkaavansa vuoden 2010 julkisia menoja vain puolet siitä määrästä, johon Latvia oli

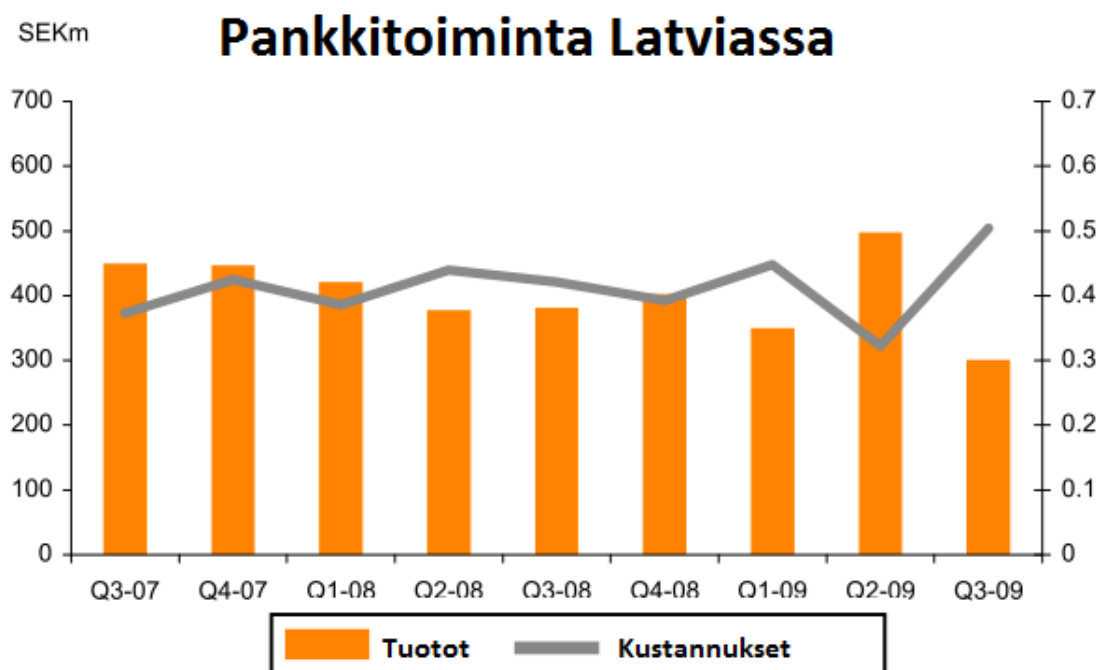


sitoutunut EU:n, IMF:n ja pohjoismaiden myöntämän pelastuspaketin vuoksi. (Hempton 2009.)



**Kuvio 14. Korkokehitys Baltiassa ja euroalueella (Swedbank Facts Q3)**

Yllä oleva kuvio esittää korkokehitystä euroalueella ja Baltiassa. Ennen muuta Latviassa korkojen nousu on ollut erittäin voimakasta ja tämä on automaattisesti vaikuttanut velallisten kykyyn suoriutua maksuvelvoitteistaan. Teorian relaatio tutkittaviin ilmiöihin



**Kuvio 15. Pankkitoiminta ja sen kannattavuus Latviassa (Swedbank Facts Q3)**

Swedbankin toimintaa Latviassa kuvaava kuvio antaa nopeasti käsityksen toimintaan liittyvistä ongelmista. Vuoden 2008 toisesta vuosineljänneksestä lähtien pankkitoiminnan kulut Latviassa ovat olleet pääsääntöisesti isommat kuin tuotot. Vuoden 2009 kolmas vuosineljännes – joka on myös taulukon kaavion viimeinen vuosineljännes – antaa viitteitä siitä, pankkitoimintaan liittyvät ongelmat eivät ole ainakaan vähentymässä Latviassa.

Rahoituskriisin myötä pankkien toimintamahdollisuudet Latviassa ovat kaventuneet merkittävästi ja pankit ovat joutuneet merkittäviin taloudellisiin vaikeuksiin. Ennen rahoituskriisiä monet pankit etabloituivat voimakkaasti Latvian rahoitusmarkkinoille, ruotsalaispankkien ollessa suurimpina toimijoina. Mitkä tekijät ovat vaikuttaneet siihen, että Ruotsalaispankit ovat halunneet etabloitua niin voimakkaasti Baltian markkinoille ja ennen muuta Latvian rahoitusmarkkinoille?

Sekä Baltian maiden kasvu että kannattavuus olivat paremmat kuin Ruotsissa. Ruotsin suurimmalla pankilla Swedbankilla – joka on myös suurin pankki Latviassa ja Virossa – oli vuonna 2008 enemmän asiakkaita Baltian maissa kuin Ruotsissa. Vielä tuoloin Swedbankin tuloksestakin 1/3 muodostui Baltiasta. (Andersson 2008, 4.)

Ruotsalaispankkien etabloituminen Baltiaan oli niin voimakasta, että sillä oli suuria vaikutuksia Baltian rahoitusmarkkinoihin ja sen kautta koko Baltian talouteen. Baltian maat olivatkin tulleet riippuvaisiksi ruotsalaisten pankkien hyvinvoinnista ja strategioista, mutta vastaavasti ruotsalaiset pankit olivat tulleet riippuvaisiksi Baltian maissa olevista tytäryhtiöistään. (Andersson 2008, 4.)

Ennen rahoituskriisin puhkeamista Baltiassa ruotsalaiset pankit eivät olleet mainittavasti osallisena subprime-luotoissa. Ruotsalaiset pankit rahoittivat kuitenkin mielellään

Baltian maiden liiketoimintaansa hallussaan olevilla Ruotsalaisten talletuksilla. (Andersson 2008, 4.)

## 4 TEORIAN RELAATIO TUTKITTAVIIN ILMIÖIHIN

### 4.1 Makrotaloustieteellinen trilemma ja Latvian talouden kriisiytyminen

Latvian itsenäistyttyä Neuvostoliitosta vuonna 1991, on maa joutunut kohtaamaan kehittyvänä taloutena monia haasteita. Vuonna 2004 Latvia liittyi sekä Euroopan Unioniin että puolustusliitto Natoon. Euroopan Unioniin liittymisensä jälkeen on Latvia asettanut tavoitteekseen liittyä euroalueeseen. Latvian kehittyminen neuvostotasavallasta markkinataloudeksi on ollut varsin nopeaa. (ROZENTĀLS-SEURA)

Latvian määrätietoinen valmistautuminen liittymiseksi euroalueeseen (EMU) on vaikuttanut Latvian taloudenpitoon voimakkaasti. Euroopan Unionissa on määritelty varsin tarkkaan lähentymiskriteerit, jotka maan tulee täyttää liittyäkseen euroalueeseen. Näitä kriteereitä ovat (Euroopan Keskuspankki):

- ”Hintatason korkeatasoisen vakauden toteutuminen”, mikä tarkoittaa, että ”jäsenvaltio on saavuttanut kestävän hintatason vakauden ja tarkasteluajankohtaa edeltävän vuoden aikana todetun keskimääräisen rahanarvon alenemisasteen, joka ylittää enintään 1,5 prosentilla enintään kolmen hintatason vakaudessa parhaiten suoriutuneen jäsenvaltion vastaavaan asteen”.
- ”Kestävä julkistalouden tilanne”, mikä tarkoittaa, että tarkasteluajankohtana jäsenvaltiossa ei EU:n neuvoston arvion mukaan ole liiallista alijäämää. Liiallista alijäämää arvioidaan seuraavilla perusteilla:
  - Ennakoitu tai toteutunut julkisen talouden alijäämä ei saa olla yli 3 % suhteessa markkinahintaiseen BKT:hen.
  - Julkisen talouden kokonaisvelka ei saa olla yli 60 % suhteessa markkinahintaiseen BKT:hen.

Finanssipolitiikan kurinalaisuutta arvioitaessa otetaan kuitenkin huomioon myös muita tekijöitä, kuten aikaisempi edistyminen julkisen talouden tasapainottomuuksien korjaamisessa ja/tai sellaisten poikkeuksellisten ja väliaikaisten tekijöiden olemassaolo, jotka voivat aiheuttaa tasapainottomuuksia. Samalla sellaisten jäsenvaltioiden, joiden BKT:hen suhteutettu julkinen velka ylittää 60 %, odotetaan pienentävän velkaansa viitearvojen tasolle riittävän nopeasti.

- ”Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssijärjestelmässä määrättyjen tavanomaisten vaihteluvälien noudattaminen ainakin kahden vuoden ajan siten, ettei valuutan ulkoista arvoa ole alennettu suhteessa toisen jäsenvaltion valuuttaan.” Tämän kriteerin täyttymistä arvioitaessa painotetaan sitä, että valuutan arvon tulee olla lähellä eurokeskuskurssiaan. Samalla otetaan huomioon tekijät, jotka ovat saattaneet vahvistaa valuuttakurssia. Tämä heijastaa sitä, että elokuussa 1993 valuuttakurssimekanismin (ERM) vaihteluvälejä laajennettiin  $\pm 2,25$  pro-

sentista  $\pm 15$  prosenttiin, jolloin ”ERM:in tavanomaisen vaihteluvälin” merkitys hämärtyi. Lisäksi Euroopan valuuttajärjestelmän valuuttakurssijärjestelmä korvattiin 1. tammikuuta 1999 EMUn kolmanteen vaiheeseen siirryttäessä uudella valuuttakurssimekanismilla, jossa rahaliittoon osallistuvien maiden valuuttojen tavanomainen vaihteluväli eurokeskuskurssiin nähden on  $\pm 15$  %. Myös kysymykseen ”merkittävistä paineista” kiinnitetään huomiota.

- ”Lähentymisen pysyvyys sellaisena kuin se ilmenee pitkän aikavälin korkokantojen tasossa.” Tämä tarkoittaa, että ”tarkasteluajankohtaa edeltävänä vuotena jäsenvaltion pitkän aikavälin korkokantojen keskimääräinen nimellistaso on enintään kaksi prosenttia [korkeampi] verrattuna enintään kolmen hintatason vakaudessa parhaiten suoriutuneen jäsenvaltion vastaavaan tasoon. Korkokantojen taso lasketaan jäsenvaltioiden pitkän aikavälin obligaatioiden ja vastaavien arvopapereiden perusteella ottaen huomioon kansallisten määrittelyjen erot.”
- Arvioinnissa otetaan huomioon myös useita muita tekijöitä, kuten ”markkinoiden yhdentymisen tulokset, vaihtotaseiden tasapainon tilanne ja kehitys sekä yksikkötyökustannusten ja muiden hintasoittimien kehityksen tarkastelu”.

Latvia liittyi ERM II:een 2.5.2005 ja Latvia on pitänyt oman valuuttansa eurokurssin 0,702804 LVL tasossa  $\pm 15$  % vaihteluvälillä. ERM II:een liittymisen yhteydessä Latvia kuitenkin sitoutui yksipuolisesti pitämään latin arvon  $\pm 1$  % vaihteluvälillä eurokurssiin nähden. Latvia on myös pystynyt pitämään latin arvon ilmoittamansa vaihteluvälin puitteissa. (Euroopan Keskuspankki 2008, 44.)

Latvian Lainsäädäntö ei täytä kaikkia vaatimuksia keskuspankin riippumattomuudesta, jotka ovat edellytyksenä eurojärjestelmään liittymisessä. Latviaa koskee lisäksi poikkeus, jonka mukaan maan on noudatettava kaikkia perussopimuksen artiklan 109 mukautumisvaatimuksia voidakseen liittyä euroalueeseen. (Euroopan Keskuspankki 2008, 45.)

Latvian liittyminen Euroopan Unioniin vuonna 2004 tarkoitti automaattisesti pääomien vapaata liikkumista Euroopan Unionin alueella (Euroopan Parlamentti). Latvian sitoutuminen ERM II vaiheeseen ja Latvian yksipuolinen sitoutuminen latin arvon sitomiseksi euroon yhden prosentin vaihteluvälillä puolestaan vaikutti puolestaan välittömästi Latvian rahapolitiikkaan. Latvia on pystynyt pitämään kiinni sitoumuksestaan latin vaihtokurssista ja myös pääomien vapaa liikkuvuus on toteutunut. Makrotaloudellisen trilemmän mukaan Latvia ei siis ole voinut tällöin saavuttaa itsenäistä rahapolitiikkaa.

Vuosien 1999 ja 2003 välillä Latvian inflaatio on ollut jokseenkin kohtuullinen vaihdellen 2,1 % ja 2,9 % välillä. Latvian liittyttyä Euroopan Unioniin vuonna 2004 kasvoi Latvian inflaatio välittömästi 6,2 %:iin ja vuonna 2008 inflaatio oli saavuttanut 15,3 % tason. Tutkittaessa viitekorkojen kehitystä Latviassa, voidaan havaita, että korkotaso on noussut selvästi Latvian EU:hun liittymisen jälkeen. Kesällä 2009 korot ovat saavuttaneet huipputasonsa, jonka jälkeen korkotaso on alkanut alentumaan voimakkaasti. Ottamatta kantaa korkovaihtelun syihin, voidaan vaihtelua pitää poikkeuksellisen voimakkaana.

Latvian korkotaso on noussut voimakkaasti samaan aikaan kun Latvian bruttokansantuote on laskenut. Kehitys on ollut päinvastaista jos sitä verrataan euroalueeseen tai Yhdysvaltoihin, joissa molemmissa korkoja on laskettu voimakkaasti talouden syöksykierteen katkaisemiseksi. Latviassa tapahtunut korkokehitys antaakin aihetta pohtia, minkä

takia Latvian korkokehitys poikkeaa niin vahvasti sekä euroalueen että Yhdysvaltojen harjoittamasta korkopolitiikasta. Talouden lainalaisuudet ovat kuitenkin samat kaikkialla markkinataloutta harjoittavissa maissa.

Latvian korkokehitys antaakin hyvän näkökulman makrotaloustieteellisen trilemman problematiikkaan. Euroopan Unionin jäsenyyden myötä maa kuuluu automaattisesti vapaan pääoman liikkuvuuden piiriin. ERM II liittymisen jälkeen Latvia on myös kiinnittänyt valuuttansa ulkoisen arvon kiinteäksi suhteessa euroon. Makrotalouden trilemman mukaisesti Latvian rahapolitiikka ei näin ollen voi olla enää vapaata. Latvian talous ei poikkeaa muista markkinatalouksista ja näin ollen korkeat korot voimakkaan laskusuhdanteen aikana ovat myrkyä talouden elpymiselle. Latvia on kuitenkin menettänyt itsenäisen rahapolitiikan ja tästä johtuen Latvian on sopeuduttava korkokehityksessä – joka on vain yksi itsenäisen rahapolitiikan mittari – ulkoa annettuun korkokehitykseen.

Myös dollarisointi voidaan nähdä toteutuvan Latvian tapauksessa varsin selvästi. Latvialaisten velat on perinteisesti otettu ulkomaan valuutassa, usein euroissa. Asuntolainat ovat yksi merkittävä osa Latvialaisten velkoja. Latvian laskusuhdanteen myötä kiinteistöjen arvot ovat romahtaneet. Samaan aikaan nimelliselvelka on pysynyt entisellään. Lisäksi korot ovat nousseet voimakkaasti. Tämä on aiheuttanut kasvavan eron ulkomaisessa valuutassa olevien velkojen nimellisarvon ja paikallisessa valuutassa olevien varojen suhteen. Asuntolainat ovat vain yksi esimerkki dollarisoitumisesta Latviassa ja se on otettu esimerkiksi, koska tähän liittyvät luvut on aiemmassa luvussa tuotu esille.

Latvia on nimenomaisesti ilmoittanut pidättäytyvänsä devalvoimasta valuuttaansa latia. Johtuen dollarisoitumisesta devalvoinnista saatavat hyödyt eivät myöskään olisi yksiselitteisiä. Latin devalvoiminen parantaisi kyllä viennin kilpailukykyä, mutta samaan aikaan siitä seuraisi ulkomaisessa valuutassa otetun velan nimellisarvon kasvaminen suhteessa latiiin.

Kuten aikaisemmin on todettu, niin dollarisoinnin alttius johtaisi normaalioloissa valuuttakurssien muutokseen. Latvian tapauksessa – kuten kehittyvissä maissa yleisesti muutenkin – valtio pitää kiinni kiinteistä valuuttakurssistaan. Latviassa ei ole myöskään mahdollisuutta eikä halua luopua vapaasta pääoman liikkuvuudesta. Tämän puolestaan pitäisi johtaa automaattisesti kiihtyvään inflaatioon. Tarkastellessamme aiemmin Latvian inflaatiokehitystä voimme nyt huomata tapahtuneen juuri näin.

Kuten Euroopan Keskuspankki (Euroopan Keskuspankki 2008, 44–45) lähentymisraportissaankin toteaa, niin Latvia ei tällä täytät asetettuja ehtoja euroalueeseen liittymiseksi. Vuonna 2008 laaditun lähentymisraportin jälkeen Latvian tilanne on huonontunut entisestään. Voidaan todeta, että Latvian liittyminen EU:n jäseneksi vuonna 2004 ja **latin** sitominen euroon käytännössä kiinteällä kurssilla vuonna 2005 ovat olleet merkittäviä tekijöitä Latvian talouden kriisiytymisessä. Latvian liittyminen Euroopan Unioniin ja **latin** sitominen kiinteällä kurssilla euroon ovat makrotaloustieteellisen trilemman mukaisesti aiheuttaneet kehityksen, jossa Latvia on joutunut käytännössä luopumaan itsenäisestä rahapolitiikasta.

Latvian liittyessä Euroopan Unioniin maan tavoitteena oli liittyä nopeasti euroalueeseen. Voidaankin ajatella, että tavoite nopeasti liittymisestä on ollut taustalla kun lati on sidottu euroon kiinteällä valuutalla kurssilla. Kun euroalueeseen liittyminen pitkittyy vuosi vuodelta, niin samaan aikaan talousvaikeudet maassa lisääntyvät. Latvian tavoitteena voidaan nähdä olleen liittyminen euroalueeseen niin nopeasti, että trilemmasta aiheutuvien ongelmien ei ole uskottu vaikuttavan kovinkaan paljoa maan talouden pitoon.

Talouskuplan puhjettua ja laskusuhdanteen alettua Latviassa trilemman aiheuttamat ongelmat ovat voimistuneet ja vaatimukset latin kiinteästä eurokurssista luopumisesta ja latin devalvoinnista ovat kiihtyneet. Latvian harjoittama talouspolitiikka – joka on perustunut paljolti ulkomaiseen velkaan ja ulkomaisiin investointeihin – on kuitenkin kytkeytynyt niin voimakkaasti globaaleihin rahoitusmarkkinoihin, että devalvoinnilla saatavat hyödyt eivät ole lainkaan yksiselitteisiä.

Latvian talouden ongelmien liittyminen trilemmaan voidaan nähdä varsin selvästi. Trilemman tunnistaminen ei kuitenkaan avaa automaattista ulospääsyä ongelmasta. Trilemman mukaisesti Latvia voisi valita kaksi trilemman kolmesta elementistä, joihin maa voisi vaikuttaa. Nykyisessä tilanteessa nämä elementit ovat pääomien vapaa liikkuvuus ja kiinteät valuuttakurssit. Laskusuhdanteessa itsenäisen rahapolitiikan puute on korostunut. Latviassa ei kuitenkaan ole edellytyksiä luopua vapaasta pääoman liikkeistä niin pitkään kun maa on Euroopan Unionin jäsen. ERM II vaiheeseen liittymisen yhteydessä antamastaan sitoumuksesta kiinteästä latin eurokurssista Latvian olisi teoriassa mahdollista luopua eikä Latviassa – toisin kuin Virossa – ole tähän lainsäädännöllisiä esteitä.

Latin kiinteä eurokurssi on kuitenkin tällä hetkellä viimeisiä Latvian taloudellisen uskottavuuden ylläpitäjiä. Latvian onkin arveltu menettävän lopun taloudellisesta uskottavuudestaan, mikäli maa irtautuisi kiinteästä valuuttakurssistaan suhteessa euroon. Toisaalta latin devalvoiminen korottaisi ulkomaanvaluutassa otettujen velkojen nimellisarvoa ja pahentaisi latvialaisten mahdollisuuksia selviytyä lainan lyhennyksistä entisestään. Tämän lisäksi latin devalvoiminen siirtäisi mahdollista euroalueeseen liittymistä myöhemmäksi tulevaisuuteen.

Latvian voidaan nähdä omalla toiminnallaan aiheuttaneen talouskuplansa syntymisen ja tämän taustalla yhtenä merkittävänä tekijänä on ollut trilemman vaikutusten huomiotta jättäminen. Nykyisessä tilanteessa Latvian mahdollisuudet muuttaa omaa talouspolitiikkaansa ovat kuitenkin hyvin rajatut. Latvia onkin ilmoittanut turvautuvansa devalvaatioon sijaan sisäiseen devalvaatioon (Määttänen 2009). Sisäisellä devalvaatiolla tarkoitetaan nimellispalkkojen laskua ja sitä kautta kotimaisen hintatason laskemista. Sisäisellä devalvaatiolla saavutetaan – ainakin teoriassa – samat vaikutukset kuin perinteisellä devalvaatiolla koskematta valuutan vaihtokurssiin.

Onnistuessaan sisäinen devalvaatio heikentäisi inflaatiopaineita, tai saattaisi jopa aiheuttaa deflaatiota. Samalla viennin kilpailukyky parantuisi ja tuonnin puolestaan heikentyisi, johtuen palkkatason yleisestä laskemisesta. Inflaatiopaineiden vähentyminen ja viennin kilpailukyvyn paraneminen puolestaan laskisivat devalvaatio-odotuksia. Sisäinen devalvaatio ei palauttaisi rahapolitiikan itsenäisyyttä, mutta rahapolitiikan negatiiviset vaikutukset vähenisivät huomattavasti.

Kuten tässä luvussa on useaan kertaan tuotu voimakkaasti esille, on Latvian rahoituskriisillä erittäin voimakas relaatio makrotaloustieteelliseen trilemmaan. Trilemman olemassaolon voidaan nähdä syventäneen Latvian talouden tilaa huomattavasti. Latvian aloittaessa toipumisen talouskuplan puhkeamisen jälkeen, trilemman lainalaisuuksien ymmärtäminen on ollut ja tulee olemaan erittäin tärkeässä asemassa. Trilemmaan ei kuitenkaan liity varsinaista ratkaisua, vaan trilemmassa on enemmänkin kyse taloudessa tehtävistä valinnoista ja niiden kanssa tasapainoilusta ulkoa annettujen raamien sisällä.

## 4.2 Ruotsalaispankkien toiminta Latviassa Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteorian viitekehyksessä

Baltian maiden kasvu ja kannattavuus olivat molemmat paremmat kuin Ruotsissa. Ruotsin suurimmalla pankilla Swedbankilla – joka on myös suurin pankki Latviassa ja Virossa – oli vuonna 2008 enemmän asiakkaita Baltian maissa kuin Ruotsissa. Vielä tuolloin Swedbankin tuloksestaakin 1/3 muodostui Baltiasta. (Andersson 2008, 4.)

Baltian maat olivatkin tulleet riippuvaisiksi ruotsalaisten pankkien hyvinvoinnista ja strategioista, mutta vastaavasti ruotsalaiset pankit olivat tulleet riippuvaisiksi Baltian maissa olevista tytäryhtiöistään. (Andersson 2008, 4.)

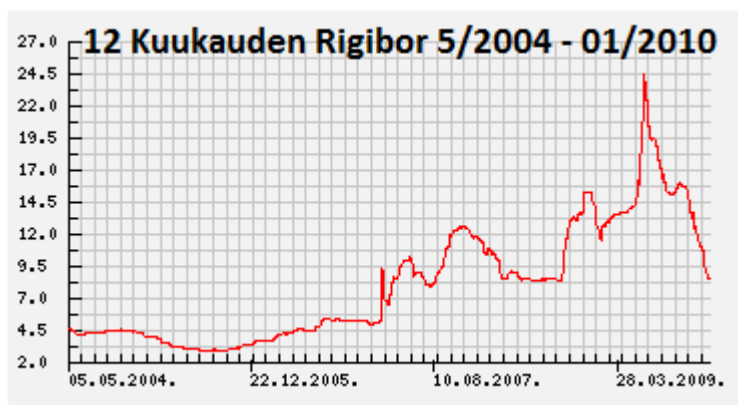
Ruotsalaiset pankit eivät olleet mainittavasti osallisena subprime-luotoissa, mutta ruotsalaiset pankit rahoittivat mielellään Baltian maiden liiketoimintaansa hallussaan olevilla talletuksilla. (Andersson 2008, 4.)

Johtuen ruotsalaispankkien suurista taloudellisista intresseistä Latviassa, Ruotsi on tehnyt itsestään keskeisen toimijan neuvoteltaessa IMF:n ja EU:n pelastuspaketista Latvialle. Ruotsi on esittänyt voimakkaasti, että uusia pelastuspaketteja voitaisiin myöntää vain, jos Latvia on täyttänyt tarkasti sille asetetut julkisen talouden vaatimukset. (Hemp-ton 2009.)

Minskyn rahoituskriisiteoria perustuu kolmeen rahoitusmuotoon, jotka tapahtuvat eri aikaan, mutta kuitenkin peräkkäin ja joiden seurauksena rahoitusmarkkinat lopulta kriisiytyvät. Minskyn teoria on luotu alunperin suljettuun talouteen ja näin ollen lähtökohdat Latviassa ovat selvästi toisenlaiset kuin millaiseen ympäristöön teoria on alun perin luotu. Tämän vuoksi tutkimuksessa ei ole yritetty asettaa Latvian rahoituskriisiä Minskyn rahoituskriisiteorian viitekehykseen. Sitä vastoin Minskyn teorian vertailu on irrotettu Latvian rahoituskriisistä ja sitä tarkastellaan pelkästään Ruotsalaisten pankkien näkökulmasta.

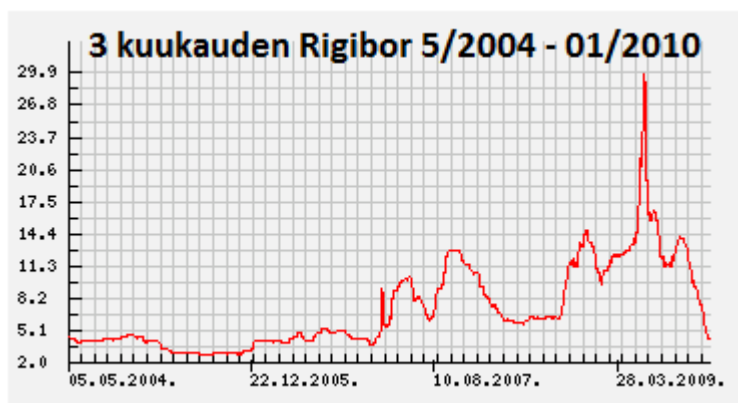
Minskyn rahoituskriisiteorian yksi tärkeä oletus on, että alkuvaiheessa lyhyet korot ovat pitkiä korkoja matalammat, mutta loppuvaiheessa tilanne muuttuu ja lyhyet korot muuttuvatkin pitkiä korkoja korkeammiksi.





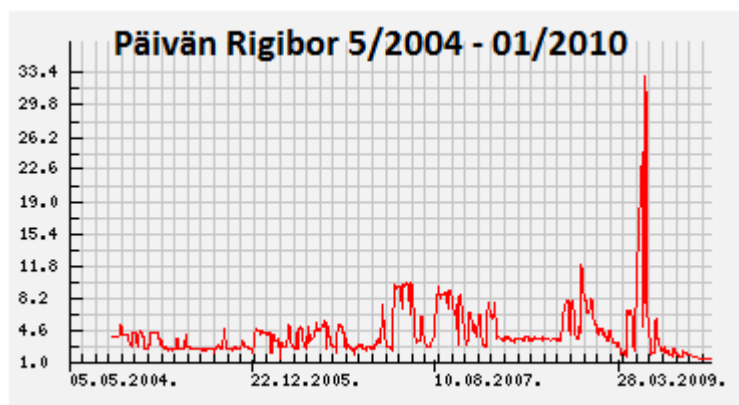
**Kuvio 16. 12 Kuukauden Rigibor 5/2004 – 01/2010 (SEB Indexes)**

Vuoden Rigibor-korkokehitys on ollut varsin nousujohtoinen ja nousua onkin jatkunut pieniä notkahduksia lukuun ottamatta aina vuoden 2009 puolelle saakka. Vuoden Rigibor-korkoa voidaan pitää ennen muuta viime vuosina varsin korkeana, ainakin jos korkokehitystä verrataan esimerkiksi Euribor-korkoihin.



**Kuvio 17. 3 kuukauden Rigibor 5/2004 – 01/2010 (SEB Indexes)**

Kolmen kuukauden Rigibor-korko noudattelee vuoden Rigibor-koron kehitystä. Pääsääntöisesti kolmen kuukauden rigibor-korko on pysynyt vuoden Rigibor-koron alapuolella. Poikkeuksena nähdään voimakas piikki vuoden 2009 alkupuolella. Myös kolmen kuukauden Rigibor-korko on ollut Euribor-korkoon verrattuna korkeammalla tasolla.



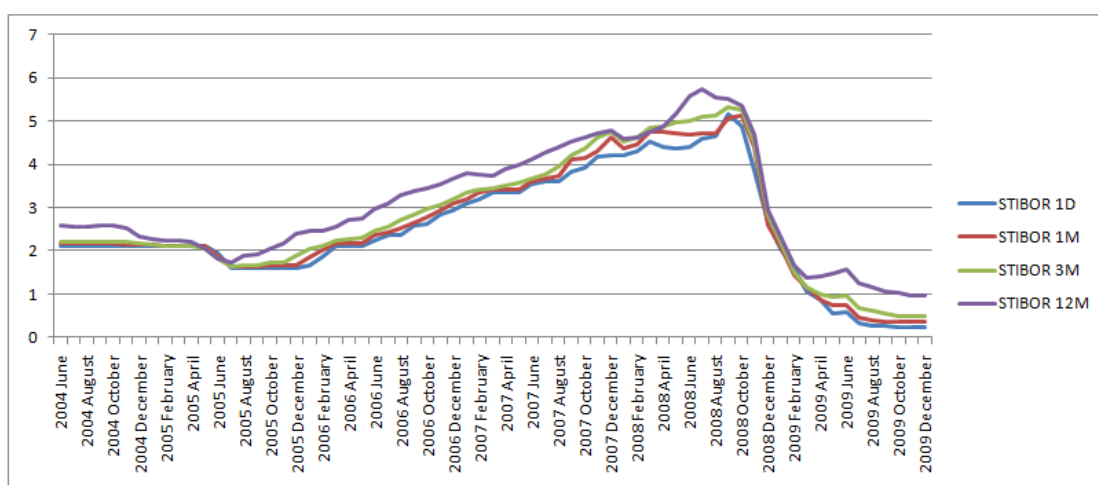
**Kuvio 18. Päivän Rigibor 5/2004 – 01/2010 (SEB Indexes)**

Päivän Rigibor-korko on sekin pysytellyt pidempiä korkoja matalammalla tasolla vuoden 2009 alun poikkeusta lukuun ottamatta. Päivän Rigibor-koron kehityksessä on kaikkein selvimmän nähtävissä talouden tendenssien välittömät vaikutukset korkoihin.

Kun tutkittiin päivän, kolmen kuukauden ja vuoden Rigibor-korkoja, huomattiin, että käytännössä koko ajan matalat korot ovat olleet pitkiä korkoja matalammat. Vuoden 2009 kesällä voidaan nähdä tilanteen olleen hetkellisesti päinvastainen, mutta tilanne on ollut erittäin lyhyt, jonka jälkeen se on jälleen normalisoitunut. Näin ollen Rigbor korot eivät anna aihetta muodostaa relaatiota Minskyn teorian ja Latvian tilanteen välille.

Tämä tutkimus ei kuitenkaan yritä löytää Latvian rahoituskriisin ja Minskyn rahoituskriisiteorian väliltä yhteyttä, vaan tarkoituksena on tarkastella nimenomaan ruotsalaisten pankkien toimintaa Latviassa. Tämän vuoksi korkokehitystä tarkasteltaessa Rigiborin tarkastelu yksistään, ei välttämättä suhteuta Minskyn teoriaa ruotsalaispankkeihin oikein.

**Päivän, kuukauden, kolmen kuukauden ja vuoden Stibor-korot 6/2004 - 12/2010**



**Kuvio 19. Päivän, kuukauden, kolmen kuukauden ja vuoden Stibor-korot 6/2004 – 12/2010 (Riksbank)**

Yllä olevassa kuviossa on seurattu Ruotsissa käytettyjen Stibor-viitekorkojen kehitystä kesästä 2004 aina vuoden 2009 loppuun asti. Ruotsalaispankkien toimintaideahan on ollut lainata Ruotsista hankittuja rahoja Latvian markkinoille, kyseessä on ollut siis Wolfsonin kuvaama ”carry trade”.

Toisin kuin Wolfson teoriassaan kuvaa, Ruotsin Stibor-korot eivät ole tarkasteluajan jaksolla missään vaiheessa nousseet Latvian Rigibor-korkoja korkeammiksi. Ruotsin ja Latvian korkokehitys ei siis vastaa Wolfsonin tekemää teorian laajennusta, mutta toisaalta Wolfsonin laajennuksen pätemättömyys tässä kohtaa ei vielä automaattisesti osoita, ettei ruotsalaispankkien toiminnassa olisi ollut Minskyn rahoituskriisiteorian mukaisia piirteitä.

Oleellista on myös pitää mielessä, että Minskyn rahoituskriisiteorian rahoitusmuotojen sijoittaminen lineaariseen aikasarjaan ei ole ongelmatonta. On varsin haastavaa täsmällisesti tai edes likimääräisesti osoittaa mistä kohtaa mikin rahoitusmuoto on alkanut ja päätynyt. Ei siis ole yksiselitteistä, mikä rahoitusmuoto tällä hetkellä olisi menossa, mikäli Minskyn teoria pystyisi selittämään Ruotsalaispankkien toimintaa. Tässä vaiheessa on siis pidettävä mahdollisena, että korkokehitys ei ole vielä saavuttanut Minskyn ja Wolfsonin kuvaamaa tilaa, jossa korkojen suhde keskenään muuttuu.

Koska rahoitusmuotojen ajoituksen yksiselitteinen määrittäminen on haastavaa, niin on tässä tutkimuksessa päädytty pohtimaan rahoitusmuotojen tarkkojen ajankohtien määrittämisen sijaan ruotsalaispankkien rahoituksen luonnetta. Seuraavassa pyritään pohtimaan ruotsalaispankkien rahoituksen syitä ja motiiveita. Tässä esitettävät syyt ja motiivit perustuvat pitkälle tutkijan omiin arvioihin, joihin tutkija on päätenyt aikaisemmin esitetyn Latvian talouskehityksen ja ruotsalaispankkien toimintaa koskevien tietojen pohjalta.

Ruotsin talouden kehitys ja ennustettavuus on ollut pitkään varsin vakaata. Lukijalle Suomen talous on luultavasti tutumpi vertailukohta ja voidaankin tässä yhteydessä todeta, että Suomen ja Ruotsin talouskehitys on viime vuosina ja vuosikymmeninä ollut samansuuntaista. Latvian talouskasvu on ollut sen itsenäistymisen jälkeen erittäin nopeata. Talouskasvun myötä myös yksityinen kulutus on kasvanut Latviassa erittäin nopeasti.

Latvian nopea talouskasvu ja sen mahdollistama kulutuksen kasvu on merkinnyt kotitalouksille erittäin voimakasta velkaantumista verrattuna aikaisempaan tilanteeseen. Latvian talous on siis tarjonnut pankeille monessa mielessä täysin uuden ja ennen muuta nopeasti kasvavan markkinan. Latviassa on siis ollut uusi entuudestaan paljolti jakamaton markkina, joka on mahdollistanut nopean kasvun ja hyvän tuoton.

Kun verrataan Ruotsin Stibor-korkoja ja Latvian Rigibor-korkoja, huomataan, että koko tarkastelujakson ajan Rigibor-korko on ollut korkeampi kuin Stibor-korko. Kuten aikaisemmin on mainittu, ruotsalaispankkien strategia on ollut lainata Latviassa Ruotsin rahoitusmarkkinoilta hankittuja rahoja. Ruotsalaispankit ovat siis karkeasti laskettuna hyötyneet Latviaan myöntämistään lainoistaan Stibor- ja Rigibor-korkojen välisen ero-

tuksen. Ruotsalaispankkien toimintaa siis voidaan pitää jokseenkin tuottoisana aina siihen asti, kunnes Latvian talous kääntyi jyrkkään laskuun ja maksuvaikeudet maassa alkoivat.

Ruotsalaispankkien toimintaa voidaan perustellusti pitää varsin hyvin Minskyn kuvaamana spekulatiivisena sijoitustoimintana. Tutkittaessa Minskyn teoriaa ja verrattaessa sitä ruotsalaispankkien toimintaan, voidaan ruotsalaispankkien toimintaa pitää jokseenkin yksiselitteisesti spekulatiivisena toimintana, joka on mahdollistanut ”ylimääräisten” voittojen tuottamisen. Kuten Minsky teoriassaan kuvaa, on spekulatiivinen toiminta tuottanut varsin pitkään turvalliseksi koettuja ylimääräisiä voittoja.

Minskyn teorian mukaan spekuloinnin tulisi johtaa varallisuusesineiden hintojen nousuun. Hintojen nousun ja sen aiheuttaman varallisuuden kasvun puolestaan pitäisi Minskyn mukaan lisätä talouden pitäjien riskikäyttäytymistä markkinoilla. Tarkasteltaessa kiinteistöjen hintakehitystä, voidaan varsin yksiselitteisesti todeta Minskyn teorian paikkansa pitävyys tässä kohdassa. Kiinteistöjen hinnat ovat nousseet Latviassa voimakkaasti ja tämä on aiheuttanut varallisuuden kasvua. Tässä varallisuuden kasvussa ei siis ole kyse varallisuuden varsinaisesta lisääntymisestä, vaan siitä, että aikaisemmin hankitun kiinteistön tai asunnon arvo on paperilla kasvanut aikaisempaan tilanteeseen verrattuna.

Varallisuuden lisääntymisen tulisi Minskyn teorian mukaan kasvattaa riskikäyttäytymistä markkinoilla. Tämän osoittaminen ei ole aivan yhtä yksiselitteistä aikaisemmissa luvuissa käsiteltyjen lukujen perusteella. Velan ottamista pidetään yleensä riskin ottamisena. Tarkasteltaessa latvialaisten kotitalouksien suhteellista velkaantumista, voidaan huomata – kuten on jo aikaisemminkin todettu – suhteellisen velkaantumisen kasvaneen erittäin voimakkaasti. Tarkasteltaessa suhteellisen velkaantumisen derivaattaa ja verratessa sitä euroalueeseen ja Suomeen, voidaan todeta Latvian velkaantumisnopeuden olevan erittäin paljon voimakkaampaa kuin vertailukohteina olevilla Suomella ja euroalueella.

Pohdittaessa riskinottamisen mahdollista lisääntymistä Latviassa, voidaan toisena mittarina käyttää työvoiman tuottavuuden kehitystä. Varallisuushan laajemmin ymmärrettynä kasvaa työn tuottavuuden lisääntymisen kanssa samaa vauhtia. Latviassa työn tuottavuus on kasvanut koko vertailujakson ajan ja verrattaessa työn tuottavuuden derivaattaa Latvian, EU 27, EU 15 ja Suomen välillä, voidaan Latvian työn tuottavuuden kasvua pitää varsin nopeana.

Pohdittaessa riskikäyttäytymisen lisääntymistä työn tuottavuuden kautta, on työn tuottavuutta verrattava johonkin. Ongelmalliseksi asian tekee työn tuottavuuden mittaamistapa, jota olen tutkinut suhteellisesti EU 27 maihin nähden, emme siis absoluuttisesti. Tästä muodostuu harha, jota emme voi täysin poistaa tässä tutkimuksessa käytettyjen mittareiden avulla. Karkeasti voimme kuitenkin arvioida, että työn tuottavuus on kaikesta huolimatta kasvanut Latviassa huomattavasti hitaammin kuin varallisuusesi-

neiden arvo tai suhteellinen velkaantuneisuus. Työn tuottavuuden mittarikin antaa siis aihetta ymmärtää riskikäyttäytymisen kasvaneen varallisuuskohteiden arvonnousun seurauksena.

Minskyn teorian mukaan spekulatiivinen rahoitus johtaa enenevään velkaantumiseen markkinoilla. Lisääntyvän velkaantuneisuuden puolestaan pitäisi altistaa talouden aikaisempaa herkemmin erilaisille kriiseille ja shokeille. Tutkittaessa bruttokansantuotteen kehitystä Latviassa, voimme havaita Latvian talouden kriisiytyneen varsin nopeasti ja näemme myös laskun olleen erittäin jyrkkä. Tältäkin osin voimme pitää Minskyn teoriaa oikean kaltaisena kuvaamaan tapahtunutta kehitystä.

Minskyn teorian mukainen viimeinen vaihe, Ponzirahoituskierre, on vaikeammin todennettavissa. Latvian talouden kriisiytyminen oli niin nopea ja myös kiinteistöjen hinnat laskivat hyvin nopeasti kriisin puhkeamisen jälkeen, että kriisiytyminen ei jättänyt mahdollisuutta vastaavan tyyppiseen Ponzirahoitukseen, kuin mihin Yhdysvaltojen subprime-kriisissä jouduttiin.

Yhdysvalloissa subprime-luottoja uusittiin ja vakuutena käytettiin kasvaneita asuntojen arvoja. Latviassa tämä ei kuitenkaan ollut mahdollista enää kriisin puhkeamisen jälkeen, koska kriisin puhjettua myös asuntojen ja kiinteistöjen hinnat laskivat nopeasti. Subprime-relaatiota pohditaan tarkemmin seuraavassa luvussa.

Ponzirahoitusta ei kuitenkaan ole Latviassa nähty siinä mielessä kuin Minsky sen teoriassaan kuvaa. Ponzirahoituksen puuttuminen markkinoilta on kuitenkin johtunut enemmänkin sen mahdollisuuden puutteesta kuin siitä, että siihen ei olisi haluttu turvautua.

Kun Minskyn rahoituskriisiteoriaa verrataan ruotsalaispankkien toimintaan, sekoittuu arvioon myös piirteitä Latvian taloudenpidosta. Latvian talouden huomiotta jättäminen vertailussa ei myöskään ole tarkoituksen mukaista, koska Latvian talous on ollut se toimintakenttä, jossa ruotsalaispankit ovat toimineet. Pohdittaessa teorian yhteensopivuutta, on myös otettava huomioon teoriaan liittyvät rajoitukset. Minskyn rahoituskriisiteoria käsittelee talouden lainalaisuuksia suljetussa taloudessa, kun taas tässä tutkimuksessa Minskyn teoriaa pyritään vertaamaan yhden maan pankkien toimintaan toisessa maassa. Lisäksi on muistettava, että sen paremmin Latvian kuin Ruotsinkaan talouksia ei voida pitää vähimmässäkään määrin suljettuina, vaan molemmat taloudet ovat erinomaisia esimerkkejä pienistä avotalouksista.

Ruotsalaispankkien toiminnassa voidaan havaita paljon Minskymäisiä piirteitä, mutta ruotsalaispankkien toimintaan liittyy myös paljon tekijöitä, jotka eivät tue Minskyn teoriaa. Pohdittaessa Minskyn teorian relaatiota ruotsalaispankkeihin, on syytä ottaa huomioon Minskyn teorian luonne ja sen alkuperäinen tarkoitus. Olisi erittäin yllättävää, jos suljettuun talouteen luotu teoria tukisi täysin avotaloudessa toimivan yhden yksittäisen maan pankkien taloudenhoitoa. Yhtymäkohtia ruotsalaispankkien toiminnan ja Minskyn teorian välillä voidaan kuitenkin nähdä olevan sen verran paljon, että voidaan teorian

kuvaavan kohtuullisen hyvin ruotsalaispankkien toimintaa. Minskyn teoria ei kuitenkaan ole tässä suhteessa aukoton ja tämän vuoksi on tärkeää huomata myös poikkeavuudet ja epävarmuus tekijät, jotka liittyvät ruotsalaispankkien ja Minskyn teorian väliseen relaatioon.

### 4.3 Subprime-kriisin relaatio Latvian rahoituskriisiin

Latvian rahoituskriisi alkoi subprime-kriisin jälkeen samoihin aikoihin globaalin rahoituskriisin kanssa. Onko subprime-kriisi jollain tavalla vaikuttanut Latvian rahoituskriisin syntyyn tai kehitykseen? Kuten edellisessä luvussa todettiin, niin ruotsalaispankit eivät olleet mainittavasti osallisina subprime-luotoissa, eikä subprime-tappiot näin ollen välittömästi näkyneet Latviassa toimivissa pankeissa.

Subprime-kriisin seurauksia ei voida kuitenkaan arvioida näin yksinkertaisella menetelmällä. Subprime-kriisin voidaan nähdä vaikuttaneen globaaleihin rahoitusmarkkinoihin ja globaaleilla rahoitusmarkkinoilla voisi ajatella olevan suoria vaikutuksia myös Latviaan. Subprime-kriisin yhteydessä ja sen jälkeen on puhuttu paljon luottolamasta. Subprime-kriisin suuret globaalit vaikutukset aiheuttavat haasteen erottaa subprime-kriisin vaikutukset globaalitalouden vaikutuksista. Luottolaman voidaan nähdä kehittyneen subprime-kriisin jälkeen ja myös osittain sen seurauksena. On kuitenkin kiistatonta, että luottolaman taustalla on ollut paljon muitakin tekijöitä subprime-kriisin lisäksi ja vaikka subprime-kriisi on saanut suurta huomiota, niin samantapaisia kriisejä on ollut samoihin aikoihin myös muissa maissa, kuten Espanjassa ja Isossa-Britanniassa.

Andersson (2008, 4) tuo omassa artikkelissa selvästi esille jo aikaisemmin esitetyn toteamuksen, etteivät ruotsalaispankit ole olleet osallisena juurikaan subprime-luotoissa. Subprime-kriisin voidaan ajatella alkaneen vuonna 2006, jolloin asuntojen hinnat kääntyivät Yhdysvalloissa laskuun (Schumer & Maloney 2007, 3-4). Vuonna 2006 talous kasvoi Latviassa vielä hyvin. Pudotuksen Latvian taloudessa voidaan nähdä alkaneen taloudessa noin vuotta myöhemmin.

Latvian inflaatiokehitys oli erittäin voimakasta jo huomattavasti ennen subprime-kriisin puhkeamista. Myös kotitalouksien velkaantuneisuus oli kääntynyt erittäin huomattavaan kasvuun jo vuosituhaten vaihteessa. Kuten aikaisemmissa luvuissa on tullut esille, johti Latvian voimakas inflaatio kehitys varallisuusesineiden arvon kasvamiseen ja tästä muodostui kupla. Samaan aikaan kotitalouksien kasvava velkaantuminen edesauttoi Latvian talouden ylikuumenemistä. Tällä äsken kuvatulla kehityksellä ei voida nähdä olevan mitään relaatiota Yhdysvaltain subprime-kriisiin.

Latviassa toimivien pankkien lainan myöntämisen perusteilla voidaan nähdä olevan paljon samankaltaisia piirteitä subprime-luottojen kanssa. Subprime-luotto perustuivat yleensä ajatukseen asuntojen hintojen ikuisesta arvonnousun illuusiosta, jolloin asuntoja

voitiin luotottaa aina uudestaan ja uudestaan aikaisempaa korkeammasta hinnasta. Latviassa lainojen luotottaminen uudelleen aikaisempaa korkeammasta arvosta ei kuitenkaan ole ollut tyypillistä. Ylikuumentuneet asuntomarkkinat aiheuttivat Latviassa kuitenkin samankaltaisen kiinteistöjen ja asuntojen hintojen nousukierteen, joka nähtiin myös Yhdysvalloissa. Koska asuntoa käytettiin tyypillisesti luoton vakuutena, niin jatkuvasti kallistuneet asunnot muodostivat rahoitusmarkkinoille samankaltaisen kuplan joka oli muodostunut Yhdysvaltoihin subprime-luottojen seurauksena. Talouden alamäki johtikin välittömästi myös tämän asuntokuplan puhkeamiseen.

Vaikka asuntojen hintakehityksellä ja osittain myös lainottamisella voidaan nähdä paljon yhteneväisyyksiä subprime-luottojen kanssa, niin tästä ei voida vielä muodostaa minkäänlaista relaatiota näiden kriisien välille. Subprime-kriisin puhkaisema asuntokupla Yhdysvalloissa ja Latviassa kehittynyt talouskupla kehittivät hyvin paljolti samoihin aikoihin, mutta toisistaan tietämättä. Vaikka subprime-kriisistä ja Latvian rahoituskriisistä olisi mahdollista löytää paljonkin samanlaisuuksia, niin niiden välille on varsin vaikeata muodostaa relaatiota.

Yhdysvaltain subprime-kriisi oli vaikutuksiltaan niin suuri, että se on heijastunut puhkeamisensa jälkeen käytännössä kaikkialle maailmaan. Nämä vaikutukset eivät kuitenkaan ole vaikuttaneet mitenkään poikkeavasti Latvian talouteen. Toisin kuin monien muiden maiden pankit, Latviassa toimivat pankit eivät olleet mainittavasti osallistuneet subprime-luottoihin ja näin ollen subprime-kriisin välittömät vaikutukset Latviassa jäivät vähäisiksi.

Latvian rahoituskriisiä edeltänyt talouskehitys osoittaa varsin selvästi, että Latvia on omalla toiminnallaan aiheuttanut oman ahdinkonsa, eikä subprime-kriisiä voida pitää merkittävänä tekijänä Latvian rahoituskriisin puhkeamisessa. Subprime-kriisillä on ollut vaikutuksia globaaliin talouteen ja sitä kautta myös Latvian talouteen, mutta nykypäivän verkottuneessa yhteiskunnassa on luonnollista, että muutokset globaalissa taloudessa heijastuvat yksittäisten maiden talouskehitykseen. Jos subprime-kriisillä halutaan nähdä olevan jokin suurempi merkitys Latvian talouden kriisiytymisessä, niin voidaan ajatella sen nopeuttaneen kehitystä, joka olisi tapahtunut subprime-kriisistä ja globaalista talousahdingosta huolimatta enemmän tai myöhemmin.

Verratessa kahden maan rahoituskriisejä, olisi tärkeää muistaa myös maiden kehityksen taustalla oleva historia. Yhdysvaltoja on perinteisesti pidetty markkinatalouden esimerkillisenä mallimaana, jolla on takanaan erittäin pitkä historia itsenäisenä ja vapaana valtiona. Latvia puolestaan on entinen neuvostotasavalta, joka itsenäistyi alle 20 vuotta sitten Neuvostoliitosta. Samaan aikaan, kun Yhdysvaltoja voidaan pitää markkinatalouden uranuurtajana, voidaan Latvian nähdä olleen enemmänkin vielä markkinatalouden harjoittelija.

Sekä subprime-kriisistä että Latvian rahoituskriisistä löydetään paljon samankaltaisuuksia, kuten aikaisemmin on jo todettu. Rahoituskriiseillä on kuitenkin tyypillisestikin

yleensä paljon yhdenmukaisuuksia. Vedettäessä johtopäätöksiä subprime-kriisin ja Latvian rahoituskriisin mahdollisesta relaatiosta, saattaavat oleellisimmiksi kysymyksiksi lopulta nousta kriisien erilaisuudet ja lopulta kriisien taustalla olevat tekijät ja niiden eroavaisuudet.

Yhdysvaltain subprime-kriisin taustalla olivat nimensä mukaisesti subprime-luotot, joita tarjottiin sellaisille asiakkaille, joille luottoja ei aikaisemmin ollut tarjottu. Subprime-luottoja ottaneiden asiakkaiden tiedettiin joutuvan maksuvaikeuksiin jo luottojen myöntämisvaiheessa ja jonkinlainen kärjistyminen subprime-luottojen kohdalla oli nähtävissä. Subprime-kriisin taustalla olevina tekijöinä voidaan pitää illuusiota ikuisesta asuntojen arvonnoususta ja myös vauhtisokeutta harjoitettua luotottamista kohtaan.

Latvian talouden kuumenemisen ja rahoituskriisin taustalla olevien tekijöiden yksilöiminen onkin huomattavasti subprime-kriisiä haastavampaa. Yksiselitteisesti voidaan kuitenkin todeta, että subprime-tyyppisiä luottoja Latviassa ei myönnetty. Toinen merkillepantava tekijä on, että Latviassa toimivat pankit eivät mainittavasti osallistuneet Yhdysvaltain subprime-markkinoille, eivätkä subprime-kriisin vaikutukset päässeet virtaamaan tätä kautta voimakkaasti Latvian rahoitusmarkkinoille.

Latvian rahoituskriisin puhkeamisen taustalla voidaan nähdä olevan ainakin markkinatalouden pelisääntöjen opettelua, jonka Latvia on tässä tapauksessa tehnyt ”kantapään kautta”. Voidaan myös nähdä, että Latvia ei ole osannut tai ei ole halunnut nähdä niitä vaaran merkkejä, joita talouskehityksessä olisi pitänyt havaita.

Latvian rahoituskriisin syinä pidetään yleisesti myös epäpätevää ja Euroopan huonointa hallitusta, joka ei välittänyt niistä indikaattoreista, jotka ennakoivat tulevaa. Latvian kriisiä edeltänyt hallitus ei kuunnellut talouden asiantuntijoita ja esimerkiksi jatkuvasti kasvavaa inflaatiota ei pidetty ongelmana. Latvian silloinen hallitus oli myös ehdottoman kokematon. Baltian maiden tilanteita tulkittaessa on usein todettu, että Viron suhteellisesti parempi selviäminen on osaltaan Suomen ansiota, joka on toiminut Viron ”kummisetänä”. Latvia taas on jäänyt täysin yksin ja kohdannut markkinatalouden haasteet tilanteessa, jossa maalla ei ole ollut riittäviä valmiuksia selvitä niistä edes tyydyttävällä tavalla. (Rislakki, radiohaastattelu 24.3.2010.)



## 5 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tutkimuksessa on tutkittu Latvian rahoituskriisiä globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. Tutkimuksen taustalla ovat olleet taloustieteelliset teoriat, joista tärkeimpinä makrotaloustieteellinen trilemma ja Hyman P. Minskyn rahoituskriisiteoria. Tutkimuksen kohteena ollutta Latvian rahoituskriisiä on suhteutettu tutkimuksessa käytettyihin teorioihin ja selvitetty valittujen teorioiden relaatiota tutkittavaan kohteeseen. Latvian rahoituskriisiä tutkittaessa ruotsalaispankkien osuus on nostettu vahvasti esille. Ruotsalaispankkien toiminnalle on annettu tarkoituksella tutkimuksessa keskeinen asema, vaikka ruotsalaispankkien toiminnalla ei kuitenkaan lopulta ole poikkeuksellisen suurta vaikutusta Latvian talouden kriisiytymiseen.

Tutkimuksessa Yhdysvaltain subprime-kriisiä on käytetty Latvian rahoituskriisin integroimiseksi globaaliin talouteen. Tutkimuksessa on tutkittu subprime-kriisin relaatiota Latvian rahoituskriisiin. Yhdysvaltain subprime-kriisin relaatio Latvian talouteen ja Latviassa puhjenneeseen rahoituskriisiin on kuitenkin tutkimuksessa havaittu jokseenkin vähäiseksi.

Tutkimuksessa on havaittu selvästi, että makrotaloustieteellinen trilemma on vaikuttanut Latvian talouteen voimakkaasti. Koska Latvia on sitonut valuuttansa latin kiinteällä vaihtokurssilla ERM II vaiheessa euroon ja koska EU:iin liittyminen on automaattisesti merkinnyt pääomien vapaata liikkumista, on Latvia tästä johtuen makrotaloustieteellisen trilemman mukaisesti menettänyt itsenäisen rahapolitiikan, joka on näkynyt mm. hallitsemattomana inflaationa ja korkokehityksenä.

Koska on tiedossa, että Latvialla oli EU:iin liittyessään tavoitteena liittyä mahdollisimman nopeasti euro-alueeseen, niin tutkimuksessa on päädytty johtopäätökseen, jossa Latvia on tietoisesti luopunut itsenäisestä rahapolitiikastaan. Tutkimuksessa on todettu, että Latvia on luultavasti uskonut voivansa liittyä euro-alueeseen niin nopeasti, että itsenäisestä rahapolitiikasta luopumisesta aiheutuvat haitat on laskettu jäävän vähäisiksi. Toisaalta euro-alueeseen liittyminen tarkoittaa myös automaattisesti itsenäisestä rahapolitiikasta luopumista ja on myös mahdollista, että Latvia ei ole nähnyt mainittavaa eroa siinä, hallitseeko Latvian rahapolitiikkaa markkinavoimat vai Euroopan Keskuspankki.

Tutkimuksen yksi keskeinen teoria oli Hyman P. Minskyn luoma rahoituskriisi teoria. Tutkimuksen teossa on alusta lähtien tiedostettu, että Minskyn teoria on luotu suljetuun talouteen kuvaamaan rahoitusmarkkinoiden kriisiytymistä. Latvian talous on mitä suurimmassa määrin pieni avotalous. Tutkimuksessa on myös tietoisesti sovellettu Minskyn teoriaa yksittäiseen ryhmään – ruotsalaisiin pankkeihin – markkinoilla. Minskyn teorian lähtökohtana kun on ollut kuvata rahoitusmarkkinoita kokonaisuutena. Johtuen valitusta tutkimusmenetelmästä, tutkimustulokset eivät ole kaikilta osin täysin yksiselitteisiä ja tutkimustuloksia arvioitaessa on käytetty päättelyä.

Ruotsalaispankkien lähtökohdat olivat alusta alkaen sen kaltaiset, että Minskyn teorian ulottaminen niiden toimintaan ei ollut ongelmatonta. Minskyn teorian soveltaminen mahdollisti kuitenkin ruotsalaispankkien toimintaideologiaan pureutumisen ja sen ymmärtämisen. Tutkimustulosta ei voida pitää täysin yksiselitteisenä, mutta kun otetaan huomioon Minskyn teorian oletukset ja näiden tekijöiden soveltaminen ruotsalaispankkeihin, on tutkimuksessa onnistuttu löytämään varsin paljon tekijöitä, jotka tukevat Minskyn teorian paikkansa pitävyyttä teoriasta ruotsalaispankkien toiminnan taustalla.

Mielenkiintoinen piirre ruotsalaispankkien toiminnan vertaamisessa Minskyn teoriaan on ”carry-trade” piirteen löytäminen, joka on kylläkin Wolfsonin (2002, 396) myöhemmin Minskyn teoriaan tekemä laajennus. Tällä tarkoitetaan sitä, että ruotsalaispankit ovat pystyneet saavuttamaan pitkän aikaa ylisuuria voittoja lainaamalla Ruotsissa talletettuja rahoja latvialaisille, koska Latvian Rigibor-korkotasoa on ollut koko tutkimuksessa käytetyssä vertailu jaksossa ruotsalaisia Stibor-korkoja korkeampi.

Ruotsalaispankkien toimintaa voidaan pitää nimenomaisesti spekulatiiviseen rahoitukseen tähtäävänä, jonka seurauksena Latvian talous on velkaantunut. Velkaantuneesta Latvian taloudesta on seurannut talouden altistuminen erilaisille kriiseille ja shokeille. Minskyn teorian keskeisenä tekijänä ovat kolme peräkkäin tapahtuvaa rahoituskierrosta, joista yksi on spekulatiivinen rahoitus. Kolmesta Minskyn mainitsema rahoituskierrroksesta nimenomaan spekulatiivinen rahoituskierrros on helpoiten todennettavissa ruotsalaispankkien toiminnasta. Minskyn teorian viimeinen rahoitusmuoto ponzirahoitus ei ole ruotsalaispankkien kohdalla ainakaan vielä toteutunut ja Latvian tilanteen huomioon ottaen ponzirahoitukseen ei ole ollut, eikä nähtävissä olevassa tulevaisuudessa myöskään ole, mahdollisuutta.

Ponzirahoituksen puute ruotsalaispankkeilta on se tekijä, joka asettaa Minskyn teorian soveltuvuuden epäilyksenalaiseksi. Tutkimuksessa on kuitenkin todettu, että Latvian taloustilanteen huomioon ottaen ponzirahoitukseen ei olisi ollut mahdollisuutta. Halukkuutta ponzirahoitukseen puolestaan olisi voinut olla. Lopputuloksena Minskyn teoriasta voidaan löytää erittäin paljon yhteneväisyyksiä ruotsalaispankkien toimintaan. On myös perusteltua ajatella, että teorian täydellinen soveltuvuus kuvamaan ruotsalaispankkeja olisi ollut varsin epätodennäköistä, sillä Minskyn teorian lähtökohdat ovat kuitenkin luotu niin toisen tyyppiseen ympäristöön. Minskyn teoriaa voidaan kuitenkin pitää erittäin toimivana teoriana pohdittaessa ruotsalaispankkien toimintaa, kunhan muistetaan ottaa Minskyn teoriaan liittyvät rajoitukset huomioon.

Tutkimuksessa on pyritty löytämään relaatioita sekä olemassa oleviin teorioihin että ympäröivään maailmaan. Valitut teoriat ovat korreloineet varsin voimakkaasti tutkittavan kohteen kanssa ja voidaankin perustellusti sanoa, että Latvian rahoituskriisi noudattelee varsin hyvin olemassa olevaa taloustieteen teoriaa. Tutkimuksessa pyrittiin myös löytämään relaatio Latvian rahoituskriisin ja ympäröivän globaalien ulottuvuuden välillä. Erityisen tarkasti pohdittiin Latvian rahoituskriisin relaatiota Yhdysvaltain subprime-

kriisiin. Huolimatta löydettyistä yhtymäkohdista ja monien globaalien talouteen kohdistuvien kriisien ilmentymisestä ajallisesti varsin samaan aikaan, ei voimakasta relaatiota voida tässä kohtaa tunnistaa.

Voidaan perustellusti sanoa, että globaaleja rahoitusmarkkinoita ravistelleet kriisit ovat nopeuttaneet ja kenties myös syventäneet Latvian rahoituskriisiä. Tutkimuksessa käytetyn aineiston perusteella voidaan kuitenkin varsin luotettavasti todeta, että Latvian talous- ja rahoitusmarkkinat olisivat kriisiytyneet joka tapauksessa ennemmin tai myöhemmin, myös ilman globaaleja rahoituskriisejä tai maailmanlaajuista taantumaa.

On kuitenkin selvää, että maailmantalouden taantuma on syventänyt Latvian ahdingkoa ja Latvian talouden elpyminen tulee olemaan erittäin voimakkaasti kytköksissä maailman talouden elpymiseen. Maailmantalouden elpyminen kohtuullisen nopeassa aikataulussa voisi tarkoittaa Latvian taloudessa sitä, että pohjakosketus maan taloudessa olisi saavutettu. Latvian talouden elpyminen on kuitenkin erittäin hidaskäyttöinen ja raskas prosessi. Maailmantalouden elpymisen pitkittyminen puolestaan vaikuttaisi Latvian talouteen luultavasti erittäin negatiivisesti.

Tutkimuksessa on käsitelty etupäässä Latvian rahoituskriisin taustalla olevia syitä ja verrattu Latvian kehitystä olemassa oleviin teorioihin. Tutkimuksessa huomattavasti vähäisempään rooliin ovat jääneet rahoituskriisin taloudelliset seuraukset. Tutkimuksessa ei ole myöskään otettu kantaa sosiaalisiin eikä eettisiin kysymyksiin, jotka tämän tyyppisissä kriiseissä nousevat aina esille.

Rahoituskriisin taloudellisia seurauksia voidaan yrittää arvioida jo tässä vaiheessa, mutta oikea ajankohta seurauksien arviointiin tutkimusmielessä on kuitenkin vasta kriisin päättymisen jälkeen, jolloin seuraukset on jo nähtävissä kokonaisuudessaan. Rahoituskriisin sosiaaliset ja eettiset ulottuvuudet ovat Latvian sosiaaliturvan tason ja yhteiskuntarakenteen huomioon ottaen erittäin keskeisessä asemassa Latvian rahoituskriisin arvioinnissa. Moniin sosiaalisiin ja eettisiin asioihin olisi mahdollisuus paneutua jo nyt, mutta tutkimusmielessä myös tällä osa-alueella parhaimpiin tutkimustuloksiin on mahdollista päästä kuitenkin vasta kriisin päätyttyä. Sosiaalisia ja eettisiä kysymyksiä tutkittaessa on tärkeää muistaa, että näihin liittyvät ongelmat eivät tyypillisesti lopu rahoituskriisin päättymisen yhteydessä, vaan huomattavasti tätä myöhemmin.

Jatkotutkimusmahdollisuuksia pohdittaessa Latvian rahoituskriisin seuraukset olisivat luonteva tapa jatkaa aiheen tutkimista. Myös sosiaalisten ja eettisten kysymysten ja ennen muuta näihin liittyvien ongelmien tutkiminen olisi erittäin hyvä jatkotutkimuksen kohde. Molemmissa jatkotutkimusmahdollisuuksissa nyt tehty tutkimus toimisi hyvänä pohjana ja antaisi tarvittavaa taustaa tutkimukselle.

## LÄHTEET

- Ahokas, Jussi. *Globaalin talouskriisin syyt ja seuraukset* 12.11.2008  
<<http://gsdsuomi.wordpress.com/2008/11/12/globaalin-talouskriisin-syyt-ja-seuraukset/>> haettu 27.3.2010
- Andersson, Robert (2008) Foreign ownership shields sector in Latvia. *Financial Times, London* 2.4.2008, 4.
- Burrell, Gibson – Morgan, Gareth (1979) *Sociological Paradigms and Organisational Analysis*.
- Choi, Gyu Woon – Cook David (2002) Liability dollarization and the Bank Balance Sheet Channel. *IMF Working Paper WP/02/141*
- Euroopan Keskuspankki (2008) *Lähentymisraportti toukokuu 200*. Euroopan Keskuspankki: Frankfurt
- Euroopan Keskuspankki, *Vastauksia yleisimpiin kysymyksiin EU:n laajentumisesta ja talous- ja rahaliitosta (EMU)*  
<<http://www.ecb.int/ecb/enlargement/html/faenlarge.fi.html#l5>>, haettu 23.1.2010
- Euroopan Parlamentti, *Faktatietoja*  
<[http://www.europarl.europa.eu/factsheets/6\\_3\\_2\\_fi.htm](http://www.europarl.europa.eu/factsheets/6_3_2_fi.htm)>, haettu 23.1.2010
- Gozzi, Giovanni – Nissanke Machiko (2009) *Macroeconomic Trilemma and Capital Controls: Revisiting the Malaysian Experience*
- Hempton, John (2009) Latvia in Crisis; Threatens to Stiff Swedish Banks with Mini-Jubilee  
<<http://www.nakedcapitalism.com/2009/10/latvia-in-crisis-threatens-to-stiff-swedish-banks-with-mini-jubilee.html>>, haettu 16.10.2009.
- Hasko, Harri. Nauhoittamaton puhelinkeskustelu T. Haapavuoren kanssa 5.10.2009
- Hess, Lisa W. (2009) LATVIAN LINCHPIN. *Forbes*, Vol. 184, No: 3, 106.
- Kasanen, Eero – Lukka, Kari – Siitonen Arto (1991) Konstruktiivinen tutkimusote liiketaloustieteissä. *Liiketaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 40, No: 3, 301–329.
- Kiander, Jaakko – Vartia, Pentti (1998) *Suuri lama*. Etna: Helsinki
- Koskenkylä, Heikki – Vesala, Jukka (1994) Suomen talletuspankit 1980-1993 ja kriisin vuodet. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 90, No: 1, 171–187
- Latvijas komercbanku darbības rādītāji 2009.gada 2.ceturksnī – aktīvi, kredīti, depozīti, rezerves, peļņa. <<http://www.emulators.lv/zinas/latvijas-komercbanku-darbibas-raditaji-2009gada-2cetursni-aktivi-kredit-depoziti-rezerves-pelna/>>, haettu 10.1.2010

- Lordon, Frédéric (2007) Maailma rahoitusmarkkinoiden panttivankina. <<http://www.maailmantalous.net/?q=fi/node/260>>, haettu 10.4.2008
- Lukka, Kari (1991) Laskentatoimen tutkimuksen epistemologiset perusteet. *Liiketaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 40, No: 2, 161–184.
- Määttänen, Niku (2009) *Sisäinen vai ulkoinen devalvaatio Baltiassa?* <<http://blog.hse-econ.fi/?p=611#more-611>>, haettu 24.1.2010
- Okko, Paavo – Kasanen, Eero (1994) Luottosäännöstelystä luottotappioihin. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 90, No:2, 160–170.
- Reinhart, Carmen M. – Rogoff Kenneth S. (2008) *Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison*
- Reinikainen, Veikko (2001) *Kansainvälinen talous*. Taloustieto Oy: Helsinki
- ROZENTĀLS-SEURA, *Latvian historia* <<http://www.rozents-seura.fi/latvianhistoria.htm>>, haettu 23.1.2010
- Salemi, Michale K. – Hansen Lee W. (2005) *Discussing Economics*. Edward Elgar Publishing: Massachusetts
- Schumer, Charles E. – Maloney Carolyn B (2007) *The Subprime Lending Crisis*
- SEB Indexes <<http://www.seb.lv/en/private/services/currency/rates/rigibor/>>, haettu 24.1.2010
- Riksbank, *Stibor Fixing* <<http://www.riksbank.com/templates/stat.aspx?id=17186>>, haettu 24.1.2010
- Rislakki, Jukka. Yle Radio 1 *Tuntematon Latvia - Latvian historiaa. Osa 5/5* 24.3.2010 klo 11.05
- Swedbank Facts Q3 <[http://www.swedbank.com/idc/groups/public/documents/financial/cid\\_008141.pdf](http://www.swedbank.com/idc/groups/public/documents/financial/cid_008141.pdf)>, haettu 10.1.2010
- Ward, Andrew (2009) Latvia issues warning to Swedish banks; <[http://www.ft.com/cms/s/bceac44a-ef3d-11de-86c4-00144feab49a,dwp\\_uuid=7c485a38-2f7a-11da-8b51-00000e2511c8,print=yes.html](http://www.ft.com/cms/s/bceac44a-ef3d-11de-86c4-00144feab49a,dwp_uuid=7c485a38-2f7a-11da-8b51-00000e2511c8,print=yes.html)>, haettu 10.1.2010
- Vartiainen, Juhana (1993) Pankkikriisin opetuksia. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 89, No: 1, 93–99.
- Vihriälä, Vesa (1992) Rahoituskriisi pikemmin kuin luottolama. *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 88, No: 3, 375–379..
- Vihriälä, Vesa (1993) Suomen pankkikriisi – mitä opimme? *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, Vol. 89, No: 4, 581–589.

Wolfson, Martin H. (2002) Minsky's theory of Financial Crises in a Global Context.  
*Journal of Economic Issues*, Vol. XXXVI, No: 2, 393–400.