

Luottokuplan syistä*

VESA VIHRIÄLÄ

VTL (väit.)

Pellervon taloudellinen tutkimuslaitos

Suomen talouden lama 90-luvun alussa ja sen mukanaan tuoma massatyöttömyys ovat kiistatonta suurin Suomea kohdannut taloudellinen onnettomuus sotien jälkeen. Kun pientenkin onnettomuuksien sattuessa nousevat esiin kysymykset syistä - ja syyllisistä - ei ole yllättävää, että näiden etsintä on ollut varsin aktiivista myös nyt koetun laman osalta. Puutetta ei myöskään ole ollut virheistä, joita on nähty kriisin hallinnassa.

Kriisin syistä on kolme perustulkintaa. Yksi on nähdä se yksinomaan ulkoisten tekijöiden aiheuttamana. Tärkein tällainen tekijä on idänkaupan loppuminen. Kutsuttakoon tätä shokkitulkinnaksi.

Toinen selkeä tulkinta on pitää koettua finanssikriisiä ja lamaa seurauksena voittoa tavoittelevien, vajavaisen informaation varassa päätöksiä tekevien talousyksiköiden koordinoimattomasta toiminnasta. Tätä selitystä voi ehkä parhaiten kutsua markkinatalouden luontaisen

epävakauden tulkinnaksi.

Kolmanneksi talouden poikkeuksellisen nopea kasvu ja sitä seurannut romahdus voidaan nähdä suorana seurauksena virheellisestä politiikasta. Nämä virheet voivat koskea yhtä hyvin makropolitiiikkaa ts. raha- ja finanssipolitiiikkaa kuin verojärjestelmään liittyviä kannustimia tai rahoitusmarkkinoiden sääntelyä.

Helppo tapa saada aikaan kattava kokonais selitys kuplan syntymisestä ja puhkeamisesta on todeta, että kaikki kolme perustekijää vaikuttivat. Tämä on myös mitä ilmeisemmin totta. Mutta. Tapahtumien kuittaaminen näin ei tietenkään ole tyydyttävää. Jotta tapahtuneesta voisi jotain oppia, on syytä pyrkiä arvioimaan eri tekijöiden roolia hieman tarkemmin.

Tutkimukseni pyrkii tuomaan aineksia tällaiseen arviointiin yhdeltä nurkalta: pankkien luotontarjontakäyttäytymisen osalta. Sekä luontaisen epävakauden selitykseen että virheellisen politiikan selitykseen liittyy käsitys, että yksityinen sektori ylivelkaantui 80-luvun jälkipuoliskolla ja että vastaavasti 90-luvulla velkoja on vähennetty liiallisesti - joko pakosta

*Lectio praecursoria Helsingin yliopistossa 8.2.1997

tai vapaaehtoisesti. Tutkimukseni keskeinen kysymys kuuluukin: Oliko pankkien luotonantaja jossain mielessä liiallista 80-luvun lopulla ja liian vähäistä 90-luvun alussa?

Koko pankkisektoria ja keskeisiä pankkiryhmiä koskevien aggregatiivisten havaintojen perusteella näin näyttäisi olleen. Huoollisempi osuus- ja säästöpankkien luotonantajan analyysi osoittaa, että kasvu 80-luvun lopulla oli ceteris paribus sitä voimakkaampaa, mitä huonompi pankkien peruskannattavuus ja vakavaraisuus oli. Tilastollisen yhteyden voimakkuuden takia sattuma ei ole uskottava selitys. Vaatii myös mielikuvituksen melkoista venyttämistä ajatella, että vakavaraisuudeltaan huonojen pankkien johto olisi ollut keskimääräistä lyhytnäköisempää/tyhmempää. Havaittu riippuvuus sen sijaan selittyy ns. moral hazard pelillä ts. pankkien tietoisella riskinotolla. Kun omaa pääomaa on vähän, menetyksen onnettomuudessa on vähäinen, mutta voiton mahdollisuus hyvän onnettomuudessa suuri. Moral hazard oli mahdollista, koska pankkien velkojat luottivat saataviensa turvallisuuteen luotonannon riskeistä huolimatta. Säästöpankkien osuuspankkeja selvästi nopeampi luotonannon kasvu on selitettävissä kokonaan tällä kannustinväärityksellä. Siten myös säästöpankkien suuret tappiot ja pääosa pankkituista selittyy analyysini valossa tietoisella riskinotolla.

Sen sijaan 90-luvun alussa luottokantojen supistuminen ei samassa määrin näytä riippuneen pankkien toiminnasta. Pääselitys on pikemminkin luottoasiakkaiden huono luottokelpoisuus ja haluttomuus luoton käyttöön. Hypoteesi pankkien vähäisen oman pääoman aiheuttamasta luottolamasta ei saa tukea.

Tulokset herättävät ainakin kaksi tärkeää kysymystä mahdollisista politiikkavirheistä. Ensinnäkin, mistä johtui, että pankkien velkojat luottivat pankkien turvallisuuteen siinä mää-

rin kuin tekivät 1980-luvun lopulla? Toiseksi, oliko 1990-luvun alun kriisipolitiikka täysin väärää? Sen keskeinen elementtihan oli luottolaman torjunta pankkituella.

Alihinnoiteltua talletusvakuutusta on kirjallisuudessa pidetty 1970-luvulta lähtien tärkeänä pankkien riskinottoa lisäävänä tekijänä. Se on saanut pääselityksen aseman tulkittaessa Yhdysvaltain 1980-luvun säästöpankkikriisiä. Kun Suomessa talletukset on suojattu 100-prosenttisesti vakuusrahastojen turvin ja pankkien maksut rahastoille ovat olleet hyvin alhaisia, on tämä luonteva selitys meidänkin tapauksessamme. Analyysini valossa tästä ei kuitenkaan ole kysymys. Kyse on pikemminkin muun rahoituksen kuin talletusten alhaisesta hinnasta ja helposta saatavuudesta. Yksittäisten säästöpankkien osalta tämä näyttäisi puolestaan johtuneen keskeisesti Skopin harjoittamasta politiikasta. Skop oli mitä ilmeisimmin valmis lainaamaan rahaa säästöpankeille markkinakorolla käytännöllisesti katsoen rajoituksetta, ryhmätasolla määritellyn kasvustrategian toteuttamiseksi. Skopin käyttäytyminen poikkesi tältä osin ratkaisevasti osuuspankkiryhmän keskusrahailaitoksen Okon verraten tiukasta rahoituspolitiikasta.

Miksi sitten Skop käyttäytyi niin kuin teki? Jälleen voi ajatella mahdollisuudeksi sattumaa, tyhmyyttä ja tietoista riskinottoa. Kun havaintoja Skopista (säästöpankkiryhmästä kokonaisuutena) on vain yksi, päättely ei voi perustua tilastolliseen analyysiin kuten yksittäisten säästö- ja osuuspankkien kohdalla. Anekdoottievindenssi ja esimerkiksi Antti Kuusterän säästöpankkihistoria tarjoavat tukea kaikille vaihtoehdoille. Tietoinen riskinotto ja riskien aliarviointi ilmeisestikin kietoutuivat toisiinsa lähes erottamattomalla tavalla. Aggressiivisesti luottoja markkinoineen pankin toiminta nostettiin esimerkiksi muille: Pelimallimme lähtee kan-

nattavasta myynnistä, johon sitten hankitaan myytävää tavaraa aivan samalla tavalla kuin kauppias, joka huomaa toppatakkien menevän kaupaksi, tilaa niitä lisää. Ei sanaakaan siitä, että toppatakkien ja lainojen riskiominaisuudet myyjän kannalta saattavat poiketa toisistaan. Kun kuitenkin muistaa pankkitoiminnan - käsitteäkseni lähes ikimuistaisen - peukalosään-
nön, jonka mukaan nopea kasvu ja riskit kulkevat käsi kädessä, on riskien sivuuttamista vaikea pitää pelkkänä tyhmyytenä. Erityisen selkeä dokumentti tältä osin on Skopista säästöpankeille keväällä 1989 lähtenyt suosituskirje, jonka mukaan luotonantoa tuli kasvattaa nyt, kun muut sitä makrotilanteen heikennyttyä ja rahapolitiikan kiristyttyä alkoivat riskien pelossa jarruttaa.

Olkoot Skopin ja säästöpankkiryhmän toiminnan motiivit mitkä tahansa, jäljelle jää kysymys, miksi rahoittajat saattoivat luottaa säästöpankkiryhmään. Historiallinen kokemus suomalaisten pankkien kyvystä selviytyä veloistaan ja optimistinen ajan henki (Suomi Euroopan Japani jne.) ovat varmasti tärkeitä tekijöitä, vaikka tällaisten seikkojen merkitystä onkin lähes mahdotonta todistaa. Mutta, kyse on tukkurahan markkinoilla toimivista koti- ja ulkomaisista sijoittajista. Tällaisten ammattimaisten sijoittajien pitäisi olla hyvin perillä pankkitoiminnan riskeistä. Onkin vaikea välttyä ajatukselta, että luottamuksen taustalla oli ainakin osaksi usko siihen, ettei julkinen valta sallisi Skopin tapaisten pankkien joutua maksukyvyttömmiksi. Markkinakuria ei syntynyt, koska oli olemassa takaaaja.

Suomen pankkijärjestelmän keskittyneisyyden valossa tämä ns. too big to fail -ongelma oli ilmeinen. Onhan suurten pankkien konkursit pyritty välttämään hinnalla millä hyvänsä paljon vähemmänkin keskittyneissä järjestelmissä. Mutta ikävä kyllä viranomaisten toi-

menpiteet näyttäisivät vain vahvistaneen tätä ennakkokäsitystä. Mitä muuta viestitti esimerkiksi kassavarantovelvoitteen korkorasituksen lievennys pankeille juuri ennen luottobuumin alkua 1986, kun korkeilla koroilla onnistuneesti torjuttiin devalvaatiopekulaatio? Tähän onnistumiseen liittyy myös se traaginen piirre, että samalla tuli virheellisesti vahvistetuksi luottamusta markan vaihtokurssin pysyvyyteen. Toinen ongelmallinen seikka oli pankkien sijoitustodistusten yhtäläinen käsittely ja rinnastus keskuspankin omaan paperiin 1987 käynnistyneissä markkinaoperaatioissa. Se kertoi samaa turvallisuuden viestiä.

Jos ja kun too big to fail -ongelman takia markkinakurin varaan ei ollut paljon laskettavissa, säätelyllä ja valvonnalla oli erittäin vaativa tehtävä. Sitä ei lainkaan helpottanut liberaalisoimisen huumaannuttama ilmapiiri, jossa sekä lainsäädännön että viranomaisvalvonnan puuttaminen rahoitusbisnekseen nähtiin ei vain kiu-sallisena vaan myös älyllisesti jälkijättöisenä. Valvontaviranomaisen tulkinnat vietiin mieluummin oikeuteen kuin pyrittiin löytämään yhteinen käsitys riskien hallinnasta. Mutta mielestäni ei voi myöskään väistää kysymystä, oliko valvontaviranomaisen varovaisuus osin itse valittua, halua pitäytyä mahdollisimman tiukasti laillisuusvalvontaan myös silloin kun muuhunkin olisi ollut mahdollisuuksia. Uskoakseni aiheesta on tehtävissä kiinnostavaa oikeustieteellistä tutkimusta, ja ainakin yksi kysymystä sivuava hanke onkin jo meneillään.

Kuluvan vuosikymmenen alun pankkikriisi asetti sitten julkisen suojaverkon laajuuden ja luonteen todelliseen testiin. Tiedämme lopputuloksen. Suojaverkkoon luottaneet toimivat hyvin perustein. Tämän kokemuksen ja pankkijärjestelmän entistäkin suuremman keskittyneisyyden valossa velkojien tuottamaa markkinakuria pankkien käyttäytymiseen on

turha odottaa jatkossakaan.

Olisiko siis kriisin koittaessa pitänyt toimia toisin, varsinkin kun tulosten mukaan pankkien pääoman puutteesta johtuvaa luottolamaakaan ei ilmennyt? Ei ja kyllä.

Emme tietenkään varmuudella tiedä, mitä olisi tapahtunut, jos esimerkiksi Skopin olisi sallittu ajautua konkurssiin syksyllä 1991. Makrotilanteen huomioon ottaen seurauksien vakavuutta tuskin voi kuitenkaan liioitella. Niinpä oli mielestäni viisas ratkaisu, ettei koeseen ryhdytty. Eipä halukkuutta tällaiseen kokeelliseen tutkimukseen löytynyt suhteellisesti paljon pienempiä shokkeja kokeneissa Ruotsissa, Norjassa, Yhdysvalloissa tai Japanissa. En siis usko, että pankkien velkojan suojasta kiinnipitämiselle loppujen lopuksi oli vaihtoehtoja.

Mutta tämänkin jälkeen jää paljon avoimia kysymyksiä pankkituen toteutuksesta. Suomessa ei kauttaaltaan pidetty kiinni vaatimuksesta, että kaiken tuen ehtona olisi omistusoikeuden siirtyminen julkiselle vallalle, kuten tapahtui Norjassa. Kuitenkin, silloin kun velkojen valvontaan perustuvaan markkinakuriin ei ole mahdollisuuksia, moral hazardin rajoittamisen täytyy perustua omistajien ja pankkien johdon vastuun toteuttamiseen. Tällä vaatimuksella on vahva tuki akateemisessa kirjallisuudessa. Myös oman tutkimukseni teoreettiset tarkastelut tukevat vaatimusta, että omistajien tulee kantaa ensisijainen riski pankin tappioista.

Mutta täysin yksiselitteinen asia ei ole. Kirjallisuudesta löytyy perusteita myös kärsivällisyydelle ja lieväehtoiselle tuelle. Tällainen tuki voi kannustaa omistajia panostamaan vaikeuksiin joutuneeseen yritykseen. Suomessa Risto Murto on käsitellyt aihetta äskettäin väitöskirjassaan. Suomen pankkikriisin hallinnassa tämä linja näkyi ennen kaikkea ns. yleisessä 8 mrd. pääomasijoituksessa ja erilaisissa takauk-

sisissa. Ruotsissa takaukset olivat keskeisiä. Käsitökseni on, että sekä yleinen pääomasijoitus että takaukset ml. eduskunnan ponsi olivat olennaisia tekijöitä, jotka mahdollistivat pankkien oman pääoma hankinnan markkinoilta, ml. liikepankkien osake-emissiot. Kunnes tutkimus toisin osoittaa, pidänkin näitä tukimuotoja olosuhteisiin nähden onnistuneina, kustannustehokkaina ja vain vähän kilpailua vääristäneinä tapoina turvata luottamuksen säilyminen rahoitusjärjestelmän ytimeen. Viranomaisten kohtaamat vaikeudet - väistämättä julkiseen holhoukseen ajautuneiden - Skopin ja SSP:n hallinnoinnissa ja alasajossa eivät rohkaise pitämään tätä vaihtoehtoa erityisen houkuttelevana.

Mutta vaikka halua olisikin, on vaikea löytää perusteita kaikille tukiratkaisujen piirteille. Yksi esimerkki on STS-pankin omistajien sama hinta nettoarvoltaan selvästi negatiivisesta pankista. Toinen on Ekan ja Elannon säästökassatallettajien täysi suojaaminen. Vaikka kohtuullisuussyistä pitkäaikaisille säästökassatallettajille olikin aiheellista maksaa ainakin pääosa talletuksista julkisin varoin, on vaikea löytää pitäviä perusteita valtion antamalle suojalle korkeilla koroilla viime vaiheessa tehdyille suurtalletuksille. Kassat eivät olleet millään tavoin keskeinen osa rahoitusjärjestelmää, eikä niillä ollut muodollista talletussuojaa.

Vaikka pankkikriisistä ja varsinkin pankkietuudesta on kirjoitettu runsaasti, lähinnä tutkivan - ja hutkivan - journalismin keinoin, ei huolellista kokonaisanalyysiä ole vielä tehty. Teema on kuitenkin tärkeä, mutta samalla vaikea. Kaikki olennainen tieto ei ole julkista. Toisaalta varsinkin moral hazard -näkökulmasta yhtä tärkeää kuin itse tuloksen arviointi, on myös menettelytapojen arviointi. Kriisin kattava käsittely edellyttääkin paitsi taloustieteen myös historian tutkimuksen, politologian ja jo tode-

tun oikeustieteen menetelmien käyttöä.

Itse pankkituen ohella toinen keskeinen kriisipolitiikan kysymys oli velallisten tilanne. Laman syvyyden ja keston makrotaloudellisissa selityksissä on keskeinen asema ns. velkadeflaatiolla, ts. omaisuusarvojen alenemisesta aiheutuvalle kotitalouksien ja yritysten taseiden heikkenemisellä. Myös oman tutkimukseni tulokset tukevat käsitystä asiakkaiden taserakenteiden merkityksestä. Tästä näkökulmasta parasta kriisipolitiikkaa olisi ollut tukea tavalla tai toisella velallisia.

Suosittu, ja moraaliseltsä kannalta ymmärrettävä vaatimus kriisivuosina oli, että pankkituen sijasta rahat olisi tullut antaa pankkien velallisille. Näin olisi paitsi helpotettu velkadeflaatiota suoraan, myös autettu samalla välillisesti pankkeja. Ikävä kyllä tästä ei olisi ollut ongelman ratkaisuksi. Tasainen, esimerkiksi 50 miljardin pro rata lahjoitus kaikille velallisille ei olisi auttanut riittävästi vaikeuksissa olevia asiakkaita. Karsintaa olisi ollut pakko suorittaa; myös siksi, että huonojen yritysten onkin karsiuduttava. Tällaiseen ei viranomaisilla luonnollisestikaan ole resursseja laajassa mitassa. Asiakkaiden luottokelpoisuuden arviointi on juuri rahoitusjärjestelmän tehtävä. Lisäksi yksi viranomaisten toteuttama tukiohjelma viittaa siihen, ettei sopivia tukikohteita olisi ollut löydettävissäkään määrättömästi. Valtiontakuukeskuksen vuosien 1993 - 1995 vakauttamiskausohjelmaan löydettiin kelvollisia kohteita yhteensä alle miljardin takauksille, mikä alittaa selvästi myöntämisvaltuuden 3.5 mrd.

Toinen kysymys on, olisiko makrotalouspolitiikalla ollut lievennettävissä velkadeflaation etenemistä. Finanssipolitiikan lisäkevennys yllsen vajeen mihin automatiikka johti, tuskin olisi ollut realistinen vaihtoehto. Eräät havainnot viittaavat siihen, että jo toteutunutkin velkaantumiskehitys saattoi toimia deflatorisesti kor-

kojen kautta. Tosin taaskaan veromuutosten ajoittuminen ei ollut paras mahdollinen: asuntoluottojen verokohtelun kiristyminen ja arvonalisäveron asettaminen palveluille keskellä lamaa tuskin olivat eduksi.

Entä olisiko selvästi kevyempi rahapolitiikka auttanut? Suomen tavoitin velkakuplan puhkeamisesta kärsineissä Yhdysvalloissa harjoitettiin vuosikymmenen alussa erittäin kevyttä politiikkaa. Tämän on yleisesti arvioitu helpotaneen velallisten asemaa tuntuvasti ja samalla estäneen laajan pankkikriisin puhkeamisen. Kevyt rahapolitiikka ei myöskään johtanut inflaation kiihtymiseen. Mielestäni kysymys Suomessa harjoitetusta rahapolitiikasta on oikeutettu: pyrkimys puolustaa valuuttakurssia johti kysyntä- ja inflaatiotilanteeseen nähden erittäin korkeisiin korkoihin. Mutta on varottava tekemästä liian pitkälle meneviä johtopäätöksiä. Suomen tilanne poikkesi yhdessä olennaisessa mielessä Yhdysvalloista. Suurella joukolla kotimaan markkinoilla toimineista yrityksistä oli vuosikymmenen alussa runsaasti valuttamääräistä velkaa. Jo toteutunut markan arvon aleneminen nosti näiden yritysten velka- taakkaa rajusti. Anekdoottievidenssi liittää monien yritysten konkurssit juuri tähän tekijään. Toteutunutta kevyempi rahapolitiikka olisi vain voimistanut tätä deflatorista vaikutusta. Mielestäni rahapolitiikan rooli onkin tältä osin vielä avoin. Tutkimukselle tarjoutuu tässä mielenkiintoinen haaste.

Pyrkimys eritellä koetun kriisin syytä sattumista, markkinamekanismin luontaisesta epävakaudesta ja politiikkavirheistä aiheutuneisiin tekijöihin on periaatteessa hyödyllistä kolmesta syystä. Poliitiikkavirheitä voi yrittää olla toistamatta. Markkinamekanismin puutteellisuuksiin voi yrittää vaikuttaa. Ja sattumiin voi yrittää varautua.

Tutkimukseni viittaa tietoisien riskinoton tar-

keyteen ja julkisen vallan pankkien velkojille antaman implisiittisen suojan merkitykseen tämän mahdollistajana. Tämä on tietyllä tavalla lohdutonta, koska pankkijärjestelmän rakenneuutos ja koetun kriisin vahvistamat odotukset tekevät äärimmäisen vaikeaksi päästä eroon virheellisistä riskikannustimista. Yritettävä kuitenkin on. Yksi asia näyttäisi käyvän yli muiden: velkoihin liittyvää markkinakuria ja aina väistämättä epätäydellistä valvontakuria tarvitaan sitä vähemmän, mitä enemmän rahoituslaitoksella on omia varoja. Vakavaraisuusvaatimusten tiukentamista edelleen, tarpeen vaatiessa yli kansainvälisten normien ei tulisi sulkea pois. Tärkeää on myös vakavaraisuuden valvonta ja selkeät sanktiot, silloin kun vaatimuksia ei täytetä. Jos tällä suunnalla ei uskota etenemismahdollisuuksiin, ainoa tie lienee pyrkiä olennaisesti vähentämään Suomen talouden riippuvuutta kotimaisista rahoituslaitoksista.

Velkadeflaatio on tietyssä mielessä ilmaus markkinamekanismin puutteellisesta toiminnasta: taserakenteet vaikuttavat käyttäytymiseen kärjistäen ulkoisten shokkien vaikutuksia. Mutta myöskään tältä osin ei itse ongelmalle ole paljon tehtävissä. Taserakenteiden merkitys perustuu keskeisesti sisäänrakennettuihin informaatio-ongelmiin. Kohtuuton ei kuitenkaan liene toive, että makropolitiikalla ei ainakaan voimistettaisi varallisuushintojen sinänsä luon-

nollisia nousuja ja laskuja. Erityisen suotavaa tämä on buumivaiheessa, jolloin suuret riskipositiot kokemuksen mukaan luodaan.

Mutta vaikka viranomaistukeen liittyvät kannustinvääristymät voitaisiin välttää ja makropolitiikassa vältettäisiin isot politiikkavirheet (annetulla informaatiolla), epäilen, että rahoitusjärjestelmää heiluttelevia kuplia syntyy jatkossakin. Tieto tulevasta ei ole vain epätäydellistä, vaan kulloinenkin ajan henki näyttää pitkälle määräävän miten asioihin pitää suhtautua, mitkä riskit ottaa vakavasti, millaisia vaihtoehtoja yleensäkin pohtia. Saattaa olla, etteivät asiat tältä osin voi paljon muuttua. Mutta jos toivetta muutoksesta on, se kohdistuu ennen kaikkea akateemiseen yhteisöön. Sillä on korvaamaton tehtävä kyseenalaistaa kulloinkin ainoaksi totuudeksi nouseva näkemys. Olkoon kyse sitten mahdottomuudesta, että suuri pankki menisi konkurssiin tai pieni valuuttakelluisi. Tärkein tiedon vähäisyydestä seuraava opetus lienee kuitenkin tarve rakentaa taloudelliset instituutiot niin, että ne kestävät kohtuullisesti myös epätodennäköisinä pidettyjä shokkeja. Sellaiset tuskin loppuvat Neuvostoliiton loppumiseen.