

## Tarkkaa markkaa, kirvesvartta

PERTTI HAAPARANTA

Laman syvennyttyä on alettu pelätä, että kannattavuuskriisiin joutuneet pankit eivät kykene jatkamaan normaalia rahoituksenvälitystä. Talouden lasku jyrkentyisi, kun pankkijärjestelmä ei pystyisi luotottamaan yrityksiä. Tämän vuoksi julkinen valta on päättänyt tukea pankkeja antamalla niille lainaa määräämättömäksi ajaksi. Julkinen valta ei tukipaketissa suoraan sitoutunut vaikuttamaan pankkien päätöksiin, joten tältä osin tuki on ehdoton.

Yleisesti pankkikriisin uskotaan syntyneen sen vuoksi, että muiden yritysten kannattavuus heikkeni kotimaisen kysynnän ja idänkaupan romahtaessa, kun vielä länsimarkkinoiden kysynnän lasku oli kyytipoikana. Samanaikaisesti pankkikriisejä on syntynyt kuitenkin eri puolilla maailmaa maissa, joiden reaalityö ei ole yhtä huonossa kunnossa kuin Suomessa. Näissä maissa kriisin syytä onkin alettu etsiä pankkijärjestelmästä itsestään. Vaikka Suomessa on myös todettu, että pankkijärjestelmässä voi olla vikaa, niin pankkien tukipaketissa tällaista mahdollisuutta ei ole otettu huomioon. Tässä on tehty mahdollisesti vakava virhe; tukipaketti saattaa pahentaa rahoitusjärjestelmän rakenteellisia heikkouksia.

### 1. Ei hätää, nukkukaa rauhassa

USA:ssa pankkikriisin syyksi on useissa selvityksissä todettu talletusvakuutusjärjestelmä<sup>1</sup>. Se on käytännössä toiminut niin, että kaikki

<sup>1</sup> Hyvän kuvan USA:n pankkikriisistä saa artikkeleista *Mishkin* (1992) ja *Shoven ym.* (1992).

talletukset ovat olleet täysin vakuutettuja, vaikka virallisesti vakuutetuille talletuksille on asetettu katto. Vakuutusmaksut eivät myöskään ole riippuneet pankkien ottamista riskeistä: riskipitoisia sijoituksia tehnyt pankki on maksanut samalla tavalla kuin riskittömiä sijoituksia tehnyt pankki. Tämän vuoksi pankkien ei tarvinnut välittää sijoitustensa riskeistä. Lisäksi oli selvää, että jos pankki joutui vaikeuksiin, niin sen kannatti sijoittaa aiempaa vielä riskipitoisempiin sijoituksiin. Tällä tavoin sijoituksille on mahdollista saada poikkeuksellisen hyvä tuotto. Toisaalta, jos sijoitukset epäonnistuvat, niin talletukset on joka tapauksessa turvattu.

Talletusvakuutusjärjestelmä otettiin käyttöön 1930-luvun kokemusten jälkeen, jotta välttyttäisiin sellaisilta pankkipaniikeilta, joissa yksittäisiin pankkeihin uskonsa jostakin syystä menettäneet asiakkaat ryntäävät nostamaan rahansa pois. Ne ovat herkkiä leviämään koko pankkijärjestelmään ja ne ovat itse itsensä ylläpitäviä: jos asiakkaat alkavat nostaa varojaan nopeasti, niin pankki menee konkurssiin, mikä tietysti ainakin jälkikäteen oikeuttaa asiakkaiden huolen. Tällaisten paniikkitilanteiden katsoitiin 1930-luvulla vähintään syventäneen lamaa ja joidenkin näkemysten mukaan jopa aiheuttaneen koko lamakauden. Tämän hetken ongelmat johtuvat siitä, että talletusvakuutusjärjestelmä kuitenkin teki yksittäisille pankeille kannattavaksi koko pankkijärjestelmän näkökulmasta katsottuna liiallisten riskien oton. Vakuutuksen vuoksi tallettajilla ei myöskään ole ollut mitään tarvetta valvoa pankkien toimia.

Myös Suomessa on ollut käytössä talletusvakuutusjärjestelmä, joka suurista institutionaalisista eroista huolimatta on pääpiirteissään ollut samankaltainen kuin USA:ssa ja markkinat ovat sen myös tällaiseksi mieltäneet. Siihen on siis väistämättä liittynyt samanlaisia ongelmia.

Suomessa kuitenkin ehkä suurempi, julkiselta keskustelulta huomiotta jäänyt ongelma on se, että julkinen valta on käytännössä taannut pankkien liikkeellelaskemat sijoitustodistukset 1980-luvun lopulle asti, eikä tilanne vieläkään ole kokonaan muuttunut. Tämä johtuu siitä, että rahapolitiikan säätelyvälineinä käytetään pankkien liikkeellelaskemia papereita eikä julkisia papereita.

Suomessa rahamarkkinoiden likviditeettiä säädellään periaatteessa niin, että Suomen Pankki ostaa (myy) pankkien sijoitustodistuksia halutessaan likviditeetin kasvavan (vähenevän)<sup>2</sup>. Rahamarkkinainstrumentteina käytetään siis yksityisiä papereita, jotka keskuspankki on hyväksynyt likvideiksi kaupankäynnin välineiksi. Niiden hinnoittelu ei ole täysin heijastanut niiden liikkeellelaskijan riskejä. Toisin sanottuna tämä tarkoittaa sitä, että Suomen Pankki on käytännössä taannut nämä paperit, ja kaikki markkinoiden osapuolet ovat hyväksyneet ne likvideiksi kaupankäynnin esineiksi: ne on homogenisoitu<sup>3</sup>. Suomen Pankki ei tietenkään ole taannut sijoitustodistuksia virallisesti, mutta kaikkien markkinaosapuolten on täytynyt ainakin odottaa, että tarvittaessa takuut annetaan. SKOPin kriisin hoito osoitti, että näin on myös toimittu.

<sup>2</sup> Tällä hetkellä avomarkkinaoperaatiot hoidetaan suurimmaksi osaksi ns. REPO-kaupoilla eli takaisinosopimuksilla. Tässä kuvattu järjestely toimi näin puhtaasti vuoteen 1990.

<sup>3</sup> Periaatteessa tällainen täydellinen homogenisointi ei ole välttämätöntä. Jos kuitenkin kunkin pankin paperit hinnoiteltaisiin erikseen, niin keskuspankin avomarkkinaoperaatiot vaikuttaisivat joka tapauksessa oleellisesti niiden riskien hinnoitteluun. Keskuspankin ostot voidaan esimerkiksi tulkita tueksi aina ko. pankille. Tämän vuoksi jonkinlainen homogenisointi on välttämätön, jos rahapolitiikkaa hoidetaan yksityisillä papereilla. Näin riskien hinnoittelu on epätäydellistä.

Suomen Pankin vastapuolia on markkinoilla vähän ja ne ovat kaikki suuria kaupankäyjiä. Tällöin kaikki tietävät, että jos niistä jonkun asema nopeasti heikkenee, keskuspankki tulee apuun estämään koko rahoitusjärjestelmän järkkymisen<sup>4</sup>. Tämä on myös osaltaan johtanut siihen, että pankkien paperit on oletettu ja tiedetty julkisen vallan vakuuttamiksi<sup>5</sup>. Käytännöllä on ollut kolmentyyppisiä seurauksia.

a) Pankit saattoivat odottaa, että ne voivat säädellä omaa likviditeettiään melko pitkälle halujensa mukaan. Tavanomaisissa oloissa tästä ei välttämättä aiheudu ongelmia. Niitä syntyy kuitenkin, jos joku pankki on aggressiivinen markkinoilla tai sen kannattavuus alkaa heiketä. Koska markkinoilla on ollut vain muutama kaupankäyjä, niillä kaikilla on markkina-voimaa siten, että ne ovat voineet pakottaa muut rahoittamaan itseään. Selvimmin tämä tuli näkyviin SKOPin toimissa. Muut pankit kieltäytyivät 1988 ostamasta SKOPin sijoitustodistuksia, mutta Suomen Pankki taivutti ne muuttamaan päätöstään. Tuolloin kyllä SKOPin ja muiden pankkien sijoitustodistusten välille syntyi riskipremio, mutta itse perusongelmaa ei lopullisesti kuitattu.

Markkinavoimat eivät siis voineet ajoissa pakottaa SKOPia järkevän pankkitoiminnan tielle. Lisäksi voidaan kysyä, eivätkö ne jo tuolloin olleet myöhässä. Järjestelmä ei mitenkään kannustanut jatkuvaan valvontaan, koska se häivytti yksittäisen pankin riskin vaikutuksen sen papereiden hinnoitteluun.

b) Pankit ovat periaatteessa voineet huoletta kilpailla yksityisasiakkaista tarjoamalla näille sijoituskohteita, joille on tarjottu liian suuri

<sup>4</sup> Tässä on kyse siitä, että keskuspankki toimii kriisitilanteessa viimeisenä rahoituksen antajana, *lender of last resort*'ina.

<sup>5</sup> Samanlainen vaikutus on ollut myös omaksutulla rahapolitiikan käytännön toteutuksella. Keskuspankki on selvästi lisännyt likviditeettiä aina, kun se on jonkin ulkoisen syyn kuten devalvaatiospekulaation vuoksi vähentynyt. Selvimmin tämä nähtiin syksyllä 1991, jolloin Suomen Pankin politiikka oli selvästi ristiriidassa sen itsensä tavoitteeksi ilmoittaman vakaan markan politiikan kanssa.

tuotto. Jos pankkien sijoitustodistukset on käytännössä täysin vakuutettu ja ne ovat odotaneet, että keskuspankki ostaa niitä lähes rajatta (tai järjestää niille ostajat), niin pankit voivat näin rahoittaa korkokilpailunsa keskuspankin rahoituksella. Tämän vuoksi niiden ei tarvitsisi liiemmästi pohtia, miten ne kykenevät rahoittamaan korkomenonsa. Periaatteessa järjestelmä lähestyisi ns. Ponzi-peliä: korot voitaisiin maksaa ottamalla lisää velkaa.

Suomessa tilanne ei kuitenkaan kehittynyt aivan tällä tavoin. Korkokilpailu kiristyi vuonna 1989, jolloin Suomen Pankki alkoi vaatia pankeilta vakuuksia sijoitustodistuksille. Käytännössä tämä tarkoitti sitä, että keskuspankki ilmoitti muuttavansa pelisääntöjä ja asettavansa rajat sille, kuinka paljon se on valmis ostamaan pankkien sijoitustodistuksia. Koska pankit olivat kuitenkin vielä tuolloin sitoutuneet laajentamaan luotonantoaan, ne joutuivat etsimään rahoituksen yksityisiltä markkinoilta. Tämä johti hallitsemattomaan korkokilpailuun, jossa oli Ponzi-pelin aineksia. Lopputuloksena oli tarpeettoman korkea korkotaso ja nyt näkyviin tullut pankkien kannattavuuden lasku. Näin ongelmallisiksi muotoutuneiden rahamarkkinoiden pelisääntöjen osittainen uudistus johti täsmälleen siihen tilanteeseen, jota uudistuksella oli ehkä yritetty välttää.

c) Koska pankkien sijoitustodistuksille on käytännössä annettu jonkinasteinen julkinen takaus, ne ovat sijoittajien näkökulmasta samankaltaisia sijoituskohteita kuin valtion velkasitoumukset. Koska valtion lyhyet paperit ja pankkien sijoitustodistukset ovat riskiltään samankaltaiset, niiden tuottojenkin täytyy liikkua varsin samansuuntaisesti. Yllä todettiin, että sijoitustodistusten korot ovat nousseet rahoitusjärjestelmän erityispiirteiden vuoksi liian korkeiksi. Tämän vuoksi valtion velkasitoumusten korot ovat olleet korkeammat kuin ne olisivat olleet tilanteessa, jossa keskuspankin ja pankkien välinen likviditeetin säätely olisi hoidettu muuten kuin pankkien sijoitustodistuksilla. On vaikea arvioida, kuinka suuri tämä vaikutus on. Mutta kun valtiovalta nyt etsii säästökohteita, tuntuisi selvältä, että jos pelkästään rahoitusmarkkinoiden toimintatapoja muutta-

malla voidaan säästää, niin muutoksia pitäisi tehdä.

## 2. Likviditeetin valvonta keskuspankille

Pääjohtaja *Kullberg* ilmoitti pankkien tukipaketin julkistamistilaisuudessa, että nyt on turha etsiä syyllisiä. Ehkä yksittäisiä henkilöitä onkin vaikeaa nimetä (vai onko todella?), mutta yksi asia on selvä: koko systeemi on syyllinen. Järjestelmän uusiminen edellyttää, että avo-markkinaoperaatioissa luovutaan kokonaan yksityisten papereiden käytöstä. Vaikka esimerkiksi Suomen Pankin nykyisin käyttämissä REPO-kaupoissa pankit eivät voi käyttää omia papereitaan, niin niiden on helppo tarvittaessa neuvotella keskenään järjestelyistä, joilla ne käyttävät toistensa papereita.

Keskuspankin ja pankkijärjestelmän välisiä suhteita ei voida siis rakentaa yksityisten papereiden varaan. Järjestelmän uusiminen olisi hyvä tilaisuus luoda toimivat markkinat valtion lyhytaikaiselle velalle. Aiheesta keskusteltiin kyllä 1980-luvun lopulla. Tuolloin valtion velka vain pienenemistään pieneni, joten sanoista ei päästy tekoihin. Nyt olisi aika toimia, kun valtion velka vielä menee kaupaksi.

Uudistuksen jälkeen pankkien papereiden tuotot heijastelisivat liikkeellelaskijoiden riskejä. Pankkien arvostukset eri luottokelpoisuusluokituksissa poikkeavat toisistaan. Tämän tulisi näkyä myös markkinoilla, mutta nykytilanteessa se ei ole täysin mahdollista. Tämä on yksistäänkin hyvä syy järjestelmän uusimiseen.

Jos muutoksia ei tehdä, niin nyt esitely pankkien tukipaketti vain pahentaa tilannetta. Paketti toki estää välittömän luottolaman syntymisen tai pahenemisen. Se kuitenkin jatkaa samaa käytäntöä, jossa pankit ovat saaneet rahaa käyttöönsä ilman, että niillä on ollut riittävää tarvetta ja sen vuoksi halua huolehtia kunnolla haltuunsa uskottujen varojen käytöstä. On selvää, että nykytilanteessa julkisen vallan on taattava pankkijärjestelmän toimintakyky, mutta mitään syytä jakaa rahaa ilman ehtoja ei ole. Vähin mitä nyt pitäisi tehdä on, että

järjestelmää muutetaan niin että pankit tietävät, että ne joutuvat tulevaisuudessa itse maksamaan ottamistaan riskeistä. Tämä tulee muistaa myös talletusvakuutusjärjestelmää muutettaessa. Maailmalla ollaan yleisesti muuttamassa rahoitusjärjestelmän toimintasääntöjä tähän suuntaan, eikä meillä ole mitään syytä olla seuraamatta perässä.

*Kirjallisuus:*

- Mishkin F. (1992): »An Evaluation of the Treasury Plan for Banking Reform», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, no. 1, 133—154.
- Shoven J., Smart S. ja Waldfoegel J. (1992): »Real Interest Rates and the Savings and Loan Crisis: The Moral Hazard Premium», *Journal of Economic Perspectives*, vol. 6, no. 1, 155—169.