

# Rahoituskriisi pikemminkin kuin luottolama\*

VESA VIHRIÄLÄ

*Bengt Holmström* analysoi laajasti ja erittäin kiintoisalla tavalla Suomen talouden kriisiä, sen luonnetta, syitä ja ulospääsyn vaihtoehtoja. Rajoitun omassa puheenvuorossani rahoitusjärjestelmän rooliin tässä kriisissä.

Holmström katsoo talouden keskeisimmäksi ongelmaksi yleisön ja erityisesti yritysten vinoutuneen pääomarakenteen, ts. ylisuuren velkaantumisen. Tällä on hänen mukaansa ratkaiseva vaikutus makrotalouden elpymiseen. Arvio on tietyllä tavalla hauska. Makrokehitys riippuu siis seikasta, jonka merkityksettömyyttä todistaa ehkä keskeisin rahoituksen teorian irrelevanssiväite, ns. Modigliani-Miller-teoreema. Samoin rahoitustekijöiden kytkeminen makroanalyyysiin on pitkään ollut huonossa huudossa: empiiristä ad hoc -puuhastelua pahimmasta päästä.

Kukaan tuskin epäilee sitä, että yleisön velkaongelma on olemassa. Tiedot konkurseista, maksuhäiriöistä ja pankkien järjestämättömyistä saamisista osoittavat kiistattomasti, että niin yritykset kuin kotitaloudetkin ovat laajamittaisissa velanhoitovaikeuksissa.

Mutta väite, että kyseessä on tehokkuus- tai makro-ongelma, johon on mahdollisuuksien mukaan syytä pyrkiä puuttumaan, kuten Holmström suosittaa, ei ole saavuttanut ekonomistien keskuudessa jakamatonta hyväksymistä. Äärimmäinen vastakkainen mielipide on ollut, että kyse on rationaalisten taloudenpitäjien ot-

tamien laskelmoitujen riskien realisoitumisesta, joihin pidemmän aikavälin tehokkuussyistä ei ole syytä puuttua millään tavoin. Velanhoitovaikeudet saatetaan kyllä tunnustaa sosiaaliseksi ongelmaksi ja jossain määrin jopa lamaa syventäväksi ja pitkittäväksi seikaksi. Mutta tällöinkin ne ovat väistämättömiä. Vaikeuksiinhan ovat joutuneet ensi sijassa idänkaupan ja suljetun sektorin yritykset, joiden joukossa onkin tapahduttava karsintaa.

Itse olen ongelman luonteesta aika tavalla samaa mieltä kuin Holmström. Tämän vuoksi huomattava osa sanottavastani lähinnä täydentää hänen esitystään. Eräisiin päätelmiin on kuitenkin mielestäni syytä suhtautua vähintäänkin varauksellisesti.

## *1. Luottolama ja rahoitusjärjestelmän kriisi*

Välitön syy siihen, miksi Holmströmin maailmassa rahoitustekijät ovat tehokkuuden ja makrokehityksen kannalta tärkeitä, on, ettei sinänsä kannattaville projekteille löydy rahoitusta, ei ainakaan järkevällä korolla. Yksi ilmenemismuoto on normaalioloissa kannattavien yritysten kaatuminen likviditeettivaikeuksiin. Miksi näin käy?

Yksi tekijä on pankkien luotonantotarjonnan supistuminen. Tämä puolestaan johtuu pankkien kärsimistä tappioista, jotka ovat syöneet niiden omia pääomia. Tällöin luotonlaajennus tai jopa luottokannan ylläpito uhkaa johtaa vakavarai-

\* Kommenttipuheenvuoro Kansantaloudellisen Yhdistyksen kokouksessa 29. 4. 1992.

suussuhteen heikkenemiseen, mitä viranomaiset ja jälleenrahoittajat tarkkaan valvovat. Tämä on se luottolama, josta ns. pankkityöryhmä on varoittanut.

Mutta tämä on vain osa Holmströmin kuvaamaa rahoitusongelmaa. Yritysten tappioilla ja velkaantuneisuudella on tässä merkitystä vain välillisesti sitä kautta, että velanhoitovaikeuksien aiheuttamat luottotappiot ja korkomenehtykset syövätkin pankkien omia pääomia ja siten pienentävät »luotonantovaraa». Toinen ja vähintäänkin yhtä tärkeä seikka on, että yritysten velkaantuneisuus yhdistyneenä akuuttiin kannattavuusongelmaan heikentää luottokelpoisuutta. Ts. yrityksen ominaisuudet rahoituskohteena muuttuvat riippumatta siitä, millaisia projekteja sillä on toteutettavana. Olemassa olevien velkojen osalta tämä ei välttämättä ole ongelma, mikäli lisärahoitukseen vain muuten on resursseja, esim. vakavaraisuus sen sallii. Huonostikin menneen yrityksen jatkokon kannattaa sijoittaa, jos on toiveita, että lisäsijoitus parantaa kokonaissijoituksen tuottoa.

Luottokelpoisuuden heikentyminen vaikeuttaa sen sijaan ratkaisevasti rahoituksen saantia uusilta rahoittajilta, mikä on erityisen tärkeä seikka silloin kun vanhojen rahoittajien luotontarjonta(kyky) on heikentynyt. Suuri olemassa oleva velkakanta merkitsee, että yrityksen uuden projektin mahdollisesti suurestakin tuotosta menee huomattava osa, ellei kaikki entisille velkojille. Odotettu tuotto sijoituksesta muodostuu uudelle rahoittajalle pieneksi tai jopa negatiiviseksi. Tämän vuoksi velkaantuneen yrityksen on vaikea hankkia rahoitusta uusista lähteistä. Yritysten nettoarvon supistuminen merkitsee myös, että ylipäättään suuremmalla joukolla yrityksiä tuottojakauma on siirtynyt alueelle, jossa konkurssiuhka on relevantti. Tällöin riskinarviointi on aikaisempaa tärkeämpää, eikä markkinoita tuntematon uusi rahoittaja ehkä halua peliin ryhtyä: epävarmuus tuotosta on hänen näkökulmastaan kasvanut. Hyviäkkin rahoituskohteita tulee torjuttua tavallaan perusteettomasti.

Yksi ratkaisu kannattavien projektien rahoittamiseksi on periaatteessa projektin siirto entisen yrityksen ulkopuolelle. Ideat ja ammattitaidon omaava henkilökunta perustaa uuden

yrityksen, johon ehkä ostetaan koneet entisen yrityksen konkurssipesältä. Näin toki tapahtuukin. Mutta rajat tällä suunnalla tulevat helposti vastaan, koska uuden yrityksen on tarpeen löytää jostain omaa pääomaa, eikä sitä välttämättä ole helposti saatavilla kerran epäonnistuneelle johdolle. Näin on varsinkin, jos turvallisille sijoituksille saatava tuotto on korkea, kuten epäilemättä nyt Suomessa on.

Teoreettinen perusta Holmströmin kuvaamille vaikeuksille ovat informaation epäsymmetrisyyden aiheuttamat kannustinongelmat, joita kutsutaan usein adverse selection ja moral hazard nimillä. Informaatio-ongelmia tarkasteleva kirjallisuus, johon Holmström itse on merkittävästi kontribuoinut, tekee ymmärrettäväksi, miksi yritysten rahoitusrakenne ei ole irrelevantti asia ja miksi rahoituksen häiriytymisellä voi olla makroseurauksia. *Frederic Mishkin* (1991) on äskettäin määritellyt rahoituskriisin rahoitusmarkkinoiden häiriöksi, jossa adverse selection ja moral hazard -ongelmat muodostuvat niin suuriksi, että rahoitusmarkkinat eivät enää kykene kanavoimaan tehokkaasti varoja niiden käyttöön, joilla on tuottavampia reaalisijoituskohteita. Teoriakehittelyn tuoreutta kuvannee se, että vielä viisi vuotta sitten, kun lueskelin aihepiiriä koskevaa kirjallisuutta, osuvimmalta kirjallisuudessa esitetyltä määrittelyltä tuntui *Charles Kindlebergerin* (1982) »kriisi on kuin nätti tyttö, vaikea määritellä, mutta tunnistettavissa kun sellaisen näkee».

## 2. Muutama huomio evidenssistä

Mutta onko meidän tilanteessamme todellakin kyse tällaisesta rahoituksen kanavoitumisen häiriytymisestä? Ei ole epäilystä siitä, etteikö meillä olisi näkyvillä tekijöitä, joiden vallitessa rahoituskriisin voi olettaa syntyvän. Mishkinluettelee tällaisiksi tekijöiksi korkotason nousun, varallisuusarvojen laskun, epävarmuuden lisääntymisen, pankkipaniikit ja hintatason odottamattoman laskun. Kolme ensimmäistä seikkaa pätevät tilanteessamme sellaisenaan. Ja vaikka hintataso ei olekaan absoluuttisesti laskenut, on disinflaatio oman käsitykseni mukaan ollut odotettua selvästi nopeampaa. Samoin

vaikka pankkipaniikkeja ei olekaan esiintynyt, luottamuksen (suurimmaksi osaksi täysin perusteetonta) heikkenemistä pankkisijoitusten turvallisuuteen ei voine kiistää.

Suoran evidenssin laita on kuitenkin huomomin. Yritysten ja yleisön hankkiman rahoituksen kasvuvauhti on toki nopeasti hidastunut ja on itse asiassa kääntymässä nettomielessä negatiiviseksi. Mutta tämä voi hyvin johtua ja toistaiseksi todennäköisesti suurimmaksi osaksi onkin johtunut kysynnän supistumisesta.

Jos rahoituskriisi olisi potentiaalisesti vain pankkiluottojen tarjonnan ehtymistä, tällainen luottolama ilmenisi muiden rahoituslähteiden (suoran ulkomaisen rahoituksen ja arvopaperirahoituksen ml. yritystodistusrahoituksen) kasvuna. Jos kuitenkin havaittaisiin kaiken rahoituksen kasvun hidastuneen merkittävästi, voitaisiin päätellä, että asia johtuu kysynnän heikkenemisestä. Itse asiassa kyseessä näyttäisikin olevan kaikkia rahoituslähteitä koskeva kasvun hidastuminen ellei jopa kontraktio. Mutta tämä on selitettävissä yhtä hyvin rahoituskohteiden ominaisuuksien muuttumisella velkaantumisen takia. Siis: ei ristiriitaa rahoituskriisin kanssa.

Rahoituskohteiden riskiominaisuuksien muuttumisen pitäisi näkyä niiden liikkeeseen laskemien velkapapereiden hinnoittelussa. Riskipitoisempien kohteiden papereiden tuoton pitäisi nousta. Tästä onkin näyttöä. Kun 5 vuoden viitekorko (pankkiriski) ja yritysten 3—6 vuoden jvk-lainojen tuotto vaihteli vielä 1990 lopulle saakka varsin epäsystemaattisesti valtion 5 vuoden paperin tuoton ympärillä, viime vuonna viitekorko ylitti ko. tuoton noin 0,5 prosenttiyksiköllä ja yrityslainojen tuotto runsaalla 1 prosenttiyksiköllä. Pankit ovat myös antaneet ymmärtää vastuudebentuuriemissioidensa vähäisyyden (pääomantarpeesta huolimatta) johtuvan juuri siitä, että vaadittu korko on kohonnut liian suureksi.

Samanaikaisesti pankkien uusien luottojen korot ovat nousseet suhteessa käytettyyn viitekorkoon. Vaikka tällä voi olla monta muutakin selitystä, on se sopusoinnussa sen kanssa, että pankit soveltavat uuteen luotonantoonsa aiempaa suurempaa riskipreemiota.

Luoton saatavuutta on miltei mahdotonta mitata suoraan. Erityisesti on hankala erottaa,

milloin saatavuusongelma johtuu siitä, että »projekti» on kerta kaikkiaan huono, milloin siitä, että velkataakka on ongelma tai siitä, että rahoittajan riskiarvio on muodostunut epärealistisen pessimistiseksi. Todettakoon, että TKL:n barometrissa niiden yritysten osuus, jotka raportoivat rahoitusvaikeuksien rajoittavan tuotannon kasvua, monikertaistui vuodesta 1989 viime vuoden 3. neljännekselle. Tämän jälkeen osuus on kuitenkin supistunut. Joko tilanne ainakin teollisuudessa on parantunut, kysyntä karannut entisestään alta tai kysymys ei tavoita rahoituskriisi-ilmiötä.

Jotakin valoa luottolaman olemassaoloon pankkisektorissa voi saada tutkimalla erilaisessa vakavaraisuustilanteessa olevien pankkien luotontarjontakäyttäytymistä. Paikallispankkien lukuisuus tarjoaa tällaiseen poikkileikkausanalyysiin mahdollisuuden. Olen yhdessä *Heikki Solttilan* kanssa alustavasti tarkastellut asiaa säästöpankkien aineistolla. Aineistossa löytyy varsin selvä positiivinen yhteys vakavaraisuuden ja luotontarjonnan välille. Tämä tukee käsitystä luottolaman uhasta, varsinkin kun monien pankkien vakavaraisuuden voi olettaa ilman erityistoimia edelleen heikentyvän kulu- van vuoden aikana.

Kaiken kaikkiaan olen taipuvainen uskomaan ainakin jonkinasteisen rahoituskriisin olemassaoloon. Joka tapauksessa tuntuisi uhkarohkealta lähteä siitä, ettei sellaista ole eikä varsinkaan tule hieman tuonnempana kun rahoituksen kysyntä kääntyy nousuun samalla kun pankeilla edelleen on vakavaraisuusongelmia.

### 3. *Holmströmin reseptit*

Makropolitikan osalta Holmström pohtii pitkään inflatointia (devalvointia) velkojen reaaliarvon alentamiseksi. Hän päätyy kuitenkin käsitykseen, ettei se ole Suomelle hyvä vaihtoehto nyt kun hintakilpailukykyongelma on olennaisesti lievittynyt ja sitoutumisessa EY-maiden kiinteän kurssin politiikkaan on otettu lisäaskelia. Tähän on helppo yhtyä.

Velkaongelma voitaisiin poistaa, jos velkojen nimellisarvoa voitaisiin laskea. Holmström

sulkee tämän vaihtoehdon kuitenkin pois pääomanliikkeiden vapauden takia. Mutta niin houkuttevalta kuin tempu tuntuisikin, yleisenä reseptinä sitä tuskin voi suositella, vaikka maa olisi kuinka suljettu. Velkasopimusten solmiminen tulevaisuudessa edes kotimaan sisälläkin muodostuisi yleisen velka-armahduksen jälkeen varmaan aika vaikeaksi. Tämä ei sulje pois sitä, että velallisen ja velkojan yhteinen intressi voi olla muuntaa velkasitoumuksen luonnetta enemmän osakesijoituksen suuntaan. Siltä osin kuin tälle on keinotekoisia esteitä, ne on syytä poistaa pikimmiten.

Holmström näyttäisi tässä yhteydessä suosittelavan — rahoituskriisin toistumisen välttämiseksi — pankkijärjestelmän (maksuliikkeen) ja rahoituksen välityksen eriyttämisestä. Pankit olkoot instituutioita, joilla on 100 % reservit, kun taas rahoituksen välitys tapahtuisi sijoitusrahastojen kautta. Tällöin sijoittajien saamiset olisivat joko täysin turvallisia tai osuuksia rahaston saamisportfolioon. Rahastoilla ei olisi tarvetta pitää saamisiaan samassa mitassa velkainstrumentteina kuin pankeilla, koska rahaston omat sitoumukset eivät enää olisi nimellisiä (kiinteäarvoisia).

En ole lainkaan vakuuttunut, että tällaiseen järjestelmään laajassa mitassa voitaisiin siirtyä. Ensinnäkin, voi hyvin olla, että kiinteäarvoisten velkojen suuri osuus rahoituksen välittäjien veloista johtuu siitä, että »lopulliset» sijoittajat haluavat juuri tällaisia saamisia. Rahoituksen välittäjiä rationalisoimaan pyrkivissä maleissa rahoituslaitoksen sitoumukset näyttävät muotoutuvan usein juuri kiinteäarvoisiksi veloiksi (esim. *Diamond* 1984, *Williamson* 1986). Taustalla on jälleen kannustinongelma, eli täsmällisemmin se, ettei lopullisella sijoittajalla ole suurta tarvetta välittäjän toiminnan valvontaan sijoituksen ollessa tavanomainen velkasopimus.

Toiseksi, ehkei ole myöskään täysin sattuma tai säännöstelystä johtuva seikka, että maksujen välitystä hoitavat pankit ovat kaikkialla tärkeitä rahoituksen välittäjiä. Ehkäpä maksuliikenteen hoitaminen ja rahoituksen välityksen toteuttaminen käyvät tehokkaammin yhdessä kuin erikseen, kuten esim. *Fama* (1985) on spekuloinut. Kaiken kaikkiaan voidaan väittää, että

havaitut rahoitusinstituutiot ja -muodot ovat muodostuneet sellaisiksi kuin ne ovat ainakin osaksi, koska ne tällaisina auttavat ratkaisemaan eräitä kannustinongelmia paremmin kuin mihin esimerkiksi osakemarkkinat pystyvät.

Pankkijärjestelmän tukeminen valtion pääomasijoituksella saa Holmströmin tuen. Mutta hänen mielestään paras sijoitusmuoto olisi lahja. Peruste on, että julkiselle byrokratialle ei jäisi tällöin mahdollisuuksia puuttua pankkibisneksen sisältöön tehokkuutta heikentävällä tavalla. Ainoa ongelma on, että tämä ei käy poliittisesti päinsä, koska yleinen mielipide vaatii pankkien »rankaisua».

Vaikka poliittinen argumentti on mielestäni tosi, ei se kuitenkaan ole ainoa peruste asettaa pankkien tuelle ehtoja. Tokihan lahjojen antaminen vaikuttaa pankkien käyttäytymiseen tulevaisuudessa. Jos kerran valtio tulee aina vaikeuksiin jouduttaessa apuun ja erityisesti ilman mitään sanktioita, ei pankilla (omistajilla ja johdolla) tietenkään ole mitään erityistä syytä pyrkiä välttämään vaikeuksia. Moral hazard veronmaksajien antamin pelipanoksin muodostuu ilman muuta kaupungin parhaaksi peliksi. Tämä ei voi olla veronmaksajien eikä talouden kokonaistehokkuuden kannalta toivottavaa. Ongelmaa korostaa se, että keskittyneessä pankkijärjestelmässä on tavattoman vaikea käyttää pankin konkurssiuhkaa moral hazardin rajoittamiseen.

Niinpä on mielestäni ehdottoman välttämätöntä, että valtion pääomasijoitukseen liittyvät tiukat ehdot, jotka kannustavat pankkeja maksamaan valtiolle tuottoa ja ennen pitkää korvaamaan valtion sijoituksen muulla pääomalla. Samoin on luonnollista vaatia, että sijoitusta voidaan käyttää tappioiden kattamiseen vain rinnan muun oman pääoman kanssa, ei ensimmäiseksi. Sen sijaan olen Holmströmin kanssa samaa mieltä siitä, että valtion sekaantumista pankkibisneksen tekoon on syytä välttää niin pitkälle kuin mahdollista.

Todettakoon lopuksi yleisemmin, että jos rahoituksen kanavoitumisen kriisit ovat niin tärkeitä asioita kuin Holmström ajattelee, julkisen vallan puuttuminen rahoitusmarkkinoiden toimintaan tulee ainakin potentiaalisesti paljon tärkeämmäksi kuin jos tällaisia kriisejä ei oli-

si. Puuttumisessa ei välttämättä eikä ehkä ensi sijaisestikaan ole kyse rahan riittävän (muttei liian suuren) tarjonnan varmistamisesta, mikä joissain oloissa ehkä vaatii pankin pelastusta. Puuttuminen voidaan, ainakin eräin oletuksin, motiivoida tarpeella turvata yleisemmin talouden likviditeetti ts. tehokkaan toiminnan kannalta välttämättömien rahoitusliiketoimien toteutuminen.

### *Kirjallisuus*

- Diamond D. (1984): Financial Intermediation and Delegated Monitoring, *Review of Economic Studies* 51, 393—414.
- Fama E. (1985): What's Different About Banks?, *Journal of Monetary Economics* 15, 29—39.
- Kindleberger C. (1982): *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*. Basic Books, New York.
- Mishkin F. (1991): Anatomy of a Financial Crisis. NBER Working Paper No. 3934.
- Williamson S. (1986): Costly Monitoring, Financial Intermediation, and Equilibrium Credit Rationing. *Journal of Monetary Economics* 18, 159—179.