

## Kommentti: Onko Japanin kriisi erilainen?\*

VESA VIHRIÄLÄ

VTT, toimitusjohtaja

PTT

Japanin pankkikriisi tulee monesta näkökulmasta kiinnostavalla tavalla valotetuksi *Andersenin* esitelmässä. Käsittelen kommentissani lyhyesti eräitä kriisin syihin ja makrotaloudellisiin vaikutuksiin sekä itse kriisinhoitoon liittyviä näkökohtia. Lopuksi muutama sana rahoitusjärjestelmän toiminnasta ja vakaudesta yleensä. Näistä seikoista löytyy uskoakseni myös selitys sille, miksi *Haaparannan* tulokset Aasian kriisin positiivisista vaikutuksista Yhdysvaltain ja Euroopan talouksiin eivät näytä dominoivan.

### *Pankkikriisin syyt*

Andersen toteaa pankkikriisin syiksi vakuuskäytännön ts. kiinteistöjen ja osakkeiden hyväksymisen luottojen vakuuksiksi, 1980-luvun varallisuushintakuplan syntyamiseen johtaneen talouspolitiikan, pankeille sodan jälkeen annetun yhteiskunnallisen tehtävän kanavoida luottoja kotimaisiin investointeihin tuotoista ja riskeistä riip-

pumatta sekä moral hazardin, joka on kannustanut pankkeja riskinoton lisäämiseen.

Itse en korostaisi vakuuskäytäntöä sinänsä. Mainitut vakuudethan eivät poikkea siitä, mitä yleensä on vakuuksina. Ja olisi itse asiassa aika vaikea kuvitella, että muunlaisia vakuuksia paljon löytyykään. Ongelma vakuuksien kohdalla on niiden arvostus luoton myöntämisen aikaan.

Toisaalta epäilen, että moral hazardin roolia ehkä korostetaan nykyään liikaa kaikkien asioiden selittäjänä. Sillä on epäilemättä ollut merkittävä vaikutus Kaakkois- ja Itä-Aasian varallisuushintakuplan syntyyn. Mutta Japanin pankkikriisiä se ei todennäköisesti kokonaan selitä, ei varsinkaan sen syntyä.

*Moral hazard*’issa on kyse siitä, että pankki tai sen omistaja valitsevat riskipitoisen luotonantostrategian, joka hyvän onnen tapauksessa hyödyttää yksin heitä, mutta jonka kustannukset huonon onnen tapauksessa lankeavat myös velkojien kannettavaksi. Pankin velkojat eivät efektiivisesti välitä riskinotosta, koska he ovat joko tyhmiä tai joku muu vastaa velkojien tappion mahdollisuudesta. Tallettajien osalta talletusvakuutus ja kaikkien velkojien osalta »too

\* Valmisteltu puheenvuoro Atso Andersenin esitelmään Kansantaloudellisessa Yhdistyksessä 28.10.1998.

*big to fail*» -politiikka huolehtivat riskittömyydestä.

Japanissa on ollut julkinen talletussuoja ja, kuten Andersen toteaa, »saattue»-järjestelmä on viime vuoteen saakka estänyt pankkien konkurssit, jotka olisivat voineet aiheuttaa tappioita velkojille. Siten edellytykset moral hazard -pelin pelaamiseen ovat Japanissakin olleet ilmeiset. Mutta kriisin perussyiksi moral hazardista ei ehkä sittenkään ole.

Japanilaisten pankkien tehokkuus ja peruskannattavuus ovat – Andersenin mukaan – olleet hyviä aina viime aikoihin saakka. Tämän vuoksi myös pankkien arvon niiden omistajille on täytynyt olla huomattava. Pankeilla on ollut ns. charter-arvoa suojaetuilla pankkimarkkinoilla. Jos pankkien tilanne 1980-luvulla todellakin oli tällainen, ei niillä olisi pitänyt olla suurta halukkuutta ylettömään tietoiseen riskinottoon. Pelisähän voi myös menettää omat varansa.

Moral hazard voisi tämän tulkinnan mukaan astua kuvaan vasta kun vuosien varallisuushintakupla puhkesi vuosien 1991–1993 lamassa, eikä pankkisektorin ongelmiin puututtu päättäväisesti. Monien pankkien nettoarvo (realistisin kirjausperiaattein) painui tällöin likimain nolnaan tai jopa negatiiviseksi. Tässä tilanteessa ainakin osa pankeista on saattanut ryhtyä *gamble for resurrection* -peliin. En tosin ole seurannut kirjallisuutta niin paljon, että pystyisin sanomaan, onko tällaisesta käyttäytymisestä saatu vahvaa näyttöä.

Jos esittämäni tulkinta on oikea, Japanin kriisi eroaa Pohjoismaiden ja varsinkin Suomen kriisistä. Näissä rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen johti nopeaan luotonlaajennukseen, jossa pankkien aggressiivisella tarjontapolitiikalla oli keskeinen rooli. Ja ainakin Suomessa oman käsitykseni mukaan moral hazard oli tärkeä liikkeelle paneva voima aggressiivisimman pankkiryhmän luottopolitiikassa.

Yhteistä kaikille kriiseille on kuitenkin varallisuushintojen tavaton nousu ja siihen mitä ilmeisemmin liittynyt erittäin optimistinen odotusilmasto. Ilmeisesti myös sopulikäyttäytyminen on ollut leimallista kaikille kriiseille. Jos näin on, ongelmia tuskin on poistettavissa pienillä muutoksilla sääntelyjärjestelmiin.

Ero Japanin ja Suomen välillä johtaa myös kysymään, millaiseksi Japanin varallisuushintakupla ja pankkikriisi olisi muodostunut, jos myös Japanissa pankkisektorin toimintamahdollisuuksia ja kannustimia kilpailla olisi liberalisoinnilla entisestäänkin parannettu 1980-luvulla. Andersen antaa ymmärtää, että viime aikoihin saakka harjoitettu yksityiskohtainen sääntely on ollut ongelma, koska se ei ole mahdollistanut riittävää kilpailua. Entä jos kilpailua olisi ollut enemmän? Olisiko tuloksena ollut pienempi kupla ja pienempi kriisi? En ole vakuuttunut.

### *Luottolama?*

Japanin pankkikriisi ei – yhtäläisesti muiden kehittyneiden maiden kriisien kanssa – ole johtanut häiriöihin maksujärjestelmässä eikä pakoon pankkitalletuksista. Potentiaaliset vaikutukset Japanin talouskehitykseen liittyvät siten – aivan kuten Suomessakin – pankkien luotonantoon ja kriisinhoidosta julkiselle taloudelle aiheutuviin kustannuksiin.

Jo vuosien ajan on väitetty, että Japanissa on pankkien luottotarjonnan supistuminen, luottolama eli *credit crunch* meneillään. Tämän puolesta puhuu se, että yritykset näyttäisivät ainakin viimeisen vuoden aikana laajasti raportoineen pankkien luottoehtojen tiukentumisesta samalla kun luottokannat ovat selvästi supistuneet. Mutta tietty varovaisuus on paikallaan. Myös yritysten luottokelpoisuus on radikaalisti heikentynyt ja samoin todennäköisesti monien

yri-tysten velkaantumishalukkuus. Nämä eivät sellaisenaan ole pankkisektorin aiheuttama ongelmia, eikä niitä ole olennaisesti helpotettavissa pankkien kuntoonsaattamisella.

Silmiini on sattunut yksi huoleellisempi tutkimus, joka saattaa tukea luottolamahnyaypoteesia. Peek ja Rosengren (1997) ovat tarkastelleet Japanilaisten pankkien yhdysvaltalaisen sivukonttoreiden luotonantoa 1988–1995. Heidän tuloksensa mukaan pankkien vakavaraisuudella ja pankkien luotonannolla Yhdysvaltoihin oli selvä positiivinen yhteys. Ts. pankkien pääomavaikeudet 1990-luvulla supistivat pankkien luotonantoa Yhdysvalloissa. Jos voitaisiin luottaa siihen, että japanilaispankkien käyttäytyminen Japanissa on ollut samanlaista kuin Yhdysvalloissa, havainto olisi varsin vahva todiste luottolamasta Japanissa. Eliminoituhan testissä luotonottajien luotokelpoisuuden ja luotonkysynnän vaikutus. Voi kuitenkin olla, että Japanin pankit ovat edelleen pysyneet koko vuosikymmenen uskollisina oman maansa asiakkaille.

Luottolamasta ei siis ole täyttä varmuutta, mutta olisin taipuvainen uskomaan ongelman esiintymiseen nykytilanteessa, kun kriisinhoitajat alkavat kolkutella pankkien ovia.

### *Kriisin hoito ja sen vaikutukset*

Lokakuussa hyväksytty 60 biljoonan jenin pankkitukipaketti on 12 % vuoden 1997 noin 500 biljoonan jenin kansantuotteesta. Ongelmaluottojen määräksi on arvioitu puolestaan 100–150 biljoonaa jeniä eli 20–30 % kansantuotteesta. Suomessa eksplisiittiset pankkitukisitoumukset nousivat korkeimmillaan runsaaseen 80 miljardiin markkaan eli noin 16 prosenttiin vuoden 1991 noin 500 miljardin markan BKT:sta. Järjestämättömien saamisten määrä ei kuitenkaan koskaan ylittänyt tätä määrää ja kumulatiivisestikin (ottaen huomioon matkan varrella

tehdyt tappiokirjaukset) jäätiin noin 110 miljardiin markkaan. Koska ymmärtääkseni japanilaisten pankkien vakavaraisuus ei lähtökohtaisesti ole sen parempi kuin suomalaistenkaan, pankkitukipaketti on todennäköisesti liian pieni ongelman hoitoon.

Tukipaketti ja sen syntymisprosessi tuovat esille kaikki keskeiset pankkikriisin hoidon kysymykset. Ongelmien syntyessä olisi samanlaisesti huolehdittava luottamuksesta rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn säilymiseen, pidettävä kannustimet liialliseen riskinottoon sekä välittömästi että tulevaisuudessa mahdollisimman pieninä ja lisäksi olisi saavutettava nämä tavoitteet mahdollisimman pienin kustannuksin – äärimmäisen penseästi suhtautuville – veronmaksajille. Nämä ovat keskenään ristiriitaisia tavoitteita. On siis tehtävä kompromisseja.

Asiaa ei kuitenkaan helpota se, että Japanissa on selvästi rikottu sitä kriisinhoidon ehkä ainoaa varmaa sääntöä, että perusratkaisut on tehtävä nopeasti ongelmien ilmaantuessa. Hoitamatta jääneet ongelmat aiheuttavat epäluottamusta, mikä on näkynyt esimerkiksi pankkien lyhyen rahoituksen hinnassa. Samalla on avautunut mahdollisuus edellä moneen kertaan mainittuun riskipeliin. Ja lopputulos on jokseenkin varmasti veronmaksajille kalliimpi kuin nopeasti toimittaessa. Parempi kuitenkin nyt kuin vuoden päästä.

Epäilen, ettei Japanissa ole mahdollisuutta Norjan ratkaisuun, jossa käytännöllisesti katsoen koko pankkisektori otettiin valtion omistukseen. Pankkilaitos on siihen liian iso. Viranomaisten on siten tehtävä Suomen tapaan jako »huonoihin» ja »parempiin» pankkeihin, mihin raja sitten vedetäänkin. Jälkimmäisten osalta nopea kansallistaminen, omistajan vastuun täydellinen toteuttaminen ja toimintojen saneeraus tai alasajo ja hyvien osien myynti on ainoa järkevä vaihtoehto.

»Parempien» pankkien kohdalla kysymys on niiden pääomien vahvistamisesta niin, että ne voivat huolehtia luotonannosta. Toisaalta tämä olisi toteutettava niin, ettei synny kannustimia ylettömään riskinottoon lähitulevaisuudessa tai tuonnempana. Kyseessä on paljon vaikeampi juttu kuin yhtäkkiä luulisi, jo yksistään siksi, etteivät pankit välttämättä ole halukkaita vähänkään tiukempiehtoisen tuen vastaanottoon.

Vaikka tukipaketissa ei olekaan täsmennetty, miten erilaisia pankkeja kohdellaan, eron tekeminen eri vaikeusasteiden välillä näyttää olevan osa strategiaa. Ja verrattuna Suomeen, varsin paljon tukea näyttäisi ohjautuvan »paremmille» pankeille. Andersenin mukaan 25 biljoonaa jeniä, joka vastaa 5 % BKT:sta, myönnetään »terveiksi» määritellyille pankeille. Jos Suomen tapauksessa tällaiseksi tueksi määritellään valtion pääomasijoitus muihin kuin säästöpankkeihin ja STS:ään, sen määrä jäi 6 miljardiin markkaan eli vain hieman yli 1 prosenttiin BKT:sta.

Onkin kiinnostavaa nähdä, millaiseksi parempien pankkien saaman tuen ehdot muodostuvat. Sillä on suuri vaikutus riskikannustimiin tulevaisuudessa.

### *Rahoitusjärjestelmän (epä)vakaus*

Japanin lähes vuosikymmenen mittainen pankkikriisi on vain osa rahoitusmarkkinoiden ongelmia. Aasian kriisin puhkeamisen jälkeen ns. kehittyvät maat (valtiot mukaan lukien) ovat kohdanneet suuria vaikeuksia rahoituksen hankinnassa. Venäjän kriisin puhjettua riskilisät ovat hypänneet ennen kokemattoman korkeiksi, jopa yli 20 prosenttiyksikköön.

Venäjän kriisin jälkeen kuitenkin myös kehittyneiden maiden markkinat ovat olleet lievästi sanoen turbulenteja. Osake- ja valuuttakurssit ovat pomppineet villisti, vähänkin valtionpapereita riskipitoisempien instrumenttien

korkeuerot ovat kasvaneet selvästi, *bid-ask-spreadit* ovat laajentuneet ja aktiviteetti monilla osamarkkinoilla lähes loppui joksikin aikaa. Alan Greenspan puhui markkinoiden pelko-reaktioista.

Näistä rahoitusmarkkinareaktioista löytyykin selitys sille, miksi *Haaparannan* maailmanmallilla laskemat Aasian kriisin vaikutuksista ovat niin eri maailmasta kuin Financial Timesin ja Economistin palstoilla esiintyneet arviot. Osakekurssien vaihtelun lisääntyminen lisää myös tulevaan kehitykseen liittyvää epävarmuutta ja vähentää suoraan investointihalukkuutta. Samalla myös rahoitusjärjestelmän kyky kanavoida rahoitusta heikkenee. Turvallisten korkojen lasku ei heijastu ainakaan kokonaan yritysten ja kotitalouksien maksamiin korkoihin. Ja äärimillään alhaisista turvallisista koroista huolimatta markkinoilta ei löydy lainkaan halukkuutta sijoittaa varoja vähänkään riskipitoisiin kohteisiin.

Epäluottamusilmiöiden hyvä puoli on, että ne saattavat myös korjaantua nopeasti, jos osoittautuu, ettei pessimismille ole perusteita. Tässä mielessä maailmantalouden ajautuminen lamaan finanssimarkkinareaktioiden takia ei ole mitenkään selvää viime aikojen turbulenssista huolimatta. Mutta ei se mahdotontakaan ole. Viime viikkojen kehitys on taas ollut optimismeja herättävää.

Finanssimarkkinareaktioissa on kaksi huomionarvoista piirrettä. Kehittyneiden maiden arvopapereiden kauppaan ainakin näennäisesti syvillä, sääntelyn vain vähän rajoittamalla markkinoilla voi liittyä ilmiäviä likviditeetiongelmia. Markkinoiden nikottelu ei siis ole vain takapajuisten, pienten tai säännöstelyn kahlitsemien markkinoiden ongelma.

Toiseksi, ongelma ei välttämättä liity perinteisiin talletuspankkeihin ja niiden luottoriskeihin. Yhtä lailla arvopaperimarkkinat voivat

ajautua tilanteeseen, jossa rahoituksen välitys häiriytyy. Luottolama ei ole vain pankkien luottotarjonnan potentiaalinen ongelma, josta päästään kunhan pankkien markkinaosuus rahoituksen välityksessä supistuu. Myös arvopaperimarkkinakeskeisillä rahoitusmarkkinoilla voi ilmetä pankkimarkkinoiden luottolamaa muistuttava ilmiö.

Nämä havainnot vahvistavat aiempaa päätelmääni, etteivät häiriöt todennäköisesti ole seurausta yksin vääranlaisesta sääntelystä ja puutumuksesta markkinamekanismin toimintaan *bail-out* -politiikalla. Niinpä häiriöitä ei myöskään ole kokonaan poistettavissa sääntelyn pik-

kuveivauksella tai markkinainstituutioiden kehittämällä. Ne ovat – ainakin jonkinasteisina – elimellinen osa markkinaperiaatteella toimivaa rahoitusjärjestelmää. Mikä ei tietenkään tarkoita, etteikö järjestelmän vakautta olisi syytä yrittää parantaa ja että tässä moral hazardin pitäminen aisoissa on tärkeä asia.

### *Lähteet*

Peek J. ja Rosengren E. (1997), The International Transmission of Financial Shocks: The Case of Japan. *American Economic Review* 87, 495–505.