



**BoF Online**

**4 • 2009**

**Japanin talouspolitiikka  
1990-luvun taantumassa**

**Juuso Vanhala**

*Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia  
eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.*



Suomen Pankki

Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto

17.4.2009

## Sisällys

1	1980-luvun kuplasta pitkään taantumaan	3
2	Japanin menetetty vuosikymmen	5
3	Nollakorkopolitiikka ja nollakorkorajoite	8
4	Määrällisen keventämisen rahapolitiikka	11
5	Miten Japanin talouspolitiikassa onnistuttiin?	14

## Kuvioluettelo

Kuvio 1.	Varallisuushinnat Japanissa ja Yhdysvalloissa	4
Kuvio 2.	BKT ja kuluttajahinnat Japanissa	4
Kuvio 3.	Japanin julkinen talous	7
Kuvio 4.	Luotonanto ja pankkisektorin hoitamattomien lainojen määrä	8
Kuvio 5.	Nollakorkoon sitoutumisen vaikutus nollakorkorajoitteen vallitessa	10
Kuvio 6.	Rahapolitiikka ja korkokehitys	12
Kuvio 7.	Varallisuusarvojen lasku ja rahapolitiikka Japanissa 1990-luvulla ja Yhdysvalloissa 2000-luvulla.	15

## Taulukkoluetelo

Taulukko 1.	Finanssipoliittisia päätöksiä 1990-luvulla	5
-------------	--	---

**BoF Online**

**Päätoimittaja**

Jouko Marttila

**ISSN**

1796-9123 (online)

Postiosoite  
PL 160  
00101 HELSINKI

Käyntiosoite Snellmaninaukio  
Puhelin 010 8311  
Faksi (09) 174 872

Sähköposti  
etunimi.sukunimi@bof.fi  
www.suomenpankki.fi

Swift SPFB FI HH  
Y-tunnus 0202248-1  
Kotipaikka Helsinki

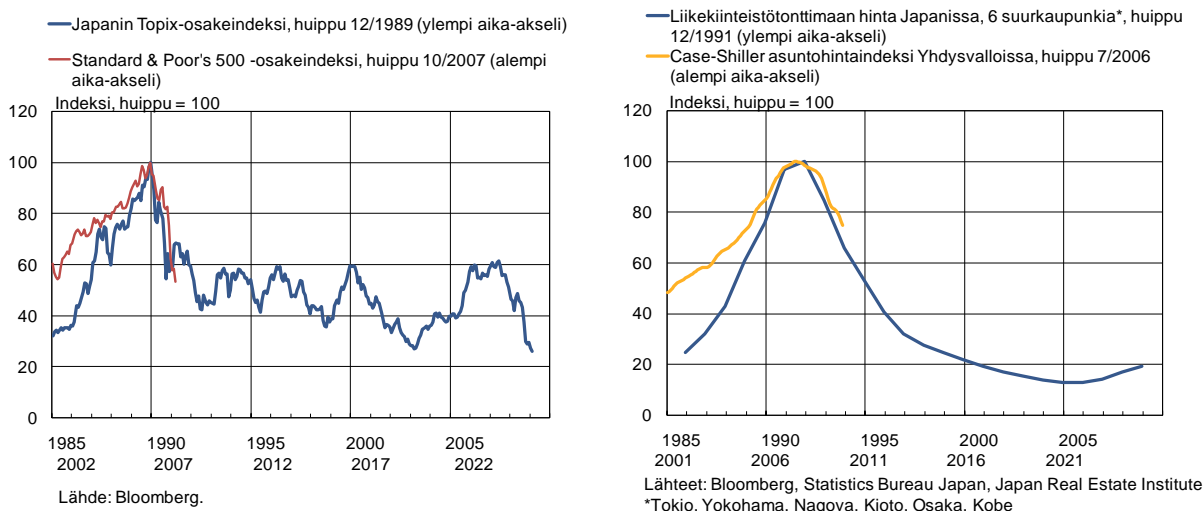
# 1 Johdanto

Japanin talouspolitiikka 1990-luvun taantumassa ja sitä seuranneen deflaatiovaiheen aikana on viime aikoina noussut yleisen kiinnostuksen kohteeksi varallisuushintojen laskiessa yleisesti, keskuspankkikorkojen ja inflaation lähestyessä monissa maissa nollaa ja eräiden keskuspankkien siirtyessä epätavanomaisten välineiden käyttöön rahapolitiikassaan. Suuret finanssipoliittiset elvytyspaketit, nollakorkopolitiikka ja rahapolitiikan määrällisen keventämisen keinot, joihin Japanissa turvauduttiin 1990- ja 2000-luvuilla, ovat tänä päivänä mukana talouspoliittisessa keskustelussa kaikilla keskeisillä talousalueilla.

## 2 1980-luvun kuplasta pitkään taantumaa

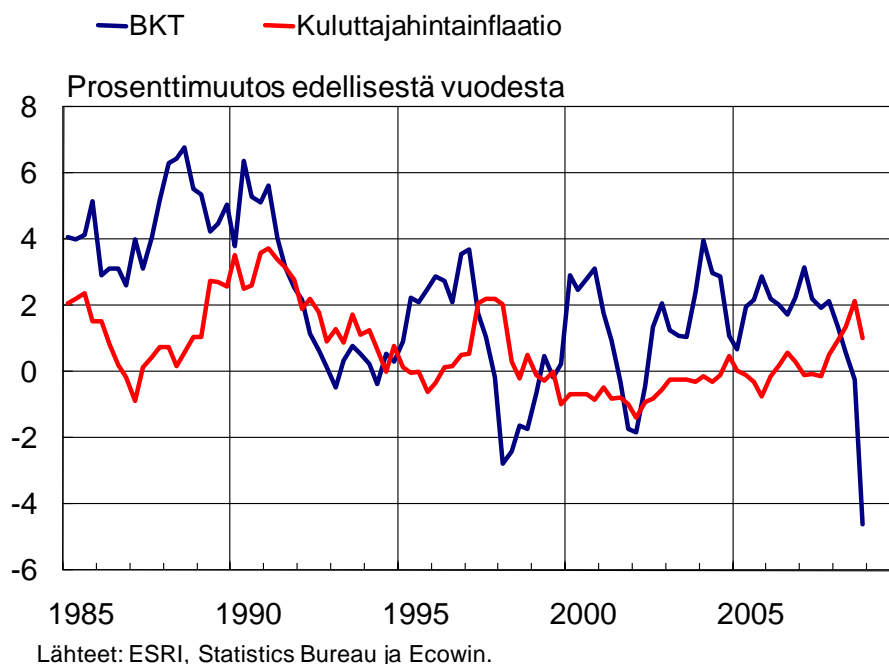
Japanin 1990-luvun pitkän ja syvän taantumän taustalla oli useita tekijöitä, joista tärkeimpiin kuului 1980-luvulla tapahtunut rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkaminen yhdessä alhaisen korkotason kanssa. Nämä johtivat nopeaan luottomäärien kasvuun etenkin kiinteistö- ja rakennusalalla sekä lopulta talouden ylikuumenemiseen ja varallisuushintakuplan syntymiseen 1980-luvun lopulla. Pankit myönsivät laajassa mitassa yrityksille lainoja nousevia kiinteistöarvoja vastaan. Inflaation kiihtyessä Japanin keskuspankki nosti asteittain korkojaan aina vuoden 1990 jälkipuoliskolle saakka, ja yhdessä asuntolainauksen säännösten kiristymisen kanssa rahapolitiikan kiristäminen johti kuplan puhkeamiseen 1990-luvun alussa.

## Kuvio 1. Varallisuushinnat Japanissa ja Yhdysvalloissa



Japanin keskimääräinen talouskasvu 1990-luvulla putosi reiluun prosenttiin vuodessa, kun se 1980-luvulla oli ollut noin 4 %. Osakehinnat putosivat noin 60 % vuoden 1989 huipusta vuoteen 1992 mennessä, ja liikekiinteistöntonttimaan hinnat jatkoivat laskuaan 15 vuotta. Yhdysvaltojen varallisuusarvojen kehityksessä viime vuosina on ollut hyvin samanlaisia piirteitä (kuvio 1). Japanissa myös luotonanto supistui ja pankkisektorin hoitamattomien lainojen määrä kasvoi tuntuvasti 1990-luvun aikana.

## Kuvio 2. BKT ja kuluttajahinnat Japanissa



### 3 Japanin menetetty vuosikymmen

Japanin 1990-luvusta puhutaan "menetetynä vuosikymmenenä", mutta jaksolle mahtuu taantumien lisäksi myös useampi taloudellisen elpymisen vaihe (kuvio 2). Ne jäivät tosin vain yrityksiksi - varsinainen kestävämpi elpyminen alkoi vasta 2000-luvulla Kiinan talousimun tukemana. Seuraavassa on käyty kehitystä läpi periodeittain:

**Vuodet 1991–1993:** Vuosikymmenen alussa Japanin talouskasvu hidastui nopeasti. 1980-luvun lopun nousevien varallisuushintojen ja matalien korkojen myötä tehtyjen ylilyöntien jälkeen yritysten investointikysynnässä ja varastoissa tapahtui jyrkkä korjausliike alaspäin. Taloutta pyrittiin elvyttämään niin raha- kuin finanssipolitiikalla. Ohjauksorkkoa laskettiin yhteensä 4,25 prosenttiyksiköllä (kesäkuu 1991–syyskuu 1993), ja vuosina 1992–1993 toimeenpantiin kolme mittavaa finanssipoliittista elvytyspakettia, jotka nousivat suuruudeltaan yhteensä noin 6 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Elvytyspaketit koostuivat etenkin julkisista (rakennus-) investoinneista mutta myös pk-yritysten luoton saatavuuden parantamiseen tähtäävistä toimista sekä sääntelyn purkamisesta.

Elvytystoimet pitivät Japanin talouden pinnalla ja estivät maan ajautumisen syvään deflaatiokierteeseen. Elvytystoimien kertaluonteisuudesta johtuen niiden kysyntää lisäävä vaikutus loppui kuitenkin nopeasti. Niiden tehoa heikensi myös investointien syvä ja pitkä taantuma.

#### Taulukko 1. Finanssipoliittisia päätöksiä 1990-luvulla

Ajoitus	% BKT:sta	Paketin pääsisältö
1992 elokuu	2,2	julkiset investoinnit, pk-yritysten luototustuki
1993 huhtikuu	2,7	julkiset investoinnit, pk-yritysten luototustuki
1993 syyskuu	1,3	säännöstelyn purkaminen, julkiset investoinnit
1994 helmikuu	3,1	tuloveron alennus, julkiset investoinnit
1995 syyskuu	2,9	julkiset investoinnit, maaostot
1997 huhtikuu		kulutusveron kiristäminen
1998 huhtikuu	3,3	julkiset investoinnit, veroalennus
1998 marraskuu	4,7	julkiset investoinnit, tuloveron alennus
1999 marraskuu	3,6	julkiset investoinnit, pk-yritysten luototustuki

Lähde: JP Morgan, IMF

**Vuodet 1994–1996:** Ylikapasiteetin vähittäisen korjaantumisen jälkeen Japanin talous alkoi kääntyä nousuun. Nousua avitti talouspolitiikan antama tuki. Japanin keskuspankki laski ohjauksorkkoaan yhteensä 1,25 prosenttiyksiköllä 0,5 prosenttiin vuonna 1995. Lisäksi Japanissa pantiin toimeen kaksi uutta finanssipoliittista elvytyspakettia, jotka olivat suuruudeltaan yhteensä noin 6 % bruttokansantuotteesta. Näiden mittavien toimenpiteiden vaikutus alkoi

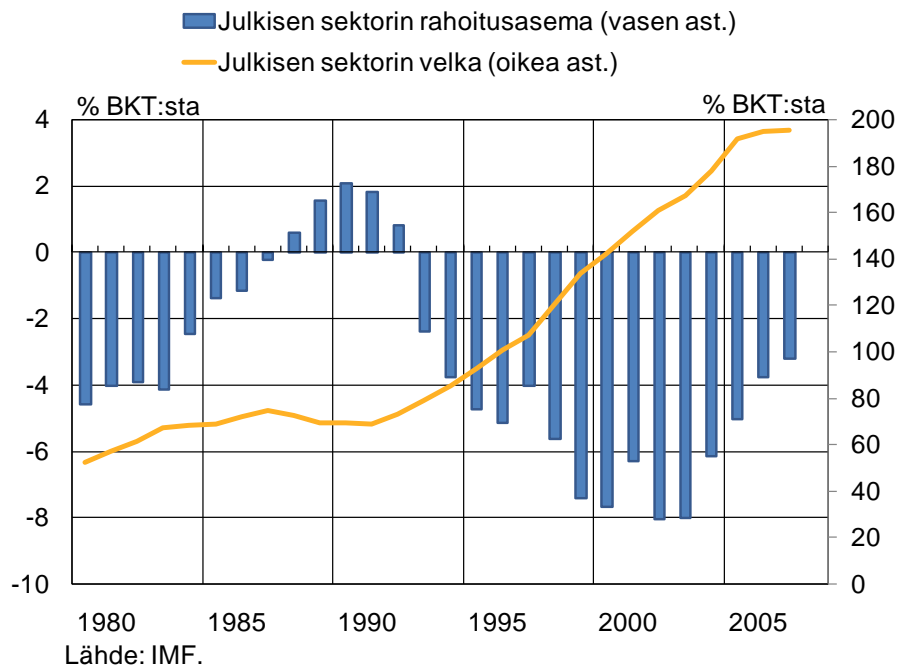
tuntua vuoden 1995 toisella puoliskolla. Kasvun elpyminen ei kuitenkaan ollut kestävällä pohjalla. Maan hinnan lasku ja kiinteistösektorin ongelmat jatkuivat. Lisäongelmana oli jenin vahvistuminen, joka heikensi vientiteollisuuden kilpailukykyä ja johti tuotannon siirtämiseen ulkomaille. Samalla tuontihinnat laskivat lisäten taloudessa vallitsevia deflaatiopaineita.

Varallisuusarvojen laskun myötä pankkien hoitamattomiin luottosaataviin liittyvät ongelmat pahenivat. Useat asuntoluottoyhtiöt ja pankkien ulkopuoliset, mutta pankkeihin tiiviisti kytköksissä olevat, rahoituslaitokset menivät konkurssiin ja pankkisektorin tila heikkeni. Ongelman vakavuutta ei tässä vaiheessa vielä täysin ymmärretty, ja talouden orastava noususuhdanne antoi valheellisen hyvän kuva Japanin talouden tilasta.

Japanin heikon talouskehityksen pitkittymisen yhtenä syynä pidetään hoitamattomien luottojen suurta määrää ja sen aikaansaamaa pankkijärjestelmän toimintakyvyn halvaantumista. Varallisuusarvojen lasku 1990-luvun alusta alkaen oli heikentänyt vakuusarvoja merkittävästi. Tämä oli ongelma etenkin monille pk-yrityksille, joille oli myönnetty 1980-luvun loppuvuosina runsaasti luottoja asunto- ja kiinteistövakuuksia vastaan. Yritysten jouduttua vaikeuksiin ne eivät enää kyenneet hoitamaan luottojaan, eikä vakuuksien arvo riittänyt kattamaan velkää pääomaa. Poistaakseen hoitamattomia luottoja taseistaan pankit olisivat joutuneet tekemään merkittäviä alaskirjauksia, jotka olisivat vuorostaan heikentäneet pankkien vakavaraisuutta merkittävästi. Välttääkseen tämän pankit jatkoivat luottojen myöntämistä maksukyvyttömille yrityksille, toivoen näiden ajan myötä toipuvan tai valtion tulevan maksumieheksi. Tämä vääristi markkinoita elinkelpoisten yritysten joutuessa kilpailemaan lainoista konkurssikypsien yritysten kanssa. Huonosti allokoitun pankkien luotonannon seurauksena Japanin yrityssektorin rakennemuutos hidastui.

**Vuodet 1997–1999:** Vuosikymmenen loppuvuosina Japanin talous ajautui uudelleen syvään taantumaa. Erityisen epäonnistuneena pidetään Japanin hallituksen päätöstä nostaa kulutusveroa 3 prosentista 5 prosenttiin huhtikuussa 1997. Lisäksi hallitus perui tuloveron alennuksia sekä leikkasi julkisia investointeja. Päätösten taustalla oli tavoite vakauttaa valtiotalouden tila, joka oli heikentynyt mittavien elvytyspakettien vuoksi vuosikymmenen alkupuolella (kuvio 3). 1990-luvun lopulla Japanin julkisen talouden bruttovelan suhde bruttokansantuotteeseen oli noin 130 %. Lisäksi Japanin poliittisessa keskustelussa nousi esiin huoli yhteiskunnan nopeasta ikääntymisestä ja sen tuomista tulevista rasitteista valtionaloudelle. Tilannetta pahensi Aasian talouskriisin aiheuttama rahoitusmarkkinoiden vakauden järkkyminen. Kriisi heikensi myös Japanin viennin kasvumahdollisuuksia, kun kysyntä taantui monissa Aasian maissa.

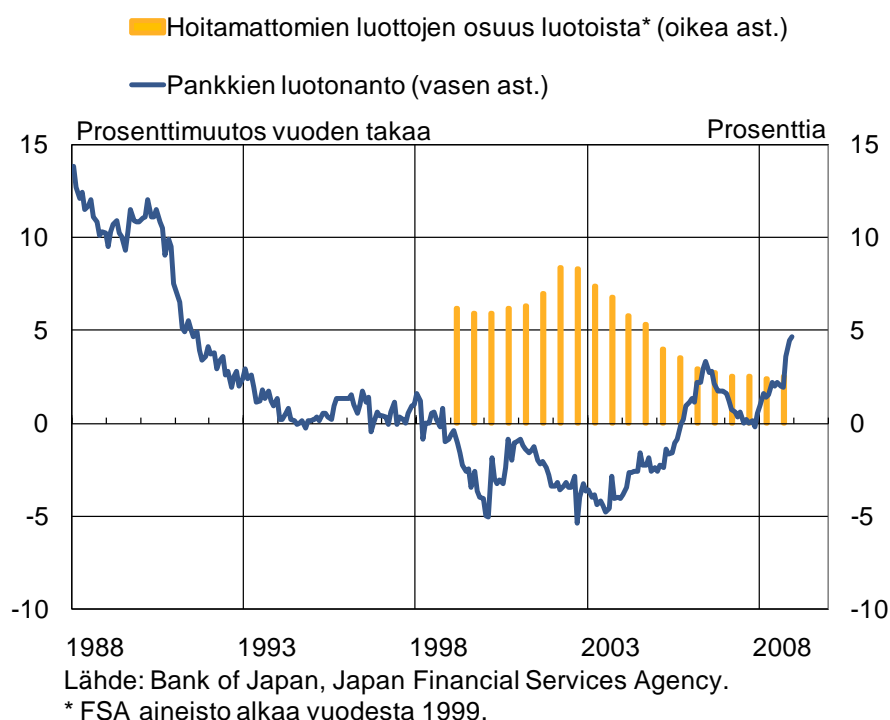
Kuvio 3. Japanin julkinen talous



Elvytystoimet olivat tälläkin kertaa mittavia ja ylsivät yhteensä peräti 12 prosenttiin bruttokansantuotteesta vuosina 1998 ja 1999. Rahapolitiikan osalta pelivaraa oli vähän sen jälkeen, kun Japanin keskuspankki laski helmikuussa 1999 rahapoliittisen ohjaukskonsa nolnaan.

Pankkisektorin hoitamattomat luotot painoivat edelleen Japanin taloutta (kuvio 4). Pankit supistivat luotonantoon pyrkiessään supistamaan taseitaan ennen rahoitusmarkkinoiden ja pankkivalvonnan uudistuksia, joita oli luvassa. Hoitamattomien luottojen ongelmat johtivat usean suuren rahoituslaitoksen kaatumiseen vuonna 1997, ja Japanin hallitus päätti 30 000 mrd. jeniin tukipaketista halukkaille pankeille. Tästä 17 000 mrd. jeniä oli talletustakuisiin ja 13 000 mrd. jeniä pankkien pääoman lisäämiseen. Pankkien hakema tuki jäi suhteellisen vaatimattomaksi tässä vaiheessa, noin 1800 mrd. jeniin, ja vakautti rahoitusmarkkinat ainoastaan tilapäisesti. Tarpeellinen rakenteellinen uudistuminen rahoitusmarkkinoilla ei edennyt. Vuoden 1998 puolessa välissä pankkisektorin tila heikkeni edelleen ja hallitus laajensi pankkitukiohjelmaa yhteensä 60 000 mrd. jeniin (12 % bruttokansantuotteesta). Tästä 17 000 mrd. jeniä oli talletustakuisiin 25 000 mrd. jeniä elinkelpoisten pankkien pääoman lisäämiseen ja 18 000 mrd. jeniä kaatuvien pankkien uudelleenjärjestelyihin.

Kuvio 4. Luotonanto ja pankkisektorin hoitamattomien lainojen määrä



## 4 Nollakorkopolitiikka ja nollakorkorajoite

Helmikuun 1999 koronlaskun jälkeen Japanin keskuspankki otti käyttöön saman vuoden huhtikuussa virallisesti ns. nollakorkopolitiikan (zero interest rate policy, ZIRP), jota se ilmoitti jatkavansa, kunnes deflaatiopaineet väistyvät.<sup>1</sup> Nollakorkopolitiikkaan kuului keskeisesti sitoutuminen sen jatkamiseen riittävän pitkän aikaa. Tällä sitoutumisella nähtiin olevan ainakin kolme vaikutuskanavaa, jotka kaikki liittyivät korkojen aikarakenteeseen.

Ensinnäkin, ohjauksen laskettua nollaan helmikuun 1999 korkopäätöksen jälkeen markkinoilla pelättiin kyseessä olevan ainoastaan tilapäinen elvytystoimenpide, jolla oli tarkoitus helpottaa rahoituslaitosten tilannetta verovuoden lopun yli. Tämä rajoitti nollakoron vaikutusta pidempiin markkinakorkoihin. Kun huhtikuussa 1999 keskuspankki ilmoitti sitoutumisestaan nollakorkopolitiikan jatkamiseen pitkäksi aikaa, nämä huolet hävisivät markkinoilta, ja korot laskivat tuottokäyrän pidemmissäkin maturiteeteissa.

<sup>1</sup> Kyseessä on keskuspankin asettama tavoitekorko, jolla pyritään ohjaamaan yli yön -markkinakorkoa.



Toiseksi, keskuspankin sitoutuminen häivytti rahoituslaitosten likviditeettiä. Nollakorkoon sitoutumisen ansiosta mikä tahansa likviditeettiä, joka johtaisi markkinoiden yli yön koron nousuun, tulisi kumottua keskuspankin toimesta. Koron noustessa keskuspankki lisäisi aina likviditeettiä, kunnes nollakorkotaso on saavutettu. Siten ZIRP:llä hallittiin tehokkaasti likviditeettiongelmia. ZIRP:n myötä erot rahoituskustannuksissa rahoituslaitosten välillä supistuivat.

Kolmanneksi, ZIRP:llä pyrittiin aikaansaamaan suurempi elvyttävä vaikutus talouteen kuin mitä pelkkä nollaohjauskorko saavuttaisi. Jopa ilman keskuspankin nollakorkoon sitoutumista rationaalisten markkinatoimijoiden tulisi teorian mukaan odottaa, että korkoa pidetään nollassa niin kauan kuin se on tarpeen. Niinpä saadakseen aikaan suuremman elvyttävän vaikutuksen keskuspankin on sitouduttava pitämään korko nollassa tulevaisuudessa vielä senkin jälkeen, kun talouden jo elpymässä korkoa normaalioloissa nostettaisiin. Intuitio on, että tällöin ikään kuin "lainataan" kevennystä tulevaisuuden rahapolitiikasta, ja siten kompensoidaan keskuspankilta puuttuvaa mahdollisuutta nykytilanteessa laskea korkoa alle nollan.

Tästä näkökohdasta on keskusteltu akateemisessa kirjallisuudessa (mm. Woodford 1999, Reifschneider & Williams 1999). Reifschneider ja Williams (1999) tekevät FRB/US -mallilla<sup>2</sup> simulointeja, joissa vertaillaan kahta politiikkasääntöä nollakorkorajoitteen vallitessa.<sup>3</sup> Ensimmäisen säännön mukaan ohjauskorko määräytyy Taylor-säännön<sup>4</sup> perusteella, kunnes nollakorkoraja tulee vastaan. Tämän jälkeen korko pysyy nollassa, kunnes Taylor-säännön mukainen korko jälleen ylittää nollarajan, minkä jälkeen korko jälleen määräytyy Taylor-säännön mukaisesti. Toisen säännön mukaan korko käyttäytyy muutoin samoin kuin edellä, mutta keskuspankki sitoutuu pitämään korkoa jonkin aikaa nollassa talouden elpymisvaiheessa, kun Taylor-säännön mukaan korkoa tulisi jo nostaa. Keskuspankin onnistuessa vakuuttamaan markkinat sitoutumisestaan myös pidemmän maturiteetin korot laskevat ja rahapolitiikan elvyttävä vaikutus kasvaa.

Tilannetta voidaan kuvata esimerkin omaisesti seuraavan kuvion avulla (kuvio 5). Paneeli A kuvaa ohjauskoron kehitystä. Kun ohjauskorkoa lasketaan reaktiona tämänhetkiseen ( $t=0$ ) taloustilanteeseen ja hintakehityksen vaimentumiseen, korko kohtaa nollarajoitteen neljänellä neljänneksellä. Vaikka korko pidettäisiin nollassa, taloudessa käytännössä vallitsee

<sup>2</sup> FRB/US-malli on Federal Reserve Boardin Yhdysvaltojen taloutta kuvaava makrotaloudellinen malli.

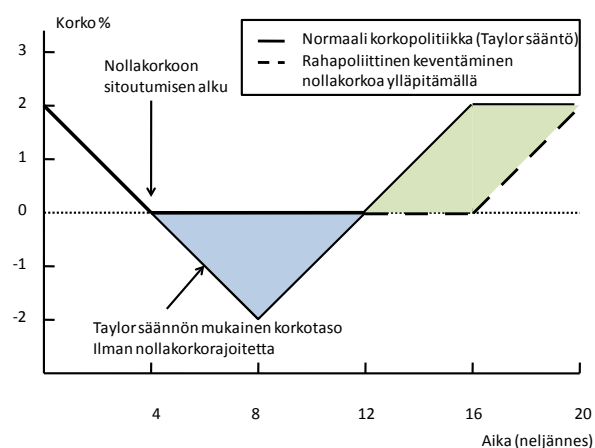
<sup>3</sup> Nollakorkorajoite vallitsee, kun taloustilanteen edellyttämä tasapainonimelliskorkotaso olisi alle nollan, mutta todellinen korko ei voi olla negatiivinen. On arvioitu, että Japanissa tämä oli tilanne 1990-luvun lopulla ja 2000-luvun alussa

<sup>4</sup> Taylor-sääntö on yhdysvaltalaisen John Taylorin vuonna 1993 esittämä rahapolitiikan sääntö, joka kuvaa, kuinka paljon keskuspankin tulisi muuttaa nimellistä lyhyttä korkoa reaktiona bruttokansantuotteen kasvun poikkeamiin potentiaalisesta kasvusta sekä inflaation poikkeamiin tavoitellusta inflaatiosta.

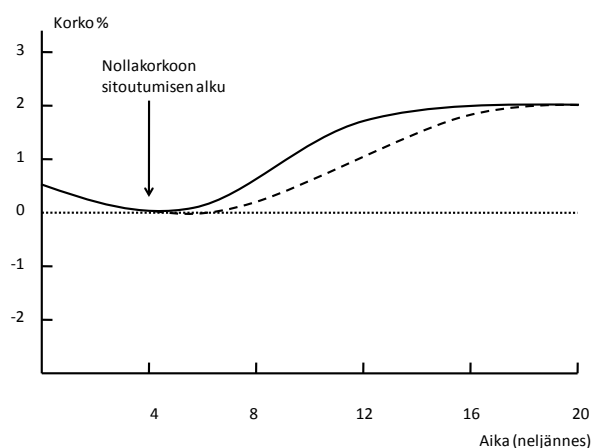
tilanne, jossa rahapolitiikka ei ole elvyttävää, koska taloustilanteen edellyttämä korko on Taylor-säännön mukaan negatiivinen. Kompensoidakseen tätä keskuspankki sitoutuu 4. neljänneksellä pitämään koron nollassa silloinkin, kun talouskasvu ja hintakehitys siirtyvät elpymisvaiheeseen 12. neljänneksellä (katkoviiva). Tällä rahapolitiikalla keskuspankki vähentää nollakoron tuoman rajoitteen vaikutusta, ja se nostaa koron Taylor-säännön mukaiselle tasolle vasta, kun keventäminen alkaa liiallisesti ylikuumentaa taloutta ja kiihdyttää hintojen nousua. Paneelissa B kuvataan pitkien korkojen kehitystä. Jos keskuspankin sitoutuminen vakuuttaa markkinat, niin maturiteetiltaan pidempien joukkolainojen korot laskevat, kun markkinat ottavat huomioon tulevaisuuden odotetun lyhyiden korkojen uran. Tämä synnyttää rahapolitiittisen keventävän vaikutuksen neljännen neljänneksen jälkeisille periodeille, jolloin poliittikkakorko kohtaa nollarajoitteen (katkoviiva).

Kuvio 5. Nollakorkoon sitoutumisen vaikutus nollakorkorajoitteen vallitessa

#### A) Vakuudeton yön yli -korko



#### B) Valtionlainan tuotto (2 vuotta)



Lähde: Reifschneider & Williams (1999)

### ZIRP:n vaikutukset ja talouden elpyminen

Nollakorkopoliittikalla oli myönteisiä vaikutuksia rahoitusmarkkinoiden kehitykseen, joskin samaan aikaan osunut ICT-buumi oli tärkeä tekijä tuon ajan rahoitusmarkkinakehitykselle. Nollakorkopoliittikan aikana tuottokäyrä laski aina 10 vuoden maturiteettiin saakka. Alle vuoden maturiteeteissa tuotto oli nollassa suurimman osan vuotta 1999. Japanin valtion 10 vuoden velkapaperien (JGB) tuotto pysyi 1,6 %:n ja 2,0 %:n välillä. Osakehinnat nousivat jyrkästi vuonna 1999.

Japanin talous alkoi elpyä rahapolitiikan keventymisen mutta myös globaalin ICT-buumin ansiosta. Elokuussa 2000 keskuspankki nosti ohjauskoron 0,25 prosenttiin, luopuen näin

nollakorkopolitiikasta. Vaikka talous elpyi, pankkien todellinen ongelma, hoitamattomat luotot, säilyi edelleen talouden rasiitteena.

ICT-buumin päätyminen iski kuitenkin pian voimakkaasti Japaniin, ja maan talous palasi taantumaan. Ohjaukorko laskettiin vuoden 2001 alkukuukausina takaisin nolnaan.

## 5 Määrällisen keventämisen rahapolitiikka

Kun Japanin talous ajautui jälleen taantumaan vuoden 2000 viimeisellä neljänneksellä ja kuluttajahinnat (pl. jalostamattomat elintarvikkeet) kääntyivät laskuun, katsoi maan keskuspankki, että nollakorkopolitiikka ei enää riittäisi talouden elvyttämiseen. Keskuspankki omak-suikin maaliskuussa 2001 ns. 'määrällisen keventämisen' rahapolitiikan (quantitative easing policy, QEP), jota se noudatti vuoden 2006 maaliskuuhun asti. Määrällisen keventämisen rahapolitiikalla pyrittiin suoraan lisäämään likviditeettiä rahamarkkinoilla kasvattamalla pankkien keskuspankissa olevien sekkitilien saldoja.

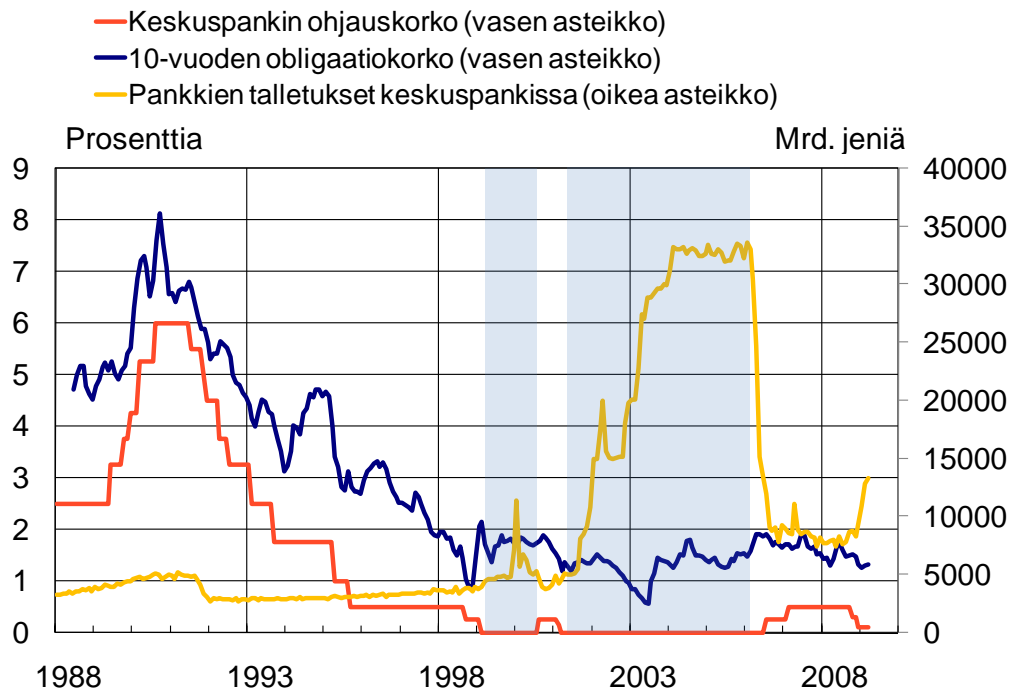
Määrällisen keventämisen rahapolitiikka koostui kolmesta pilarista: (i) keskuspankin operationaalinen tavoite siirtyi pankkien välisten markkinoiden vakuudettomasta yön yli -korosta pankkien keskuspankkireserveihin (keskuspankki lisäsi samalla likviditeettiä huomattavasti yli reservivaatimusten), (ii) keskuspankki sitoutui määrällisen keventämisen politiikkaan, kunnes kuluttajahintojen (pl. jalostamattomat elintarvikkeet) nousu olisi "vakaasti yli nollan"<sup>5</sup>, (iii) keskuspankki oli valmis tarpeen vaatiessa kasvattamaan valtionlainojen ostojaan liikepankeilta keskuspankkireservien tavoitetason saavuttamiseksi.

Määrällisen keventämisen rahapolitiikan vaikutukset voidaan jakaa kolmeen tyyppiin seuraten em. kolmea pilaria: (i) liikepankkien keskuspankkireservien kasvattaminen vaikutti rahamäärään ja luotonannon kasvattamismahdollisuuksiin. Keskuspankkireservien määrän kasvattamisen yhteydessä puhutaan ns. "portfolio rebalancing" -vaikutuksesta. Keskuspankin taseen kasvattaminen QEP:n avulla tarkoittaa samalla sitä, että rahan määrä pankkien taseen saamapuolella kasvaa. Tämä tarkoittaa riskittömien vaateiden määrän kasvua suhteessa riskillisiin vaateisiin, jolloin pankkien portfolion riskitasapaino muuttuu. Jos oletetaan, että pankit haluavat säilyttää optimaalisen riskibalanssin, tulee niiden kasvattaa luottojen

<sup>5</sup> Japanin keskuspankki ilmoitti jatkavansa määrällisen keventämisen rahapolitiikkaa siihen saakka, kunnes kaksi ehtoa inflaation osalta täyttyi. Ensinnäkin, inflaation tuli olla positiivinen useamman kuukauden ajan. Toiseksi, inflaatioennusteiden tuleviksi kuukausiksi tulisi olla positiiviset. Keskuspankki kuitenkin varasi itselleen oikeuden jatkaa määrällisen keventämisen politiikkaa, vaikka yllämainitut ehdot olisivat täyttyneet, mikäli se katsoi, että taloudellinen tilanne politiikasta luopumiseen oli epäsuotuisa.

myöntämistä, (ii) kuten ZIRPissäkin, määrällisen keventämisen rahapolitiikkaan sitoutuminen vaikutti odotuksiin tulevasta lyhyiden markkinakorkojen urasta ja siten pidempiin markkina-korkoihin, (iii) pitkien valtion joukkolainojen ostot vaikuttivat keskuspankin taseen koostumukseen ja samalla tuottokäyrän pitkään päähän.

Kuvio 6. Rahapolitiikka ja korkokehitys



Lähteet: Japanin keskuspankki ja Reuters.  
Tummennetut alueet: ZIRP ja QEP periodit

Maaliskuussa 2001 keskuspankki nosti pankkien reservitalletusten tavoitetasoa aiemmin vallinneesta noin 4 000 mrd. jeniä 5 000 mrd. jeniin, josta se vähitellen nostettiin 30 000–35 000 mrd. jeniin (kuva 6).<sup>6</sup> Tällä tasolla se pysyi tammikuusta 2004 maaliskuuhun 2006. Kun määrällinen rahapolitiikka lopetettiin maaliskuussa 2006, keskuspankki siirtyi jälleen nollakorkopolitiikkaan. Sekin päättyi saman vuoden heinäkuussa, kun korkoa nostettiin 0,25 prosenttiin. Suurimman osan määrällisen keventämisen rahapolitiikan ajasta keskuspankki onnistui pitämään pankkien reservitalletukset tavoitellulla tasolla.

<sup>6</sup> Japanin keskuspankin taseen velkapuoli koostuu setelistöstä, pankkien reserveistä (vaadituista ja ylimääräisistä) sekä talletuksista sellaisilta rahoituslaitoksilta, joita ei vaadita pitämään reservejä keskuspankissa.

## Miten QEP vaikutti?

**Sitoutumisvaikutus:** Markkinoilla QEP:n tulkittiin vahvistavan Japanin keskuspankin sitoutumista nollakorkopolitiikkaan. Samalla keskuspankin sitoutuminen määrälliseen keventämiseen, kunnes inflaatio olisi vakaasti positiivinen, sai taloustoimijat uskomaan, että nollakorkopolitiikkaa jatkettaisiin pidemmän aikaa. Tämän seurauksena tuottokäyrä laski etenkin lyhyissä mutta myös keskipitkissä maturiteeteissa.

**Monetaariset vaikutukset:** Keskuspankkireservien kasvattamisen ajateltiin elvyttävän taloutta rahamäärän ja luotonannon kasvun kautta. Vaikutus luotonantoon ja yleisempään talouskehitykseen jäi kuitenkin vaatimattomaksi. QEP:n aikana pankkien luotonanto itse asiassa supistui, ja tutkimustenkin mukaan on varsin vähän näyttöä luotonannon elpymisestä QEP:n vallitessa.

Vaikka pankkien luotonannon kasvu koko talouden tasolla ei toteutunut, on olemassa jonkin verran näyttöä heikoimpien pankkien aseman paranemisesta ja niiden luotonannon kasvusta. QEP:n aiheuttaman likviditeetin kasvun yhteydessä heikkojen pankkien (ts. niiden pankkien, joilla oli taseissaan paljon hoitamattomia luottoja) maksamat riskiliset markkinaehtoisesta rahoituksestaan laskivat. Siten ne pystyivät kasvattamaan luotonantoaan. Näin ollen heikkojen pankkien aseman paranemisen voidaan ajatella vakauttaneen Japanin rahoitusmarkkinoita. Toisen tulkinnan mukaan talouden rakennemuutos kuitenkin hidastui, kun heikkoja pankkeja ja niiden hoitamattomia luottoja tuettiin epäsuorasti QEP:n avulla.

**Keskuspankin valtionlainojen ostojen vaikutus korkoihin:** Keskuspankkireservien määrän nousun ohella pitkien valtionlainojen ostojen enimmäismäärä kolminkertaistettiin 400 mrd. jenistä 1 200 mrd. jeniin lokakuusta 2002 alkaen. Tavoitteena oli, että nämä ostot laskisivat valtionpapereiden korkoja, joka voisi heijastua myös yksityisen sektorin korkoihin mm. viitekorkojen laskun kautta. Tällä tuettaisiin investointi- ja kulutuskysyntää. Myös valtion velkarahoituksen hinta alenisi. Selvää näyttöä valtionlainojen ostojen reaalityökaluudellisista vaikutuksista ei kuitenkaan ole.

Kaiken kaikkiaan monet analyysit Japanissa harjoitetusta määrällisen keventämisen rahapolitiikasta katsovat, että sillä luotiin elvyttävä rahataloudellinen ympäristö, joka yhtäältä esti talouden tilan heikkenemisen toteutunutta syvemmälle ja toisaalta tuki yrityssektorin toipumista 1990-luvun taantumasta. Joidenkin empiiristen tutkimusten mukaan määrällisen keventämisen rahapolitiikan suurin elvyttävä vaikutus tuli sitoutumisvaikutuksesta. Näin ollen nollakorkorajalla toimittaessa keskuspankin kommunikaatio tulevasta rahapolitiikasta on keskeisessä asemassa toivotun vaikutuksen aikaansaamiseksi.

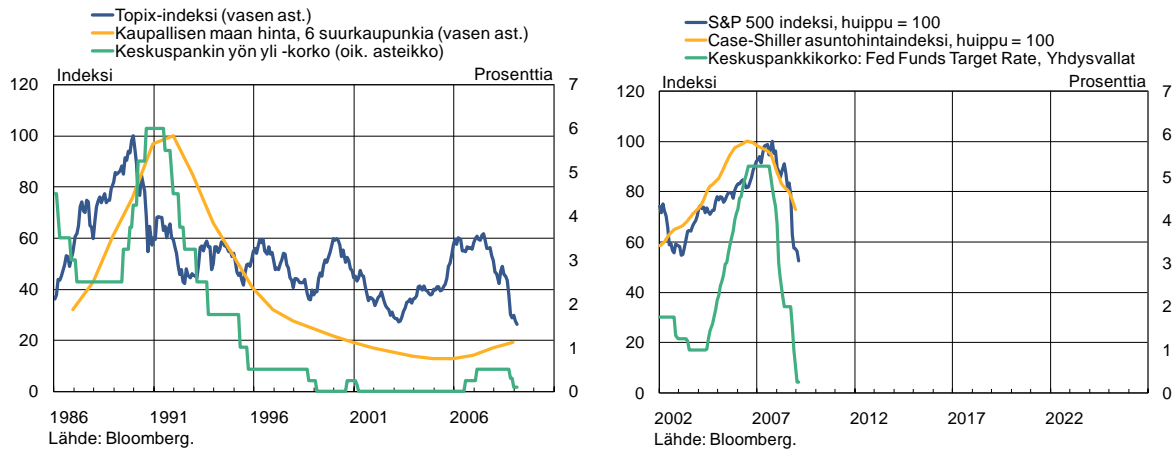
## 6 Miten Japanin talouspolitiikassa onnistuttiin?

Japanin 1990-lukua on kutsuttu "menetetyksi vuosikymmeneksi", ja pitkittynyttä taantumaa on pidetty osaltaan epäonnistuneen talouspolitiikan aiheuttamana. Keskuspankkia on kritisoitu liian hitaasta ja vaatimattomasta reagoinnista 1980-luvun lopun romahdukseen, ja finanssipolitiikan suunnanmuutoksia on arvosteltu. Myös hidasta puuttumista hoitamattomiin lainoihin on pidetty taantumien pitkittymisen keskeisenä syynä.

Viimeaikaisen globaalien talouskriisien myötä arvostelu on kuitenkin vaimentunut. Nykytilanteessa Japanin 1990-luvun kasvuluvut näyttävät itse asiassa kohtalaisilta. Vaikka talouskasvu Japanissa hidastui merkittävästi 1980-luvulta 1990-luvulle, ei Japanin talous ajautunut syvään lamaan.

Japanin kriisistä on otettu oppia. Yhdysvaltain keskuspankki on ollut huomattavasti nopeampi laskemaan korkoja varallisuushintojen kääntyttyä laskuun (kuvio 7) ja ottamaan käyttöön epätavanomaisia menetelmiä kuin Japanin keskuspankki 1990-luvulla. Toteutuneet ja vireillä olevat finanssipoliittiset elvytyspaketit ovat monissa maissa mittavia, joskin niiden riittävydestä vallitsee epävarmuutta. Eritoten tilanteessa, jossa pankit ovat velkaantuneita ja keskittyvät taseidensa parantamiseen, voi nollakorkojen vaikutus luotonantoon jäädä vaatimattomaksi. Tällaisessa tilanteessa Japanin kokemuksista voidaan myös nähdä, miten pitkän varjon talouskriisi jättää. Varallisuusarvojen lasku jatkui Japanissa pitkään, ja esim. maan hinta kääntyi nousuun vasta 15 vuotta 1980-luvun lopun romahduksen jälkeen. "Zombie-lainojen" rasite yritysten ja pankkien taseissa on vaimentanut Japanin talouskehitystä aivan viime vuosiin asti.

Kuvio 7. Varallisuusarvojen lasku ja rahapolitiikka Japanissa 1990-luvulla ja Yhdysvalloissa 2000-luvulla.



Japanin talouspolitiikka on viime aikoina joutunut uudestaan koetukselle, kun maan talous on ajautunut syöksyyn maailmantalouden kriisiin ja kansainvälisen kauppavaihdon voimakkaan supistumisen johdosta. Kaksi finanssipoliittista elvytyspakettia on jo käynnissä. Näiden budjettivaikutukset ovat 2 % BKT:sta. Kolmas paketti on poliittisen keskustelun kohteena. Japanin julkisen talouden tila antaa nyt kuitenkin paljon vähemmän pelivaraa kuin 1990-luvulla. Toisaalta yritys- ja pankkisektori ovat nyt paremmassa kunnossa onnistuttuaan korjaamaan taseitaan viime vuosien vientivetoisen kasvun turvin. Rahapolitiikassa ohjauskorko on jo lähellä nolaa, ja keskuspankki on ilmoittanut ryhtyvänsä suoriin yritystodistusten ostoihin sekä lisäävänsä pitkien valtionlainojen ostojaan. Näillä toimilla Japanin keskuspankki on itse asiassa siirtynyt uuteen määrällisen keventämisen politiikkaan Yhdysvaltain keskuspankin tyyliin.

**LÄHTEET**

Bank of Japan, Outline of Monetary Policy.

<http://www.boj.or.jp/en/type/exp/seisaku/expseisaku.htm>

Bank of Japan, Statements on Monetary Policy (1998-2007)

<http://www.boj.or.jp/en/theme/seisaku/kettei/kako01/index.htm>

Caballero, Ricardo J. & Takeo Hoshi & Anil K Kashyap (2008): Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan, *American Economic Review*, Vol. 98, No. 5, December 2008

Reifschneider, David & John C. Williams (1999): Three lessons for monetary policy in a low inflation era, *Finance and Economics Discussion Series 1999-44*, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).

Spiegel, Mark M. (2006): Did Quantitative Easing by the Bank of Japan "Work"? *FRBSF Economic Letter*, Number 2006-28.

Spilimbergo, Antonio, Steve Symansky, Olivier Blanchard, Carlo Cottarelli (2008): Fiscal Policy for the Crisis. *IMF Staff Position Note*, SPN/08/01.

Woodford, Michael (1999), Commentary on "How should monetary policy be conducted in an era of price stability?", *Federal Reserve Bank of Kansas City Proceedings*, 277–316.

Ueda, Kazuo (2006): The Transmission Mechanism of Monetary Policy Near Zero Interest Rates: The Japanese Experience 1998-2000, Speech given by Kazuo Ueda, Member of the Policy Board, on September 22, 2000

<http://www.boj.or.jp/en/type/press/koen/ko0009b.htm>

Ugai, Hiroshi (2006): Effects of the Quantitative Easing Policy: A Survey of Empirical Analyses, *Bank of Japan Working Paper No. 06-E-10*.