



SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

3 • 2003

Johanna Lukkarila
Kansantalousosasto
16.1.2003

Aasian, Venäjän ja Turkin rahoituskriisien vertailua

Finlands Banks diskussionsunderlag
Bank of Finland Discussion Papers

Suomen Pankki
PL 160
00101 HELSINKI
☎ (09) 1831

<http://www.bof.fi>

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

3 • 2003

Johanna Lukkarila
Kansantalousosasto
16.1.2003

Aasian, Venäjän ja Turkin rahoituskriisien vertailua

Tässä keskustelualoitteessa esitetyt näkemykset ovat tekijän eivätkä välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

Haluan kiittää erityisesti Lauri Kajanojaa, Tuomas Komulaista, Tuomas Saarenheimoa, Antti Suvantoa ja Heli Virtaa saamistani hyvistä kommentteista ja avusta.

<http://www.bof.fi>

ISBN 952-462-029-4
ISSN 0785-3572
(painettu julkaisu)

ISBN 952-462-030-8
ISSN 1456-6184
(verkkojulkaisu)

Suomen Pankin monistuskeskus
Helsinki 2003

Aasian, Venäjän ja Turkin rahoituskriisien vertailua

Suomen Pankin keskustelualoitteita 3/2003

Johanna Lukkarila
Kansantalousosasto

Tiivistelmä

Monet maat ovat 1990-luvun alun jälkeen luopuneet kiinteän mutta ajoittain muutettavan valuuttakurssin järjestelmästä. Suuntaus kohti kelluvia valuuttakursseja tai vaihtoehtoisesti rahaliittoja on herättänyt keskustelua puhtaiden valuuttakriisien häviämisestä, ja tutkimuksen painopiste on siirtynyt yleisiin rahoituskriiseihin ja laajoihin rahoitusjärjestelmäkriiseihin. Etenkin Aasian kriisiaalto synnytti paljon uutta valuutta- ja rahoituskriisit yhdistävää tutkimusta. Toisaalta tutkimusta on kritisoitu siitä, että uusi kriisien sarja kumoaa aikaisemmat mallit ja että malleja kehitetään vastaamaan kriisien uusia piirteitä.

Tässä työssä arvioidaan, miten Aasian tapahtumien jälkeen kehitellyt niin kutsutut kolmannen sukupolven valuuttakriisimallit selittävät Aasian kriisiä. Lisäksi teorioita ja Aasian tapahtumia verrataan Venäjän ja Turkin viimeisiin rahoituskriiseihin. Tarkastelu osoittaa, etteivät perinteiset teoriat ole menettäneet merkitystään kriisien selittäjinä. Uusia malleja ja mallien yhdistämistä kuitenkin tarvitaan, sillä viimeaikaisiin kriiseihin on yhä useammin liittynyt sekä pankkiettä valuuttakriisien piirteitä.

Avainsanat: valuuttakriisit, pankkikriisit, kehittyvät markkinat, Aasia, Turkki, Venäjä

JEL-luokittelu: F31, F32, F41

Comparison between Asian, Russian and Turkish financial crises

Bank of Finland Discussion Papers 3/2003

Johanna Lukkarila
Economics Department

Abstract

Since the start of the 1990s, several countries have abandoned fixed-but-adjustable exchange rate regimes. The tendency towards floating exchange rate regimes, or alternatively monetary unions, has given rise to a debate on the disappearance of pure currency crises, and the literature has focused more on general financial crises and large-scale crises of financial systems. The Asian crisis in particular generated much new research that combines currency and banking crises. The currency crisis literature has been criticised on the basis that crisis models are revised or new ones developed after every major crisis episode. Because of crisis-specific features, it is unlikely that a single model would be capable of encompassing the whole character of all crises.

The paper discusses the relevance of the new currency and financial crisis theories, ie third generation theories, for the crisis episodes in Asia. It also compares the theories and Asian events to financial crises in Russia and Turkey. The paper shows that the traditional models are still relevant, but to some extent they fall short in explaining the most recent crises of the 1990s, which had features of both currency and financial crises.

Key words: currency crisis, financial crisis, emerging markets, Asia, Russia, Turkey

JEL classification numbers: F31, F32, F41

Sisällys

Tiivistelmä	3
Abstract	4
1 Johdanto.....	7
2 Valuuttakriisitutkimuksen kehitys.....	8
2.1 Ensimmäisen ja toisen sukupolven teorit.....	8
2.2 Kolmas kriisisukupolvi.....	10
2.2.1 Likviditeettivajeena toteutuvat kriisit.....	12
2.2.2 Moraalikato ja pankkien maksukyvyttömyys	12
2.3 Loppukatsaus	14
3 Aasian kriisi 1997–1998	15
3.1 Valuuttamarkkinoiden fundamentit.....	16
3.1.1 Pääoman tuonti.....	16
3.1.2 Vaihtotaseen tasapaino	17
3.1.3 Reaalisen valuuttakurssin vahvistuminen ja vienti	19
3.2 Rahoitussektori	21
3.2.1 Pankkien lainananto	21
3.2.2 Lyhytaikainen ulkomainen velka: valuutta- ja maturiteettiriskit	22
3.3 Moraalikato Aasian kriisissä	26
3.4 Kriisin syttyminen	28
3.5 Loppukatsaus	29
4 Venäjän 1998 rahoituskriisi	30
4.1 Venäjän taloudelle tyypillisiä piirteitä.....	30
4.2 Julkinen alijäämä ja velkaantuminen.....	31
4.3 Valuutan vahvistuminen ja pääomavirrat	33
4.4 Venäjän pankkijärjestelmä.....	35
4.5 Aasian kriisin vaikutukset Venäjään	37
4.6 Loppukatsaus	38
5 Turkin vuosien 2000–2001 rahoituskriisi	39
5.1 Stabilisaatio-ohjelma ja crawling peg -järjestelmä.....	40
5.2 Makrotalouden fundamentit	40
5.3 Pankkisektori	43
5.4 Kriisin syttyminen	46
5.5 Loppukatsaus	47
6 Päätelmät	48
Lähteet	51

1 Johdanto

Viime vuosikymmenellä koettiin lukuisia valuutta- ja rahoituskriisejä.¹ Koska niiden laukaisemat ongelmat voivat levitä laajalle reaalitalouteen ja aiheuttaa vakavia seurauksia mm. tuotannon kasvulle ja työllisyydelle, kriisien syiden löytäminen ja mahdollinen ennakoiminen olisi erittäin tärkeää. Rahoituskriisiin liittyy yleensä pankkikriisi, jolla tarkoitetaan yhden tai useamman suuren pankin ajautumista maksukyvyttömyyteen tai vaihtoehtoisesti laajamittaista talletuspakoa. Talletuspako tarkoittaa tallettajien pyrkimystä nostaa talletuksensa samanaikaisesti, mikä aiheuttaa pankeille likviditeettivajeen. Valuuttakriisi puolestaan merkitsee sitä, että rahoitusmarkkinoiden luottamus kiinnitetyn valuuttakurssin kestävyteen horjuu. Se näkyy kotimaisen koron nousuna, valuuttavarannon pienene misenä ja/tai valuutan heikkenemisenä. Valuuttakriisissä maan valuutta joudutaan devalvoimaan tai kelluttamaan spekulatiivisen hyökkäyksen seurauksena. Laajempaan määritelmään kuuluvat myös ne hyökkäykset, joissa valuuttaa on onnistuneesti puolustettu, mutta koituneet kustannukset ovat huomattavat. (esim. World Economic Outlook, IMF.)

Monet maailman maat ovat 1990-luvun alun jälkeen luopuneet kiinteän mutta ajoittain muutettavan valuuttakurssin järjestelmästä. Suuntaus kohti kelluvia valuuttakursseja tai vaihtoehtoisesti rahaliittoja on herättänyt keskustelua puhtaiden valuuttakriisien häviämisestä, ja painopiste kirjallisuudessa on siirtynyt yleisempien rahoituskriisien ja laajamittaisten rahoitusjärjestelmäkriisien tutkimiseen. Kriisien syyksi nähdään yhä useammin vaihtotaseen sijasta pääomatase (Yoshitomi ja Ohno 1999, Rajan 2001, Caballero ja Krishnamurthy 1998). Tyypillisesti uusi mallisukupolvi on syntynyt uuden kriisiepisodin toteutumisen jälkeen. Edellisillä vuosikymmenillä toteutuneet kriisit motivoivat suuren määrän kriisitutkimusta, jossa analyysit kehittyivät toteutuneiden tapahtumien ja ympäröivän talouden tilanteen mukaisesti. 1990-luvun suuri valuuttakriisien aalto, Aasian tapahtumat, synnytti jälleen uutta tutkimusta, jonka eroista aiempaan keskustellaan edelleen. Valuuttakriisikirjallisuutta on kritisoitu juuri siitä, että uusi kriisien sarja kumoaa aikaisemmat mallit ja malleja kehitetään vastaamaan uusien kriisien piirteisiin (esim. Rodrik 1998).

Tosiasiassa kriisit voidaan harvoin selittää vain yhdentyypisellä mallilla. Toteutuneet kriisiepisodit eroavat toisistaan huomattavasti, ja mallien ja analyysien monimuotoisuus on ehkä tämän vuoksi perusteltua. Jokaisessa kriisirypäässä on ollut vain sille ominaisia piirteitä, eikä mikään yksittäinen malli ole soveltunut selittämään tai ennustamaan kaikkia kriisejä tyhjentävästi. Tämä johtuu osit-

¹ 1990-luvulla toteutuivat mm. EMS-kriisi 1991–1992, Meksikon pesokriisi 1994–1995, Aasian kriisi 1997–1998, Venäjän kriisi 1998, Turkin kriisi 2000 sekä lukuisat Itä-Euroopan siirtymätalouksien kriisit.

tain myös vaikeudesta yhdistää kaikki kriiseihin vaikuttavat tekijät samaan formaaliin malliin. Valuutta- ja rahoituskriisitutkimus ja erilaisten mallien luominen on tarpeen, jotta voidaan ymmärtää edes osittain kriiseihin johtaneita syitä ja kyetä reagoimaan nopeammin hälyttävien piirteiden ilmaantuessa.

Tämän tutkielman tavoitteena on selvittää, miten Aasian kriisin jälkeen kehitellyt niin kutsutut kolmannen sukupolven mallit selittävät Aasian kriisiä ja toisaalta vertailla teorioita ja Aasian tapahtumia Venäjän ja Turkin rahoituskriiseihin. Luku kaksi selvittää lyhyesti valuuttakriisikirjallisuuden kehitystä ensimmäisen ja toisen sukupolven valuuttakriisimallien kautta kolmanteen sukupolveen. Luvussa tarkastellaan myös kolmannen sukupolven mallien suuntauksia ja niiden eroja. Tämän jälkeen luvuissa 3, 4 ja 5 tarkastellaan Aasian, Venäjän ja Turkin kriisejä. Vaikka Aasian kriisiä käsitellään myös kokonaisuutena, tarkastelu keskittyy Thaimaahan, sillä kriisin katsotaan alkaneen Thaimaan bahtin devalvaatiosta. Muissa Aasian kriisin maissa kriisiin vaikuttivat osaltaan myös tartuntatekijät.

2 Valuuttakriisitutkimuksen kehitys

2.1 Ensimmäisen ja toisen sukupolven teorit

Krugman (1979) sekä Flood ja Garber (1984) loivat ensimmäiset valuuttakriisimallit parikymmentä vuotta sitten. Näissä malleissa spekulatiivinen hyökkäys maan valuuttaa kohtaan ja keskuspankin valuuttareservien kato tapahtuvat taloudessa, jossa perustekijät ovat heikot. Tulokset osoittivat, ettei valuuttapakoon tarvitse liittyä irrationaalisia toimia markkinatoimijoiden taholta, vaan se voi olla yhteistulos kestävästä politiikasta ja spekuloijien rationaalisesta harkinnasta.

Ensimmäisten mallien mukaan perimmäinen syy kriisille on julkisen talouden vaje, jota rahoitetaan keskuspankkirahoituksella.² Tämä johtaa odotuksiin valuuttan heikkenemisestä. Talouden toimijat näkevät, että kiinteästä kurssista joudutaan luopumaan, ja haluavat vaihtaa valuuttansa ennen kriisin toteutumista. Valuuttapako imee tyhjiin keskuspankin valuuttareservejä, ja jossain vaiheessa ennen reservien loppumista spekulatiivinen hyökkäys synnyttää kriisin.

Tämän näkemyksen mukaan valuuttakriisit ovat väistämätön seuraus maassa harjoitetusta politiikasta. Mallien taustalta löytyy Latinalaisen Amerikan maiden stabilisaatio-ohjelmien epäonnistuminen. (esim. Krugman 2001.) Vaikka ensimmäisen sukupolven mallit eivät riitä kuvaamaan myöhempiä kriisejä, mallien pe-

² Laajemmin ottaen valuuttamarkkinoiden kannalta keskeisimpiä perustekijöitä ovat vaihtotaseen alijäämä, ulkomaisen velan määrä, valtion velkaantuneisuus sekä inflaatioerot.

rusajatus kriisin syntymisestä epä johdonmukaisen politiikan seurauksena on toimiva. Monet kolmannen sukupolven malleista perustuvat ensimmäisten teorioiden ajatukselle talouden heikoista fundamenteista ja katsovat kriisin yhdeksi syyksi hallituksen rahoituslaitoksille tai muille yrityksille antamat implisiittiset takuut ja niistä aiheutuvan moraalikadon. (Marion 1999, 474.)

Ensimmäisen sukupolven näkemys joutui punnintaan viimeistään Euroopan EMS-kriisin 1992–1993 myötä. Valuuttakriisejä edeltänyt raha- tai finanssipoliittikka ei ollut ilmeisen ekspansivista esimerkiksi kahdessa suuressa EMS-kriisimaassa, Ranskassa ja Britanniassa. Tapahtumat johtivat uusien kriisimallien muovaamiseen, joista merkittävimpiä ovat Obstfeldin (1994, 1996) mallit. Tämän jälkeen malleja on tehty lukuisia. Uudet mallit ottavat huomioon odotukset toteuttavan kriisin mahdollisuuden ja kriisitilanteessa harjoitetun politiikan.

Yksi versio näistä malleista on seuraavanlainen. Jos valuutan kiinnitys ei ole sijoittajien mielestä uskottava, he vaativat korkeampaa korkoa pitääkseen hallussaan kotimaanvaluuttamääräisiä varoja. Jos hallitus suojelee kiinnitystä nostamalla korkotasoa, työttömyys pahenee ja rahoituksen saatavuus vaikeutuu. Devalvaatio-odotusten voimistuminen tekee kiinteän kurssin ylläpitämisen kalliimmaksi. (Krugman 2001, 6.) Sijoittajat tietävät hallituksen valintatilanteen kiinnityksen suojelemisen ja devalvaation välillä, ja lisääntyneet odotukset devalvaatiosta nostavat kiinteän kurssin ylläpitämisen kustannuksia yhä korkeammalle. Kun kiinteän kurssin kustannukset nousevat hyötyjä suuremmiksi, devalvaatio toteutuu, ja sijoittajien devalvaatio-odotukset toteuttavat itsensä.

Mallissa devalvaatio-odotukset johtavat toimintaan, joka nostaa kiinteän valuuttakurssin suojaamisen kustannuksia. Tämän takia odotukset pakottavat poliitisiin päätöksiin, jotka toteuttavat lähtökohtaiset odotukset. (Pesenti ym. 2000, 6.) Toisin kuin ensimmäisen sukupolven kriisimalleissa kriisi voi syntyä, vaikka makrotaloudelliset perustekijät eli budjetti- ja vaihtotasealijäämät sekä inflaatio olisivat kunnossa. Toisen sukupolven valuuttakriisimalleissa kriisi merkitsee usein sitä, että siirrytään ”hyvästä” tasapainosta ”huonoon” monikäsitteisen tasapainon tilanteessa. Kriisi ei siten ole väistämätön, vaan sen toteutuminen riippuu toimijoiden odotuksista. Lähestymistavasta riippuen kriisit voivat toisen sukupolven malleissa olla täysin itsensä toteuttavia tai sitten niiden liikkeelle panevana tekijänä voivat ensimmäisen sukupolven mallien tapaan olla heikot fundamentit. Tiukkaa jakoa yhden tasapainon ensimmäiseen kriisisukupolveen ja usean tasapainon toiseen sukupolveen on myös kritisoitu. Kuitenkin yleinen käsitys on, että toisen sukupolven mallit osoittavat kriisin voivan esiintyä yllättävästi tilanteissa, joissa se ei näytä todennäköiseltä. (Krugman 2001, 6, Jeanne 1999, 6.) Vaikka ensimmäisen ja toisen sukupolven selitykset painottavat eri tekijöitä, selitykset eivät ole toisensa poissulkevia, vaan täydentävät toisiaan.

2.2 Kolmas kriisisukupolvi

Talouden perustekijöitä ja itsensä toteuttavia odotuksia painottavat valuuttakriisimallit tarjoavat kaksi keskeistä kehikkoa, joilla analysoida kriisejä. On kuitenkin argumentoitu, etteivät ne ota huomioon etenkin Kaakkois-Aasian kriiseissä 1997–1998 keskeisenä vaikuttaneita tekijöitä. Aasian kriisi motivoi uusia kriisimalleja, joissa keskeisinä tekijöinä olivat pankki- ja valuuttakriisien yhteyksien painottaminen sekä tartuntavaikutus. Alettiin puhua uudesta kriisisukupolvesta. Kriisien ja niitä selittävien mallien uutuudesta on kuitenkin useita mielipiteitä. Esimerkiksi Jeanne (1999) katsoo, ettei Aasian kriiseissä ollut mitään niin erilaista, etteikö niitä voitaisi selittää kahden edellisen sukupolven valuuttakriisimallien perusteella.

Kolmannen sukupolven malleja luonnehditaan yleensä siten, että ne painottavat pääomatasetta, kun taas kaksi aikaisempaa sukupolvea painottavat vaihtotasetta (Yoshitomi ym. 1999). Samansuuntaisesti myös Caballero ym. (1998) huomauttavat, että Aasian kriisi oli vain yksi etappi kriisianalyysin polttopisteen siirtyessä vaihtotaseesta pääomataseeseen. Toisaalta tämä on ongelmallinen luonnehdinta, koska esimerkiksi Flood ym. (1984) ja Obstfeld (1994, 1996) eivät käsittele vaihtotasetta lainkaan. Kolmannen sukupolven kriisimalleja pidetään syys-täkin pankkikeskeisenä näkemyksenä valuuttakriiseistä. Toisaalta kaksi ensimmäistä sukupolveakaan eivät jätä rahoitussektoria täysin huomiotta, sillä heikkojen pankkien asema voidaan suhteellisen helposti sisällyttää joihinkin ensimmäisen sukupolven malleihin (esim. Velasco 1987).

Kolmannen sukupolven malleissa yhdistetään pankki- ja valuuttakriisitutkimusta, ja osa kolmannen sukupolven malleista pohjautuu pankkikriisien malleihin. Pankkikriisien aikaisemmassa tutkimuksessa on samankaltaisia piirteitä kuin valuuttakriisitutkimuksessa, sillä myös pankkikriisejä on selitetty toisaalta talouden fundamenteilla ja epäjohdonmukaisella politiikalla ja toisaalta odotusten muutoksilla, jotka tapahtuvat ilman muutoksia fundamenteissa. Flood ym. (1981) esittävät, miten pankkien talletuspako voi olla odotettavissa oleva seuraus hallituksen politiikasta. Esimerkissä keskuspankin deflatorinen politiikka horjuttaa pankkien sitoumusta maksaa talletukset takaisin nimellisarvosta, ja talletuspako tapahtuu viimeisellä hetkellä, jolla pankit vielä pystyvät vastaamaan sitoumuksistaan. Diamond ym. (1983) osoittavat, kuinka talletuspako aiheutuu odotusten yhtäkkisistä muutoksista. Kriisin taustalla on pankkien tyypillinen taserakenne, jossa pankkien vastattavat ovat likvidejä suhteessa pankkien saamisiin, mikä synnyttää likviditeettiriskin. Mallin tasapaino on monikäsitteinen. Jos tallettajat epäilevät pankkien maksukykyä tai talletuspakoa, he nostavat talletuksensa pois välittömästi. Yhtäkkisistä talletusnostoista seuraa pankeille likviditeettivaje, vaikka pankin tila alun perin olisi ollut vakaa. Odotuksissa tapahtuvien muutosten aiheuttajaa

mallissa ei tarkenneta. Calomiris ym. (1991) ovat esittäneet, että mikä tahansa tieto pankkien riskipitoisuuden kasvusta voi aiheuttaa talletuspaon.

Aasian kriisin jälkeen pankkipakomalleja on laajennettu avoimeen talouteen ja toisaalta on tarkasteltu, millä tavalla rahoitustoiminnan tyypilliset piirteet, kuten moraalikato, voivat johtaa valuuttakriisiin. Vaikkei kolmas sukupolvi muodostaisikaan uutta teoreettista suuntausta, eivätkä aikaisemmat mallit millään muotoa menetä merkitystään kriisien selittäjinä, pankki- ja valuuttakriisejä yhdistävät mallit ovat perusteltuja, sillä rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen jälkeen kriiseihin on yhä useammin liittynyt sekä pankki- että valuuttakriisin piirteitä (ks. Kaminsky ym. 1999a).

Kolmannen sukupolven valuuttakriisimalleihin kuuluu sekä talouden perustekijöitä että itseään toteuttavia odotuksia painottavia malleja ensimmäisen ja toisen sukupolven mallien linjoja noudattaen. Liikalainaamiseen ja pankkien taseongelmiin keskittyvät näkemykset sekä pankki- ja valuuttakriisien palautemekanismin tutkiminen ovat talouden perustekijöiden tutkimusta. Toisaalta mallit, joiden mukaan pankkikriisit syntyvät likviditeettipulan takia, heijastavat itsensä toteuttavien odotusten näkemystä. (Pesenti ym. 2000.) Vaikka kirjallisuudessa ei ole yksiselitteistä jakoa kolmannen sukupolven malleille, voidaan niissä erottaa kaksi päälinjaa: valuutta- tai pankkipakomallit sekä pankkien tasemallit.³

Valuutta- ja pankkipakomallien mukaan muutokset markkinoiden odotuksissa ja luottamuksessa olivat Aasian kriisin syy. Vaikka joidenkin Aasian maiden taloudellinen tilanne oli huonontunut 1990-luvun kuluessa, kriisiä ei näiden mallien mukaan selitä fundamenttien heikentyminen, vaan kotimaisten ja kansainvälisten sijoittajien paniikki ja seurannut pääomapako. Kriisissä pankit eivät välttämättä ole maksukyvyttömiä, vaan kriisi syntyy väliaikaisen likviditeettivajeen takia. Toisen näkemyksen mukaan Aasian kriisi johtui talouden rakenteellisista ja poliittisista heikkouksista, jotka jättivät säätelemättömät rahoitusmarkkinat alttiiksi moraalikadolle. Tämän näkemyksen mukaan kansainväliset sijoittajat ja kotimaan rahoitus- ja yrityssektori luottivat hallituksen tai kansainvälisten toimijoiden implisiittisiin takuisiin. Tämä johti voimakkaaseen kotimaan pankkisektorin kautta välitettävään ulkomaiseen lainanottoon ja epäoptimaalisen suureen riskiottoon, mikä lopulta aiheutti kriisin. (Corsetti ym. 1998.) Seuraavassa eri suuntauksia tarkastellaan tarkemmin.

³ Bird ym. (2001) jaottelevat kolmannen sukupolven mallit likviditeettimalleihin (illiquidity models) ja maksukyvyttömyysmalleihin (insolvency models), joihin kuuluvat myös moraalikatoa painottavat mallit. Krugmanin (2001) mukaan kolmannen sukupolven malleista voidaan erottaa kolme erilaista suuntausta, pankkien tasemallit, moraalikatoa painottavat mallit sekä likviditeettiin keskittyvät mallit, mutta huomauttaa, että kaksi ensimmäistä ovat lähellä toisiaan. Marion (1999) tekee jaottelun sen mukaan, ovatko pankkikriisit avoimessa taloudessa ennustettavissa vai eivät, mikä noudattelee jakoa likviditeettimalleihin ja maksukyvyttömyysmalleihin.

2.2.1 Likviditeettivajeena toteutuvat kriisit

Rahoitussektorin keskeinen rooli taloudessa tekee likviditeettivajeesta mahdollisen kriisien aiheuttajan. Chang ym. (1998) sekä Goldfajn ym. (1997) laajentavat Diamondin ym. (1983) suljetun talouden pankkipakomallin avoimeen talouteen ja asettavat malleissaan rahoitusjärjestelmän likviditeetin keskeiselle sijalle. Kriisin taustalla on pankkien tyypillinen taserakenne, jossa rahoituksenvälittäjien velat ovat pidempiaikaisia kuin varat. Tämä maturiteettitransformaatio houkuttelee maahan investointeja, mutta se myös jättää pankit alttiiksi talletuspaolle. Kriisi syntyy, jos pankkien maksukyky epäilevät tallettajat haluavat nostaa talletuksensa samanaikaisesti. Kriisin syynä on pankkien väliaikainen pula likvideistä käteisvaroista, kun pankkien lyhytaikaisen varallisuuden arvo on pienempi kuin mahdolliset talletusnostot. Goldfajnin ym. mallissa yhtäaikaisen talletusnoston syy on kotimaan negatiivinen teknologiasokki tai kansainvälisen korkotason nousu. Mallissa valuuttakriisi ja pankkikriisi vaikuttavat toisiinsa. Odotukset valuuttakriisin toteutumisesta lisäävät talletuspaon todennäköisyyttä, ja toisaalta riittävän suuri talletuspako synnyttää valuuttakriisin. Changin ym. mallissa talletukset nostetaan, jos muiden pelätään tekevän samoin. Mallin mukaan keskuspankki pystyy suojelemaan joko kiinteää valuuttakurssia tai pelastamaan pankit toimimalla viime hetken luotonantajana, mutta molempien samanaikainen varmistaminen on mahdollista, jos odotukset kääntyvät huonoiksi.

Corsetti ym. (2001) ovat esittäneet, ettei pankkipaniikkimalli voi käytännössä toimia yksin, vaan tarvitsee tuekseen huonot fundamentit. Itse asiassa Chang ym. (1998) esittävät pankkipaniikkimallin, jossa huonot fundamentit ovat välttämätön mutta eivät riittävä syy kriisiin. Aasian kriisin tarkastelu osoittaa molempien elementtien vaikuttaneen kriisissä osaltaan. Kriisin oireet ilmaantuivat ensimmäisenä Thaimaassa ja Koreassa, joissa fundamentit olivat heikoimmat, mutta vasta paniikki kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla sai kriisin leviämään mittoihinsa.

2.2.2 Moraalikato ja pankkien maksukyvyttömyys

Moraalikatoa ja pankkien maksukyvyttömyyttä painottavien mallien keskeisenä motivaationa on idea hallituksen ehdollisista vastattavista (contingent liabilities), joita ensimmäisenä tarkasteli Diaz-Alejandro (1985). Diaz-Alejandron mukaan rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen ja kehittymätön pankkivalvonta olivat syynä Latinalaisen Amerikan kriiseille. Lisäksi yksityinen sektori odotti hallituksen interventiota ja uskoi sen pelastavan tallettajat rahoituksenvälittäjien joutuessa ongelmiin. Uusien maksukyvyttömyysmallien mukaan hallituksen eksplisiittiset tai implisiittiset takuut valuuttamääräiselle velalle edistävät liiallista sijoittamista riskipitoisiin kohteisiin. Takuut kasvattavat hallituksen ehdollisia vastuuta ja velkataakkaa suhteessa maan valuuttareserveihin, ja kun vastuut kasvavat tietyille

rajalle pääomantuonti kääntyy pääomapaoksi. Liiallisen ulkomaisen lainanoton seurauksena syntyvä pankkien maksukyvyttömyys on syy kriisiin. Oletuksen mukaan hallitus pelastaa pankit ja yritykset, mikä aiheuttaa painetta budjettitasapainoon. (esim. Burnside ym. 1998.)

Taustalla oleva politiikan epäjohdonmukaisuus syntyy, kun hallitus implisiittisesti takaa valuuttamääräistä velkaa, mutta samanaikaisesti vapauttaa rahoitussektorin säätelyä, eikä velan takaaminen enää jossain vaiheessa ole mahdollista. Yleensä hallitus ei ole sitoutunut takuisiin eksplisiittisesti, mutta joko oman maan aikaisempien kokemusten tai muiden maiden kriisitilanteiden perusteella yksityinen sektori olettaa takuut, eikä hallitus pysty uskottavasti sitoutumaan *laissez-faire* politiikkaan. Dekle ym. (2001) toteavat Aasian maista,⁴ että vaikkei yhdessäkään ollut virallista eksplisiittistä talletusvakuusjärjestelmää, kaikissa pankkitalletukset olivat implisiittisesti hallituksen suojaamia, sillä kotimaisten pankkien ei ollut koskaan annettu kaatua.

Uusia keskeisiltä piirteiltään samantyyppisiä maksukyvyttömyysmalleja on useita. Chinn ym. (2000) muodostavat mallin pankkien ulkomaisesta lainanotosta ja rahoituksenvälityksestä kotimaan yrityksille. Ennen kriisiä pääomantuonti on voimakasta ja ulkomaisen velan kasvu ylittää tuotannon kasvun. Ulkomaisen lainanoton takia pankkijärjestelmä velkaantuu ja on lopulta maksukyvytön, jolloin hallitus tulee väliin ja pelastaa ulkomaiset sijoittajat ja kotimaan tallettajat. Dooleyn (2000) mallissa hallitus takaa heikosti säädeltyjä kotimaisia rahoitusmarkkinoita, ja pankit kasvattavat ulkomaista lainanottoaan nopeammin kuin hallituksen valuuttavaranto kasvaa. Kun pankkien vastattavat ylittävät takuiden eli valuuttareservien määrän, kotimaahan sijoitetun pääoman odotettu tuotto laskee ulkomailta saatavaa tuottoa pienemmäksi ja talletuspako toteutuu. Vastaavasti myös Burnside ym. (1998) esittävät, että valuuttakurssin romahduksen aiheuttivat odotukset siitä, että tulevat julkisen sektorin vajeet, jotka syntyisivät pankkisektorin pelastamisesta, rahoitettaisiin ainakin osittain setelirahoituksella. Corsettin ym. (1999) mallissa moraalikato aiheuttaa liiallista lainanottoa ja investoimista. Pankkien vastattavien noustessa tietylle tasolle hallituksen reserveihin verrattuna, sijoittajat vetävät pääomansa pois. Krugman (1998) painottaa Aasian kriisin syynä moraalikatoa. Hän toteaa, että pankkien vastuiden odotettiin olevan implisiittisesti hallituksen takaamia, kun samanaikaisesti pankkivalvonta oli puutteellista. Tämä johti riskilainaamiseen ja aiheutti omaisuushintojen inflaatiota. Kuplan puhjetessa pankkien maksukyvyttömyys paljastui ja pääoma alkoi virrata maasta. Myös McKinnon ym. (1999) painottavat mallissaan moraalikatoa.

Diamond ym. (2002) argumentoivat, ettei ero maksukyvyttömyyden ja väliaikaisen likviditeettikadon välillä käytännössä ole selvä eikä kriisin perussyitä ole helppo määrittää havaittavissa olevista tekijöistä. Pankkien likviditeetti- ja maksukyvyttömyysongelmat voivat vaikuttaa toisiinsa ja myös maksukyvyttömyys

⁴ Mainitut Aasian maat ovat Thaimaa, Malesia ja Korea.

saattaa johtaa likviditeettipulaan. Diamond ym. esittävät, että keskuspankin tehtävänä ajatellaan olevan helpottaa pankkien likviditeettipulaa, mutta maksukyvyttömiä pankkien pelastaminen julkisella tuella ei ole suotavaa. Tähän näkemykseen on kaksi syytä. Kun pankkia uhkaa maksukyvyttömyys, sen ajatellaan olevan pankin oma syy ja julkisen tuen pelätään aiheuttavan moraalikatoa. Toiseksi maksukyvyttömyysongelman ei ajatella kasvattavan riskiä laajamittaisesta rahoitusjärjestelmäkriisistä. Ongelmien linkittyminen kuitenkin vaikeuttaa intervention valintaa, sillä tarve riippuu ongelman luonteesta ja kriisin väärä hoito voi pahentaa tilannetta. Myös Roubini (2001) toteaa, että likviditeetti- ja maksukykyongelmien erottaminen on hankalaa siksin, että suurimmassa osassa kriisitapauksia on molempia piirteitä.

2.3 Loppukatsaus

Valuuttakriisejä on viime vuosikymmenten aikana tutkittu paljon. Monista seikoista ollaan edelleen eri mieltä, ja kirjallisuus on varsinkin kolmannen sukupolven osalta hajallaan. Viimeisimmissä tutkimuksissa on painotettu valuutta- ja pankkikriisien yhteyksiä, sillä avoimessa taloudessa kriisit toteutuvat usein samanaikaisesti. Trendinä on ollut uuden teoreettisen tutkimuksen syntyminen aina uuden kriisiepisodin myötä, koska kriisit eivät ole tuntuneet sopivan aikaisempien mallien kehikoihin. Tästä valuuttakriisikirjallisuutta on myös kritisoitu.

Seuraavaksi tarkastellaan kolmea episodina, joissa toteutuivat sekä valuutta- että pankkikriisi. Tavoitteena on selvittää, miten kolmannen sukupolven mallit selittävät Aasian kriisiä sekä vertailla Aasian tapausta Venäjän ja Turkin rahoituskriiseihin.

3 Aasian kriisi 1997–1998

Aasian rahoituskriisi oli kolmas kehitysmaiden rahoitusmarkkinoita vakavasti koetellut kriisiaalto ja se horjutti maailman nopeimmin kasvavia talouksia.⁵ Aasian kriisin tartuntavaikutus oli voimakkaampi kuin aikaisemmissa kriiseissä kriisin levitessä Latinalaiseen Amerikkaan, Etelä-Afrikkaan ja Venäjälle. Aiemmin kehitysmaissa talouskriisin keskeisin syy on usein ollut julkisen sektorin budjettiongelmat, mutta Aasiassa kriisin synnyttivät rahoitussektorin tekijät. Kamin (1999) kuitenkin huomauttaa, että rahoitussektorin ongelmat ovat olleet osana kaikkia aiempiakin kriisejä, mutteivät vain yhtä keskeisenä.

Aasian kriisistä on teoreettisten suuntausten mukaisesti kaksi keskeistä tulkintaa. Ensimmäisen näkemyksen mukaan muutokset markkinoiden odotuksissa ja luottamuksessa olivat Aasian kriisin syy. Vaikka joidenkin Aasian maiden kokonaistaloudellinen tilanne oli huonontunut 90-luvun aikana, kriisiä ei selitä makrotalouden fundamenttien heikentyminen vaan kotimaan ja kansainvälisten sijoittajien paniikkikäyttäytyminen ja sitä seurannut pääomapako. Kriisi toteutui likviditeettipulan muodossa, kun paniikki sai tallettajat vetämään sijoituksensa pois samanaikaisesti.⁶ Toisen näkemyksen mukaan kriisi heijasti rakenteellisia ja poliittisia heikkouksia. Kriisin synnyttivät talouden fundamentaaliset ongelmat, vaikka kriisin syttyä markkinoiden reaktiot syvensivätkin sitä. Tämä suuntaus painottaa hallituksen implisiittisiä takuita, moraalikatoa ja seurannutta liiallista lainanottoa kriisin syinä kriisin toteutuessa pankkien ja yritysten maksukyvyttömyytenä.⁷

Diamond ym. (2002) argumentoivat, että esimerkiksi Thaimaan tilastot osoittavat kriisin toteutuneen sekä pankkien maksukyvyttömyytenä että väliaikaisena likviditeettikatona. Thaimaan pankit alkoivat ensin kärsiä likviditeettipulasta, joka myöhemmin muodostui maksukyvyttömyydeksi. Tässä tutkielmassa tarkastelu keskittyy nimenomaan Thaimaahan, koska Thaimaan bahtin devalvaatio oli ensimmäinen konkreettinen merkki kriisistä. Muut tarkasteltavat Aasian maat ovat Malesia, Indonesia, Filippiinit ja Etelä-Korea, jotka Thaimaan lisäksi kärsivät kriisistä eniten. Näissä maissa kriisiin vaikuttivat osaltaan tartuntatekijät, vaikka talouden sisäiset heikkoudet selvästi altistivatkin maat kriisille.

Kaakkois-Aasian maiden talouskasvu oli poikkeuksellisen nopeaa kriisiä edeltävinä vuosina. Ennen kriisiä Aasia houkutteli melkein puolet ulkomaisesta kehittyviin maihin suuntautuvasta pääomasta (Fischer 1998, 1). Kaakkois-Aasiaa pidettiin muille kehittyville maille esimerkkinä mahdollisuudesta nopeaan talouskasvuun ja kehitykseen. Vaikka monet talouden fundamentit huonontuivat 90-

⁵ Kaksi aiempaa olivat 1980-luvun velkakriisi ja Meksikon nk. Tequila-kriisi 1994–1995.

⁶ Katso esimerkiksi Chang ym. 1998, Radelet ym. 1998, Goldfajn ym. 1997.

⁷ Katso esimerkiksi Burnside ym. 1998, Corsetti ym. 1998, Krugman 1998 ja Mishkin 1999.

luvun aikana, nopean talouskehityksen Aasiassa kriisi tuntui tulleen yllätyksenä. Krugman (1998) toteaa, että vaikka monet suhtautuivat epäilevästi Aasian ihmeeseen, kukaan ei varmasti osannut odottaa tapahtuneen suuruista romahdusta.

Yksi syy kriisiin oli Aasian talouksien ylikuumeneminen, joka ilmeni maiden ulkoisena epätasapainona ja osakemarkkinoiden kuplana. Toisaalta valuuttakiinnityksestä pidettiin kiinni, mikä kannusti ulkomaista lainaamista ja johti liialliseen valuuttariskiä rahoitus- ja yrityssektoreilla. Lisäksi vähäinen sääntely ja rahoitusmarkkinoiden puutteellinen valvonta johtivat pankkien lainaportfolioiden heikentymiseen. (Fischer 1998, 2.) Kun kriisi eteni, epävarmuus viranomaisten halusta toimeenpanna tarvittavia uudistuksia lisäsi painetta valuutta- ja osakemarkkinoilla. Seuraavaksi tarkastellaan kriisin syitä tarkemmin ja peilataan tapahtumia kolmannen sukupolven valuuttakriisiteorioihin.

3.1 Valuuttamarkkinoiden fundamentit

3.1.1 Pääoman tuonti

Tavallisesti ennen kehitysmaiden kriisejä heikentyneet talouden fundamentit eivät Aasiassa osoittaneet kriisin merkkejä. Maiden budjetit olivat yleisesti ylijäämäisiä ja vähäisetkin alijäämät hävisivät vuoteen 1996 mennessä. Thaimaan julkinen budjetti heikkeni vuosien 1996 ja 1997 vaihteessa, mutta tämä oli ennemminkin seuraus kriisistä kuin sen syy. Myös rahamäärän kasvu oli vähäistä, minkä seurauksena inflaatio pysyi suhteellisen alhaisena kaikissa kriisimaissa, ja julkisen velan osuus BKT:stä oli matala verrattuna sekä kehitysmaihin että OECD-maihin. (Chang ym. 1998.) Kriisi ei siis sovi perinteiseen ensimmäisen sukupolven valuuttakriisimalliin. Hälyttäviä merkkejä löytyi selvemmin muualta. Kiihtyvä pääomantuonti, kasvavat vaihtotasevajeet, yliarvostettu valuuttakurssi ja hidastuva viennin kasvu enteilivät kriisiä. Lisäksi nopeasti kasvanut pankkien lainananto ja lyhytaikaisen ulkomaisen velan kasvu osoittivat maiden kriisialttiutta.

Silmiinpistävä piirre Aasian kriisissä oli voimakas yksityisen pääoman tuonin kasvu ennen kriisiä ja pääomavirran äkillinen suunnanmuutos kriisin puhjetessa. Pääomantuonti tarkasteltaviin viiteen Aasian maahan oli vuosina 1986–1990 keskimäärin 1,4 prosenttia BKT:stä, mutta vuosina 1990–1996 se oli noussut 6,7 prosenttiin. (Radelet ym. 1998.) Pääomanliikkeet suuntautuivat erityisen voimakkaasti Thaimaahan, joka Malesian ja Indonesian kanssa oli yksi kymmenestä eniten ulkomaista pääomaa houkuttelleesta kehitysmaasta tarkasteltavan periodin aikana. Thaimaassa yksityisen pääoman tuonti oli keskimäärin 10,3 prosenttia BKT:stä vuosina 1990–1996. (Lopez-Mejia 1999.)

Voimakkaiden pääomavirtojen taustalla oli sekä kansainvälisiä että maiden sisäisiä tekijöitä. Teollisuusmaiden pääomamarkkinoiden vapautuminen mahdol-

listi kansainvälisen sijoittamisen ja teollisuusmaiden matala korkotaso kannusti investoimaan kehitysmaihin. Maiden sisäisiä tekijöitä oli ensinnäkin nopea ja joissakin tapauksissa kiihtyvä talouskasvu, joka vahvisti sijoittajien luottamusta. Tarkasteltavien maiden nimelliset valuuttakurssit oli käytännöllisesti katsoen sidottu USA:n dollariin, mikä lisäsi valuutan arvon pysyvyyden tuntua. Myös Aasian maiden rahoitusmarkkinat vapautuivat säätelystä, ja pankkien ja yritysten ulkomainen lainanotto helpottui. (Radelet ym. 1998.)

Rahoitusmarkkinoiden valvonta ei kehittynyt markkinoiden vapauttamisen tahdissa, ja pankkien mahdollisuus lainata ulkomailta suurissa määrin altisti valuutta- ja maturiteettiriskille. Corsetti ym. (1998) esittävät, että säätelemättömät rahoitusmarkkinat jättivät yksityisen sektorin alttiiksi moraalikadolle. Kansainväliset sijoittajat ja kotimaan rahoitus- ja yrityssektori luottivat hallituksen tai kansainvälisten toimijoiden takuisiin. Tämä johti voimakkaaseen pääomantuontiin ja kotimaan pankkisektorin kautta välitettävään ulkomaiseen lainanottoon. Joissakin maissa pääomantuontia kannustettiin myös eksplisiittisillä talouspoliittisilla toimenpiteillä. Esimerkiksi Thaimaassa perustettiin vuonna 1993 Bangkok International Banking Facility (BIBF), jonka alaisilla rahoitusinstituutioilla oli oikeus vastaanottaa ulkomaanvaluuttamääräisiä talletuksia ja lainoja ja lainata edelleen kotimaahan sekä ulkomaille (nk. out-in lending). BIBF:n kautta tuleva rahoitus oli verovapaata, mikä kannusti ulkomaisen pääoman tuontia.

Pääomavirrat voivat olla tärkeä kasvun moottori, jos pääoma ohjautuu tuottaviin sijoituskohteisiin. Kuitenkin voimakkaat ja vaihtelevat pääomavirrat tekevät taloudesta herkän muutoksille sijoittajien luottamuksessa. Esimerkiksi Thaimaahan tuodusta yksityisestä pääomasta muiden investointien osuus oli 75 prosenttia.⁸ Tämän tyyppinen pääoma on kaikkein volatiileinta, kun vastaavasti suorat investoinnit ovat stabiileimpia (Bird ym. 2001). Pääomavirrat voivat johtaa valuuttakurssin reaaliseseen vahvistumiseen ja suljetun sektorin laajentumiseen avoimen sektorin kustannuksella, jos uudet investoinnit ohjautuvat voimakkaammin suljetulle sektorille. Lisäksi kehittymätön rahoitussektori joutuu koville ohjatessaan rahoitusta kannattaviin investointeihin. Voimakkaat ja vaihtelevat pääomavirrat altistivat Aasian maita kriisille, vaikei kasvanut pääomantuonti yksistään annakaan selitystä. (Radelet ym. 1998.)

3.1.2 Vaihtotaseen tasapaino

Voimakasta pääomantuontia myötäillen Aasian maiden vaihtotasevajeet kasvoivat 90-luvun alussa. Edellisellä vuosikymmenellä vajeet olivat olemattomia tai vaihtotaseet jopa ylijäämäisiä. Vuosina 1990–1996 Aasian kriisin maissa vaihtotaseet

⁸ Muihin investointeihin sisältyvät tässä lyhyt- ja pitkäaikaiset luotot (sisältäen IMF:n kautta tulleen luoton), valuutta ja talletukset.

olivat pysyvästi alijäämäisiä vajeen ollessa keskimäärin 4 prosenttia BKT:stä. Kuitenkin Thaimaassa vaihtotasevaje oli keskimäärin jopa 7,5 prosenttia BKT:stä. (Taulukko 1.) (Radelet ym. 1998.) Vaihtotasevajeen merkitystä rahoitusmarkkinoiden epävakauden aiheuttajana on käsitelty monissa tutkimuksissa (esim. Milesi-Ferretti ym. 1996a,b, Mishkin 1996). Vaihtotaseen alijäämä ei välttämättä kerro kriisialttiudesta, vaan se voi olla osoitus laajoista investointimahdollisuuksista, joiden rahoittamiseen tarvitaan ulkomaista pääomaa. Maan maksukykyä mitataan usein ulkomaisen velan ja BKT:n suhteella. BKT:n kasvaessa myös ulkomainen velka voi kasvaa ilman, että maan maksukyvyyn ajatellaan vaarantuvan. On vaikea arvioida, milloin vaihtotasealijäämä ja siihen liittyvä ulkomaisen velan kasvu ovat liiallisia ja johtavat devalvaatio-odotuksiin, spekulatiiviseen pääoman vientiin ja rahoituskriisiin. (Corsetti ym. 1998.)

Taulukko 1. **Vaihtotaseen yli/alijäämä (% BKT:stä).**

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
Thaimaa	-8,50	-7,71	-5,66	-5,08	-5,60	-8,06	-8,10	-1,90
Malesia	-2,03	-8,69	-3,74	-4,66	-6,24	-8,43	-4,89	-4,85
Indonesia	-2,82	-3,65	-2,71	-1,33	-1,58	-3,18	-3,37	-2,24
Filippiinit	-6,08	-2,28	-1,89	-5,55	-4,60	-2,67	-4,77	-5,23
Korea	-0,69	-2,83	-1,28	0,30	-1,02	-1,86	-4,75	-1,85

Lähde: Corsetti ym. 1998, IMF.

Vaihtotaseen alijäämää ei Aasiassa yleisesti nähty huolestuttavana, koska se ei johtunut budjettiongelmistä eikä alhaisesta kotimaisesta säästämisasteesta. Vaje nähtiin kapasiteettia kasvattavana, koska vaihtotasealijäämät johtuivat yksityisten investointien suuresta määrästä. Julkisen sektorin budjetit olivat tasapainossa ja keskimääräinen yksityinen säästämisaste oli korkea, esimerkiksi Thaimaassa yli 30 prosenttia BKT:stä. (Rajan 2001.) Kuitenkin Corsetti ym. (1998) toteavat, että tarkasteltaessa Aasian maita ryhmänä devalvaatio oli voimakkaampi maissa, joissa vaihtotasevaje oli suurempi. Vaikkei korrelaatio ulkoisen epätasapainon ja valuutan heikkenemisen välillä välttämättä kerro suorasta syysuhteesta, vaihtotaseongelmilla on voinut olla merkitystä Aasian kriisissä. Corsettin ym. mukaan vaihtotaseluvut antavat jotakin näyttöä siitä, että valuuttakriisiin saattoi liittyä ulkoisen kilpailukyvyyn heikkeneminen.

Chang ym. (1998a) toteavat, ettei teoria anna selvää syytä, miksi pysyvä vaihtotasevaje voisi johtaa kriisiin, mutta 5 prosenttia BKT:stä ylittävää vaihtotasevajetta pidetään ongelmallisena. Tilastot osoittavat, että mailla todellakin oli pysyvä vaihtotasevaje, mutta vaje oli suuri ja ylitti 5 prosentin tason vain Malesiassa ja Thaimaassa. Koreassa ja Indonesiassa, joihin kriisi myös vaikutti syvästi, vaihtotasevaje oli pieni. (Taulukko 1.) Toisaalta Milesi-Ferretti ym. (1996a, 22) toteavat, ettei 5 prosentin taso itsessään ole riittävän informatiivinen indikaattori

ja että vaihtotasevajeen kestättömyyttä arvioitaessa on otettava huomioon laajasti muitakin tekijöitä. Frankel ym. (1996) tutkivat 117 maan kriisin syttymiseen vaikuttaneita muuttujia ja esittävät, ettei vaihtotasevaje ollut keskimäärin sen suurempi kriisiaikana kuin muulloinkaan. Pysyvä vaihtotasevaje saattaa kuitenkin kääntyä kestäättömäksi, kun ulkomainen velka kasvaa liian suureksi. Ulkomaisen velan määrä oli kohtuullinen kaikissa maissa paitsi Indonesiassa, eikä se sieläkään ollut suuri. Monet tutkijat kuitenkin argumentoivat, että Aasian maiden vaihtotasealijäämät olivat ongelmallisia, koska ne olivat aiheutuneet kilpailukyryn menetyksestä.

3.1.3 Reaalisen valuuttakurssin vahvistuminen ja vienti

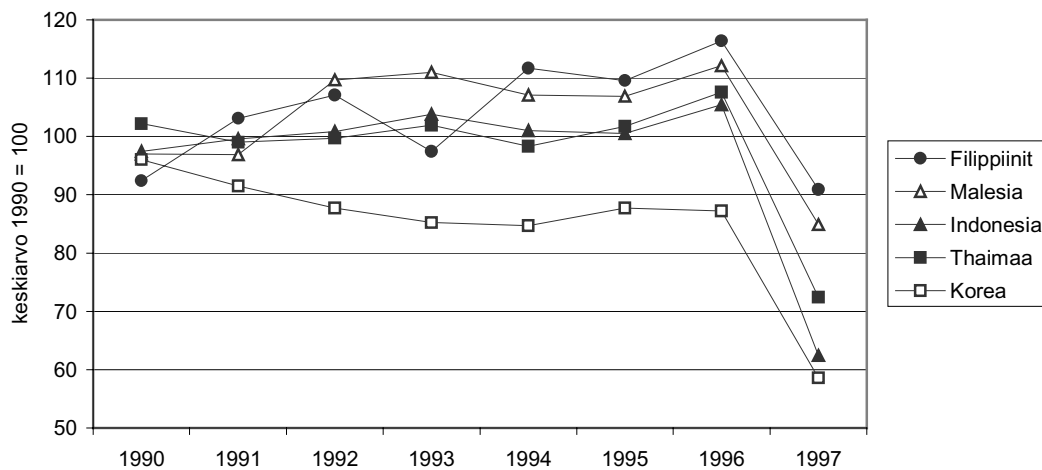
Kilpailukyryn menetys ja vaihtotaseongelmat käyvät yksiin Aasian maiden reaalisten valuuttakurssien vahvistumisen kanssa. Corsetti ym. (1998) toteavat, että yleisesti ottaen Aasian maissa valuuttakurssin vahvistuminen korreloi suurenevan vaihtotasevajeen kanssa. Ottamalla vuosi 1990 perusvuodeksi vuoden 1997 keväällä reaalinen efektiivinen valuuttakurssi oli vahvistunut Malesiassa 19 %, Filippiineillä 23 %, Thaimaassa 12 % ja Indonesiassa 8 %. Koreassa valuutta sen sijaan heikentyi reaalisesti 14 prosentilla. (Kuva 1.) Valuutan reaalisin vahvistumisen suuruus eroaa lähteistä ja käytetyistä indikaattoreista riippuen. Esimerkiksi Radelet ym. (1998) esittävät vahvistumisen olleen huomattavasti voimakkaampi. Chang ym. (1998) huomauttavat, että valuuttakurssien käyttäytyminen vaihteli eri Aasian maissa ja lisäksi reaalisten valuuttakurssien vahvistuminen jää pienemmäksi, jos perusvuodeksi otetaan 1988 tai 1989.

Vahvistuminen kiihtyi vuoden 1995 jälkeen, kun dollari alkoi vahvistua suhteessa muihin suuriin valuuttoihin. Aasian maiden valuutat oli kiinnitetty dollariin joko virallisesti tai käytännössä ja Corsetti ym. (1998) toteavat, että dollarikytkös oli merkittävin syy reaalisin efektiivisen valuuttakurssin vahvistumiselle. Se vahvistui voimakkaimmin mailla, joiden valuuttakurssikytkös dollariin oli tiukin. Valuuttakurssien vahvistuessa suhteessa jeniin maiden kilpailukyky heikkeni.

Monien tutkimusten mukaan valuuttakurssin nopea vahvistuminen on selvä ennusmerkki valuuttakriisistä (Sachs ym. 1996, Frankel ym. 1996). Toisaalta perinteinen kysymys on, osoittivatko suhteellisten hintojen muutokset muutosta tasapainovaluuttakurssissa vai palautumista aikaisempaan tasapainoon. Balassa-Samuelson -efektin mukaan avoimen sektorin nopea tuottavuuden kasvu suhteessa suljettuun sektoriin johtaa valuuttakurssin reaalisin vahvistumiseen ja nopeasti kasvavien talouksien tasapainovaluuttakurssi nousee. Corsetti ym. (1998) esittävät, ettei Aasian maissa ollut riittävästi todisteita tasapainovaluuttakurssin muutoksesta, vaan kyse oli pikemminkin valuuttojen yliarvostuksesta. Monissa tutkimuksissa argumentoidaan, että Aasian maissa reaaliset valuuttakurssit olivat ennen kriisiä yliarvostettuja (Montiel 1999, Lim 2000). Montiel (1999) arvioi, että

Thaimaan reaalinen efektiivinen valuuttakurssi (REER) oli yliarvostettu 11 prosentilla suhteessa tasapainovaluuttakurssiin. Toisaalta monissa tapauksissa valuuttakurssin vahvistuminen ei ole johtanut kriisiin ja Radelet ym. (1998) katsovat, ettei vahvistumisen merkitystä tule Aasian tapauksessa yliarvioida, sillä vahvistuminen ei ollut läheskään yhtä voimakasta kuin esimerkiksi Latinalaisessa Amerikassa. (myös Chang ym. 1998.)

Kuva 1. **Aasian maiden reaaliset efektiiviset valuuttakurssit**



Lähde: Chang ym. 1998.
Periodin lopun arvot, keskiarvo 1990 = 100.

Valuuttakurssien reaalinen efektiivinen vahvistuminen vaikutti, kuten oletettavaa, vientilukuihin. Viennin kasvu taittui vuosina 1996–1997.⁹ Hidastumiseen vaikuttivat osaltaan puolijohde-elektroniikan maailmanmarkkinakysynnän lasku ja Aasian maiden heikkenevä ulkomaankaupan vaihtosuhte. (Radelet ym. 1998, 26.) Negatiivinen vienisokki oli erityisen ankara Thaimaalle, jonka työvoimaintensivisten tuotteiden, kuten tekstiilien, kysyntä laski voimakkaasti (Warr 1999). Viennin lasku oli myös osoitus investointien laadun heikkenemisestä sekä ennakoitujen yritysten ulkomaisten lainojen maksuvaikeuksia.

Pääomantuonti Aasian maihin kasvoi voimakkaasti kriisiä edeltäneinä vuosina. Voimakkaat ja vaihtelevat pääomavirrat altistivat Aasian maita kriisille, vaikkei kasvanut pääomantuonti yksistään annakaan selitystä. Kasvaneet vaihtotasevajeet, yliarvostetut valuuttakurssit ja hidastuva viennin kasvu antoivat myös hälyttäviä merkkejä kriisistä. Toiset tutkijat kuitenkin argumentoivat, ettei näillä

⁹ Viennin kasvu mitattuna nimellisesti dollareissa oli vuonna 1995 keskimäärin 24,8 prosenttia, mutta laski vuonna 1996 7,2 prosenttiin ja siitä edelleen seuraavana vuonna. (Radelet ym. 1998, 26.)

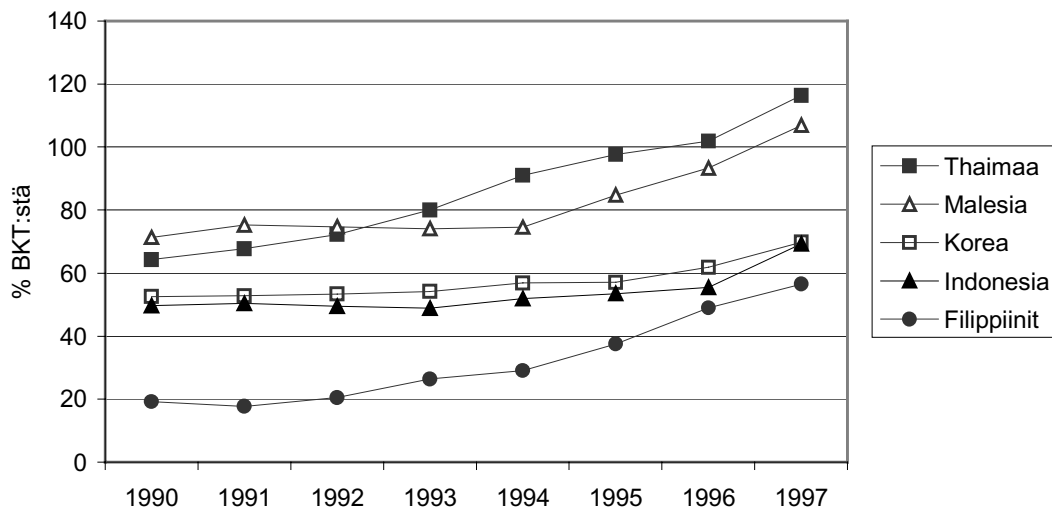
tekijöillä ollut osuutta kriisiin, ja vaihtotasevajeiden ja valuuttakurssien yliarvos-
tuksen merkitys kriisin syttymiselle näyttääkin osittain olevan tulkintakysymys.
Seuraavaksi tarkastellaan rahoitussektoria. Rahoitusinstituutioiden ongelmat kas-
voivat 90-luvun aikana. Nopeasti lisääntynyt pankkien lainananto ja lyhytaikaisen
ulkomaisen velan kasvu osoittavat altistumista kriisille.

3.2 Rahoitussektori

3.2.1 Pankkien lainananto

Voimakas ulkomainen pääomantuonti ja lainabuumi näkyivät pankkien lainanan-
nossa yksityiselle sektorille. Pääasiassa pääomantuonti välitettiin kotimaiden
pankkijärjestelmien kautta, mikä johti esimerkiksi Thaimaassa pankkilainojen 20
prosentin vuosittaiseen kasvuun vuosien 1990–1995 välillä (Rajan 2001, 23).
Pankkilainaus yksityiselle sektorille kasvoi 90-luvun aikana voimakkaimmin
Thaimaassa, Malesiassa ja Filippiineillä. (Kuva 2.) Thaimaassa lainabuumi kesti
erityisen pitkään alkaen jo vuonna 1988.

Kuva 2. **Pankkilainaus yksityiselle sektorille Aasian maissa
(kanta, % BKT:stä)**



Lähde: Corsetti ym. 1998.

Tuottaviin investointikohteisiin suuntautuvaa ulkomaista rahoitusta ei yleensä
pidetä samalla tavalla huolestuttavana kuin kulutukseen ohjautuvaa (Corsetti ym.
1998). Toisin kuin esimerkiksi Meksikossa, missä pääoman tuonti meni pääosin
kulutukseen, Thaimaassa investoinnit kasvoivat voimakkaasti. Talouskasvu ei

ollut Aasiassa erityisen inflatorista.¹⁰ (Rajan 2001, 16.) Investointiaste pysyi korkealla koko 90-luvun ajan. Investointiaste oli kaikissa maissa vähintään 30 prosenttia BKT:stä, paitsi Filippiineillä, missä se oli yli 20 prosenttia. (Corsetti ym. 1998). Vaikka tutkijat toteavat, että ilmoitetut luvut saattoivat olla liioiteltuja, tällaiset investointiasteet voivat olla vaihtotaseen kannalta ongelmallisia ja saattavat viitata investointien tehottomuuteen.

Investointiprojektien tuottavuudesta antaa kuvaa investointitehokkuuden mittari ICOR (Incremental capital output ratio).¹¹ Investointitehottomuus voi olla keskittynyt tietyille talouden sektoreille, eikä ICOR kokonaismittarina ilmennä sektoreiden erityispiirteitä, mutta se antaa kuitenkin yleisen kuvan pääoman tuottavuudesta. ICOR:lla mitattuna investointien tehokkuus oli yleisesti korkea Aasiassa kriisiä edeltävinä kymmenenä vuonna. Kuitenkin pääoman allokaation tehottomuus alkoi vähitellen näkyä ja lukuun ottamatta Indonesiaa ja Filippiinejä investointien tehottomuus kasvoi neljänä vuonna ennen kriisiä. (Corsetti ym. 1998, 14.) Tilastot osoittavat, että suuri ja kasvava osa ulkomaisesta pääomasta ohjautui kiinteistötoimialalle tai muihin spekulatiivisiin investointikohteisiin (Rajan 2001, 25). Tutkijat arvioivat myös, että todellisuudessa pankkien lainanannosta kiinteistösektorille suuntautunut osuus oli suurempi. Kiinteistötoimiala on erityisen altis markkinoiden luottamuksen muutoksille (Kindleberger 2000).

3.2.2 Lyhytaikainen ulkomainen velka: valuutta- ja maturiteettiriskit

Kotimaan liikepankit rahoittivat osan yksityisen luotonannon kasvusta ulkomaisella lainanotolla. Rahoitusmarkkinoiden vapauttaminen 80- ja 90-lukujen vaihteessa antoi liikepankeille mahdollisuuden toimia rahoituksenvälittäjinä ja välittää ulkomaista rahoitusta kotimaan yrityksille. Kotimaan pankkien ja yritysten ulkomainen lainanotto kasvoi voimakkaasti 90-luvulla.¹² Filippiineillä ulkomaisen velan määrä nousi 5,5 prosentista 17,2 prosenttiin BKT:stä vuosien 1993–1996 välillä ja kasvu jatkui voimakkaana vielä vuonna 1997. Thaimaassa ulkomainen velka kasvoi vieläkin nopeammin nousten 5,9 prosentista 28,4 prosenttiin BKT:stä vuosien 1992–1995 välillä (kuva 3). (Radelet ym. 1998, 28.)

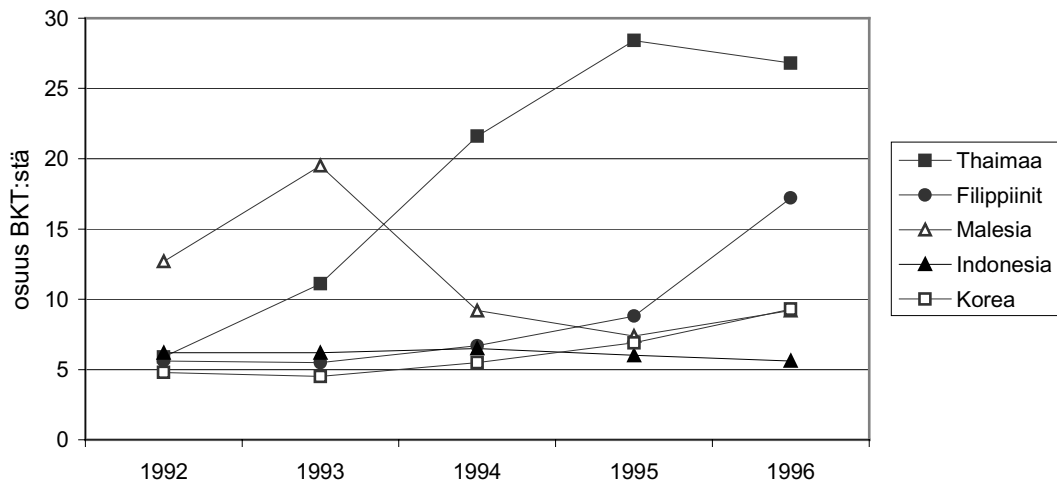
¹⁰ Inflaatio oli kaikissa tarkasteltavissa Aasian maissa paitsi Filippiineillä matala koko 90-luvun ajan. Filippiineillä inflaatio oli aluksi lähellä 20 prosenttia laskien kuitenkin 8 prosenttiin vuoteen 1996 mennessä. (Corsetti ym. 1998.)

¹¹ ICOR määrittellään investointiasteen ja tuotannon kasvun suhteena. Korkeat arvot osoittavat alhaista pääoman tuottavuutta.

¹² Kansainvälisen järjestelypankin BIS:in data osoittaa, että kansainvälinen pankkilainausten kasvu Aasiaan kasvoi 150 miljardista dollarista 390 miljardiin dollariin vuosien 1990–1997 välisenä aikana.

Kuva 3.

Aasian maiden pankkien ulkomaisten vastattavien kehitys



Lähde: Radelet ym. 1998.

Muissa maissa ei tapahtunut yhtä huomattavaa ulkomaisen velan kasvua. Indonesiassa pankkisektorin merkitys rahoituksenvälittäjänä oli pienempi kuin muissa tarkasteltavissa Aasian maissa, koska yritykset lainasivat pääasiassa suoraan ulkomailta. Kuitenkin myös Indonesiassa kotimaanvaluuttamääräisten investointien tuotoilla oli maksettava ulkomaanvaluutassa olevia velkoja, mikä altisti valuuttariskille. (Radelet ym. 1998.)

Ulkomaista lainanottoa edistivät ensinnäkin rahoitusmarkkinoiden säätelyn luomat kannusteet. Monissa maissa oli ulkomaisen pääoman tuottoa koskevia verohelpotuksia, ja kuten aiemmin mainittiin, Thaimaassa BIBFn alaiset pankit nauttivat tietyistä veroeduista. Lisäksi kotimaan korkea korkotaso sekä sitoutuminen kiinteään valuuttakurssiin kannustivat ulkomaisen lainan ottoon. (Chang ym. 1998.) Aasian Kehityspankin (1998) mukaan kotimaan ja ulkomaan lainakustannusten välillä oli huomattava ero, mikä kannusti ottamaan lainaa ulkomailta.

Burnside ym. (1998) toteavat ulkomaisen lainanoton olleen suurelta osin suojaamatonta. Tämä jätti rahoitusjärjestelmän avoimeksi valuuttariskille. dollariin sidotut valuuttakurssit ja valuuttakurssien odotettu vakaus selittävät osaltaan, miksi suuri osa sijoituksista oli suojaamattomia. Rahoitusinstitutiot kuitenkin useassa tapauksessa suojautuivat valuuttakurssiriskiltä myöntämällä lainoja ulkomaanvaluutassa. Jos pankit rahoittavat valuuttamääräisellä velalla kotimaisia valuuttamääräisiä luottoja, valuuttariski yksinkertaisesti siirtyy lainaa ottaville yrityksille ja pankkien valuuttariski muuttuu luottotappioriskiksi. Jos yritysten tulot eivät ole ulkomaanvaluutassa, kotimaanvaluutan devalvoituessa yritysten velanmaksu vaikeutuu. Monien arvioiden mukaan yritysten tappiot ja yritysten hoita-

mattomien lainojen kasvu vaikuttivat tuhoisasti Aasian pankkeihin. (Corsetti ym. 1998, Radelet ym. 1998, Aasian Kehityspankki 1998.)

Ulkomaiset lainat olivat pääasiassa lyhytaikaisia ja ne ohjattiin rahoittamaan pitkäaikaisia investointeja. Tämän vuoksi rahoituksenvälittäjät altistuivat valuuttariskin lisäksi myös maturiteettiriskille. Lyhytaikaisen velan määrä kriisimaissa yhteensä nousi 7 miljardista dollarista 46 miljardiin dollariin vuosien 1991–1997 välillä (Rajan 2001, 55). Maturiteetiltaan yli vuoden pituisten lainojen osuus laski 38 prosentista alle 30 prosenttiin vuosien 1990 ja 1997 välillä. Kriisin hetkellä lyhytaikaisen pääoman osuus ulkomaisesta velasta oli Aasian maissa keskimäärin 61 prosenttia. (Chang ym. 1998.)

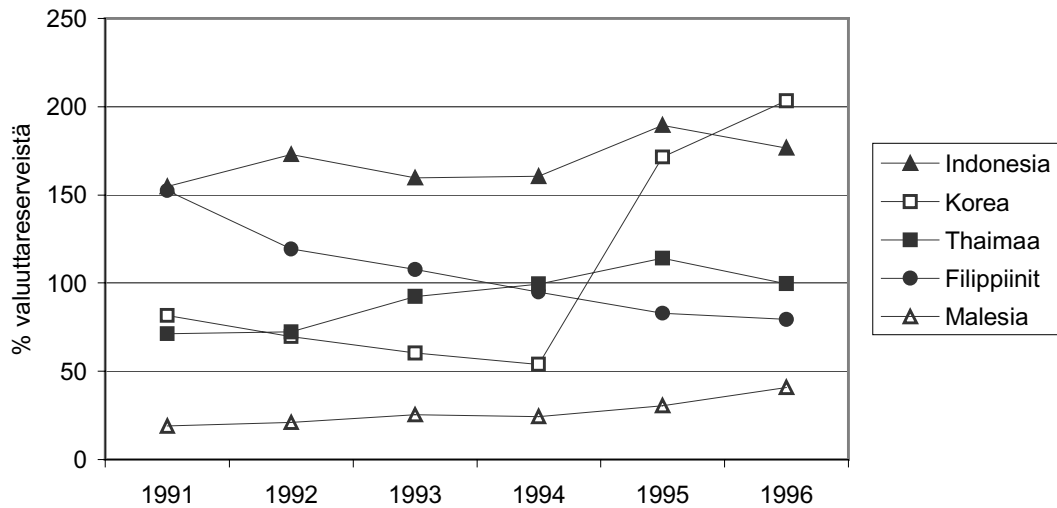
Lyhytaikainen ulkomainen velka ei ole ongelmallista, jos velallisen luottokelpoisuus on hyvä ja uutta rahoitusta on mahdollista saada. Lyhytaikainen velka on kuitenkin herkkä markkinoiden luottamuksen muutoksille. Likviditeettiongelmat syntyvät, kun sijoittajien luottamus hiipuu eikä uutta rahoitusta ole saatavilla. Jos suuri osa maan ulkoisista vastattavista on lyhytaikaisia, maan haavoittuvuus ja kriisin todennäköisyys kasvavat. Lyhytaikaisen ulkomaisen velan määrä kasvoi suhteessa ulkomaisiin valuuttareserveihin, ja vuoden 1996 lopussa lyhytaikaisen velan suhde valuuttareserveihin oli huomattavasti yli yksi Indonesiassa ja Koreassa ja noin yksi Thaimaassa. (Kuva 4.) Ulkomaiset saamiset eivät siten olisi riittäneet kattamaan lyhytaikaista velkaa tilanteessa, jossa sijoittajat olisivat päättäneet vetää sijoituksensa pois samanaikaisesti. Tämä teki tilanteesta herkän sijoittajien luottamuksen muutoksille.

Toisaalta Filippiineillä ja Malesiassa lyhytaikaisen velan suhde valuuttareserveihin ei ollut yhtä suuri. Myöskin eräissä kriisin ulkopuolelle jääneissä maissa likvidien vastattavien ja saamisten suhde oli samanlainen kuin kriisiin ajautuneissa maissa (Radelet ym. 1998, 30). Lyhytaikaisen ulkomaisen velan suuri määrä suhteessa ulkomaisiin saamisiin ei siten välttämättä johda kriisiin, mutta altistaa rahoituspaniikille. Valuutta- ja maturiteettiriskit jättivät Aasian maat alttiiksi kansainvälisten sijoittajien luottamuksen muutoksille.

Kriisiä edeltänyt yksityisen pääoman kasvava tuonti vaihtui pääomavirran suunnanmuutokseen kriisin puhjetessa. Pääomavirtojen voimakas käänös tapahtui vuoden 1997 toisella puoliskolla. Institute for International Financen (IIF) mukaan nettomääräiset yksityiset pääomavirrat Aasiaan romahtivat 93 miljardista –12,1 miljardiin dollariin vuosien 1996 ja 1997 välillä. Tämä 105 miljardin dollarin suuruinen heilahdus vastasi 11 prosenttia alueen kokonaisbruttokansantuotteesta. Ulkomaisten liikepankkien lainananto kasvoi vuosien 1995–1996 aikana voimakkaasti ja yksityisen pääoman paosta 77 miljardia johtui liikepankkien lainanannon tyrehtymisestä. Chang ym. (1998, 37) toteavat, että pankkien oli mahdollista vetää sijoituksensa pois vain kieltäytymällä jatkamasta rahoitusta lyhytaikaisen lainan erääntyessä. Suorat investoinnit pysyivät ennallaan 7 miljardin dollarin tasossa. Loput pääomakadosta tuli portfoliosijoitusten ja muiden yksityisten

rahoituslaitosten kuin pankkien lainanannon vähenemisestä. (Radelet ym. 1998, 9.)

Kuva 4. **Aasian maiden lyhytaikainen ulkomainen velka (% valuuttareserveistä)**



Lähde: Corsetti ym. 1998.

Thaimaan yksityiskohtaisempi tarkastelu osoittaa, että vuoden 1997 ensimmäisellä neljänneksellä pääomaa virtasi ulos vain ei-pankkisektorilta. Tämä ulosvirtaus koostui pääasiassa ulkomaalaisten baht -määräisten talletusten vähenemisestä.¹³ Ulkomaiset suorat investoinnit pysyivät positiivisena koko vuoden 1997 ajan ja samoin portfolioinvestoinnit muuttivat suuntaansa vasta marras-joulukuussa 1997. Yksityispankkien pääomavirrat tekivät voimakkaan käännöksen vuoden 1997 ensimmäisen ja toisen puoliskon välillä, kun pääomaa pakeni 10 miljardin dollarin arvosta. Suuntaus voimistui vuonna 1998, kun pääoman ulosvirtaus yksityisellä pankkisektorilla ylsi melkein 14 miljardiin dollariin. (Rajan 2001, 56.)

Huomionarvoinen seikka on, että Thaimaahan virtasi pääomaa vuoden 1997 ensimmäisen puoliskon aikana aina heinäkuun toisen päivän bahtin kelluttamiseen saakka, ja vasta tämän jälkeen pankkisektorilla toteutui voimakas pääomapako. Baht menetti kelluttamisessa välittömästi arvostaan viidenneksen suhteessa dollariin. Heijastaen rahoitussektorin heikkoa tilannetta luottoluokituslaitos Moody's alensi Thaimaan luottoluokitusta, mikä vaikeutti jo valmiiksi huonoa tilannetta, ja pääomapako kiihtyi vuoden 1998 aikana. Ulkomaisen pääoman pako heikensi valuuttakurssia lisää, vaikutti pääomapako monien tutkijoiden mukaan ollut va-

¹³ Non-resident baht accounts (NBRA) ovat pääasiassa ulkomaalaisten Thaimaan pankeissa pitämiä baht-määräisiä talletuksia, joita käytetään valuuttatransaktioissa. NBRA:t ovat hyvin volatiileja erityisesti, koska suurin osa tehdyistä liiketoimista on suhteellisen lyhytaikaisia. (Rajan 2001, 20.)

luutan heikkenemisen alkuperäinen syy (esim. Rajan 2001, Corsetti ym. 1998). Kotimaiset luottoehdot tiukentuvat, ja luottojen saatavuus heikkeni, kun pankit pyrkivät välttämään riskejä. Reaalisen valuuttakurssin heikkeneminen ja korkotasoon nousu lisäsivät hoitamattomien lainojen määrää erityisesti kiinteistöimialalla.

Edeltävä tarkastelu osoittaa Aasian maiden rahoitussektoreiden ongelmien kasvaneen kriisiä edeltäneinä vuosina. Ulkomaisen rahoituksen välitys kotimaan yrityksille kasvoi 90-luvun aikana voimakkaasti. Pääosa pankkien ottamasta velasta oli lyhytaikaista ja sillä rahoitettiin pitkäaikaisia investointeja. Aluksi investointitehokkuus oli korkea, mutta kriisiä edeltäneinä vuosina investoinnit ohjautuivat kasvavassa määrin tuottamattomiin ja spekulatiivisiin investointikohteisiin, kuten kiinteistösektorille. Ulkomainen lainanotto oli suurelta osin myös suojaamatonta ja seurauksena pankkisektori altistui valuutta- ja maturiteettiriskeille. Pääomantuonti kääntyi voimakkaaksi pääomapaoksi Thaimaan bahtin heinäkuun 1997 devalvaation jälkeen.

3.3 Moraalikato Aasian kriisissä

Monet tutkijat ovat esittäneet, että hallituksen implisiittiset takuut kotimaan pankkien ulkomaanvaluuttamääräisille lainoille ja samanaikainen puutteellinen rahoitusinstituutioiden valvonta edesauttoivat Aasian rahoituskriisin syttymistä. Rahoituksenvälittäjien ja kansainvälisten sijoittajien odotukset hallituksen interventiosta johtivat moraalikatoon, ja investointien ja lainanoton riskejä aliarvioitiin. (Krugman 1998, Burnside ym. 1998, Chinn ym. 2000, Mishkin 1999.) Moraalikaton mittaaminen on kuitenkin hyvin vaikeaa, koska se heijastaa toimijoiden odotuksia tulevaisuudesta (Lane ym. 2000). Aikaisempien kokemusten perusteella on ymmärrettävää, miksi yksityinen sektori saattoi pitää hallituksen tukea rahoitusjärjestelmälle odotettavana. Vaikkei Thaimaassa, Koreassa ja Malesiassa ollut koskaan ollut virallista eksplisiittistä talletusvakuusjärjestelmää, kotimaan pankkien tai rahoitusinstituutioiden ei ollut milloinkaan annettu kaatua tai ainakin talletukset suojattiin jälkikäteen (Dekle ym. 2001). Thaimaassa edellisen vakavan rahoituskriisin 1983–1984 jälkeen perustetun Financial Institutions Development Fundin (FIDF) tarkoituksena oli pelastaa ongelmiin joutuneet rahoitusinstituutiot. Tukiohjelmien avulla kaikki talletukset pelastettiin ja myös monet rahoituslaitosten velkojista. Odotuksiin vaikuttivat todennäköisesti myös hallitusten ja kansainvälisten yhteisöjen interventiot aikaisemmissa kriiseissä. Rajan (2001) toteaa, että yksityisen sektorin toimijat olivat tietoisia hallituksen implisiittisestä suojelusta rahoituslaitoksille, sillä rahoitussektorin romahdus aiheuttaa suuria kustannuksia koko kansantaloudelle. Liiallinen riskinotto rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen jälkeen johtui osittain rahoitusinstituutioiden taidottomuudesta arvioida riskejä,

mutta pääasiassa heikosta pankkisektorin valvonnasta. Implisiittinen turvaverkko synnytti moraalikatoa ja odotetut takuut vähensivät sijoittajien kannustimia seurata pankkien portfoliovalintoja. (Mishkin 1999.)

IMF:n tukien on yhtä lailla argumentoitu synnyttävän moraalikatoa, kun ensinnäkin sijoittajien odotukset IMF:n tuesta vauhdittavat pääomantuontia ja toisaalta odotukset tulevista takuista vähentävät sijoittajien kannustimia monitoroida investointiprojekteja. Myös velkamaiden viranomaiset saattavat ottaa suurempia riskejä jättäen maan alttiimmaksi shokeille ja markkinoiden luottamuksen muutoksille. (Corsetti ym. 1998.)¹⁴ Lane ym. (2000) toteavat olevan todennäköistä, että IMF:n rahoitus kasvattaa moraalikatoa jossain määrin, koska IMF:n lainoilla pyritään rajoittamaan rahoituskriisien aiheuttamia taloudellisia kustannuksia. Moraalikato on kenties välttämätön seuraus IMF:n toimista. Lainanannon aiheuttama moraalikato on viimeaikaisessa keskustelussa heidän mielestään kuitenkin liioiteltu. Kaji (2001) huomauttaa, että moraalikato on väistämätön piirre rahoitusmarkkinoilla ja vain moraalikadon voimakkuuden rajoittaminen on mahdollista.

Corsetti ym. (1998) esittävät, ettei ole suoraa näyttöä siitä, että Aasiaan suuntautuneiden voimakkaiden pääomavirtojen taustalla olisi ollut odotus pääomien kansainvälisestä takaamisesta, vaikka Meksikon kriisin kokemukset olivat tuoreessa muistissa. Arvioitaessa IMF:n tukien vaikutusta kriisiin on huomioitava, kuka lopulta kärsi kriisissä tappiot. IMF on jatkuvasti muistuttanut, että suurin osa yksityisistä lainanantajista, erityisesti arvopapereiden haltijat ja osakesijoittajat, kärsivät kriisissä suuria tappioita. Maiden ja yritysten kriiseissä kohtaamat tappiot ovat niin suuret ettei kukaan vapaaehtoisesti hakeudu kriisitilanteeseen (Fischer 1998). Aasiassa ulkomaiset sijoittajat olivat menettäneet kolme neljäsosaa sijoitustensa arvosta vuoden 1997 loppuun mennessä, vaikka liikepankkeja jossain määrin suojeltiinkin (Corsetti ym. 1998). Moraalikatoa vastaan argumentoi myös se, että ongelmiin joutuneet maat joskus pyrkivät välttämään IMF:n avun vastaanottamista, koska se heikentää sekä hallituksen että maan uskottavuutta. Vaikka jonkinasteinen moraalikato on tutkijoiden mukaan väistämätön seuraus IMF:n takuista, moraalikato voi olla pienempi paha kuin kriisin hoitamatta jättäminen, jolloin se saattaa levitä muihin maihin.

¹⁴ Aasiassa kuukausi valuutan kelluttamisen jälkeen Thaimaa ilmoitti uudistuksista, jotka oli suunniteltu yhdessä IMF:n kanssa. IMF myönsi 34-kuukautisen 17,2 miljardin dollarin tukipaketin. Lokakuussa Indonesia solmi avustussopimuksen IMF:n kanssa ja Korea seurasi perässä joulukuussa.

3.4 Kriisin syttyminen

Aasian kriisi alkoi Thaimaan bahtin devalvaatiosta, minkä vuoksi on tarkasteltava, mitkä tapahtumat Thaimaassa saattoivat sytyttää kriisin. Joidenkin tutkijoiden mukaan Aasiaan suuntautuneiden voimakkaiden pääomavirtojen taustalla olivat yksityisen sektorin odotukset hallituksen tulevasta takuista. Thaimaan suurimman rahoituslaitoksen Finance Onen tapauksen tarkastelu antaa viitteitä hallituksen takausten ja kriisin yhteydestä. Monien lähteiden mukaan Thaimaan keskuspankki oli eksplisiittisesti ilmoittanut takaavansa Finance Onen (ks. Corsetti ym. 1998b, 5). Yrityksellä ilmeni vakavia rahoitusongelmia vuosien 1996 ja 1997 aikana, ja vuoden 1997 toukokuussa hallitus yritti pelastaa yhtiön fuusioimalla sen toisen rahoitusyrityksen kanssa. Tämän yrityksen epäonnistuttua Financial Institutions Development Fund (FIDF) tuli vielä väliin ja ilmoitti ostavansa yhtiön osakkeita. Kesäkuussa 1997 hallitus lopulta julkisti, ettei ole enää sitoutunut takaamaan Finance Onea eikä muitakaan ongelmiin joutuneita yrityksiä. Ilmoitus oli vastoin markkinoiden odotuksia ja sokki sai aikaan sijoittajien paniikin. Sijoittajien odotusten muututtua Thaimaan bahtiin kohdistui spekulatiivinen hyökkäys, joka pakotti hallituksen laskemaan valuutan kellumaan. (Corsetti ym. 1998, 6.)¹⁵

Elokuun 1997 alussa bahtin heikettyä jo 20 prosenttia Thaimaa ilmoitti suunnitelmistaan tervehdyttää rahoitussektori osana IMF:n tukipakettia. Keskuspankki lakkautti 48 käytännössä jo vararikossa ollutta rahoituslaitosta. Corsetti ym. (1998) painottavat, että monet Thaimaan rahoituslaitoksista olivat vararikossa jo ennen heinäkuun valuuttakriisiä, mutta valuutan heikkeneminen lisäsi yritysten ulkomaisen velan taakkaa. Vastaavasti Koreassa kriisi alkoi jo paljon ennen maan valuuttaan lokakuussa kohdistunutta hyökkäystä ja sijoittajien paniikkia. Vuoden 1997 alkupuolella kaatui useita Korean suurista konglomeraateista, jotka olivat edeltävinä vuosina ottaneet paljon ulkomaista rahoitusta suurille investointihankkeilleen.

Valuuttojen devalvoitumiseen vaikutti ennen kriisiä ja vielä ensimmäisten devalvaatioiden aikaan harjoitettu rahapolitiikka. Viranomaisten ensimmäisenä tavoitteena oli välttää kotimaan korkotason nopea nousu ja kotimaan rahoitusehtojen tiukentuminen. Matalan koron politiikka vielä pitkälle ennen kriisiä ja spekulatiivisten hyökkäysten yhteydessä viittaa heikkoihin rahoituslaitoksiin. Keskuspankkia pidätteli nostamasta korkoja huoli siitä, että korkeat korot vaikeuttaisivat vaikeasti velkaantuneiden pankkien, muiden rahoituslaitosten ja yritysten tilaa. Rahoitusjärjestelmän ja yrityssektorin herkässä tilanteessa rahapolitiikan kiristäminen olisi vauhdittanut tuotannon kasvun heikkenemistä sekä johtanut luotonannon vähenemiseen ja vararikkoihin. (Corsetti ym. 1998.) Rahoitussektori-

¹⁵ Thaimaan valuutan kelluttaminen kiihdytti pääomapakoa muista Aasian maista ja bahtin kelluttamisen jälkeen niiden maiden valuutat, joiden talouden fundamentit ja vientirakenne olivat samanlaisia kuin Thaimaalla, joutuivat paineen alle.

rin heikkoudet olivat pääsyy vuoden 1997 puolivälissä romahtaneille valuuttakursseille. Heikot ja epälikvidit pankit pidättelivät keskuspankkeja nostamasta korkoja riittävän korkeiksi suojaamaan valuutan kiinnitystä. (Chang ym. 1998.)

3.5 Loppukatsaus

Aasian kriisin selityksissä kulkee kaksi päälinjaa. Näkemykset jakautuvat siinä, johtuivatko ongelmat heikoista fundamenteista, joista seurasi rahoitusinstituutioiden maksukyvyttömyyttä vai syntyikö kriisi sijoittajien paniikista, joka aiheutti pääomapaon ja likviditeettivajeen. Aasian kriisin tarkastelu osoittaa molempien elementtien vaikuttaneen kriisissä osaltaan. Kriisissä vaikuttivat ensinnäkin heikkoihin fundamenteihin perustuneet ongelmat ja oletetut julkiset takaukset yksityisille yrityksille. Toisaalta kriisiä kasvattivat heinäkuun devalvaation jälkeen syntynyt pankkipaniikki ja likviditeettiongelmat. Ensimmäistä bahtin devalvoitumista seurasi talletuspako, joka johti valuutta- ja rahoitusmarkkinoiden romahdukseen vuosien 1997–1998 aikana. Kuten Flood ym. (1998) toteavat Thaimaan osalta, maa ajautui kriisiin heikentyvien fundamenttien takia, mutta kansainvälisen pankkipaniikin vuoksi kriisi muuttui täydelliseksi romahdukseksi. Kriisin oireet ilmaantuivat ensimmäisenä Thaimaassa ja Koreassa, missä fundamentit olivat heikoimmat, mutta vasta paniikki kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla sai kriisin leviämään mittoihinsa.

Aasian vaihtotasevaje, valuuttojen yliarvostus ja vientiluvut näyttivät huononevia merkkejä ja vaikuttivat kriisiin osaltaan. Niitä voimakkaammin kriisiin vaikuttivat kuitenkin Aasian maiden voimakas tukeutuminen pankkeihin pohjautuvaan rahoitusjärjestelmään ja yritysten lainarahoitus. Vuoden 1997 alussa Aasian maiden makrotaloudellinen tilanne oli heikentynyt ja tämä yhdessä rahoituslaitosten ongelmien kanssa antoi aihetta luottamuksen heikkenemiselle. Aasian kriisissä olivat siis vaikuttamassa sekä talouden heikot fundamentit että rahoitusmarkkinoiden luottamuksen muutokset ja paniikki.

4 Venäjän 1998 rahoituskriisi

Venäjällä puhkesi rahoituskriisi pian Aasian tapahtumien jälkeen. Puhkeamiseen vaikutti Aasian kriisin takia heikentynyt sijoittajien luottamus, mutta pohjimmiltaan kriisi näyttää syntyneen kuitenkin hyvin eri lähtökohdista. Venäjän ongelmia olivat julkisen sektorin pysyvät budjettialijäämät ja kasvava lyhytaikainen velka. Lisäksi alhainen investointi- ja säästämistä, heikko pankkisektori sekä huono verojärjestelmä altistivat kriisille. Markkinoiden luottamuksen hiipuessa lyhytaikainen pääoma alkoi paeta maasta ja osakkeiden hinnat romahtivat, eivätkä korkeammat korotkaan riittäneet katkaisemaan pääomapakoa. Elokuussa 1998 Venäjän viranomaiset päättivät laajentaa ruplan kurssin vaihteluväliä, mikä käytännössä merkitsi devalvaatiota. Ruplan devalvaatiota ja hallituksen maksukyvyttömyyttä seurasi pian pankkikriisi pankkisektorin valmiiksi heikon tilanteen vuoksi.

Huolimatta monista heikkouksista Venäjän talous vaikutti vuoden 1997 alussa vahvemmalta kuin koskaan aiemmin siirtymäperiodin aikana. Tuotannon tason vuosittainen heikkeneminen oli tasoittunut ja BKT:n kasvu oli kääntynyt hivenen positiiviseksi. IMF:n stabilisaatiopolitiikan mukaisesti Venäjän rahapolitiikka oli sitoutunut inflaation torjumiseen. Tiukka rahapolitiikka, keskeisenä valuuttakurssin kiinnitys vuonna 1995, sekä liikepankkien tiukentunut säätely toivat inflaation 131 prosentista 11 prosenttiin vuosien 1995 ja 1997 välillä (OECD 2000, 34). Verrattuna aikaisempaan kehitykseen inflaatiosta ja valuuttakurssista oli tullut kaksi stabiileinta ja ennustettavissa olevinta muuttujaa, ja rahapolitiikka oli saavuttanut uskottavuutta. Talouskehityksen hyvästä suunnasta huolimatta rahoituskriisi puhkesi elokuussa 1998.

Tässä osiossa tutkitaan Venäjän kriisin syitä ja peilataan tapahtumia Aasian tapahtumiin ja valuuttakriisiteorioihin. Aluksi selvitetään muutamia Venäjän talouden ominaispiirteitä, jotka osaltaan vaikuttivat kriisin syttymiseen. Tämän jälkeen luvussa 4.2 tarkastellaan kriisiä edeltäneitä pääomavirtoja ja valuuttakurssi-liikkeitä ja luvussa 4.3 julkisen budjetin tasapainoa ja hallituksen velkaantumista. Luku 4.4 keskittyy Venäjän pankkisektoriin ja luku 4.5 Aasian kriisin vaikutukseen. Lopuksi tehdään johtopäätökset.

4.1 Venäjän taloudelle tyypillisiä piirteitä

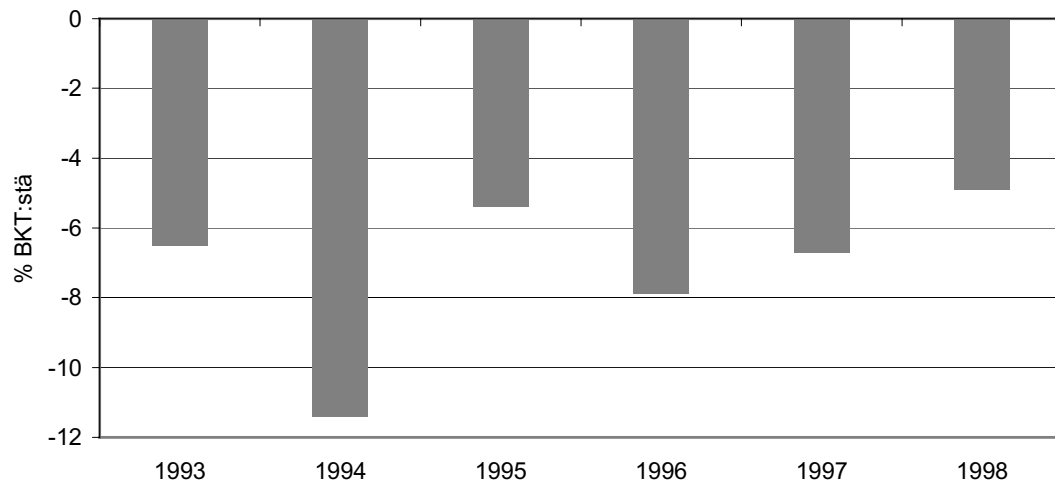
Venäjän kriisiä tutkittaessa on huomioitava Venäjän talouden tyypilliset piirteet. Kriisin toteutuessa Venäjällä oli käytössä useita eri valuuttoja. Ruplan lasean rahan M2 suhde BKT:hen lasi 90-luvun alussa nopeasti ja vaihteli vuosina 1994–1998 ennen kriisiä 15 prosentin paikkeilla. Venäläisillä oli dollareita käytössään jopa enemmän kuin ruplia. (Åslund 1998.) Yksi selitys alhaiselle M2 -asteelle on laajalti hyödykkeiden vaihtokauppaan perustuva talous. Ilman rahaa käytävän

vaihtokaupan osuus nousi jopa yli 50 prosenttiin teollisuustuotannon kokonaisliikevaihdosta kriisiä ennen. Myös osa julkisen ja yksityisen sektorin välisistä liike-toimista perustui vaihtokauppaan. Vaihtokaupan seuraukset taloudelle ovat moninaiset, mutta yksi keskeisistä on veronkeruun hankaloituminen, mikä horjutti Venäjän julkisen budjetin tasapainoa. Toisaalta vaihtotalous on rahoituskriisin toteutuessa vankempi, koska rahalla tai rahoitusinstituutioilla ei ole niin merkittävää roolia. Tämä saattaa osaltaan selittää sitä, että Venäjä nousi kriisistä suhteellisen nopeasti. (Sutela 1999.) Kriisin kannalta merkittävä tekijä oli poliittisen ja taloudellisen päätöksenteon sekoittuminen. Esimerkiksi yritysten veronmaksu perustui neuvotteluihin ja tästä seuraten veronmaksut olivat usein pienemmät kuin lain edellyttämät. Epäselvä päätöksenteko toteutui myös alueiden ja yritysten välillä.

4.2 Julkinen alijäämä ja velkaantuminen

Venäjän julkisen sektorin talous oli kriisiä edeltäneinä vuosina pysyvästi alijäämäinen. Vuosina 1993–1998 federaation budjettivaje oli 5–11 prosenttia BKT:stä. (Kuva 5.) Aluksi suurin osa valtion alijäämästä rahoitettiin rahan määrää kasvattamalla, mikä kiihdytti inflaatiota. Kun Venäjä vuonna 1995 sitoutui tiukempaan rahapolitiikkaan ja kiinnitti valuuttakurssin, vaje rahoitettiin pääasiassa valtion lyhytaikaisten velkakirjojen myynnillä.

Kuva 5. Venäjän federaation budjetin yli/alijäämä



Lähde: BOFIT.

Vuonna 1993 kehitetyt lyhytaikaiset ruplamääräiset GKO -velkakirjamarkkinat alkoivat toimia kunnolla vuonna 1995.¹⁶ Seuraavana vuonna hallituksen velkakirjamarkkinat avattiin ulkomaisille sijoittajille ja viimeistään tällöin hallitus pystyi rahoittamaan budjettialijäämän velkaantumalla. (Sutela 1999.) Inflaation laskiessa nimellinen GKO -korkotaso laski, mutta pysyi kuitenkin korkealla suhteessa ulkomaiseen korkotasoon, mikä houkutteli ulkomaalaisia sijoittajia.¹⁷

GKO -velkakirjojen määrä nousi kriisiä edeltäneinä vuosina huomattavasti. Velkakirjojen osuus oli vuoden 1995 lopulla 3,5 prosenttia BKT:stä, mutta kaksi vuotta myöhemmin osuus BKT:stä oli noussut jo 13,5 prosenttiin (RET 1998a). Lyhytaikaisten GKO -velkakirjojen jatkuva liikkeellelasku kasvatti Venäjän julkista velkaa nopeasti.¹⁸ Vuoden 1998 puolivälissä Venäjän valtionvelka ylitti 50 prosenttia BKT:stä. (Kuva 6.) Osa velasta oli peräisin Neuvostoliiton ajalta, mutta myös Venäjän federaation velkaantuminen ulkomaille kriisiä edeltäneinä vuosina oli huomattavaa. Kun GKO -markkinat avattiin ulkomaisille sijoittajille vuonna 1996, niin jo loppuvuodesta 1997 ne pitivät hallussaan 30 prosenttia GKO -velkakirjoista (OECD 2000). Malleret ym. (1999) arvioivat, että todellinen ulkomaisten sijoittajien hallussa ollut osuus saattoi olla lähempänä 50 prosenttia.

Federaation ruplamääräinen velka oli kokonaisuudessaan hyvin lyhytaikaista. Velasta 45 prosenttia oli maturiteetiltaan alle kuusi kuukautta ja lähes 75 prosenttia oli alle vuoden mittaista (Komulainen 2002). Lyhytaikainen velka pakotti hallituksen laskemaan liikkeelle uusia velkakirjoja rahoittaakseen vanhojen velkojen maksun. RETin (1998a) arvion mukaan hallitus joutui vuonna 1998 ennen kriisiä ottamaan joka viikko keskimäärin 8 miljardin ruplan edestä uutta velkaa rahoittaakseen erääntyvän kotimaisen velan. Tällaisessa tilanteessa sijoittajien muuttuneet odotukset voivat nostaa velkakirjojen korkoja nopeasti ja valtion velkataakka kasvaa. Ennen kriisiä Venäjällä ei myöskään ollut pääomanliikkeiden rajoituksia. Venäjä oli siis hyvin herkkä kansainvälisten markkinoiden luottamuksen muutoksille. (Sutela 1999.)

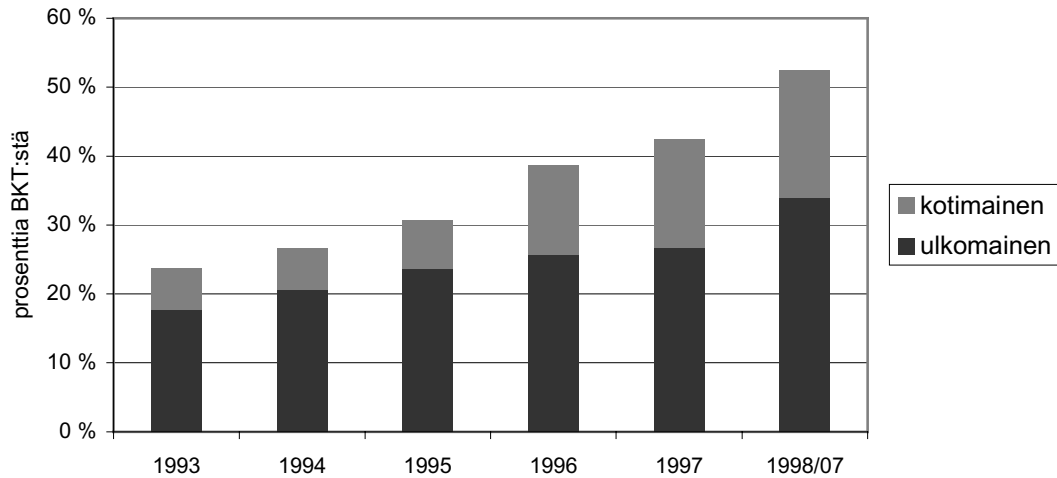
¹⁶ GKOt ovat maturiteetiltaan alle vuoden pituisia ruplamääräisiä valtionvekseleitä.

¹⁷ GKO -vuosikorko laski vuoden 1996 puolivälin yli 150 prosentin tasolta vuoden 1997 puolivälin 20 prosentin tasolle (RET 1998b).

¹⁸ Vuonna 1992 velka oli noin 110 miljardia dollaria, mutta vuonna 1998 ennen elokuun kriisiä velka oli kasvanut 240 miljardiin dollariin (Komulainen 2002).

Kuva 6.

Venäjän federaation velka



Lähde: BOFIT.

Budjettialijäämien rahoittaminen valtion velkakirjoilla onnistui laskemaan inflaatiota, mutta koska nimellinen korkotaso oli korkea, velkojen uudelleenrahoitus johti hyvin nopeasti kalliin velkataakan muodostumiseen. Samalla se teki taloudesta herkän kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden liikkeille. Suuret budjettialijäämät ovat olleet yleinen ongelma siirtymätalouksille, mutta Venäjän tapauksessa alijäämien pienentäminen osoittautui erityisen vaikeaksi. Yksi budjettialijäämille annettu selitys on Venäjän hallituksen kyvyttömyys kerätä veroja. Tilastot eivät kuitenkaan suoralta kädeltä tue tätä väitettä, sillä federaation hallituksen tulot suhteessa BKT:hen laskivat 42 prosentista vain 39 prosenttiin vuosien 1992 ja 1997 välillä. Tämä luku on verrattain korkea Venäjän tulotasoiselle maalle. (Sutela 1999.) Kuitenkin verokäytännössä oli paljon ongelmia. Ensinnäkään kaikkia veroja ei maksettu käteisellä, vaan osa maksettiin tavaroiden vaihtokaupalla, mikä heikensi verojärjestelmän tehokkuutta olennaisesti. Toisaalta aluehallitusten verotulot kasvoivat federaation tulojen kustannuksella eikä tätä korvattu muilla toimenpiteillä. Lisäksi yritysverotuksessa oli epäjohtonmukaisuuksia eikä kotitalouksien verottaminen ollut merkittävää. Verojenkeruun ongelmat vaikeuttivat budjettialijäämien hoitoa.

4.3 Valuutan vahvistuminen ja pääomavirrat

Koko 90-luvun alun inflaatio oli Venäjällä hyvin voimakas yltäen jopa 30 prosenttiin kuukaudessa. Hillitäkseen inflaatiota viranomaiset kiinnittivät nimellisen valuuttakurssin dollariin vuonna 1995 ja vuoden 1996 puolivälissä ruplan kurssi liitettiin dollariin crawling peg -mekanismilla (Chapman ym. 2001). Rahapolitiik-

kaa kiristettiin, ja julkisten budjettialijäämien rahoitukseen ei enää vuoden 1995 jälkeen käytetty suoraa keskuspankkirahoitusta, vaan ne rahoitettiin laskemalla liikkeelle lyhytaikaisia valtion velkakirjoja. Seurauksena inflaatio hidastui, mutta julkinen talous altistui markkinoiden luottamuksen muutoksille. (RET 1998b.)

Ruplan reaalin dollarikurssi vahvistui seitsenkertaiseksi vuosien 1991 ja 1998 välillä. Vahvistuminen oli erityisen voimakasta kahtena viimeisenä kriisiä edeltäneenä vuotena. Monet tutkijat ovat arvioineet ruplan olleen yliarvostettu kriisiä edeltäneellä noin kuusi ruplaa per dollari kurssilla (mm. Montes ym. 1999, Chapman ym. 2001). Kuitenkin valuuttakurssin lähtötaso oli alhainen eikä valuuttan vahvistuminen oleellisesti heikentänyt maan ulkoista tasapainoa, minkä vuoksi toisten tutkijoiden mielestä rupla ei ollut yliarvostettu (esim. Åslund 1999, Halpern ym. 1996, 1998). Pitkän ajan tasapainovaluuttakurssia on erityisen vaikea arvioida siirtymätalouksille. Vaihtotaseluvut antavat kuitenkin kuvaa kurssin mahdollisesta yliarvostuksesta ja sen vaikutuksesta maan kilpailukykyyn. Kriisiä edeltäneinä vuosina 1994–1997 Venäjän vaihtotase oli selvästi ylijäämäinen. Aasian kriisiä seuranneiden alhaisempien raaka-ainehintojen johdosta Venäjän vienti laantui vuoden 1998 alkupuolella, mutta vaihtotaseen alijäämä jäi hyvin pieneksi.¹⁹ Venäjän vaihtotaselukujen perusteella ei voida esittää ruplan olleen yliarvostettu ennen kriisiä. (Åslund 1998.)

Myös Venäjän korkea hintataso ostovoimapariteetilla mitattuna saattoi olla merkki ruplan mahdollisesta yliarvostuksesta. Korkea hintataso kuitenkin johtui mahdollisesti vain Venäjän vahvasta vientisektorista, joka veti myös kotimaan hintoja ylöspäin. (Åslund 1998.) Venäjän hinta- ja palkkataso eivät olleet ennen kriisiä sen korkeampia kuin muissa Itä-Euroopan siirtymätalouksissa. Reaalipalkkoihin perustuvat tutkimukset, kuten Halpern ym. (1996, 1998), eivät osoita ruplan kurssin olleen yliarvostettu.

Vakautunut talouden tilanne, uskottava valuuttakurssikiinnitys sekä korkeat korot suhteessa teollisuusmaihin houkuttelivat Venäjälle huomattavan määrän ulkomaisia portfoliosijoituksia vuoden 1996 puolivälistä alkaen. Vaikka myös suorat sijoitukset ulkomailta kasvoivat, suurin osa pääomantuonnista koostui lyhytaikaisista yksityisistä portfoliosijoituksista.²⁰ Suurelta osin lyhytaikainen ulkomainen pääoma ohjautui rahoittamaan julkisen sektorin budjettivajetta joko suoraan valtion velkakirjojen tai välillisesti liikepankkien kautta. (OECD 2000, 35.) Myös liikepankeilla ja yrityksillä oli pääsy kansainvälisille rahoitusmarkkinoille. Pankkien rooli ulkomaisen rahoituksen välittäjinä yksityiselle sektorille oli

¹⁹ Venäjän vaihtotaseen alijäämä ei missään vaiheessa ylittänyt merkkipaaluuna pidettävää 5 prosenttia BKT:stä, kun monilla muilla siirtymämailla vaihtotasevaje oli pysyvästi yli 10 prosenttia tai jopa 20 prosenttia BKT:stä.

²⁰ Vuosien 1996–1997 välillä portfoliopääomaa virtasi maahan 20 miljardia dollaria, kun aiempina vuosina pääomantuonti oli vähäistä.

kuitenkin pienempi kuin Aasiassa. Ulkomaisten sijoitusten voimakas virtaus Venäjälle oli hyvin lyhytaikainen kestäen vain vuodet 1996 ja 1997.

4.4 Venäjän pankkijärjestelmä

Vaikka pankkisääntely oli kehittynyt suuresti eikä Venäjän pankeilla ollut Aasian kaltaista velkataakkaa, Venäjän liikepankit olivat silti monista syistä hyvin herkkiä kotimaan rahoitusmarkkinoiden epätasapainolle. Venäjän pankkisektorin erikoispiirre oli voimakas sijoittaminen valtion arvopapereihin (Buchs 1999). Erityisesti johtuen yksityisen sektorin kannattavien investointikohteiden puuttumisesta monet johtavat Moskovan pankit sijoittivat valtion velkakirjoihin. Valtion lyhytaikaiset GKO -velkakirjat vastasivat 30 prosenttia liikepankkien saamisista vuonna 1998 ja tarjosivat pankeille erityisen hyvän voittojen lähteen vuosina 1996–1998. (OECD 2000, 38.)

Huomattava piirre venäläisten pankkien vastattavissa oli kotimaisten talletusten vähäinen ja pienenevä osuus. Chapman ym. (2001) arvioivat, että vuosien 1995–1997 välillä talletusten osuus kaikista vastattavista pieneni 11 prosenttia. Ennen kriisiä kotitalouksien talletuksista 70 prosenttia oli keskittynyt Sberbankkiin, joka oli pääosin valtion omistuksessa. Talletusten keskittymisen vuoksi talletusten osuus vastattavista muissa liikepankeissa oli vain hieman yli 10 prosenttia. Koska kotimainen säästämisaste oli olematon, pankit joutuivat turvautumaan ulkomaiseen rahoitukseen, ja erityisesti vuonna 1997 pankit ottivat huomattavan määrän ulkomaista velkaa.²¹ (OECD 2000, 38.) Pääomaa houkutteli Venäjälle ulkomaihin nähden korkea korkotaso, pääomamarkkinoiden vapautuminen sekä pysyväksi ajateltu valuuttakurssi, joka laski dollarimääräisten velkojen riskipremiota.

Vaikka valuuttamääräisten vastattavien määrä kasvoi, Venäjän pankkien ulkomaiset vastattavat eivät kuitenkaan absoluuttisesti olleet missään vaiheessa kovin suuret. Pankkisektori oli muutenkin hyvin pieni ja keskittynyt. Pankkisektorin kokonaisvarat olivat noin 35 prosenttia BKT:stä, kun ne monessa Aasian maassa ylittivät kokonaistuotannon ja olivat monissa siirtymämaissakin huomattavasti Venäjää suuremmat (Komulainen 2002).²² Venäjän pankkisektorin keskittyneisyyttä ja ulkomaisen pääoman vähäistä merkitystä kuvaa se, että juuri ennen elokuun devalvaatiota 75 prosenttia valuuttamääräisistä vastattavista oli keskittynyt

²¹ Ennen vuotta 1997 ulkomainen pääoma muodosti keskimäärin vain 10 prosenttia kaikista Venäjän pankkien vastattavista, mutta vuoden 1997 aikana ulkomaisen pääoman osuus kaikista vastattavista nousi 17 prosenttiin kasvaen erityisesti vuoden loppua kohden.

²² Tshekissä pankkisektorin kokonaisvarat olivat huomattavasti yli 100 % BKT:stä, Virossa 79 % ja Puolassakin 60 %.

20 suurimpaan pankkiin, joiden taseeseen kuuluvista vastattavista ne muodostivat 20 prosenttia. (OECD 2000.)

Vaikkei Venäjän pankkien valuuttamääräisten vastattavien taso ollut missään vaiheessa korkea, vastattavien suhde valuuttamääräisiin saamisiin kasvoi. Vastattavien ja saamisten suhde oli 0,91 vuonna 1996, seuraavana vuonna 1,59 ja vuoden 1998 kesäkuussa 1,65 (taulukko 2). Lisäksi pankkien vastattavat olivat tyyppillisesti likvidimpiä kuin saamiset, mikä altisti maturiteettiriskille. Lyhytaikaisen ulkomaisen rahoituksen määrä kasvoi ja vuosien 1995–1997 aikana sen osuus kaikista valuuttamääräisistä vastattavista oli keskimäärin yli 80 prosenttia, vuonna 1996 jopa lähellä 90 prosenttia.²³ (Taulukko 2.) Vastattavien ja saamisten aikarakenteen epätasapainoisuus teki pankkisektorista heikon kohtaamaan vuoden 1998 valuuttakriisiä. (Chapman ym. 2001.)

Osa liikepankeista oli lisäksi ryhtynyt myymään taseen ulkopuolisia termiinisopimuksia. Sopimuksilla sijoittajat pyrkivät suojaamaan ostamiensa GKO-velkakirjojen valuuttariskin ruplan devalvoimisen varalta, ja sopimukset siten siirsivät riskin pankkien kannettavaksi. Venäjän pankkien sopimusten nettovastuut arvioitiin jopa 6 miljardiin dollariin vuoden 1998 alkupuolella ja vastuista puolet oli keskittynyt yhdeksään suurimpaan pankkiin (OECD 2000). Kyseiset Venäjän pankit eivät puolestaan suojautuneet valuuttariskiltä, ja valuutan devalvoituessa pankkien myöntämät termiinisopimukset syvensivät kriisiä. Pankkisektorin kriisialttius oli eräs syy sille, että keskuspankki jatkoi kiinteän kurssin puolustamista. Kun Aasian kriisi vuoden 1997 lopulla aiheutti ensimmäisen hyökkäyksen ruplaa vastaan, keskuspankki puolusti valuuttaa laajentamalla valuuttakurssin vaihteluväliä ja nostamalla korkotasoa.

Taulukko 2. **Liikepankkien ulkomaiset varat ja velat (miljoonaa USA:n dollaria)**

	1995	1996	1997	1998:6
Ulkomaiset velat	5125	9204	19236	20481
Ulkomaiset varat	8818	10155	12078	12426
Velat/varat (%)	0,58	0,91	1,59	1,65
Lyhytaikaiset velat	4310	8047	15575	15906
Lyh. velat/kok. velat (%)	84,10	87,43	80,97	77,66

Lähde: Chapman ym. 2001.

Vuoden 1998 elokuun 17. päivän devalvaatio paljasti pankkisektorin ongelmat. Laina- ja osakemarkkinoiden alamäki sekä hallituksen ruplamääräisen velan jäädyttäminen johtivat pankkien varojen supistumiseen. Ruplan devalvaatio kasvatti pankkien velkojen suuruutta ja pankkien kykenemättömyys maksaa eräänntyviä

²³ Aasian maiden vastaava suhde oli Thaimaassa 65 %, Indonesiassa 61 % ja Filippiineillä 58 %.

sitoumuksia johti talletuspakoon. Elokuussa talletusnostojen määrä 30 suurimmasta pankista nousi 2 miljardista 17 miljardiin ruplaan, mikä vastasi 10 prosenttia ko. pankkien talletusten määrästä. Pankit alkoivat kärsiä vakavasta likviditeettipulasta. (RET 1998c.)

Myös Venäjän kriisin yhteydessä puhuttiin paljon sijoittajien moraalikadosta. Jotkut tutkijat esittävät, että Venäjän ajateltiin olevan liian suuri kaatumaan, tai että geopoliittisten syiden takia sijoittajien varat olisivat olleet suojatut (Fischer 1999, Chapman ym. 2001, Goldstein ym. 2000). Myös aikaisempien kriisien perusteella yksityisen sektorin toimijoiden luottamus julkisen sektorin ja kansainvälisten yhteisöjen apuun oli perusteltu. Chapman ym. (2001) argumentoivat, että sijoittajat olivat haluttomia näkemään Venäjän talouden heikkoutta ja investointien riskejä, mikä selittää pääoman voimakkaan virtauksen Venäjälle. Odotukset hallituksen takuista ja heikko pankkilainsäädäntö johtivat pankkien liialliseen riskinottoon ennen kriisiä (RET 1998c).

4.5 Aasian kriisin vaikutukset Venäjään

Julkisen sektorin velkaantuminen ja liikkeelle lasketut lyhytaikaiset GKO -velkakirjat sekä pankkisektorin ongelmat tekivät Venäjän taloudesta herkän kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden luottamuksen muutoksille. Aasian kriisi ja teollisuusmaiden talouskasvun hidastuminen vaikuttivat Venäjän tilanteeseen sijoittajien odotusten ja laskevien raaka-ainehintojen kautta. Raaka-aineet tuottavat yli 70 prosenttia Venäjän vientituloista. Raaka-aineiden vientihinnat alkoivat laskea lokakuussa 1997 johtuen Aasian kriisin aiheuttamasta kysynnän laskusta. Samaan aikaan Venäjän tuonti jatkoi voimakasta kasvua huolimatta BKT:n laskusta. Raaka-ainehintojen lasku ja samanaikainen tuonnin kasvu olivat isku Venäjän kauppataseelle.²⁴ (Malleret ym. 1999, 111.) Raaka-ainehintojen lasku vähensi vientituloja ja seurauksena myös verotuloja. Koska suuri osa keskeisistä pankeista omisti osuuksia vientiyrityksistä, myös pankkien tila huononi. (Sutela 1999.)

Toinen Aasian kriisin vaikutus tuli sijoittajien heikentyneen luottamuksen kautta, kun tapahtumat saivat sijoittajat varpailleen kaikkien kehittyvien maiden suhteen. Aasian tapahtumien seurauksena pääomavirta muihin kehittyviin maihin väheni vuoden 1997 lopulla. Osittain tartunta johtui kehittyviin talouksiin tehtyihin sijoituksiin kohdistuvien riskien yleisestä uudelleenarvioinnista. Toisaalta tartuntaan vaikuttivat kehitysmaihin keskittyvien rahastojen ja pankkien tappiot Aasiassa ja seuranneet likviditeettiongelmat, jotka pakottivat näitä rahastoja ja pankkeja vähentämään sijoituksiaan muualla. (RET 1998b, 7.) Jotkut tutkijat argumentoivat, että ilman Aasian kriisiä seuranneita raaka-ainehintojen laskua ja

²⁴ Kauppatasevajeen myötä vaihtotase heikkeni yli 25 prosenttia vuoden 1997 alusta vuoden 1998 loppuun ja vaihtotaseylijäämä jopa kääntyi alijäämäksi vuoden 1998 toisella neljänneksellä.

pääomapakoa Venäjän kriisi olisi jäänyt toteutumatta (esim. Slay 1999). Venäjän taloudessa oli kuitenkin huomattavasti ennen Aasian kriisiä syntyneitä sisäisiä heikkouksia, joiden takia tilanne ei ollut vakaa (Sapir 1999; Sutela 1999). Aasian kriisi pahensi jo valmiiksi vaikeaa tilannetta.

4.6 Loppukatsaus

Venäjällä kriisin keskeiset syyt olivat julkisen sektorin pysyvät budjettialijäämät ja kasvava julkinen velka. Lyhytaikaisten valtion velkakirjojen liikkeellelaskulla rahoitettu budjettivaje ja julkinen velka synnyttivät odotuksia ruplan devalvaatiosta. Lisäksi alhainen investointi- ja säästämisaste sekä heikko pankkisektori altistivat kriisille. Pankkisektorin suurimmat ongelmat olivat kotimaan talletusten vähäisyys sekä voimakas sijoittaminen valtion lyhytaikaisiin velkakirjoihin. Markkinoiden luottamuksen hiipuessä lyhytaikainen pääoma alkoi paeta maasta ja osakekurssit romahtivat. Elokuun 17. päivänä ruplan kurssin vaihteluväliä laajennettiin, mikä käytännössä tarkoitti devalvaatiota.

Toisin kuin Aasiassa Venäjällä pankkikriisi syntyi valuuttakriisin ja hallituksen maksukyvyttömyyden jälkeen. Devalvaatiosta voimistuneet pankkisektorin ongelmat syvensivät kriisiä, mutta pankkisektori oli ennen kriisiä niin pieni ja vähän velkaantunut, ettei se olisi voinut yksistään sytyttää kriisiä. Pankkikriisin taustalla olivat pankkijärjestelmän fundamentaaliset ongelmat, jotka paljastuivat elokuun valuuttakriisin takia. Yksityisellä rahoitussektorilla oli kriisissä huomattavasti pienempi rooli kuin Aasiassa. Pankkien lainananto ei ollut suurta eivätkä pankit toimineet ulkomaisen rahoituksen välittäjinä kotimaan yksityiselle sektorille vastaavassa määrin. Venäjä ehti osallistua kansainvälisille rahoitusmarkkinoille vain lyhyen ajan eikä missään vaiheessa vastaanottanut yhtä suurta määrää ulkomaisia sijoituksia kuin Aasian maat.

Vaikka kriisin puhkeamiseen vaikutti Aasian kriisin takia heikentynyt sijoittajien luottamus, kriisi oli toteutumiseltaan hyvin erilainen vastaten enemmänkin tyypillistä ensimmäisen sukupolven valuuttakriisitarinaa. Kriisissä oli kuitenkin myös kaksoiskriisin piirteitä, sillä ruplan devalvaatiota ja hallituksen maksukyvyttömyyttä seurasi pian pankkikriisi pankkisektorin valmiiksi heikon tilanteen vuoksi. Moraalikato ilmeisesti lisäsi sijoittamista Venäjälle, mutta Aasian kriisin taustalla ollut pankkien liiallinen ulkomainen lainanotto ei toteutunut Venäjällä ja voimakkaan pääomantuonnin jakso ei kestänyt kauan. Markkinoiden luottamuksen muutokset synnyttivät pääomapakoa ja Venäjän pankit kärsivät likviditeettivajeesta. Silti Venäjän kriisin syvimät piirteet olivat hallituksen maksukyvyttömyys ja ruplan devalvaatio.

5 Turkin vuosien 2000–2001 rahoituskriisi

Viimeisen kymmenen vuoden aikana Turkki on kokenut kaksi rahoitusmarkkina-kriisiä. Ensimmäiseen vuonna 1994 syttyneeseen kriisiin kiinnitettiin kansainväli-
sesti hyvin vähän huomiota osittain sen vuoksi, että kriisin vaikutus talouteen jäi
suhteellisen vähäiseksi. Toinen kriisi alkoi marraskuussa 2000 rahoitussektorin
ongelmilla kesken valuuttakurssisäätelyyn perustuvan stabilisaatio-ohjelman. Ta-
louskasvun hidastuminen ja rakenteellisten uudistusten viivästyminen saivat ul-
komaiset sijoittajat siirtämään sijoituksiaan pois ja ensimmäinen hyökkäys va-
luuttaa vastaan tapahtui marraskuussa 2000. Tällöin valuuttakiinnityksestä onnis-
tuttiin kuitenkin pitämään kiinni. (Özatay ym. 2002.) Vaikka markkinoiden luot-
tamus palautui osittain IMF:n tukipaketin avulla, joulukuun 2000 lopulla keski-
määräinen korkotaso oli melkein neljä kertaa korkeampi kuin marraskuun alun
taso sekä yli yön -koron että rahamarkkinakorkojen osalta. Epävakaata talouden
tilanne kulminoitui helmikuussa 2001, kun pääministeri ilmoitti poliittisista on-
gelmistä, jotka lopulta laukaisivat kriisin. Yli yön -korko nousi huimiin lukemiin
ja kolme päivää myöhemmin valuuttakurssijärjestelmä romahti ja Turkki ilmoitti
siirtyvänsä kelluvan valuutan järjestelmään. (Brüggeman ym. 2002.)

Kasvanut vaihtotasevaje, yliarvostettu valuuttakurssi ja hidastuva viennin
kasvu sekä suuri lyhytaikaisen ulkomaisen velan määrä osoittavat, että ulkoinen
epätasapaino kasvoi aiheuttaen painetta pankkisektorille ja kiinteälle valuuttakurs-
sijärjestelmälle. (Brüggeman ym. 2002.) Vaikka makrotaloudelliset fundamentit
olivat suhteellisen heikot vuonna 2000, kriisiä ei pystytä perustelemaan yksin nii-
den avulla. Kriisin syvin syy näyttäisi olleen heikko pankkisektori.

Verrattuna muihin kehittyviin maihin Turkin kriisiä edelsi suhteellisen hitaan
talouskasvun kausi. Henkeä kohden laskettu BKT kasvoi keskimäärin 1,9 pro-
senttia 90-luvun ajan. Korkea inflaatio vähensi investointien määrää ja tuottavuus-
den sekä työllisyyden kasvu oli hidasta. Vuonna 1998 aloitettu talouden stabili-
saatio-ohjelma epäonnistui ja inflaatio pysyi korkeana. Aasian ja Venäjän kriisit
aiheuttivat pääomapakoa muista kehittyvistä maista, mikä pahensi Turkin tilan-
netta ja etenkin Venäjän kriisi merkitsi tärkeiden vientimarkkinoiden huomattavaa
supistumista. Lisäksi vuonna 1999 Turkissa tapahtuneet maanjäristykset olivat
vakava sokki talouskasvulle. Vuoden 1999 lopulla Turkki aloitti IMF:n valvon-
nassa uuden stabilisaatio-ohjelman, joka sekin epäonnistui ja päättyi vakavaan
rahoituskriisiin.

Tässä osiossa tarkastellaan syitä Turkin vuosien 2000–2001 kriisille. Luvussa
5.1 tarkastellaan Turkin stabilisaatio-ohjelmaa ja luvussa 5.2 makrotalouden fun-
damenttien kehitystä. Turkin pankkisektoria tarkastellaan luvussa 5.3 ja luvussa
5.4 etsitään kriisin lopulliseen syttymiseen vaikuttaneita tekijöitä. On huomattava,
että vaikka tarkastelussa on parin vuoden takainen kriisi, Turkin tämänhetkinen-
kään taloudellinen tilanne ei ole vakaa.

5.1 Stabilisaatio-ohjelma ja crawling peg –järjestelmä

Vuonna 1999 Turkki aloitti stabilisaatio-ohjelman, jonka yhtenä perustana oli crawling peg -valuuttakurssijärjestelmä. Turkin liira kiinnitettiin dollarista ja eurosta koostuvaan valuuttakoriin, ja devalvoituminen rajoitettiin 15 prosenttiin vuodessa. Turkki myös ilmoitti etukäteen luopuvansa valuuttakurssin tiukasta säätelystä 18 kuukauden jälkeen kesäkuussa 2001, jolloin valuuttakurssin annettaisiin liikkua jatkuvasti laajenevalla vaihteluvälillä. Tavoitteena oli saada inflaatio laskemaan alle kymmeneen prosenttiin vuoteen 2002 mennessä. Valuuttakurssikiinnityksellä tavoiteltiin uskottavuutta hallituksen alhaisen inflaation tavoitteelle. Lisäksi stabilisaatio-ohjelmalla pyrittiin muun muassa tasapainottamaan julkisen sektorin budjettia ja yksityistämään valtionyrityksiä sekä vahvistamaan pankkisektoria. (OECD 2001.)

Fischer (2001) toteaa, että harvat maat ovat onnistuneet hidastamaan inflaatiota ilman kiinnitettyä valuuttakurssia. Toisaalta valuuttakurssikiinnitys ja siitä luopuminen ovat monissa maissa osoittautuneet erittäin vaikeiksi ja tuhoisiksi, sillä kaikki suurimmat rahoituskriisit vuoden 1994 jälkeen mukaan lukien Thaimaa, Indonesia, Etelä-Korea ja Venäjä ovat jollakin tavalla liittyneet kiinnitettyyn valuuttakurssijärjestelmään. Kriisi oli myös Turkin kohtalo, sillä neljä kuukautta ennen ilmoitettua crawling peg –järjestelmästä luopumista Turkin keskuspankki joutui laskemaan valuutan kellumaan. Eichengreenin (2001) mukaan valuuttakurssijärjestely ja suunniteltu valuutan asteittainen kelluttaminen olivat jo lähtökohtaisestikin ongelmallisia, sillä Turkin liikepankeilla oli suuri määrä suojaamattomia ulkomaisia velkoja. Niiden hoitaminen vaikeutuisi, jos valuuttakurssin annettaisiin vaihdella liian vapaasti. Transitioperiodin kuitenkin ajateltiin olevan riittävän pitkä pankkijärjestelmän vahvistumiselle ja sopeutumiselle suurempiin kurssivaihteluihin.

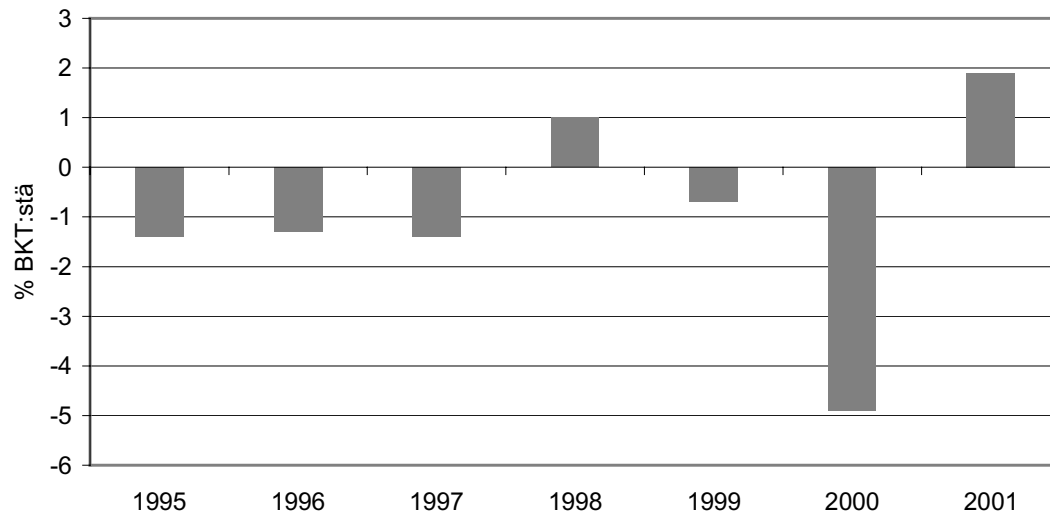
5.2 Makrotalouden fundamentit

Stabilisaatio-ohjelman käynnistymisen jälkeen Turkin talouden tilanne kääntyi parempaan ja kokonaistuotanto kasvoi vuoden 2000 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä 6,5 prosenttia edellisvuoteen verrattuna. Kasvua tukivat voimakkaasti kasvaneet yksityinen kulutus ja investoinnit. Kotimaista kysyntää stimuloi korkotaso, joka oli alkanut laskea maailmanmarkkinatasoa kohden jo vuoden 1999 puolella heijastaen stabilisaatio-ohjelman aikaansaamaa inflaatio-odotusten ja riskipreemion laskua. (OECD 2001, 42.) Kotimaisen kysynnän kasvu ja vahvistunut valuutta vauhdittivat tuontia, joka kasvoikin vuoden 2000 kolmella ensimmäisellä neljänneksellä 35 prosenttia edellisvuoteen verrattuna.

Valuuttakurssin kiinnittäminen kuitenkin heikensi Turkin kilpailukykyä inflaation laskiessa hitaammin kuin valuutta heikkeni. Reaalisen korkotason laskun aiheuttama kulutuksen voimakas kasvu jäi lyhytaikaiseksi. Valuuttakurssin muutos, jolla olisi parannettu maan kilpailukykyä, olisi horjuttanut hallituksen inflaatiotavoitteen uskottavuutta ja toisaalta myös ulkomaanvaluutassa lainanneen pankkijärjestelmän tasapainoa. (Eichengreen 2001.) Kasvava ulkoinen epätasapaino oli merkki kotimaisen kysynnän kestäättömästä kasvusta, jota lisäsivät korkeampi öljyn maailmanmarkkinahinta ja euron heikkeneminen. (OECD 2001, 14.)

Stabilisaatio-ohjelman myötä syntynyt kotimaisen kysynnän vahvuus kasvatti tuontia, mutta viennin kasvu jäi samalla periodilla vain kahdeksaan prosenttiin, mikä ei riittänyt rahoittamaan tuontikysyntää. Turkin vientimahdollisuuksia rajoittivat dollarin jatkuva vahvistuminen ja maailmantalouden kasvun hidastuminen. (OECD 2001, 60.) Viennin kasvun jäädessä alhaiseksi vaihtotasevaje suureni. Vuoden 2000 syyskuuhun mennessä vaihtotasevaje oli 6,8 miljardia dollaria, mikä oli neljä kertaa suurempi kuin vuoden 1999 vaje. Koko vuoden 2000 vaihtotasevaje oli kuitenkin vain 4,9 prosenttia BKT:stä, mikä ei monen arvion mukaan ole kestävä taso. Lisäksi vaihtotasevaje oli aikaisempina vuosina mitätön tai vaihtotase oli jopa ylijäämäinen. (Kuva 7.) Verrattaessa vaihtotasealijäämien suuruutta muihin kehittyviin maihin näyttää siltä, etteivät pienet vaihtotasevajeet kriisiä edeltävinä vuosina ja suurempi yksittäinen heilahdus 4,9 prosenttiin BKT:stä juuri ennen kriisiä olisi olleet riittäviä suistamaan stabilisaatio-ohjelmaa raiteiltaan. Kasvanut vaihtotasevaje muiden ongelmien kanssa heikensi kuitenkin sijoittajien luottamusta Turkin talouden tilaan sekä stabilisaatio-ohjelman ja valuuttakurssikiinnityksen kestävyYTEEN. Kriisi tuntuu olleen osittain stabilisaatio-ohjelman syytä, kun talous ei kestänyt stabilisaatio-ohjelmaa seuranneita nopeita muutoksia talouden kasvuvauhdissa ja kotimaan kysynnässä.

Kuva 7.

Turkin vaihtotaseen yli/alijäämä (% BKT:stä)

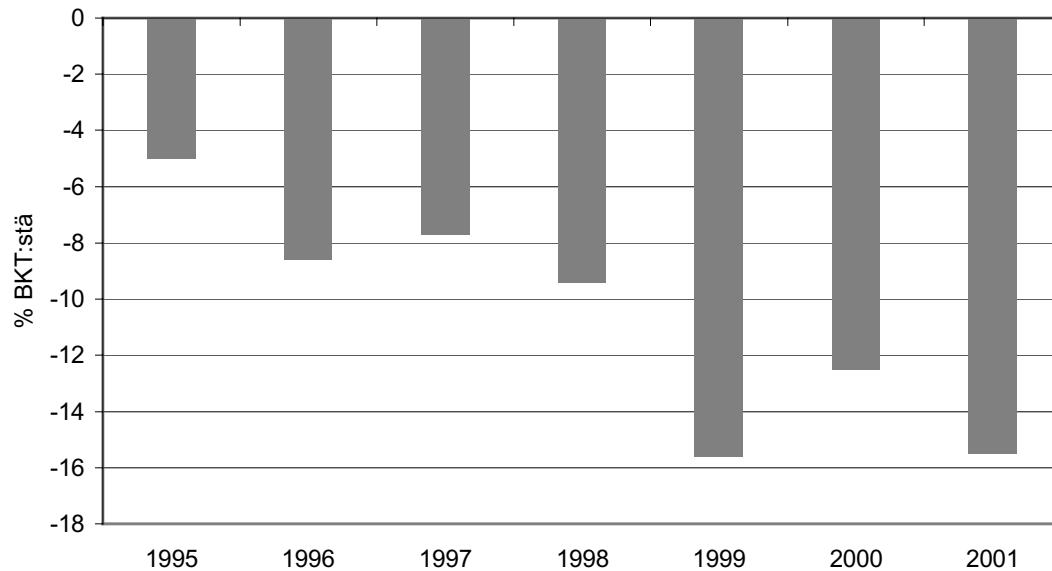
Lähde: Özatay ym. 2002.

Useat tutkijat esittävät, että Turkin liira oli yliarvostettu kriisiä edeltäneellä periodilla. Eichengreen (2001) arvioi, että Turkin reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vahvistui noin 10 prosentilla vuosina 1997–2001. Özatayn ym. (2002) mukaan valuutan reaalinen yliarvostus suhteessa vuoteen 1995 oli vuoden 2000 syyskuussa 14 prosenttia ja vuoden 2000 lopussa 18 prosenttia. Sachs ym. (1996c) sekä Frankel ym. (1996) esittävät, että kotimaanvaluutan reaalin vahvistuminen on yksi hyvä valuuttakriisin ennustaja. On kuitenkin huomattava, että Turkin talous kasvoi voimakkaasti vuosina 1995–1997, jolloin myös valuuttakurssin reaalin vahvistuminen oli nopeimmillaan. Yksi selitys reaalin valuuttakurssin vahvistumiselle voi siten olla Balassa-Samuelsson -efekti. OECD:n (2001) arvion mukaan liiran reaalin efektiivisen valuuttakurssin vahvistuminen ei aiheuttanut kilpailukyvyn laskua. Toisaalta vahva valuuttakurssi saattoi vaikuttaa siihen, että viennin kasvu jäi tuonnin kasvaessa pieneksi. Verrattuna muihin kriisin kokeneisiin maihin valuuttakurssin vahvistuminen oli kuitenkin kohtalaista.

Kriisiin johtaneella periodilla julkinen talous oli pysyvästi alijäämäinen ja julkisen sektorin lainanottotarve oli suuri. Budjettivaje oli 5–9 prosenttia BKT:stä vuosina 1995–1998 ja kasvoi yli 15 prosenttiin BKT:stä vuonna 1999 (kuva 8). Budjetin alijäämät rahoitettiin laskemalla liikkeelle valtion velkakirjoja. Budjettivajeen rahoitukseen ei käytetty keskuspankin kanssa tehdyn sopimuksen mukaisesti keskuspankkirahoitusta. (Özatay ym. 2002.) Eichengreen ym. (1995) eivät löydä selvää linkkiä julkisen talouden tasapainon ja valuuttakriisien välille tarkastellessaan ajanjaksolla 1959–1993 kahdenkymmenen OECD-maan valuuttakriisejä. Selitykseksi he antavat, että vain keskuspankkirahoituksella rahoitettu budjettialijäämä vaikuttaa kriisialttiuteen. Özatay ym. (2002) huomauttavat, että

tämä voi selittää kriisin syntymisen vasta vuoden 2000 lopulla, vaikka budjetin epätasapaino oli suurin jo vuonna 1999 ja tasapaino itse asiassa palautumassa vuonna 2000. Budjettivaje oli kuitenkin pysyvästi niin suuri, että se mitä ilmeisemmin synnytti odotuksia valuutan devalvaatiosta ja julkisen sektorin maksuky-
vyn horjumisesta.

Kuva 8. **Turkin budjetin yli/alijäämä**



Lähde: Özatay ym. 2002.

Kriisiä edeltäneen ajanjakson tarkastelu osoittaa, että makrotalouden fundamentit olivat heikoimmillaan kahtena vuotena ennen kriisiä. Kuitenkin, lukuun ottamatta vuoden 2000 suurta vaihtotasevajetta ja liiran reaalista vahvistumista, talous oli jo kääntynyt parempaan päin mahdollisesti stabilisaatio-ohjelman ansiosta. Tämä on kiinnostava piirre, sillä kriisi syntyi vasta vuoden 2000 lopussa. Tämä viittaa siihen, ettei kriisi ollut ensimmäisen sukupolven valuuttakriisimallien mukainen. Ensimmäisen sukupolven mallien keskeiset piirteet, kuten valuuttavarannon asteittainen väheneminen, eivät näytä Turkissa olleen kriisin syinä.

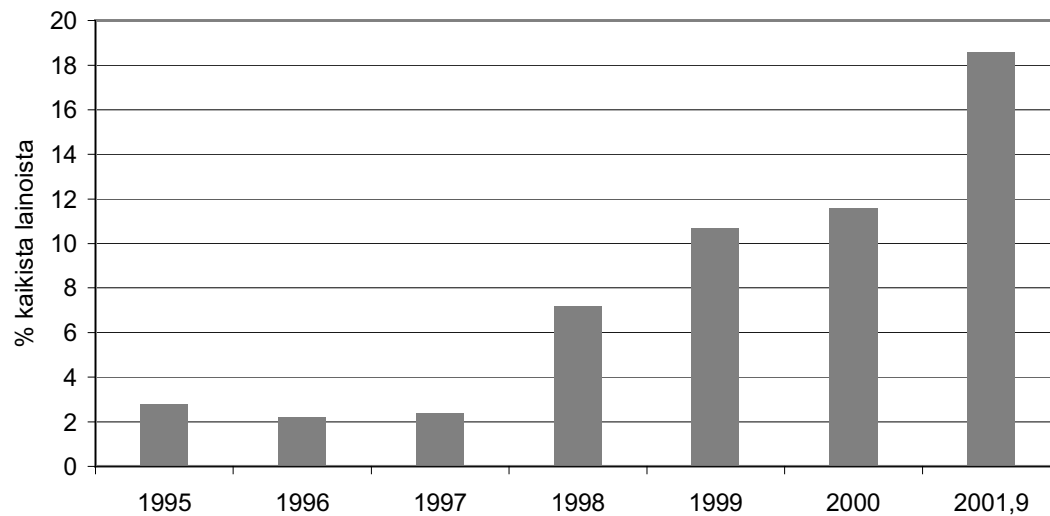
5.3 Pankkisektori

Pankkisektorilta ja erityisesti liikepankkien taseesta löytyy useita riskin kasautumisen merkkejä. Pankkisektorin tarkastelu osoittaa luotto-, valuutta- ja maturiteettiriskien kasvaneen kriisiä edeltäneellä periodilla ja pankkisektorin herkkyyden pääomavirtojen muutoksille lisääntyneen. Kasvaneesta luottoriskistä kertoo hoitamattomien lainojen määrän kasvu (kuva 9); vuonna 1998 hoitamattomien

lainojen osuus kokonaislainamäärästä nousi vuoden 1997 kahden prosentin tasolta 7,2 prosenttiin ja vuonna 1999 edelleen 10,7 prosenttiin (Özatay ym. 2002). Markkinoiden luottamusta horjutti se, että pankkivalvontaviranomaisen Saving Deposits Insurance Fundin (SDIF) kontrolliin ottamien pankkien hoitamattomien lainojen määrä kasvoi heti huomattavasti.²⁵ Tämä herätti epäilyksiä pankkien aikaisemmin antaman informaation oikeellisuudesta.

Kuva 9.

Liikepankkien hoitamattomien lainojen osuus kokonaislainamäärästä



Lähde: Özatay ym. 2002.

Avointen valuuttapositioden suuri määrä oli rakenteellinen piirre Turkin pankki-järjestelmässä. Taustalla vaikuttivat jatkuva korkea inflaatio ja kehittyvien maiden pankkien kykenemättömyys saada pitkäaikaista lainaa kotimaan valuutassa (Goldfajn ym. 2000). Valuuttariski kasvoi selvästi kriisiä edeltäneinä kuukausina. Pankkien avointen valuuttapositioden määrä lähes kaksinkertaistui vuoden 2000 yhdeksän ensimmäisen kuukauden aikana, kun pankit jatkoivat lyhytaikaisten ulkomaisten velkojen käyttöä kotimaan pitkäaikaisten sijoitusten rahoittajana (OECD 2001, 13). Valuuttamääräisten varojen ja velkojen suhde laski 93,6 prosentista 73 prosenttiin vuosien 1996 ja 2000 välillä. Lisäksi likvidien valuuttamääräisten varojen suhde likvideihin ulkomaisiin velkoihin laski, mikä teki pankeista herkempiä yhtäkkisille pääoman liikkeille (taulukko 3). (Özatay ym. 2002.)

²⁵ SDIF otti pankkisektoriuudistuksen alkaessa vuoden 1999 lopulla kontrolliinsa kuusi maksuvaikeuksissa olevaa pankkia ja lokakuussa 2000 kaksi lisää. Kaikkein vaikeimmin velkaantuneen Demirbankin haltuunotto tapahtui joulukuun alussa, kun ensimmäinen hyökkäys valuuttakurssia vastaan oli jo tapahtunut.

Eichengreen (2001) esittää, että keskuspankin sitoutuminen kiinnitettyyn valuuttakurssiin sosialisoi valuuttakurssiriskin ja loi moraalikatoa sekä pankeille että hallitukselle. Pankkien lainatoimien kannustimet vääristyivät, pankkisektorin uudistukset viivästyivät ja valvonta oli heikkoa. Stabilisaatio-ohjelman vauhdittama pääomantuonti mahdollisti Turkin pankeille helppoja voittoja, kun ne rahoittivat korkeatuottoisten valtion velkakirjojen ostoja suojaamattomalla ulkoisella lainanotolla (OECD 2001, 27).

Taulukko 3. **Liikepankkien ulkomaanvaluuttamääräiset varat ja velat (%)**

	1995	1996	1997	1998	1999	2000:3	2000:6	2000:9
Varat/velat	90,6	93,6	89,6	84,9	79,4	74,3	73,0	71,6
Likvidit varat/velat	44,8	44,6	41,0	39,5	40,0	36,6	35,2	34,4
Varat/velat alle 3kk	n.a	n.a	45,8	45,7	46,3	40,8	41,8	43,9

Lähde: Özatay ym. 2002.

Vaihtotasevajeen ja korkean kotimaisen kysynnän rahoittaminen valuuttakurssin vahvistuessa vaati jatkuvaa pääomantuontia. Talouden epätasapainosta johtuen sijoittajat myönsivät entistä vastahakoisemmin pitkäaikaisia luottoja, ja pankkien lyhytaikaisen ulkomaisen velan määrä kasvoi. Pankkien saamisten ja velkojen maturiteettien vastaamattomuus synnytti likviditeettiriskin. Vuoden 1999 lopulla maturiteettiltaan alle kolmen kuukauden pituisia velkoja oli kaksinkertainen määrä suhteessa varoihin (taulukko 3). (Özatay ym. 2002.) Sijoittajien kieltäytyessä jatkamasta rahoitusta tällainen tilanne on erittäin kriisiherkkä.

Tutkijat ovat erimielisiä siitä, aiheuttaako lyhytaikaisen pääoman tuonti itsessään taloudelle vaikean tilanteen vai onko lyhytaikainen pääoma ainoastaan oire muista taustalla olevista ongelmista. Rodrik ym. (1999) argumentoivat, että lyhytaikaisen ulkomaisen velan suuri määrä suhteessa reserveihin on itsessään vahva ennuste rahoituskriisille. Turkin tilanteessa molemmat piirteet olivat mukana, kun epätasapainoinen talouden tilanne lyhensi velan maturiteettia ja toisaalta lyhytaikainen velka altisti kriisitilanteessa pääomapaolle. Jos sijoittajat odottavat kriisiä, velkojen maturiteetti lyhenee ja maturiteetin lyhentyminen vastaavasti kasvattaa kriisin todennäköisyyttä ja talouden herkkyyttä markkinoiden luottamuksen muutoksille.

Pankkien taseessa oli nähtävissä useita kriisille altistaneita tekijöitä. Toisaalta kotimaisen luotonannon kasvu, joka on tyypillinen pankkisektorin ongelmien kuvaaja, ei ollut sen nopeampaa kriisiä edeltävinä vuosina kuin muutenkaan. Myöskään maan kansainvälisestä likviditeetistä kuvaa antava lasean rahan suhde keskuspankin varantoon ei muuttunut kriisiä edeltäneinä vuosina.

5.4 Kriisin syttyminen

Turkin kriisi alkoi rahoitusongelmilla keskikokoisissa pankeissa, joilla oli tyypillisesti lyhytaikaista ulkomaista velkaa rahoittamassa pitkäaikaisia kotimaan sijoituksia. Kaikki yksityiset pankit ottivat riskillistä lyhytaikaista ulkomaista lainaa, josta suuri osa ohjautui valtion budjettivajeen rahoittamiseen. Suurimmat ongelmat olivat kuitenkin maan kuudenneksi suurimmalla yksityisellä pankilla Demirbankilla.²⁶ Myös kasvava vaihtotasevaje ja valtionpankkien yksityistämishjelman viivästyminen lisäsivät odotuksia kriisistä, ja korkotaso nousi syyskuussa 2000 ja yhä huomattavammin marraskuun puolivälissä. Pankit joutuivat myymään hallussaan olevia valtion velkakirjoja tappiollisesti ylläpitääkseen riittävää likviditeettiä korkokustannusten kasvaessa. (OECD 2001, 10.) Aluksi keskuspankki piti kiinni valuuttakurssisitoumuksestaan eikä helpottanut pankkien tilannetta jakamalla likviditeettiä. Ongelmaisten pankkien likviditeettipula kasvoi. Suojatakseen pankkijärjestelmää ja estääkseen korkoja nousemasta keskuspankki joutui joustamaan marraskuun 2000 lopulla ja jakamaan lisää likviditeettiä. (Eichengreen 2001, 5.) Keskuspankin luistaminen heikensi sijoittajien luottamusta valuuttakurssin pysyvyyteen ja lisäsi pääomapakoa. Huolimatta likviditeetistä yli yön -korko nousi huimiin lukemiin marraskuun 28. päivän tienoilla, kun pääoman ulosvirtaus kiihtyi markkinoiden luottamuksen kadotessa. (OECD 2001, 11.)

Pääoman ulosvirtaus tasoittui ja devalvaatiopelko lieveni, kun IMF myönsi 6. joulukuuta 2000 yli 10 miljardin dollarin lainan, jolla oli tarkoitus tukea rahoitussektoria ja vauhdittaa valtionyritysten yksityistämiprozessia. Tilannetta rauhoitti myös itsenäisen Banking and Supervision Agency'n päätös ottaa haltuunsa Demirbank, joka oli ollut likviditeettiongelmien suurin lähde, sekä valtiovarainministeriön ilmoitus Turkin pankkien talletuksien ja lainojen takaamisesta. (OECD 2001.) Tilanne näytti tasaantuvan vuoden 2001 alkupuolella, kun kriisissä poistunutta pääomaa virtasi takaisin 6 miljardin dollarin arvosta. Kuitenkin korkotaso oli aikaisempaa korkeampi osoittaen maan riskipremion kasvaneen, ja suurin osa uudesta pääomasta oli hyvin lyhytaikaista, mikä heijasti devalvaation pelkoa. (Bibbee 2001.)

Viimeinen pisara markkinoiden hiipuvalla luottamukselle oli maan sisäinen poliittinen epätasapaino. Presidentin ja pääministerin keskinäiset näkemyserot stabilisaatio-ohjelman toteuttamisesta saivat kriisin puhkeamaan uudelleen. Yli yön -korko nousi heti poliittisten ongelmien ilmitulon jälkeen yli 2000 prosenttiin ja seuraavana päivänä edelleen 4000 prosenttiin (Özatay ym. 2002). Keskuspankki päätti kelluttaa liiran 23. helmikuuta. Tämä merkitsi loppua valuuttakurssiin

²⁶ Demirbank toimi muita vähäisemmässä määrin rahoituksenvälittäjänä tallettajien ja lainanottajien välillä, ja suurin osa pankin saamisista oli pitkäaikaisia valtion velkainstrumentteja. Lisäksi Demirbankin valtion velkainstrumentit olivat keskimääräistä pidempiaikaisia ja suurimman osan niistä pankki rahoitti lyhytaikaisilla REPO -velkakirjoilla ja yli yön -lainoilla muista pankeista.

pohjautuvalle stabilisaatio-ohjelmalle. Bibbee (2001) toteaa, että valuutan kelluttaminen oli ainoa mahdollinen ratkaisu, sillä markkinoiden luottamus olisi ollut välttämätön pitämään yllä crawling peg -järjestelmää. Toisaalta järjestelmästä luopuminen aikaisessa vaiheessa säästi keskuspankin valuuttavarantoa. Devalvaation seurauksena inflaatio kiihtyi ja tilanne pankkisektorilla paheni valuuttaposition- ja maturiteettiongelmiensa vuoksi. Julkinen velka kasvoi johtuen korkeasta korkotasosta ja indeksoidusta velasta. Reaalinen BKT supistui voimakkaasti vuoden 2001 toisella neljänneksellä ja sekä IMF että Maailmanpankki antoivat lisärahoitusta. (Eichengreen 2001, 6.)

Myös Turkin kriisin yhteydessä on puhuttu moraalikadon aiheuttamista ongelmista. Eri tahot kritisoivat jatkuvia IMF:n apupaketteja moraalikadon lähteenä ja argumentoivat, että rahoitusapu, joka auttaa hallituksia maksamaan ulkomaisten velkojen lainat, kannustaa sijoittajia lainaamaan arvioimatta riskiä.²⁷ Mahdollisesti IMF:n rahoitus aiheuttaa moraalikatoa myös hallituksille, koska se tarjoaa osittaisen vakuutuksen rahoitusriskien varalle. Tämä saattaa kannustaa viranomaisia harjoittamaan riskillisempää politiikkaa kuin muussa tapauksessa. (Eichengreen 2001, 20.) Turkin kriisi osoittaa, että IMF moraalikatoargumenteista huolimatta osallistui aktiivisesti kriisin rahoitukseen. Moraalikato katsottiin pienemmäksi ongelmaksi kuin kriisin mahdollinen leviäminen muihin maihin.

5.5 Loppukatsaus

Turkki on kokenut viimeisen kymmenen vuoden aikana kaksi rahoitusmarkkinakriisiä, joista tässä on tarkasteltu jälkimmäistä vuosien 2000–2001 kriisiä. Perimmäinen syy kriisille oli heikko pankkisektori, sillä näyttää ilmeiseltä, että ilman heikkoa pankkisektoria ja kriisin laukaisseita poliittisia ongelmia korkea vaihtotasevaje ja valuutan reaalinen vahvistuminen eivät olisi itsessään johtaneet kriisiin. Vuonna 1999 alkanut stabilisaatio-ohjelma kiihdytti talouskasvua ja kasvatti kotimaista kysyntää. Ilmeisesti stabilisaatio-ohjelmalla oli epävakauttava vaikutus eikä heikko pankkisektori kestänyt sen aiheuttamia voimakkaita pääomavirtoja.

Turkin kriisi ei ollut ensimmäisen sukupolven mallien mukainen, vaikka julkisen budjetin epätasapaino varmasti synnyttikin odotuksia valuutan devalvaatiosta. Sen sijaan Turkin pankkisektorilta on löydettävissä selviä ongelmia. Yksityisen pääoman tuonti kasvoi voimakkaasti kriisiä ennen ja ulkomainen lainapääoma välitettiin pääasiassa kotimaan pankkijärjestelmän kautta. Suuri osa pääomantuonnista oli lyhytaikaista ja meni rahoittamaan korkeatuottoisia verrattain pitkäaikaisia valtion velkakirjoja. Velkojen ja varojen valuuttakoostumus ja maturiteetti eivät vastanneet toisiaan, mikä altisti pankit valuutta- ja maturiteettiris-

²⁷ Kuten International Financial Institutions Advisory Commission ja Independent Task Force on Safeguarding Prosperity in a Global Financial System.

keille. Myös hoitamattomien lainojen osuus kasvoi. Pankkisektori oli täten hyvin herkkä sijoittajien luottamuksen muutoksille. Turkin kriisissä vaikuttivat voimakkaasti pankkien likviditeettitekijät ja sijoittajien paniikin aiheuttama pääomapako.

Turkin kriisi osoittaa jälleen, että lyhytaikainen ulkomainen velka asettaa maan alttiiksi kansainvälisten markkinoiden luottamuksen muutoksille, ja että velkojen ja saatavien maturiteettien valvominen sekä pankkijärjestelmän vakaus ovat tärkeitä kokonaistaloudellisen kehityksen vakauden kannalta. Turkin ongelmat eivät ole vielä ohi. Marraskuun 2001 ja toukokuun 2002 välillä laskenut inflaatio ja korkotasoa sekä talouskasvun elpymisen antoivat toiveita paremmasta kehityksestä, mutta tilanne näyttää taas kääntyneen pahempaan suuntaan. Turkki saattaa jäädä viimeiseksi crawling peg -järjestelmäksi. Monet tutkijat ovat esittäneet, että kehittyvillä mailla on valuuttakurssijärjestelmän suhteen kaksi mahdollisuutta: joko valuuttakurssi on sidottava lopullisesti johonkin valtavaluuttaan tai annettava valuutan keltua täysin vapaasti.

6 Päätelmät

Tutkielmassa on vertailtu Aasian, Venäjän ja Turkin valuutta- ja rahoituskriisejä. Aluksi esiteltiin valuuttakriisitutkimuksen kehitystä ja kuvattiin tarkemmin Aasian kriisin jälkeen luotuja kolmannen sukupolven teorioita. Tämän jälkeen tarkasteltiin kunkin kriisin tapahtumia suhteessa esiteltyihin kriisimalleihin. Aasian kriisin tarkastelu osoittaa kriisissä olleen keskeisenä rahoitussektorin ongelmat. Perinteiset tekijät, kuten julkisen talouden vaje, julkinen velka tai inflaatio, eivät olleet Aasian mailla ongelmallisia. Toisaalta pysyvien vaihtotasealijäämien ja valuuttakurssien vahvistumisen merkityksestä ollaan erimielisiä. Näillä tekijöillä tuntuu olleen kriisiin vaikutusta, vaikkei kriisi johtunutkaan yksin niistä. Fundamenteja voimakkaammin kriisiin vaikuttivat Aasian maiden tukeutuminen pankkeihin pohjautuvaan rahoitusjärjestelmään ja yritysten lainarahoitus. Kriisin ennusmerkkejä olivat voimakkaasti kasvanut pankkien lainananto sekä rahoituksen ohjautuminen tehottomiin investointikohteisiin. Lyhytaikainen ulkomainen rahoitus lisääntyi, ja koska pankkien myöntämät lainat olivat pitkäaikaisempia, pankit altistuivat maturiteettiriskille. Lisäksi suurin osa ulkomaisesta lainasta oli suojaamatonta valuuttakurssien oletetun vakauden vuoksi. Kriisiä edeltäneinä vuosina pääomantuonti oli ollut voimakasta erityisesti Thaimaassa, Malesiassa ja Indonesiassa. Markkinoiden luottamuksen hiipuessa pääomavirrat alkoivat hiipua. Thaimaan tarkastelu osoittaa, että suurin osa pääomapaosta toteutui heinäkuun 1997 bahtin kelluttamisen jälkeen. Etenkin Thaimaa näyttää ajautuneen kriisiin heikentyvien fundamenttien takia, mutta kansainvälisen pankkipaniikin vuoksi kriisi muuttui laajaksi rahoitusmarkkinakriisiksi. Aasian kriisissä olivat vaikutta-

massa sekä talouden heikot fundamentit että markkinoiden luottamuksen muutokset ja sijoittajien paniikki.

Venäjän valuutta- ja rahoituskriisi puhkesi pian Aasian tapahtumien jälkeen. Puhkeamiseen vaikutti Aasian kriisin takia heikentynyt sijoittajien luottamus, mutta kriisi syntyi pohjimmiltaan kuitenkin hyvin eri lähtökohdista. Venäjällä kriisiin vaikuttivat julkisen sektorin pysyvät budjettialijäämät, joita rahoitettiin pääasiassa valtion lyhytaikaisten velkakirjojen liikkeellelaskulla. Tämä johti nopeaan julkisen velan kasvuun ja teki Venäjän taloudesta alttiin markkinoiden luottamuksen muutoksille. Ruplan devalvaatio-odotusten kasvaessa ja luottamuksen hiipuesssa valtion lyhytaikaisten velkakirjojen korot nousivat, eikä Venäjä pystynyt enää rahoittamaan budjettialijäämiään. Valuuttakriisi ja federaation maksukyvyttömyys toteutuivat elokuussa 1998. Devalvaation jälkeen kriisi levisi maksuvaikeuksissa olevalle pankkisektorille. Kotimaisten talletusten vähäisyyden vuoksi pankit olivat turvautuneet ulkomaiseen rahoitukseen, joka kannattavien investointikohteiden puuttuessa ohjattiin suuressa määrin valtion lyhytaikaisiin velkakirjoihin. Hallituksen maksukyvyttömyys ja devalvaatio vaikeuttivat pankkien tilannetta.

Turkissa kriisi alkoi marraskuussa 2000 rahoitussektorin ongelmilla. Kasvava vaihtotasevaje ja hidastuva viennin kasvu osoittavat ulkoisen epätasapainon kasvaneen, mikä aiheutti painetta pankkisektorille ja kiinteälle valuuttakurssijärjestelmälle. Kuitenkaan, vaikka makrotaloudelliset fundamentit olivat suhteellisen heikot vuonna 2000, kriisiä ei pystytä perustelemaan yksin niiden avulla. Kriisin syvin syy näyttäisi olleen heikko pankkisektori. Pankkisektorilla valuutta- ja maturiteettiriskit kasvoivat kriisiä edeltäneinä kuukausina. Ulkomaisen rahoituksen osuus kasvoi ja pääosa lainasta oli lyhytaikaista. Lyhytaikaisen velan suhde likvideihin varoihin kasvoi voimakkaasti. Talouskasvun hidastuminen ja rakenteellisten uudistusten viivästyminen saivat ulkomaiset sijoittajat siirtämään sijoituksiaan pois Turkista ja ensimmäinen hyökkäys valuuttaa vastaan tapahtui marraskuussa 2000. Tällöin valuuttakiinnityksestä onnistuttiin kuitenkin pitämään kiinni ja markkinoiden luottamus palautui osittain IMF:n tukipaketin avulla. Epävakaa talouden tilanne kulminoitui helmikuussa 2001, kun pääministeri ilmoitti poliittisista ongelmista, jotka laukaisivat kriisin markkinoiden oltua muutenkin hermostuneessa tilassa. Kolme päivää myöhemmin kiinnitetystä valuuttakurssista luovuttiin, ja Turkki ilmoitti siirtyvänsä kelluvan valuuttakurssin järjestelmään.

Aasian kriisin jälkeen syntyneet kolmannen sukupolven kriisimallit selittävät Aasian tapahtumia hyvin etenkin, jos mallien piirteet yhdistetään. Aasian kriisissä olivat mukana sekä heikentyneet fundamentit, odotukset hallituksen takuista rahoituslaitoksille ja muille yksityisille yrityksille että sijoittajien paniikki. Valinta mallien välillä tuntuu olevan painotuskysymys, sillä Aasian tapahtumat tukevat molempien mallien selityksiä. Turkin kriisi muistuttaa toteutumiseltaan Aasiaa. Perinteiset kriisimallit eivät selitä Turkin kriisiä, sillä pankkisektorin ongelmilla oli kriisissä keskeinen sija. Sen sijaan Venäjän kriisi on tyypillisempi ensimmäi-

sen sukupolven kriisi. Kuitenkin myös Venäjällä kriisi levisi pankkisektorille sen valmiiksi heikon tilan vuoksi, mutta tämä toteutui vasta valuutan devalvaation jälkeen. Kriisien tarkastelu osoittaa niiden voivan toteutua hyvin erilaisissa olosuhteissa. Aasian kriisiä edelsi nopean talouskasvun kausi ja jopa talouden ylikuumeneminen. Sen sijaan Venäjällä ja Turkissa taloudellinen tilanne oli epävaakaampi. Jo tämä viittaa siihen, ettei yksi kriisimalli pysty kuvaamaan kaikkia kriisejä kattavasti.

Lähteet

- Aasian kehityspankki (1998) **Asian Development Outlook 1998**. New York, Oxford University Press.
- Bibbee, A. (2001) **Turkey's Crisis**. OECD Observer.
- Bird, G. – Rajan, R. (2001) **Cashing in on and Coping with Capital Volatility**. Journal of International Development, Vol. 13, No. 1, 1–23.
- Brüggeman, A. – Linne, T. (2002) **Are the Central and Eastern European Transition Countries still Vulnerable to a Financial Crisis? Results from the Signals Approach**. BOFIT Discussion Paper, No. 5, Suomen Pankki.
- Buch, C.M. – Heinrich, R.P. (1999) **Twin Crises and the Intermediary Role of Banks**. International Journal of Finance and Economics, 4, 313–323.
- Burnside, C. – Eichenbaum, M. – Rebelo, S. (1998) **Prospective Deficits and the Asian Currency Crises**. NBER Working Paper Series, No. 6758.
- Caballero, R. – Krishnamurthy, A. (1998) **Emerging Market Crises: An Asset Market Perspective**. NBER Working Paper Series, No. 6843.
- Calomiris, C. – Gorton, G. (1991) **The Origins of Banking Panics: Models, Facts and Bank Regulation**. Teoksessa Financial Markets and Financial Crises. Toim. R. Glenn Hubbard. University of Chicago Press.
- Calvo, G. – Mendoza, E. (1996) **Mexico's Balance-of-Payments Crises: A Chronicle of a Death Foretold**. Journal of International Economics, Vol. 41, 235–264.
- Chang, R. – Velasco, A. (1998) **The Asian Liquidity Crisis**. NBER Working Paper Series, No. 6796.
- Chapman, S. – Mulino, M. (2001) **Explaining Russia's Currency and Financial Crisis**. MOCT-MOST, Vol. 11, No. 1, 1–26.
- Chinn, M.D. – Kletzer, K.M. (2000) **The International Capital Inflows, Domestic Financial Intermediation and Financial Crises under Imperfect Information**. NBER Working Paper Series, No. 7902.

- Corsetti, G. – Pesenti, P. – Roubini, G. (1998a) **What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part 1: A Macroeconomic Overview.** NBER Working Paper Series, No. 6833.
- Corsetti, G. – Pesenti, P. – Roubini, G. (1998b) **What Caused the Asian Currency and Financial Crisis? Part 2: The Policy Debate.** NBER Working Paper Series, No. 6833.
- Corsetti, G. – Pesenti, P. – Roubini, G. (1999) **Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis.** *The European Economic Review*, 43, 1211–1236.
- Corsetti, G. – Pesenti, P. – Roubini, G. (2001) **Fundamental Determinants of the Asian Crisis: The Role of Financial Fragility and External Imbalances.** Teoksessa Takatoshi Ito ja Anne Krueger (toim.): *Regional and Global Capital Flows: Macroeconomic Causes and Consequences.*
- Dekle, R. – Kletzer, K. (2001) **Domestic Bank Regulation and Financial Crises: Theory and Empirical Evidence from East Asia.** IMF Working Paper, No. 01/63.
- Diamond, D.W. – Dybvig, P.H. (1983) **Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity.** *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3.
- Diamond, D. – Rajan, R. (2002) **Liquidity Shortages and Banking Crises.** NBER Working Paper Series, No. 8937.
- Diaz-Alejandro, C. (1985) **Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash.** *Journal of Development Economics*, 19, 1–24.
- Dooley, M.P. (2000) **A Model of Crises in Emerging Markets.** *The Economic Journal*, 110, 256–272.
- Eichengreen, B. – Rose, A. – Wyplosz, C. (1995) **Exchange Market Mayhem: The Antecedents and Aftermath of Speculative Attacks.** *Economic Policy*, 21, 251–312.
- Eichengreen, B. (2001) **Crisis Prevention and Management: Any New Lessons from Argentina and Turkey?** World Bank.
- Fischer, S. (1998) **The Asian Crisis: A View from the IMF.** Washington, D.C., IMF.

- Fischer, S. (1999) **Learning the Lessons of Financial Crises. The Roles of the Public and Private Sectors.** Puhe 9.12.1999 konferenssissa Emerging Market Traders' Association Annual meeting, New York.
- Fischer, S. (2001) **Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct?** Finance and Development, kesäkuu.
- Flood, R. – Garber, P. (1981) **A Systematic Banking Collapse in a Perfect Foresight World.** NBER Working Paper Series, No. 691.
- Flood, R. – Garber, P. (1984) **Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Examples.** Journal of International Economics 17, 1–13.
- Flood, R. – Marion, N. (1998) **Perspectives on the Recent Currency Crisis Literature.** NBER Working Paper Series, No. 6380.
- Frankel, J. – Rose, A. (1996) **Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators.** NBER Working Papers Series, No. 5437.
- Goldfajn, I. – Rigobon, R. (2000) **Hard Currency and Financial Development.** Working Paper No. 438, PUC-Rio.
- Goldfajn, I. – Valdes, R.O. (1997) **Capital Flows and the Twin Crises: The Role of Liquidity.** IMF Working Paper, No. 97/87.
- Goldstein, M. – Kaminsky, G. – Reinhart, C. (2000) **Assessing Financial Vulnerability: An Early Warning System for Emerging Markets.** Institute for International Economics, Washington, DC.
- Halpern, L. – Wyplosz, C. (1996) **Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies.** IMF Working Paper, 96/125.
- Halpern, L. – Wyplosz, C. (1998) **Equilibrium Exchange Rates in Transition Economies: Further Results.** CEPR Mimeo.
- IMF, **World Economic Outlook**, toukokuu 1998.
- Jeanne, O. (1999) **Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments**”. CEPR Discussion Paper, No. 2170.
- Kaji, S. (2001) **What Can Countries Do to Avoid a Financial Crisis?** The World Economy, Vol. 24, No. 4, 567–589.

- Kamin, S. (1999) **The Current International Financial Crisis: How Much is New?** *Journal of International Money and Finance*, 18, 501–514.
- Kaminsky, G. – Reinhart, C. (1999a) **The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems.** *The American Economic Review*, 89, 473–500.
- Kaminsky, G. – Reinhart, C. (1999b) **Currency and Banking Crises: The Early Warnings of Distress.** IMF Working Paper, No. 99/178.
- Kaufman, G.G. (2000) **Banking and Currency Crises and Systemic Risk: Lessons from Recent Events.** Federal Reserve Bank of Chicago.
- Kindleberger, C. (2000) **Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises.** New York, Basic Books.
- Komulainen, T. (2002) **Elokuun 1998 talouskriisi.** Bofit Online No. 3. Siirtymätalouksien tutkimuslaitos. Suomen Pankki.
- Krugman, P. (1979) **A Model of Balance of Payments Crises.** *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11, 311–325.
- Krugman, P. (1998) **What Happened to Asia?** Mimeo, MIT.
- Krugman, P. (2001) **Crises: The Next Generation?** Mimeo, MIT.
- Lane, T. – Phillips, S. (2000) **Does IMF Financing Result in Moral Hazard.** IMF Working Paper, No. 00/168.
- Lim, G. (2000) **Misalignment and Managed Exchange Rates: An Application to the Thai Baht.** IMF Working Paper, No. 00/63.
- Lopez-Mejia, A. (1999) **Large Capital Flows: A Survey of the Causes, Consequences, and Policy Responses.** IMF Working Paper No. 99/17.
- Malleret, T. – Orlova, N. – Romanov, V. (1999) **What Loaded and Triggered the Russian Crisis?** *Post-Soviet Affairs*, Vol. 15, No. 2, 107–129.
- Marion, N. (1999) **Some Parallels Between Currency and Banking Crises.** *International Tax and Public Finance*, 6, 473–490.

- McKinnon – Pill (1999) **Exchange Rate Regimes for Emerging Markets: Moral Hazard and International Overborrowing**. Oxford Review of Economic Policy, Vol. 15, No. 3, Oxford University Press.
- Milesi Ferretti, G. – Razin, A. (1996a) **Sustainability of Persistent Current Account Deficits**. NBER Working Paper Series, No. 5467.
- Milesi Ferretti, G. – Razin, A. (1996b) **Current Account Sustainability: Selected East Asian and Latin American Experiences**. NBER Working Paper Series, No. 5791.
- Miller, V. (1998) **The Double Drain with a Cross-Border Twist: More on the relationship Between Banking and Currency Crises**. The American Economic Review, Vol. 88, No. 2.
- Mishkin, F.S. (1996) **Understanding Financial Crises: A Developing Country Perspective**. Annual World Bank conference on development economics. Toim. Michael Bruno ja Boris Pleskovic. Washington DC: World Bank, 1996.
- Mishkin, F.S. (1999) **Lessons from the Asian Crisis**. Journal of International Money and Finance, Vol. 18, 709–723.
- Montiel, P. (1999) **Policy Responses to Volatile Capital Flows**. Department of Economics, Williams College.
- Montes, M. – Popov, V. (1999) **The Asian Crisis Turns Global**. Institute for South-East Asian Studies, Singapore 1999.
- Obstfeld, M. (1994) **The Logic of Currency Crisis**. NBER Working Paper Series, No. 4640.
- Obstfeld, M. (1996) **Models of Currency Crisis with Self-fulfilling Features**. European Economic Review 40.
- OECD (2000) **Economic Surveys: Russian Federation**.
- OECD (2001) **Economic Surveys: Turkey**.
- Pesenti, P. – Tille, C. (2000) **The Economics of Currency Crises and Contagion: An Introduction**. FRBNY Economic Policy Review, September.

- Radelet, S. – Sachs, J. (1998) **The Onset of the East Asian Financial Crisis**. NBER Working Paper Series, No. 6680.
- Rajan, R. (2001) **(Ir)relevance of Currency-Crisis Theory to the Devaluation and Collapse of the Thai Baht**. Princeton Studies in International Economics, No. 88.
- Russian-European Centre for Economic Policy (RECEP), Russian Economic Trends (RET) 1998, kesäkuu (1998a), syyskuu (1998b), marraskuu (1998c).
- Rodrik, D. – Velasco, A. (1999) **Short term Capital Flows**. NBER Working Paper Series, No. 7364.
- Rodrik, D. (1998) **Who Needs Capital Account Convertibility?** Princeton University, Princeton Essays in International Finance, No. 207, 55–65.
- Roubini, N. (2001) **Bail-ins, Bailouts, Burden Sharing and Private Sector Involvement in Crisis Resolution: The G-7 Framework and some Suggestions on the Open Unresolved Issues**. Stern School of Business. New York University.
- Sachs, J. – Tornell, A. – Velasco, A. (1996) **Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995**. Brooking Papers on Economic Activity.
- Sapir, J. (1999) **Russia's Crash of August 1998: Diagnosis and Prescription**. Post-Soviet Affairs, 1, 1–36.
- Slay, B. (1999) **An Interpretation of the Russian Financial Crisis**. Post-Soviet Geography and Economics, Vol. 40, No. 3, 206–214.
- Stoker, J. (1994) **Intermediation and Business Cycle under a Specie Standard: The Role of Gold Standard in English Financial Crises in 1790–1850**. Mimeo, University of Chicago.
- Sutela, P. (1999) **The Financial Crisis in Russia**. Bofit Online No. 11. Siirtymätalouksien laitos, Suomen Pankki.
- Velasco, A. (1987) **Financial Crises and Balance of Payments Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience**. Journal of Development Economics, 27, 263–283.

Warr, P. (1999) **What Happened to Thailand.** World Economy, No. 22, 631–650.

Yoshitomi, M. – Ohno, K. (1999) **Capital-Account Crisis and Credit Contraction.** Working Paper No. 2, Asian Development Bank Institute.

Åslund, A. (1998) **Russia's Financial Crisis: Causes and Possible Remedies.** Post-Soviet Geography and Economics, Vol. 39, No. 6, 309–328.

Özatay, F. – Sak, G. (2002) **The 2000–2001 Financial Crisis in Turkey.** Central Bank of Turkey and Ankara University.

SUOMEN PANKIN KESKUSTELUALOITTEITA

ISSN 0785-3572, painettu julkaisu; ISSN 1456-6184, verkkojulkaisu

- 1/2003 Tanai Khiaonarong **Payment systems efficiency, policy approaches, and the role of the central bank.** 2003. 69 s. ISBN 952-462-025-1, painettu julkaisu; ISBN 952-462-026-X, verkkojulkaisu. (TU)
- 2/2003 Iftekhar Hasan – Heiko Schmiedel **Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence.** 2003. 44 s. ISBN 952-462-027-8, painettu julkaisu; ISBN 952-462-028-6, verkkojulkaisu. (TU)
- 3/2003 Johanna Lukkarila **Aasian, Venäjän ja Turkin rahoituskriisien vertailua.** 2003. 57 p. ISBN 952-462-029-4, painettu julkaisu; ISBN 952-462-030-8, verkkojulkaisu. (KT)