

Kuinka Japani selviytyy suuresta julkisesta velastaan?

18.10.2010



Seija Parvainen
ekonomisti
rahapolitiikka- ja
tutkimusosasto



Katariina Tanhua-Tyrkkö
sijoitussalkunhoitaja
pankkitoimintaosasto

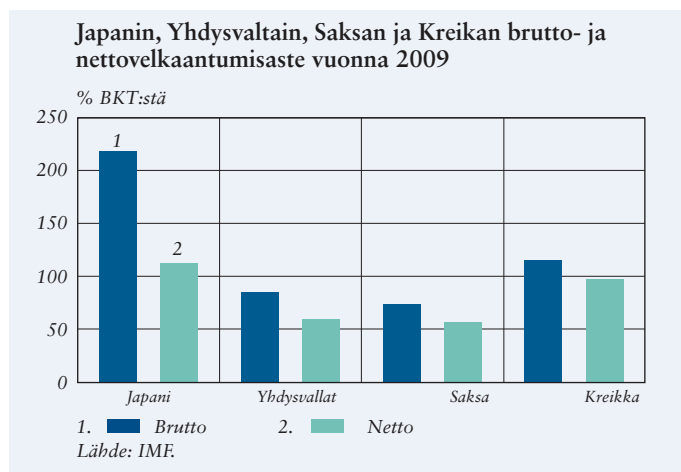
Japanin julkinen velka on kasvanut ennätysellisiin mittoihin. Silti rahoitusmarkkinat eivät ole Japanin velkaantumisen yhtä huolestuneita kuin esimerkiksi Kreikan velasta. Tässä artikkelissa pohditaan syitä tähän suhtautumiseen sekä arvioidaan Japanin velkaantumisen riskejä niin Japanin oman kansantalouden kuin myös kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden kannalta. Lopuksi tarkastellaan, mitä vaihtoehtoja Japanilla on selvittää tilanteesta ja palauttaa velkaantuminen siedettävälle tasolle samaan aikaan, kun väestön ikääntyminen tuo lisäpainetta sen julkiseen talouteen.

Viime vuosina maailmalla on ajautettu talouskriisistä toiseen. Kaikki alkoi syksyllä 2007, kun Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden ongelmat kärjistyivät globaaliksi rahoitusmarkkinoiden kriisiksi. Yritysten rahoitusvaikeudet kanavoituivat pian reaali-

talouden ongelmiksi, ja seurauksena oli maailmankaupan romahdus. Useimmissa maissa ajaututtiin syvään taantumaan, jota lääkittiin niin rahapolitiisella kuin myös finanssipoliittisella elvytyksellä. Julkisten menojen kasvu ja verotulojen väheneminen johtivat budjettialijäämien ja julkisen velan suurenemiseen. Muutamissa maissa velka paisui niin suureksi, että se heikensi kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden luottamusta näihin maihin ja synnytti riskin kiertäessä, jossa maat ajautuvat korkomenojen kasvun takia entistä syvempiin ongelmiin. Tätä meneillään olevaa talouskriisin kolmatta vaihetta onkin kutsuttu valtioiden velkakriisiksi.

Erityisen paljon huomiota velkakriisissä ovat saaneet muutamat euroalueen maat kuten Irlanti, Italia, Espanja, Portugali ja etenkin Kreikka. Sen sijaan luottamus Japanin julkisiin velkapapereihin on säilynyt, ja näiden papereiden pitäminen turvallisena sijoituskohteena velkariisin aikana on alentanut Japanin velkapapereiden korkoja edelleen. Näin on huolimatta siitä, että Japanin velkaantumistaso on jo pitkään ollut merkittävästi korkeampi kuin yhdenkään mainitun euroalueen maan (kuvio 1). Japanin julkinen bruttovelka on jo yli 200 % suhteessa bruttokansantuotteeseen, kun esimerkiksi Kreikan vastaava luku on ”vain” 115 %. Japanin velka on ennätysluokkaa myös suhteessa asukasluukuun, yli kaksinkertainen verrattuna Kreikkaan. Silti Japanin valtionvelan korko on pysynyt pitkään matalana ja luotto-

Kuvio 1.



luokitus hyvänä¹. Miksi rahoitusmarkkinat eivät ole hermostuneet Japanin tilanteesta? Miten on mahdollista, että maa on tullut toimeen suuren velan kanssa vuosikausia? Entä voiko Japanin tilanne antaa olosuhteiden muuttuessa aineksia uuteen finanssikriisiin?

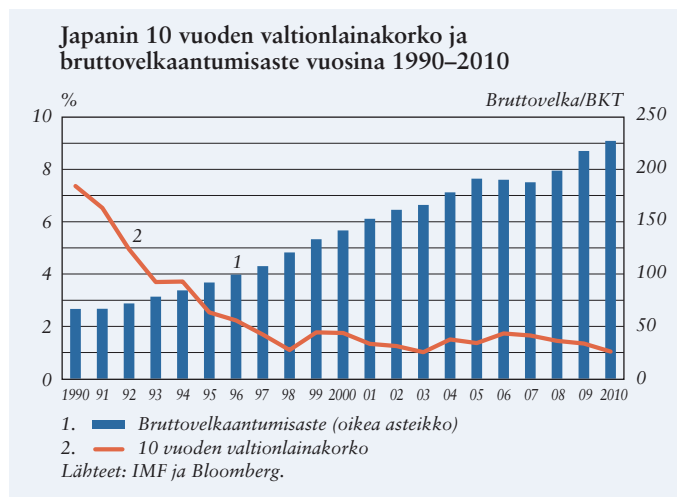
Velkatilanteen taustalla talouskriisit, elvytysmenot ja vähäiset verotulot

Japani on maailman kehittyneistä talouksista velkaantunein suhteessa bruttokansantuotteeseen, käytettiin mittarina sitten brutto- tai nettovelkaantumisasatetta. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF arvioi maan bruttovelan kasvavan vuoden 2010 aikana 227 prosenttiin bruttokansantuotteesta, kun kehittyneiden maiden G7-ryhmän keskiarvo nousee 110 prosenttiin. Japanin nettovelkaantumisasate ylittää IMF:n arvion mukaan tänä vuonna 120 %, kun G7-maiden keskiarvo kohoaa 74 prosenttiin.

Japanin julkinen velka oli vielä 1990-luvun alussa varsin kohtuullinen, vain 68 % BKT:stä (kuvio 2). Sen jälkeen sitä ovat kasvattaneet lukuisat talouskriisit ja niitä lääkitsemään räätälöidyt finanssipoliittiset toimenpiteet. Japanin talous ylikuumentui 1980-luvulla, kun sääntelyä purettiin ja korkotaso oli alhainen. Kupla puhkesi vuonna 1989, jolloin maa ajautui kriisiin. Alkoi pitkä hitaan kasvun vaihe. Ensimmäinen elvytyspaketti toteu-

¹ Merkittävimpien luottoluokituslaitosten Japanin valtiolle antamat luokitukset ovat erittäin hyvät: Standard & Poor's AA, Moody's Aa2, Fitch AA-

Kuvin 2.



tettiin vuonna 1992 ja vuotta myöhemmin seuraava – molemmat laihoihin tuloksiin. Japanin 1990-lukua onkin kutsuttu menetetyksi vuosikymmeneksi. Vuosina 1992–1999 tehtiin lähes kymmenen elvytyspakettia, joihin sisältyi mm. julkisia investointeja, PK-yri-tysten luototustukia ja tuloveron alennuksia.

Japanin talous alkoi elpyä vasta 2000-luvun alussa – ajautuakseen taas vuosikymmenen lopulla uuteen kriisiin muun maailman mukana. Japanin hallitus on elvyttänyt taloutta aktiivisesti myös viime vuosien taantumassa sekä useiden erillisten elvytyspakettien että ekspansiivisten talousarvioiden avulla. Paketit ovat tyypillisesti olleet lisäbudjetteja maaliskuuhuhtikuun vaihteessa vaihtuvien finanssivuosisien budjetteihin. Myös näihin paketteihin on sisällynyt julkisten menolisäysten ohella veromuutoksia. Uutta viime vuosina on ollut voimakas panostus ympäristöystäväl-

lisen kulutuksen ja energiaa säästävien rakennusinvestointien tukemiseen. Myös avustukset paikallishallinnolle ovat olleet aiempaa suurempia. Lisäksi on korotettu lapsilisä ja poistettu koulujen lukukausimaksuja.

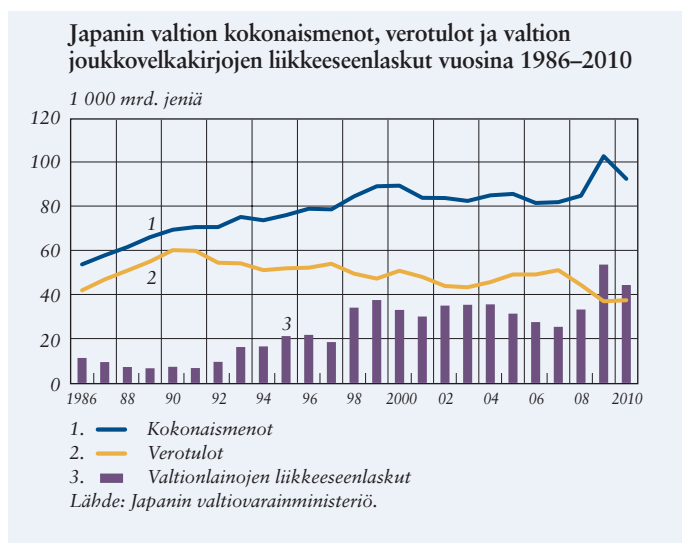
Viime vuosien elvytyspakettien yhteenlaskettu koko vastaa satoja miljardeja Yhdysvaltain dollareita. Merkittävä osa kriisinaikaisista elvytystoimista on rahoitettu uudella velanotolla. Japanin valtionvarainministeriön mukaan vuonna 2009 valtionlainojen liikkeeseenlasku ylitti

samana vuonna kerätyt verotulot ensimmäistä kertaa vuoden 1946 jälkeen (kuvio 3). Velanotosta oli tullut budjetin pääasiallinen rahoituslähde.

Yksi merkittävä syy Japanin budjettialijäämiin ovat olleet keveä verotus ja aukot veropohjassa. Monia erityisryhmiä on vapautettu kokonaan joistakin veroista tai niille on myönnetty runsaasti verovähennyksiä. OECD arvioi vuonna 2008, että vain alle puolet palkkatulosta on tuloveron alaista (taulukko 1). Lisäksi monet talouskriisit ovat muutenkin heikentäneet verokertymiä sekä automaattikan että elvytyspoliittisten veronalennusten vuoksi. Ero muihin kehittyneisiin maihin on erityisen suuri kulutusveroissa, jotka ovat Japanissa hyvin alhaisia, viime vuosina vain runsaat 5 %. Mm. IMF on suosittanut Japanin hallitukselle kulutusveron korottamista. Sen toteuttaminen käytännössä on ollut poliittisesti hankalaa tilanteessa, jossa yksityisen kulutuksen kasvu on muutenkin heikkoa.²

² Esimerkiksi vuoden 1997 päätöstä korottaa kulutusvero 3 prosentista 5 prosenttiin pidettiin erityisen epäonnistuneena toimenpiteenä keskellä syvää taantumaa (Vanhala 2009).

Kuvio 3.



Taulukko 1.

Verotulot verolajeittain vuonna 2007					
% BKT:stä	Japani	Yhdysvallat	Saksa	Suomi	OECD
Kotitalouksien tulot, yritysten voitot sekä pääomatulot	10,3	13,9	11,3	16,9	13,2
Tavarat ja palvelut	5,1	4,7	10,6	12,9	10,9
Omaisuus	2,5	3,1	0,9	1,1	1,9
Sosiaaliturvamaksut	10,3	6,6	13,2	11,9	9,1
Verotulot	28,2	28,3	36,0	42,8	35,1

Lähde: OECD.

Velkaantuminen johtaa syven-
tyessään helposti kierteseen, jossa
suuret velanhoitokulut ylläpitävät
menoautomaattia ja budjettialijää-
miä. Vuonna 2010 lainan lyhennykset
ja korot vievät arviolta jo 22,4 %
valtion menoista, vaikka Japanin val-
tionlainojen korkomenot ovat pysy-
neet kohtuullisina julkisen velan kii-
vaasta kasvusta huolimatta. Valtion-
talouden alijäämä on kasvanut vuosi
vuodelta, ja sen ennustetaan pysytte-
levän 10 prosentin tuntumassa myös
tänä vuonna.

Japanin paradoksi

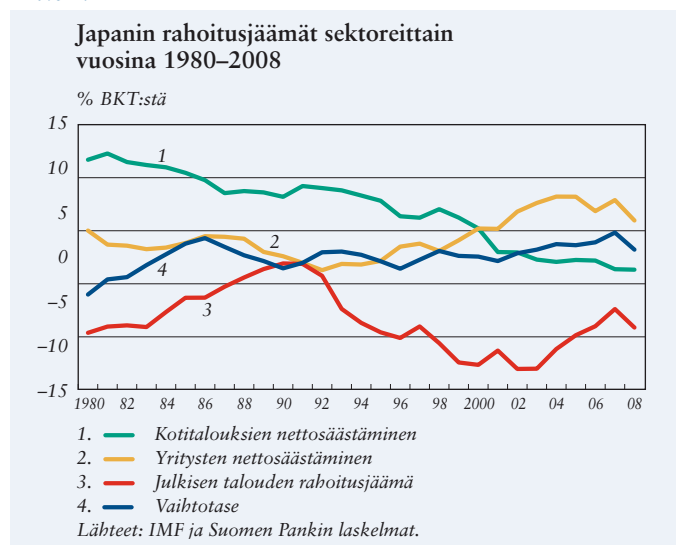
Japanin tilanteesta tekee erityisen
mielenkiintoisen se, että vaikka val-
tion budjetit ovat olleet alijäämäisiä
jo 1990-luvun alusta lähtien ja julki-
nen sektori on erittäin velkaantunut,
maa itse on maailman suurimpia vel-
kojavaltioita. Japani – erityisesti sen
institutionaaliset sijoittajat – kuuluvat
Yhdysvaltain vaihtotaseen vajeen kes-
keisiin rahoittajiin. Tämän on mah-
dollistanut Japanin oman vaihtota-
seen ylijäämäisyys 1980-luvun alusta
lähtien. Viime vuosina ylijäämä on
ollut vuosittain noin 3 % suhteessa
BKT:hen. Tämä selittyy yritysten kor-
kean säästämisasteen ja vähäisen
investointiaktiivisuuden yhdistelmä-
llä. Japanin kansallinen säästäminen
ylittää sen kotimaiset investoinnit,
mikä tekee Japanista pääoman netto-
viejän (kuvio 4).

Vaihtotase mittaa hyödykkeiden
ja palvelujen viennin ja tuonnin ero-
tusta sekä tuotannontekijäkorvauksia

vuoden aikana. Jos kansantalouden
ajatellaan jakautuvan julkiseen ja
yksityiseen sektoriin sekä ulkomaihin,
voidaan sanoa, että Japanin vaihtota-
seen ylijäämän ja julkisen sektorin
alijäämän yhdistelmä merkitsee sitä,
että yksityisen sektorin (kotitaloudet
ja yritykset yhteensä) on oltava huo-
mattavan ylijäämäinen.

Kotitalouksien säästämisaste on
kuitenkin ollut laskusuunnassa, joten
säästövirrat ovat viime aikoina tulleet
lähinnä yrityssektorilta. Kotitalouksien
matalan säästämisasteen ja valtion
huomattavan velkaantumisen yhdis-
telmä pakottaisi yleensä maan lainaa-
maan ulkomailta. Japanin vaihtotase
on kuitenkin ylijäämäinen. Tämän
paradoksaaliselta vaikuttavan tilan-
teen selittävät yritysten korkea sää-
stämisaste sekä alhainen investointias-
te. Japanin kansalliset säästöt ovat
siis edelleen suuremmat kuin sen koti-
maiset investoinnit, mikä mahdollis-

Kuvio 4.



Korkea säästämisaste ja säästöjen kanavoituminen valtion velkapapereihin ovat auttaneet Japanin korkotasoa pysymään alhaisena.

taa pääoman nettoviennin suuresta julkisesta vajeesta huolimatta. Korkea säästämisaste ja säästöjen kanavoituminen valtion velkapapereihin ovat osaltaan auttaneet Japanin korkotasoa pysymään alhaisena.

Yrityssektorin ylijäämät kasvoivat merkittäviksi 1990-luvun lopun elpymisen myötä. Näin kävi myös monissa muissa kehittyneissä maissa vuosittain vaihteessa ja 2000-luvun alkupuolella. Ylijäämiä tuki suurten voittojen ja laskevien pääomahyödykehintojen yhdistelmä. Samalla yritykset maksoivat velkojaan takaisin ja vähensivät näin velkaantuneisuuttaan. Viimeisten 10 vuoden aikana yrityssectorilla on ollut valtionlainamarkkinoita tukeva rooli, mutta tilanne saattaa muuttua tulevaisuudessa, jos yritysten ylijäämät supistuvat tai säästämisaste laskee. Lähi-vuosina maailmanlaajuinen talouskriisi tulee aiheuttamaan edelleen lisähaasteita.

Keskimäärin nettovelkaantumisaste on G7-maissa noin 30 prosent-

tiyksikköä bruttovelkaantumisastetta matalampi, mutta Japanissa ero on lähes 100 prosenttiyksikköä (kuvio 5). Ei siis ole yhdentekevää, kumpaa mittaria käytetään arvioitaessa Japanin velkatilanteen kestävyyttä.

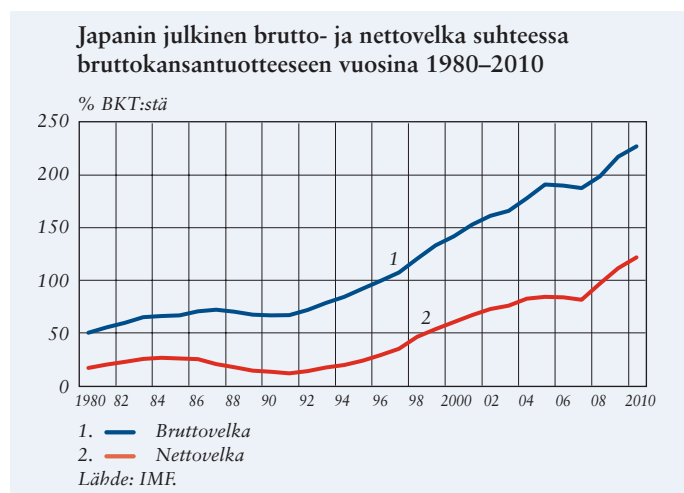
Nettovelan määrä saadaan vähentämällä bruttovelasta velkasi-toumuksia vastaavat rahoitussaami-set. Vuonna 2008 Japanin finanssi-omistusten määrä vastasi noin vuo-tuisen bruttokansantuotteen määrää. Japanilla oli vuoden 2009 lopussa ulkoisia varoja 266 tuhatta mrd. jeniä. Japanista tuli Yhdysvaltain val-tiovarainministeriöntietojen mukaan vuonna 2009 Yhdysvaltain valtion velkakirjojen suurin omistaja – Kii-naakin suurempi.

Japanin bruttovelka sisältää IMF:n määritelmän mukaisesti myös julkisen sektorin sisäistä velkaa (int-ragovernmental debt), joka muodos-taakin huomattavan osan valtion kokonaisvelasta. Erityisesti tällä velal-la tarkoitetaan sosiaaliturvarahaston (social security trust fund) muulle jul-kiselle sektorille, kuten valtiovarain-ministeriölle, lainaamia varoja. Nämä lainat on katettava, jotta tulevat sosiaa-liturva- ja eläkevelvoitteet voidaan maksaa. Japanilaisille veronmaksajille lopulta maksettavaksi koitua velka-määrä on nimenomaan bruttovelka.

Velan kotimaisuus mahdollistanut matalat korot

Maan velanhoitokykyyn vaikuttavat julkisen talouden kestävyden lisäksi monet velan rakenteeseen liittyvät

Kuvio 5.

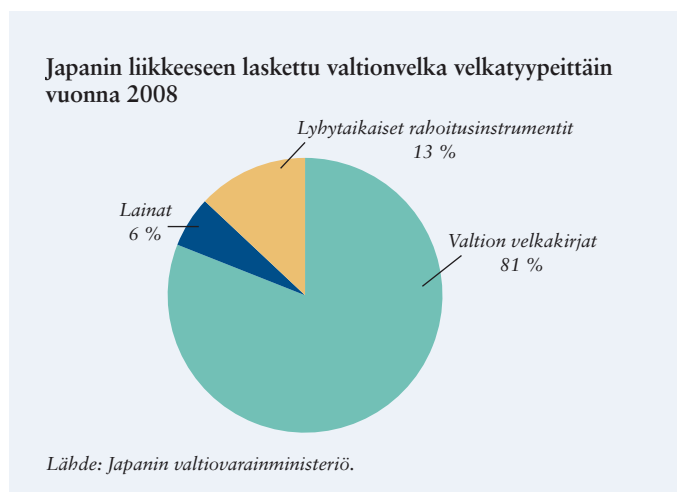


tekijät. Merkitystä on erityisesti velan kotimaisuusasteella, maturiteetilla, koron indeksoinnilla ja liikkeeseenlaskuvaluutalla. Kaikki nämä ominaisuudet vaikuttavat siihen, kuinka riippuvainen maa on rahoitusmarkkinoiden luottamuksesta ja miten nopeasti koronnousu siirtyy velanhoitokustannusten kasvuksi.

Japanin valtionvelka koostuu suurimmaksi osaksi valtion joukko-velkakirjalainoista (81,2 %) ja lyhytaikaisista valtion velkasitoumuksista (12,7 %), minkä lisäksi valtio on ottanut muita lainoja (6,1 %) (kuvio 6). Yhteensä liikkeeseen lasketun valtionvelan määrä oli Japanin valtiovarainministeriön mukaan n. 904 tuhatta mrd. jeniä. Lisäksi Japani on taannut velkoja lähes suoraa lainanottoaan vastaavalla summalla.

Noin kuudennes Japanin liikkeeseen laskemista yli vuoden mittaisista velkakirjoista on niin sanottuja FILP-lainoja eli valtiovarainministeriön hallinnoiman sijoitus- ja lainaohjelman (Fiscal Investment and Loan Program) mukaisesti liikkeeseen laskettuja velkakirjoja, jotka ovat yksi valtionlainojen muoto. Ohjelmaan viitataan joskus valtion ”toisena budjettina”, sillä sitä toteutetaan osittain valtion budjetin ulkopuolella. Valtio tarjoaa FILP-rahaston kautta rahoitusta useille erilaisille valtiosidonnaisille laitoksille ja yrityksille julkisten hankkeiden, kuten infrastruktuuri- projektien, toteuttamiseksi. Ohjelmaa on mediassa kritisoitu kannattamattomien hankkeiden rahoituksesta puo-

Kuvio 6.



luepoliittisin perustein ja siten valtion varojen tehottomasta käytöstä.

Japanin valtionvelan erityispiirre on velan kotimaisen omistuksen valtava osuus. Lähes 95 % Japanin valtion bruttovelasta on kotimaisten sijoittajien hallussa. Suurten ja vakaiden institutionaalisten sijoittajien, erityisesti Japanin postipankin (entinen postisäästöpankki) ja valtion eläkerahaston yhteenlaskettu omistusosuus Japanin valtionlainoista on noin 35 %. Lisäksi Japanin keskuspankki omisti vuoden 2008 lopussa lähes 8,3 % Japanin valtionlainoista. Viime vuosina monet keskuspankit ovat ostaneet valtion velkapapereita tukeakseen talouden elpymistä. Näin on toimittu myös Japanissa. Tämänkaltaisista epätavanomaisista toimista on ilmoitettu viimeksi lokakuussa 2010, jolloin keskuspankki ilmoitti jälleen uusista 35 tuhannen mrd. jenin (n. 419 mrd. Yhdysvaltain dollarin) elvytystoimista, joista suurin osa tullaan kohdistamaan Japanin valtionlainojen ostoon.

Tarkasteltaessa Japanin valtionlainojen omistusrakennetta³ nähdään julkisen sektorin omistusten pienentyneen lähes neljänneksestä reiluun 13 prosenttiin valtion velkakirjoista (taulukko 2). Samaan aikaan valtion eläkerahaston osuus omistuksista on nelinkertaistunut. Eläkerahaston osuus on nyt lähes 90 % julkisen sektorin omistamista kotimaisista valtionlainoista. Ylivoimaisesti suurin omistajasektori ovat japanilaiset rahoitusinstituutiot, joista suurin osa on pankeja. Japanilaiset kotitaloudet

omistavat suoraan vain 5 % Japanin valtion velkapapereista, mutta epäsuorat kanavat kuten postipankki ja eläkeyhtiöt huomioon ottaen omistus on vähintään 50 %. Tämän lisäksi julkiset eläkelaitokset omistavat runsaat 10 % valtion velkakirjoista (kuvio 7).

Japanin valtionvelan valuuttamääräinen rakenne heijastelee odotetusti kotimaisen sijoittajien hallitsemaa osuutta lainojen omistuksesta. IMF:n kokoaman selvityksen⁴ mukaan useimpien kehittyneiden val-

³ Tokuoka (2010).

⁴ IMF (2010).

Taulukko 2.

Japanin valtionlainojen omistusrakenne ¹⁾					
% valtionlainoista	Joulukuu 2000	Joulukuu 2005	Joulukuu 2006	Joulukuu 2007	Joulukuu 2008
Valtio ²⁾ , % JGB:stä	23,1	15,9	14,3	13,8	13,2
Josta julkisia eläkevaroja, % JGB:stä	2,8	9,2	9,8	11,1	11,8
Japanin keskuspankki, % JGB:stä	11,9	14	11,2	9,5	8,3
Rahoitusinstituutiot, % JGB:stä	55,1	59,9	62,2	62	64,2
Joista postisäästöpankki, % JGB:stä	7	18,5	20,3	-	-
Joista pankit ³⁾ , % JGB:stä	22,3	17	16,3	35	36,2
Ulkomaat, % JGB:stä	5,9	4,7	5,5	7	6,4
Kotitaloudet, % JGB:stä	2,2	4	4,8	5,3	5,3
Muut ⁴⁾ , % JGB:stä	1,8	1,6	2	2,3	2,5
Yhteensä (1 000 mrd. jeniä)	391,2	672,1	674,6	682,4	697,3
Yhteensä (pl. FILP-velkakirjat) (1 000 mrd. jeniä)	391,2	535,8	534,8	538,2	558

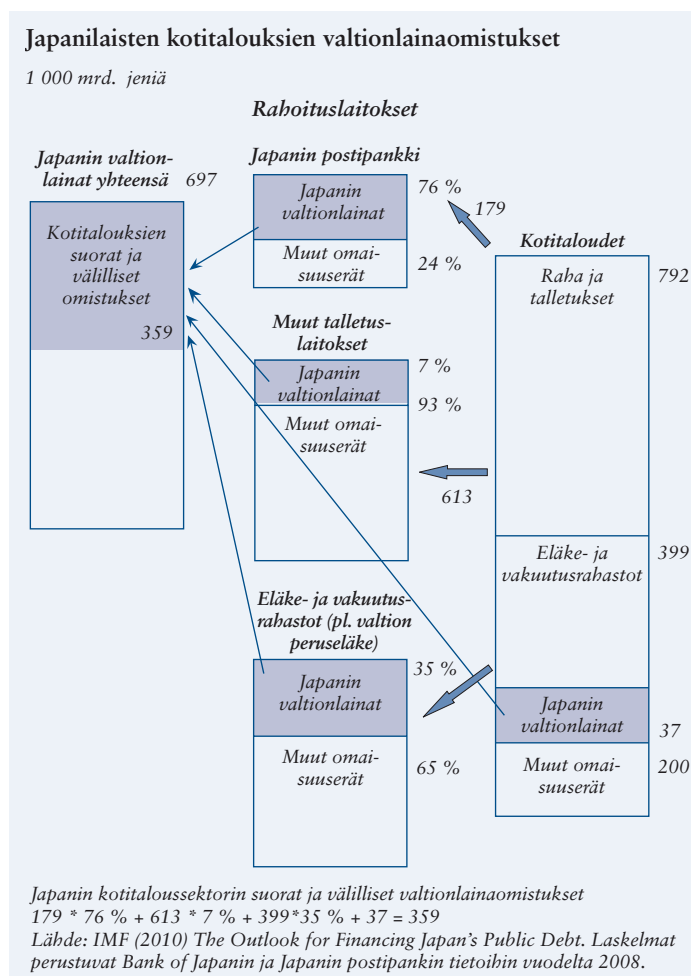
1) Valtion joukkovelkakirjalainat (ml. FILP-lainat, pl. valtion velkasitoumukset).
2) Ml. FILP.
3) Sis. Japanin postipankin vuosina 2007 ja 2008.
4) Yritykset (pl. rahoitussektori) ja voittoa tavoittelemattomat yksityiset järjestöt.
Lähde: IMF (2010) *The Outlook for Financing Japan's Public Debt*. Luvut on koottu Japanin Flow of Funds -tiedoista.

tioiden velka on täysin tai lähes kokonaan kotimaan valuutan määräistä. Näin on myös Japanissa, jonka liikkeeseen laskema velka on kokonaan jenimääräistä, mikä poistaa valtion velkapuolelta valuuttakurssiriskin ja vähentää näin alttiutta ulkoisille häiriöille. Japanin tilannetta tukee myös se, että jenin asema kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla (ja turvallisiksi koettuna sijoitusvaluuttana) helpottaa maan likviditeetinsaintia ja pääsyä markkinoille.

Kehittyneiden maiden velka on yleensä maturiteetiltaan keskimäärin pidempiaikaista kuin kehittyvien maiden. Se auttaa osaltaan pitämään velanhoidokustannukset pieninä ja ennustettavina myös tilanteissa, joissa markkinoiden luottamus maan velanhoidokykyyn äkillisesti horjuisi. Lyhyen keskimääräisen maturiteetin voidaan siis katsoa lisäävän jossain määrin koronnousun mahdollisuudesta johtuvaa jälleenrahoitusriskiä. Japanin lyhytaikaisen velan osuus suhteessa pidempiaikaiseen velkaan on suurempi kuin useimpien merkittävien kehittyneiden talouksien. Ero ei ole kuitenkaan kovin dramaattinen. Japanin valtionlainojen keskimääräinen maturiteetti (6,1 vuotta) on hieman kehittyneiden maiden keskiarvoa (7,1 vuotta) lyhyempi. Sen voidaan katsoa lisäävän jossain määrin koronnousun mahdollisuudesta johtuvaa jälleenrahoitusriskiä.

Japanin valtionvelka on suurimaksi osaksi (93 %) kiinteäkorkoista, ja vain pieni osa on joko vaihtuva-

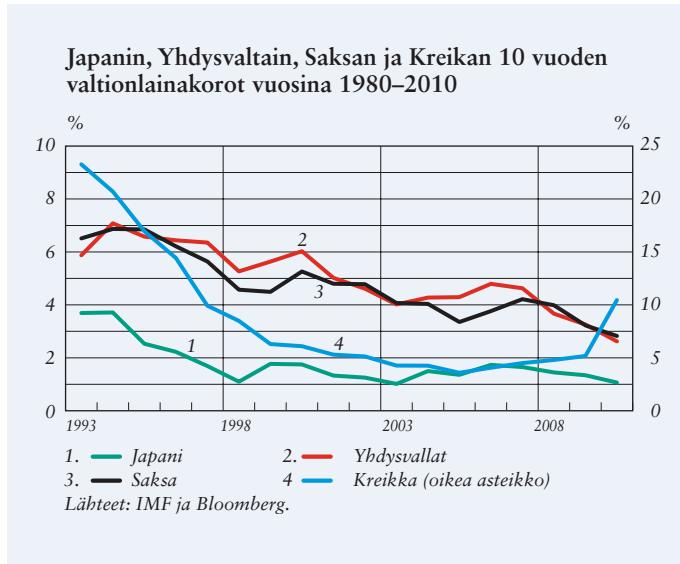
Kuvio 7.



korkoista tai indeksiin sidottua. Tämä on IMF:n mukaan tyypillistä kehittyneille talouksille ja erityisesti niiden kotimaan valuutan määräisenä liikkeeseen laskemalle velalle. Kiinteäkorkoisuus tyypillisesti hidastaa koron muutosten siirtymistä lainauskustannuksiin. Muutoksia tulee lähinnä erääntyvien lainojen jälleenrahoituksen yhteydessä.

Japanin 10-vuotisen valtionlainan korko laski 1990-luvulla tasaisesti 7 prosentista alle 2 prosenttiin,

Kuvio 8.



vaikka bruttovelan ja bruttokansantuotteen suhdeluku suureni samalla 68 prosentista 134 prosenttiin. Korot ovat sen jälkeenkin pysyneet jokseenkin vakaina noin 2 prosentissa velkasuhteen noustessa yli 200 prosenttiin (kuvio 8).

Japanin velkaantumiseen liittyvät merkittäviä ongelmia

Valtion tuntuva velkaantuminen vaikuttaa talouteen monella eri tavalla. Velanhoitokustannukset syrjäyttävät muuta julkista kulutusta. Velkaantuminen voi vähentää myös yksityistä kulutusta, jos kuluttajat ottavat huomioon, että budjettialijäämä johtaa ennemmin tai myöhemmin veronkorotuksiin. Tämän nk. ricardolaisen ekvivalenssin mukaan kuluttajien käyttäytymiseen ei vaikuta se, rahoitetaanko alijäämä velanotolla vai verojen korotuksella. Käytännössä velanotolla pyritään kuitenkin tasaa-

maan suhdanteita ajallisesti siten, että veronkorotuksia ei tarvitsisi toteuttaa hitaan kasvun aikana. Jos valtion velkaantuminen jatkuu pitkään ja velka kasvaa suureksi, sillä voi olla vaikutusta myös eri ikäryhmien ja jopa eri sukupolvien väliseen tulonjakoon. Kun suurin osa valtionvelan rahoituksesta tulee kotimarkkinoilta, valtio saattaa syrjäyttää muita rahoituksen tarvitsijoita, etenkin yksityisiä yrityksiä.

Selkeimmin riskit liittyvät kuitenkin siihen, että velkapapereiden myynti kotimaahan alhaisella korolla ei tulevaisuudessa olisikaan enää yhtä helppoa kuin aiemmin. Tämä lisäisi Japanin riippuvuutta kansainvälisistä rahoitusmarkkinoista ja todennäköisesti lisäisi korkomenoja. Samalla kasvaisi riski, että luottamus horjuisi. Markkinoiden menettäessä luottamuksensa tilanne voi kriisiytyä hyvin nopeasti, kuten on käynyt mm. Kreikassa.

Kotitalouksien säästämisaste laskee väestön ikääntyessä

Japanissa valtionlainojen koron ja velkaantumisen yhteys on heikompi kuin muissa maissa. Yleensä suuri julkinen velka heikentää valtion luottokelpoisuutta ja kasvattaa velan kustannuksia. Poikkeusta Japanin tapauksessa selittävät Japanin velan suuri kotimainen omistusosuus sekä japanilaisten sijoittajien käyttäytyminen, mikä suosii kotimaisia sijoituskohteita.

Japanin kyky ylläpitää suuren budjettialijäämän, matalien korkojen ja pääoman nettoviennin yhdistelmää

on perustunut korkeaan yksityiseen säästämisasteeseen niin kotitalous- kuin yrityssektorillakin.

Japanilaiset kotitaloudet säästivät vielä 1980-luvulla noin 15 % verojen jälkeen käytettävissään olevista tuloistaan, kun yleinen tulotaso nousi voimakkaasti. Vaikka säästämisaste laski asteittain, oli se vuonna 1990 vielä 10 %. Pääomakuplan puhkeamisen jälkeinen 1990-luku oli kuitenkin hitaan kasvun vuosikymmen, ja kotitaloudet käyttivät aiempaa suuremman osan tuloistaan kulutukseen. Kotitalouksien säästämisaste laski ja oli alle 5 % vuonna 1990. Lasku on jatkunut, ja nyt säästämisaste on noin 2,2 % (2009).

Säästämisasteen laskun takana on monia tekijöitä. Japanin väestö ikääntyy nopeimmin maailmassa. Tutkimusten⁵ mukaan ikääntyvä väestö vähentää säästämistään jäätyään eläkkeelle. Tämä merkitsee sitä, kotitalouksien merkitys rahoituksen tarjoajana tulee edelleen pieneneväksi. IMF:n alustavien mallilaskelmien⁶ mukaan Japanin julkinen bruttovelka (ml. FILP-velat) saattaa nykyisen kehityksen jatkuessa ylittää kotitalouksien rahoitusvarallisuuden määrän noin vuonna 2015. Nykytrendien jatkuessa tämä antaa viitteitä siitä, että jo muutaman vuoden sisällä valtionvelan kotimainen rahoitus voi vaikeutua ja aiheuttaa korolle nousupaineita.

⁵ Mm. Horioka (2008).

⁶ IMF (2010).

Nykyinen kotitalouksien matalan säästämisasteen ja kasvavien julkisen talouden vajeiden ja velan yhdistelmä tulee muuttamaan kotimaisen säästämisen negatiiviseksi. Sama negatiivinen vaikutus vaihtotaseeseen voi olla sillä, jos yrityssektori lisää kotimaisia investointejaan tai vähentää säästämistään esimerkiksi korkeampien palkkojen tai osingonmaksujen kautta.

Kotimaisten sijoittajien tuottovaatimukset kasvavat

Kotimaiset sijoittajat ovat Japanissa suosineet oman valtion velkapapereita siitä huolimatta, että olisivat voineet saada paremman tuoton ulkomailta. Tämä kotimaisten sijoituskohteiden suosiminen ulkomaisten kustannuksella selittää pitkälti sen, että Japanin maksama korkotaso on pysynyt alhaisena ja siten lainanhoitokustannukset ovat säilyneet vähäisinä suhteessa velan suureen määrään.

Ulkomaansektorin omistukset Japanin valtionlainoista ovat alle 6 %, joten lyhyellä aikavälillä on IMF:n mukaan tuskin luvassa suuria valtionlainamarkkinoihin kohdistuvia vaikutuksia. Kansainvälisillä valtionlainamarkkinoilla voi kuitenkin olla merkittävä vaikutus sitä kautta, että kaikkien valtioiden lisätessä lainanottoaan talouskriisin myötä Japanin valtionlainakoroihin kohdistuu nousupaineita kilpailussa sijoittajien rahoista.

Japanin rahoitussektorilla on viime vuosina tehty institutionaalisten

*Taluskriisin
hellittäessä Japanin
valtionlainojen
kysyntä turvallisena
sijoituskohteena
saattaa hiipua.*

sijoittajien joustavuutta lisänneitä uudistuksia, mikä tulee todennäköisesti vähentämään japanilaisten sijoittajien halua sijoittaa kotimaiseen velkaan. Esimerkiksi valtion eläkerahaston sijoitustoiminta voi muuttua muustakin syystä kuin väestön ikääntymisen aiheuttamien eläkemaksujen vähenemisen kautta. Eläkerahaston ei ole enää vuoden 2007 jälkeen ollut pakko ostaa FILP-organisaatioiden liikkeeseen laskemia valtionlainoja. Myös Japanin postipankki saa nykyisin laajentaa sijoituksiaan muihin kuin valtionlainainstrumentteihin. Näiden instituutioiden varallisuus on niin valtava, että IMF:n arvion mukaan jo 10 prosentin muutos merkitsisi 20–30 tuhatta mrd. jeniä eli noin 4–6:ta prosenttia bruttokansantuotteesta. Taluskriisin jossain vaiheessa hellittäessä Japanin valtionlainojen kysyntä turvallisena sijoituskohteena saattaa muutenkin hiipua, jolloin julkisten institutionaalisten sijoittajien lisäksi myös yksityiset rahoituslaitokset saattavat lisätä sijoituksiaan ulkomaisiin sijoituskohteisiin.

Deflaation yhteys velkaongelmaan

Monissa pahasti velkaantuneissa maissa valtion pelastajaksi on tullut inflaatio, sillä se on vähentänyt velkojen reaalia arvoa. Japanissa sen sijaan ongelmana on ollut pitkään deflaatio, joka lisää velan reaalia arvoa suhteessa bruttokansantuotteeseen. Tämä lisää velkataakkaa myös ilman uuden velan ottoa. Japanilaiset

yritykset menettivät luottamustaan rahoituslaitoksiin vuosien 1997–1998 rahoituskriisin jälkeen, minkä jälkeen ne ovat pitäneet taseissaan suuria määriä käteistä. Yritykset ovat edelleen olleet haluttomia ottamaan riskiä, vaikka se parantaisi niiden tuottavuutta. Heikon investointiaktiivisuuden ja riskin kaihtamisen takia Japanin kotimainen kysyntä ei vastaa maan tuotantokapasiteettia, mikä on johtanut deflaatioon. Käytännössä kyse on siitä, että yritysten säästäminen on pois liiketoiminnan laajentamisesta ja investoinneista ja hidastaa siten talouskasvua. Palkat pysyvät matalina, mikä puolestaan ohjaa kuluttajia suosimaan edullisia tuotteita. Tämä puolestaan vahvistaa deflaatiokierrettä.

Toisaalta deflaatio on pakottanut keskuspankin pitämään ohjauksen nollan tuntumassa, mikä on heijastunut kotimaisiin markkinakorkoihin ja sitä kautta myös valtion velkapapereiden korkoihin, jotka ovat niin ikään pysyneet matalina. Toisaalta deflaatio nostaa reaalkorkoja. Noin prosentin deflaatiovauhti huomioon ottaen Japanin reaalkorko on nyt vajaat 2 %⁷.

Japanin keskuspankki on pyrkinyt voittamaan deflaatio-ongelman ns. määrällisen elvytyksen avulla eli lisäämällä liikkeessä olevan rahan määrää mm. valtion velkapapereita ostamalla. Näin maan keskuspankitakin on tullut julkisen velan keskei-

⁷ Bloomberg.

nen rahoittaja. Rahapolitiikan kiristäminen ei näytä todennäköiseltä niin kauan kuin hintakehitys Japanissa jatkuu negatiivisena. Mutta kun tilanne joskus muuttuu ja elvytystoimia aletaan ajaa alas, rahapolitiikan kiristäminen tulee todennäköisesti vähentämään keskuspankin valtionlainaostoja.

Mitä vaihtoehtoja Japanilla on?

Teoriassa Japanilla on useita vaihtoehtoja siinä, miten se suhtautuu julkiseen velkaansa. Seuraavassa tarkastellaan, mihin eri vaihtoehdot johtaisivat realistisen noin 2 prosentin vuotuisen talouskasvun, nollainflaation ja nykyisen valtionvelkojen korkotason vallitessa.

Jos Japani antaisi velkaantumistasteen nousta samaa vauhtia kuin se on noussut 1990-luvun alusta lähtien keskimäärin, maan velkaantumistasote olisi vuonna 2020 noin 300 % suhteessa BKT:hen. Näin käy silloin, kun velan määrä kasvaa nopeammin kuin BKT. Jos velkaantumistasote vakiinnutettaisiin nykyiselleen noin 200 prosenttiin BKT:stä, olisi bruttovelan kasvu rajoitettava BKT:n kasvuvauhtiin. Kun väestön ikääntymisestä johtuvat julkiset menot kasvavat BKT:tä nopeammin ja huoltosuhde heikenee, edellyttäisi tämäkin tavoite muiden julkisten menojen leikkauksia ja/tai veronkorotuksia.

Japanin lähivuosikymmenien demografinen kehitys lisää julkisia menoja ja hidastaa verotulojen kehitystä. Japanin väestömäärä alkoi pie-

netä jo vuonna 2006, ja sen arvioidaan supistuvan tällä vuosikymmenellä yli 3 %. Samaan aikaan eläkeläisten määrä työikäisiin nähden kasvaa. Tämä lisää eläke- sekä hoivamenoja. Käytännössä nykyisenkään suuruisen velkasuhteen ylläpitäminen olisi julkisen talouden kestävyuden kannalta mahdotonta.

Japanin velkadynamiikkaa voidaan havainnollistaa muutamalla laskuesimerkillä, joissa BKT:n kasvuvauhdiksi oletetaan 2 % ja inflaatioksi nolla. Jos velan nimellinen määrä kasvaisi samaa vauhtia kuin vuosina 1990–2009 eli keskimäärin 6,8 % vuodessa, velkaantumistasote olisi vuonna 2020 noin 360 % BKT:stä. Jos taas velka kasvaisi 2000-luvun keskimääräistä 4,5 prosentin vauhtia, nousisi velkaantumistasote 284 prosenttiin BKT:stä. Jos velan määrä vakiinnutettaisiin nykyiselle noin runsaan miljoonan miljardin jenin (runsaa 11 000 mrd:n Yhdysvaltain dollarin) tasolle, laskisi velkaantumistasote vuoteen 2020 mennessä noin 175 prosenttiin BKT:stä. Velkasuhde alittaisi 100 % vasta 2040-luvun lopulla.

Jos tavoitteeksi asetettaisiin velkaantumistasteen laskeminen 100 prosenttiin vuoteen 2020 mennessä BKT:n oletetun 2 prosentin kasvun myötä, se asettaisi erittäin ankaria vaatimuksia budjettitaloudelle. Velan tulisi pienentyä 45 % nykyisestä, mikä edellyttäisi, että budjettilyijäämän suuruus täytyisi vuosittain olla noin 5 % BKT:stä. Se on epärealisti-

Selvitäkseen Japanin täytyy supistaa velka- taakkaansa ja maan talouskasvun on vahvistuttava.

nen oletus, sillä Japanin valtion budjetit ovat olleet alijäämäisiä yhtä mitaa vuodesta 1992 lähtien. Alijäämät ovat olleet 2000-luvulla keskimäärin yli 6 % suhteessa BKT:hen.

Velkasuhde voi pienentyä myös talouskasvun kautta ilman budjettilyijäämiä. Jotta velkasuhde pienenesi vuoteen 2020 mennessä 100 prosenttiin tasapainoisten budjettien myötä, tulisi BKT:n kasvuvauhdin olla vuosina 2010–2020 keskimäärin 7,3 %, mitä ei Japanin työvoima- ja tuottavuusennusteiden valossa voida pitää mahdollisena. Japanin BKT supistui vuonna 2009 yli 5 %, ja sen ennustetaan kasvavan tänä vuonna runsaat 2 % ja parina seuraavana vuonna selvästi hitaammin.

Käytännössä Japani tarvitsisi selviytyäkseen velan määrän supistamisen ja vahvan talouskasvun yhdistelmän. Japanin pitkän aikavälin kasvunäkymät eivät kuitenkaan ole kovin hyvät. Japanin kasvun esteenä ovat etenkin heikko kotimainen kysyntä, väestön ikääntyminen ja yritysten alhainen investointiaste. Työmarkkinat ovat jäykät, ja tuottavuuskehitys on heikkoa. Myös tuotantorakenteessa on puutteita. Japani tuottaa runsaasti kulutuselektroniikkaa, jonka maailmanmarkkinahinnat ovat laskeutuneet ja jonka kysyntä on hyvin suhdanneherkkää. Myös Japanille tärkeä autoteollisuus on ollut suurissa vaikeuksissa halvemmista maista tulevan kilpailun vuoksi. Jenin vahvuus on osaltaan syönyt Japanin kansainvälisistä kilpailukykyä.

Osana kasvustrategiaa olisi hyvä olla myös nykyisin tehottomassa käytössä olevien omaisuserien myynti. Myynnistä saatavat varat olisivat kertaluonteisia erinä eivätkä suoraan ratkaisisi velkaongelmaa. Lisäksi aluksi tulot pienenisivät, koska saatavat yritysverotulot olisivat pienemmät kuin niistä nyt saatavat voitot ja osingot. Pidemmällä aikavälillä pääoma tulisi kuitenkin tehokkaaseen käyttöön ja tuottavuuden lisääntymisen kautta myös yritysverotulot kasvaisivat.

Rakenteelliset uudistukset ovat joka tapauksessa välttämättömiä. Osassa taloutta niitä tulee myös ilman poliittisia päätöksiä ulkoisen paineen takia. Rakenteelliset muutokset Japanin valtionvelan markkinoilla sekä kotitalouksien säästämisessä saattavat tulevaisuudessa heikentää Japanin valtionlainamarkkinoiden absorbointikykyä ja näin ollen vahvistaa valtionlainakoron ja velkaantumisen välistä yhteyttä.

Kyteekö Japanin velassa uusi finanssikriisi?

Japanin velkaa voidaan pitää yhtenä selkeimmistä globaaleista epätasapainoista, ja se on sellaisenaan riski kansainvälisille rahoitusmarkkinoille. Japanin velkaongelmaa on pitkään vähätelty mm. sillä perusteella, että velka on pääosin kotimaista. Kotimaisuus ei kuitenkaan enää takaa, että ongelmilta vältytään. Japanin mahdollisuudet selviytyä nykyisen tasoisesta velkaantumisesta riippuvat mm. siitä, miten kotitalouksien

säästämisaste, sijoittajien tuottovaatimukset sekä Japanin talouskasvu kehittyvät. Lisäksi riippuvuus ulkomaisista rahoittajista todennäköisesti kasvaa.

Japanin velka on suureksi osaksi kotimaista sen ansiosta, että säästämisaste on Japanissa perinteisesti ollut korkea. Myös pankit, eläkerahastot ja vakuutusyhtiöt ovat sijoittaneet varoja valtion velkakirjoihin pienemmällä tuotoilla kuin ne saisivat riskipitoisemmista ulkomaisista sijoituskohteista.

On arvioitu, että väestön ikääntyessä säästäminen vähentyisi, mikä pienentäisi kotimaan valtionlainamarkkinoille suuntautuvia säästövirtoja. Väestön vanheneminen ja finanssisektorin uudistukset lisäävät myös japanilaisten sijoittajien riskinottohalua. Esimerkiksi eläkeyhtiöt joutuvat todennäköisesti kasvattamaan sijoitustoimintansa minimituottovaadetta, kun eläkemenot kasvavat merkittävästi demografisen kehityksen seurauksena. Jos mm. eläkerahastot alkavat vaatia sijoituksilleen maksimaalista tuottoa, se poistaisi eron kotimaisen ja ulkomaisen rahoituksen välillä.

Japanin riippuvuus kansainvälisestä rahoitusmarkkinoista tulee väistämättä kasvamaan. Se lisää Japanin riippuvuutta siitä, miten markkinat luottavat sen kykyyn selvittää nykyistä veloistaan ja demografisten muutosten aiheuttamista menopaineista. Luottamuksen menetys voisi johtaa äkilliseen korkojen nousuun, mikä entisestään vaikeuttaisi Japanin sel-

viytymistä ja pahentaisi luottamuspu-
laa. Näin on jo käynyt mm. Kreikalle. Japanissa talous voisi kuitenkin sopeutua Kreikkaa tehokkaammin myös valuuttakurssin kautta.

Japanin valtionlainojen korkoja matalalla pitäneet olosuhteet tulevat lähitulevaisuudessa muuttumaan. Muutos ei välttämättä ole nopea, vaan voi kestää vuosia. Merkittävin riski Japanin tapauksessa liittyy kuitenkin tilanteeseen, jossa pitkät valtionlainojen korot nousisivat äkillisesti. Kreikan tapauksessa luottamuksen puute nosti sen maksamien korkojen tason erittäin korkealle, ja maa ajautui rahoituskriisiin. Samoin kävi mm. Islannille. Kumpikin maa joutui turvautumaan kansainvälisen yhteisön apuun, ja kummallakin on meneillään ankara sopeutuminen, mm. veronkorotukset, menojen leikkaukset ja elintason lasku.

Japani on vielä toistaiseksi siitä erikoisessa asemassa, että sen ongelmana ovat pikemminkin valtion suuret alijäämät kuin liian suuret velanhoidomenot – kiitos matalien korkojen. Silti voi kysyä, mitä tapahtuisi, jos Japanin maksamat korot nousisivat ja maa ajautuisi ongelmiin velanhoidossa. Japani on niin suuri talous ja sen velkamäärä niin valtava, etteivät kansainvälisten rahoitusmekanismien resurssit kykenisi sen rahoitustarpeita kattamaan. Jos maa ei kykenisi korjaamaan julkisen taloutensa tilaa riittävän nopeasti, vaihtoehtoja jäisi lähinnä kaksi. Ensimmäisessä vaihtoehdossa Japanin keskuspankki

joutuisi rahoittamaan suoraan julkista velkaa eli käytännössä inflatoimaan osan velasta pois. Vaihtoehtoisesti Japani joutuisi järjestelemään velkojaan uudestaan. Kummassakin tapauksessa tappioita kärsivät ensisijaisesti Japanin kotimaiset sijoittajat, kotitaloudet, eläkerahastot ja muut rahoituslaitokset. Yksityisen varallisuuden raju supistuminen johtaisi suureen epävarmuuteen, yksityisen säästämisasteen nousuun ja viime kädessä syvään kysyntäjohteiseen lamaan.

Vaikka tilanne on huolestuttava, velkojen uudelleenjärjestelyn tarpeeseen ei Japanin tapauksessa vielä uskota. Japanilla olisi mahdollisuuksia mm. verotuksen kiristämiseen, koska sen veroaste on vielä kansainvälisesti alhainen. Riskinä on kuitenkin, että veronkorotukset vahingoittaisivat talouskasvua ja todennäköisesti syventäisivät entisestään deflaatiokierrettä. Näyttää siltä, että Japani ei tule selviämään tilanteesta ilman merkittäviä rakenteellisia muutoksia verotuksessa, tuotannossa, työmarkkinoilla ja rahoitusmarkkinoilla. Ellei se onnistu niitä tekemään sekä vakaannuttamaan julkista talouttaan ja velkaantumistaan, sillä voi olla edessä ankara kuuri ja elintason lasku.

Asiasanat: Japani, velka, julkinen talous, finanssikriisi, rahoitusmarkkinat

Lähteet

Horioka, Charles Yuji (2008) The Flow of Household Funds in Japan. Policy Research Institute, Ministry of Finance, Japan. Public Policy Review, Vol. 4, No. 1. Joulukuu.

IMF (2010) Japan: 2010 Article IV Consultation – Staff Report. Public Information Notice on the Executive Board Discussion.

IMF (2010) Long-Term Trends in Public Finances in the G-7 Economies. IMF Staff Position Note SPN/10/13.

OECD (2008) Economic Surveys: Japan, Chapter 4: Reforming the tax system to promote fiscal sustainability and economic growth.

Tokuoka, Kiichi (2010) The Outlook for Financing Japan's Public Debt. IMF Working Paper WP/10/19.

Vanhala, Juuso (2009) Japanin talouspolitiikka 1990-luvun taantumassa. BOF Online 4/2009. Suomen Pankki.