

## Rahataloudelliset instituutiot, taloudelliset häiriöt ja rahan kysyntä. Arvio Pekka Mannosen väitöskirjatyöstä

VESA KANNIAINEN

Professori

Helsingin yliopisto

Ei ole vaikeata ennustaa, että 1900-luvun taloushistoriaa aikanaan kirjoitettaessa yhtenä merkittävimpänä tapahtumana nähdään 11 Euroopan maan vapaaehtoinen luopuminen omasta kansallisesta valuutastaan ja siirtyminen yhteiseen, yhteisen ja varsin itsenäisen keskuspankin liikkeelle laskemaan rahan. Tuon ratkaisun myötä maailmantalous on saanut uuden voimakkuuden. Rahajärjestelmässä ja rahataloudellisessa ajattelussa on tapahtunut muutakin joksiksi että on opittu uusia asioita rahajärjestelmän lainalaisuuksista ja on esiintynyt ennustamattomia asioita, jotka ovat pakottaneet taas kerran miettimään asioita uudelleen. Mainitsen kolme tärkeintä.

- (i) Keynesiläisten ja monetaristien vuosikymmenet jatkuneen nokittelun kirjat on teorian tasolla pitkälle suljettu.
- (ii) Finanssikriisit ovat uusina uhkina nostaneet päivänvaloon ongelman, millä tavalla ylipäätään ovat hallittavissa itseään toteut-

tavat ja vahvistavat rahajärjestelmän syökykierteet. On myös kysyttävä, mikä on ollut etenkin pankki- ja rahoitusjärjestelmän rooli kuplatalouden syntymisessä niin meillä kuin esim. Japanissa tai investointikohteiksi 90-luvulla nousseissa Aasian talouksissa.

- (iii) Kriiseiltä välttyneissäkin maissa rahapolitiikan strategia meni uusiksi 1990-luvulla. Kun raha-aggregaatteihin luottaminen välitavoitteena oli kenties tuntunut ideologisesti vastenmieliseltä monetarismilta mutta kun oli osoittautunut, että keynesiläisyyppisissä valuuttaputkirakenteissa oli kestäättömiä valuvirheitä, löytyi väli-  
muoto: inflaatiotavoite.

Pekka Mannosen väitöskirja *Essays in Monetary Economics* tarjoaa materiaalia, joka liittyy yllä esitettyihin yleisraameihin. Tutkimus käsitteää kolme erillistä mutta samaan teemaan liittyviä esseitä:

Essee 1. *Aspects of Monetary and Financial Regime Shifts* on oppihistoriallinen synteesi rahatalouden moninaisista teemoista. Sen sanoma on, että kansantalouden instituutioilla on merkitystä ja että nämä instituutiot ovat vastaus talousagenttien vuorovaikutusta häiritseviin transaktio- ja informaatiokustannuksiin.

Essee 2. *Stability of the Demand for Money in Finland 1980–1998: Regime shifts and monetary policy implications* on ekonometrinen. Tutkimustehtäväkseen Mannonen asettaa sen selvittämisen, miten 1980–1998 Suomessa tapahtuneet regiimin muutokset ovat vaikuttaneet rahan kysyntäfunktion stabiilisuusominaisuuksiin.

Essee 3. Työn kolmas essee *Banks in a Monetary System* arvioi pankkien monitorointiteknologian makrotaloudellisia vaikutuksia.

*Aspects of Monetary and Financial Regime Shifts* hakee vauhtia institutionalistien näkemysistä ja argumentoi, että rahataloudellisten instituutioiden kuin myös itse rahan selityksen taustalta löytyvät transaktiokustannukset. Taloussubjektien halukkuus rahan kysyntään ja tämän ennustettavuus ovatkin ensimmäisen esseen teema. Essee viittaa myös rahatalouden ja rahoitusjärjestelmän kytkeeseen. Näkökulma on tärkeä. On yllättävää, että raha- ja makrotalous yhtäältä ja rahoituksen teoria toisaalta ovat eläneet omaa elämäänsä ikään kuin toisistaan tietämättä. Voi kysyä, ovatko Aasian kriisin tyyppiset rahoituskriisit ehkäistävissä pelkästään rahapolitiikkaa seuraamalla vai onko aihetta pureutua rahapolitiikan ohella koordinoimattomien luotto- ja rahoitusmarkkinoiden puutteelliseen kykyyn arvioida hankkeiden kannattavuutta.

Rahan kysynnän luonteen merkitys rahapolitiikan päätöksänsäntöille on tärkeä. Esimerkiksi

EKP:n inflaatiotavoite nousi ainakin alkuvaiheessa yli Saksan preferoiman lavean rahan välitavoitteen juuri siitä syystä, että eri maissa – myös Suomessa – tehdyt rahan kysyntäyhtälöt lavealla rahalla eivät läpäisseet stabiilisuuden vaatimusta.

Mannosen taustakatsaus on siis oppihistoriallinen dokumentaatio. Esimerkiksi kysymys rahan kysynnän korkojoustopuolesta on ajankohtainen etenkin Japanin rahapolitiikan viimeaikaisen impotenssin johdosta. Mannonen käsittelee myös kysymystä siitä, miksi maailmalla on niin useita valuuttoja, jos kerran raha on tehokas ratkaisu vaihdon ongelmaan. Hän hakee vastausta optimaalisen valuutta-alueen teoriasta. Mannonen painottaa esseessään taloudellisten shokkien luonnetta. Riski shokkien epäsymmetrisyydestä ja politiikkainstrumentin katoamisesta on pitänyt Ruotsin ko. valuutta-alueen ulkopuolella, vaikka juuri Ruotsi lienee maa, joka toisin kuin esim. Suomi ei ole milloinkaan joutunut kokemaan aitoa epäsymmetristä shokkia.

Vaikka Mannosen essee tarjoaa yhteenvedon valuuttakurssinäkemysistä, se ei vielä ota niitä askeleita, joiden puuttuminen edelleen vaivaa koko valuuttakurssiteoriaa. Miksi eri maiden talousvaikuttajat (ja aikaisemmin keskuspankitkin) ovat olleet niin halukkaita vakauttamaan valuutan arvoa suhteessa muihin valuuttoihin? Alan tutkimus on unohtanut sen tärkeän näkökulman, että valuuttojen vakauttaminen on aiheellista nähdä vakuutusjärjestelmänä. Kysymys on siis optimaalisen sosiaalisen vakuutuksen ongelmasta tilanteessa, jossa yksityiset riskimarkkinat kykenevät tarjoamaan korkeintaan epätäydellisen vakuutuksen.

Mannosen toinen essee *Stability of the Demand for Money in Finland 1980–1998: Regime shifts and monetary policy implications* on ekonometrinen. Tutkimusongelmaksi hän asettaa sen selvittämisen, miten 1980–1998 Suo-

nessa tapahtuneet regiimin muutokset ovat vaikuttaneet rahan kysyntäfunktion stabiilisuusominaisuuksiin. Mannosen spesifioima rahan kysyntäyhtälö on konventionaalinen. Hän kuitenkin kiinnittää huomiota siihen, että muuttunut epävarmuus ja volatilitiitin kasvu vaikuttavat jo teoriankin valossa rahan kysyntään. Koska tämän kvantifioiminen on kuitenkin vaikeata, Mannonen hakee vastausta yhtälönsä stabiilisuusominaisuuksien avulla. Hän myös pohtii sitä, voisivatko mallin »vakiotermin» muutokset heijastaa epävarmuudessa tapahtuneita muutoksia. Mannonen problematisoi luottomekanismin ja rahan kysynnän yhteyksiä mutta joutuu jättämään mahdollisen vaikutuksen rahan kysyntäyhtälöön silti avoimeksi. Esim. ulkoisen rahoituksen preemio ei suoranaisesti heijastu testattavassa yhtälössä.

1980-luvulla toteutettu rahoitusjärjestelmän deregulaatio ja Suomen reaalityökalouden poikkeukselliset vaiheet vuosikymmenen alussa ovat oletettavasti heijastuneet rahan kysyntäyhtälössä. Tämän selvittäminen on Mannosen ekonometrisen osan päätavoite. Hän estimoii reaalityökaloiden kysyntäyhtälöt neljännesvuosiaineistolla 1980–98 suppealle ja lavealle rahalle. Mannonen tutkii sarjojen aikasarjaominaisuudet, estimoii virheenkorjausmuodon, etenee »yleisestä spesifiin» mallitsemiseen ja tutkii yhteisintegroituvuuden. Hän löytää systemaattisia riippuvuuksia. Osoittautuu, että tulokset ovat selkeämpiä ja stabiilimpia M1-muuttujalle kuin M3:lle. Pidän Mannosen ekonometristä tutkimusta oikeaoppisena suorituksena, joka hyödyntää moderneja menetelmiä. Kriittisinä kommentteina kuitenkin totean, että tulosten vertaaminen muuhun kirjallisuuteen olisi pitänyt tehdä. Tuloksia ei verrata esim. tuoreeseen Antti Ripatin väitöskirjan tuloksiin, jotka on saatu eri lähestymistavalla. Toiseksi, kausivai-

telun mallittaminen näyttää jääneen avoimeksi samoin kuin sen aiheuttamat ongelmat tulojouton estimoinnissa.

Jos tulkinnaaksi siten jää, että rahan kysynnän epästabiilius paikallistuu vuosikymmenen alun poikkeusvuosiin, ei raha-aggregaattien käyttöä välitavoitteena tarvitse ainakaan *a priori* sulkea pois. Tämän valossa olisi ollut hyvä arvioida EKP:n valitsemää politiikka-arsenaalia, jossa rahamäärällä on tietty viiterooli, vaikkakin inflaatiovauhti on ensisijainen välitavoite.

Työn kolmas essee *Banks in a Monetary System* arvioi pankkien monitorointiteknologian makrotaloudellisia vaikutuksia. Monitorointi tarkoittaa luottihakemusten *ex ante* arviointia ja käynnissä olevien projektien valvontaa. Jakso rakentuu eräiden aikaisempien tutkimusten esikuville. Poliittikkainstrumenteista arvioidaan reservisuhteen roolia. Jakso pohtii mm. arviointiyritysten merkitystä sekä kilpailun vaikutusta monitoroinnin laadun ja tehokkuuden kannalta. Jakso on lähinnä pohdiskeleva eikä siinä varsinaisesti ole tiukasti läpivietyä formaalia analyysia. Se jää siten luonteeltaan täydentäväksi.

Mannosen tutkimuksen ensimmäinen essee on siten oppihistoriallinen synteesi. Se luo perustan toisen esseen ekonometriselle työlle. Kolmas essee täydentää kirjan yleistemää. Tutkimukselliselta kannalta toinen essee on itsenäinen suoritus. Sen oivalluksena on stabiilisuusominaisuuksien selvittäminen aikana, jolloin sekä raha- että reaalityökaloudessa tapahtui suuria muutoksia. Menetelmällisesti työ on oikeaoppista ja se valottaa tärkeää kysymystä siitä, mikä aggregaatti käyttäytyy stabiilisti ja mikä ei. Kun ensimmäinen essee on syntetinen ja viimeinen muuta työtä täydentävä, niiden painoarvo itsenäisenä suorituksena on vaatimattomampi.