

Kun liika raha johtaa maniaan. Johtuvatko talouskriisit sittenkin rahapolitiikasta?

Vesa Kanniainen

Professori

Helsingin yliopisto, Poliitikan ja talouden tutkimuksen laitos

Tuoreet lähihistorian kriisit, vuonna 2008 kärjistynyt USA:n finanssikriisi ja sitä seurannut Euroopan velkakriisi tulivat jälleen kerran yllätyksellisenä. Vai tulivatko? Onko niistä löydettävissä lainalaisuuksia tai peräti yhteistä nimittäjää? Tässä kirjoituksessa tarkastelen kysymystä siitä, mikä on ollut kriisejä edeltävän rahapolitiikan rooli sijoitusmanian aikaansaaamisessa rahoitusjärjestelmässä. Jäsennän kysymystä rahapolitiikasta sekä taloushistorian että alan tutkimuksen näkökulmista. Tarkastelen kolmea tutkimushypoteesia. Ensimmäistä kutsun rahapolitiikan keveyshypoteesiksi¹, toista rahapolitiikan tehottomuushypoteesiksi² ja kolmatta rahapolitiikan epäsymmetrisyyshypoteesiksi.

1. Taloushistorian varhaiset kriisit

Taloukriisejä on esiintynyt kautta taloushistorian. Ilman rahoittajaa esimerkiksi ei voi käydä sotia. Kun velkaantuminen yli rajojen tuli hallitsijoille mahdolliseksi, kriisit liittyivät yleensä hävinneiden sotakuninkaiden kykenemättömyyteen ja haluttomuuteen huolehtia velastaan heitä rahoittaneille pankkiireille. Ensimmäinen tällainen kriisi syntyi 1340-luvulla, jolloin Englannin kuningas Edward III ja Napolin kuningas Robert jättivät kolmelta Firenzen kauppahuoneelta lainaamansa velat hoitamatta.³ Myös esim. Espanjan kruunu jätti hoitamatta velkansa 14 kertaa vuosina 1557-1696.⁴ Sodilla on sittemmin ollut muitakin vaikutuksia. Kymmenen vuotta kestänyt suuri lamakausi päättyi

¹ Tämä näkemys vahvistui kirjoittaessani aikaisemmin Tuomas Malisen kanssa USA:n finanssikriisistä (Kanniainen ja Malinen 2010).

² Tämän näkemyksen olen jäljittänyt Rochen and McKeen kirjaan vuodelta 2007.

³ Ferguson (2009).

⁴ Muutoinkin sodat ovat olleet kautta historian syrjän finanssikriisien taustalla. Pohjois-Italian kaupunkivaltiot olivat sotineet velkapääomalla jo 1200-luvulta lähtien. USA:n sisällissodassa 1861-65 etelävaltiot rahoittivat sotansa myymällä joukkovelkakirjoja kansalaisilleen. Sodan jälkeen voittajavaltiot eivät niitä lunastaneet.

lopulta toisen maailmansodan aikaansaamaan talousnosteeseen. Korean sota 1950-luvulla tuotti korkeasuhdanteen ja Vietnamin sodan rahoitus 1960-luvulla kansainvälisen inflaation.

Luottomarkkinoita seurasivat sittemmin osakemarkkinat kriisien katalysaattoreina. Sijoittajien elämelliset vaistot oli herätetty. Uusien tuotteiden ja toimialojen ilmaantuminen tuotti erinomaisia näköaloja spekulatiiviselle sijoittamiselle. Niistä tunnetuimpia on Hollannin tulppaanien ostoaalto.⁵ Spekulatiivisia ostokuplia uusien yritysten osakkeilla kokivat Mississippi-yhtiö Ranskan Louisianassa ja brittiläinen Etelämeri-yhtiö Etelä-Amerikassa 1700-luvulla. Kuplat syntyivät ja kuplat puhkesivat.

1800-luvulla talouskriisit olivat jo toistuvia. Niitä oli vuosina 1873, 1884, 1890 ja 1893. Ne tyypillisesti liittyivät uusien toimialojen syntyymiseen ja niiden osakkeilla käytyyn spekulatioon. Näitä edustivat sijoitukset kanaviin, kaasalaitoksiin, tekstiilialaan, kultalöydöksiin, puuvillaan ja liikennevälineisiin kuten rautateihin. Toinen teollinen vallankumous uusine tuotteineen, toimialoineen ja uusine markkinoineen loi pohjaa spekulatiiviselle käyttäytymiselle. Laaja pankkipaniikki koettiin USA:ssa 1907, jolloin pankit kieltäytyivät vaihtamasta

rahaa kultaan. Tuon kriisin seurauksena perustettiin USA:n keskuspankki Federal Reserve System vuonna 1913.

Kriisejä siis koettiin jo ennen modernin kapitalismin kehittymistä. Sittemmin kapitalismi tarjosi entistä helpomman kanavan ihmisten spekulatiivisille vaistoille. Ennen aktiivisten keskuspankkien aikaa kriisit ja hintakuplat rajoittuivat taloushistoriassa tyypillisesti yhteen osakkeeseen tai toimialaan. Pääsääntöisesti ne eivät olleet globaaleja. Poikkeuksena oli finanssikriisi vuonna 1825, jota voi pitää ensimmäisenä globaalina kriisinä. Se johtui Englannin keveästä rahapolitiikasta ja riskilainoista, jotka synnyttivät omaisuuskuplan. Ylikuumenneen rahoitussektorin seurauksena Lontoossa kaatui 6 pankkia ja maaseudulla 60.

Kriisit olivat aikaisemmin liittyneet tyypillisesti yhteen osakkeeseen tai toimialaan. 1900-luvulle siirryttäessä yksi johtopäätös on ilmeinen. Kriisit ovat saaneet useasti globaalin luonteen ja tämä sattuu ajallisesti yhteen keskuspankkien kasvaneen roolin kanssa.

2. Syvensikö keskuspankki 1930-luvun lamaa?

Kun USA:n keskuspankkijärjestelmä (Fed) oli perustettu 1913 silloisen finanssikriisin seurauksena, rahapoliittista kokemusta ei ollut. Se oli rakennettava yrityksen ja erehdyksen kautta. USA:n keskuspankin rooli 1930-luvun laman aikana on ollut tärkeäksi nähty tutkimuskohde. Niinpä suurta huomiota on saanut Friedmanin ja Schwartzin dokumentaarinen kirja *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, joka on vuodelta 1963. Sen päähypoteesi oli, että keskuspankki syvensi ja pitkitti 1930-luvun suurta lamaa. USA:n taantumien ja lamakausien 1920-21, 1929-33, 1937-38 sy-

⁵ Tulppaanimutaatio tapautui Aasiassa, josta se Istanbulin kautta kotiutui Amsterdamiin. Kukan kiehtova ulkonäkö edusti eurooppalaisille ennen näkemätöntä kauneutta. Sipulin hinta nousi, keinottelijat astuivat kuvaan ja tavalliset kansalaiset menivät halpaan myyden jopa omaisuuttaan saadakseen hallintaansa kukkasipulin. Lopulta yhden ainoan sipulin hinnalla saattoi ostaa 8 libavaa sikaa, 4 libavaa härkää, 12 libavaa lammasta, 24 tonnia vehnää jne. Kun varakkaan kauppiaan vuositulo oli 3000 guildeniä, korkein noteerattu yhden tulppaanisipulin hinta oli noussut 5000 guilderiin. Lähde: Dash (1999).

vyys on tämän mukaan suoraan yhdistettävissä Fedin toimintaan (tai toimimattomuuteen) eikä niiden syvyys olisi ollut mahdollista aikana ennen Fedia.

Talousnousun päättyminen kesällä 1929 johtui tämän näkemyksen mukaan kiristyneestä rahapolitiikasta. Rahan tarjonta supistui 3 % elokuun 1929 ja lokakuun 1930 välillä.⁶ Ennen lokakuuta 1930 ei ollut merkkiäkään likviditeettikriisistä. Marraskuussa 1930 koettiin sarja pankkien kaatumisia ja pankkipaniikki. Joulukuussa 1930 suurin pankki the Bank of the United States kaatui. Fed ei tehnyt mitään tarjotakseen pankkijärjestelmään likviditeettiä.

1931 alkuun mennessä pankkien konkurssiaalto oli ohitse, ja luottamus oli palautumassa. Mitä teki Fed, kysyy Friedman. Se vähensi omaa luotonantoaan; pankkipaniikkien toinen aalto alkoi. Fed oli jälleen toimeton – sen luotonanto pankeille väheni, koska pankeja oli kaatunut.

Syyskuussa 1931 Britannia luopui kultakanasta. Kullan poisvirtaus USA:sta kiihtyi. Mitä teki Fed? Se nosti diskonttokorkoaan (= korko, jolla se lainaa pankeille rahaa). Kultavirta pysähtyi, mutta samalla pankkien kaatumiset kiihtyivät ja pankkipaniikki jatkui. Kuudessa kuukaudessa elokuusta 1931 alkaen 10 % pan-

keista oli kaatunut ja talletuskanta romahtanut 15 %. Lavea raha M2 supistui laman aikana 30 %.

Vuonna 1932 tapahtui politiikan muutos. Fed osti valtion velkapapereita. Silti romahdus jatkui. Lähes kolmannes pankeista lopetti toimintansa. Lama oli kansainvälinen. USA:ssa kokonaistuotanto pysyi pitkään merkittävästi potentiaalisen tasonsa alapuolella, vaikka alkoi tavoittaa sitä vuoden 1933 aikana. Vuosina 1937-38 USA koki takaiskun, taantumun keskellä lamakautta. USA:n osalta lama päättyi velalla rahoitettuun julkisen vallan ohjelmaan. Se tunnetaan paremmin nimellä toinen maailmansota, johon myös USA vedettiin mukaan.

Friedmanin johtopäätös näistä tapahtumista on armoton. USA:n 30-luvun lama on todiste siitä, kuinka suurta vahinkoa muutamien ihmisten, ts. keskuspankin johdon virheistä voi seurata. Friedmanin ajattelussa 1930-luvun keskuspankin virheet puhuvat keskuspankin itsenäisyysajattelua vastaan. Tätä näkemystä korostaa hänen toinen johtopäätöksensä, jonka mukaan oikeinkin suunnattuna rahapolitiikka silti vaikuttaa pitkällä ja vaikeasti ennakoitavilla viipeillä. Tarvitaan sääntöjä, ei harkintaan perustuvaa rahapolitiikkaa. *Rules rather than discretion*, hän julisti. Tämän näkemyksen tueksi nousi 1970-luvulla rahapoliittiseen päätöksentekoon liitetty dynaamisen epäjohdonmuokaisuuden ongelma.

Yhdysvalloissa rahan tarjonnan, hintatason ja kokonaistuotannon vaihtelut ovat olleet suuremmat aikana, jolloin keskuspankki on ollut olemassa kuin sitä ennen. Friedman päätyy tämän perusteella uhmakkaaseen politiikkasuositukseen. Se on kirjoitettu 1960-luvulla: ”Nykytietämyksen valossa paras rahapolitiikan sääntö olisi rahan tarjonnan kasvuvauhdin vakioiminen 3-5 %:n tasolle”.

⁶ Ks. Myös Friedman (1959) ja (1962). Bernanke (1983) kvalifioi (joskaan ei haastanut) Friedmanin näkemystä. Hän pureutui monetaariseen kontraktioon liittyneeseen luottolamaan ja sen reaalityaloudellisiin vaikutuksiin. Niinpä sen mukaan rahoitusinstitutiot, jotka toimivat normaalioloissa varsin hyvin, saattavat omalla käytöksellään aiheuttaa laman syvenemisen. Bernanke (1995) tarkasteli suureen lamaan liittyneitä vaikutuksia eri maissa. Perusteeksi rabataloudellisen kontraktion roolista laman syynä sai tukea aineistoista. Samalla lamaa syventävistä mekanismeista varallisuuden uusjako ja nimellispalkkojen sopeutumattomuus selvisivät selityksiksi rabatalouden ei-neutraalisuudelle.

3. Aiheuttiko laman USA:n keskuspankki?

Vähemmän huomiota on jälkimaailma kiinnittänyt siihen, miten rahapolitiikka oli viritetty 1920-luvulla eli lamaa edeltäneenä aikana. Tätä osin on aiheellista syventyä ns. itävaltalaisen koulukunnan näkemykseen. Sen edustaja Murray Rothbart on varsin tarkkaan dokumentoinut tuolloin vallinneen rahapoliittisen virityksen: suurta lamaa edeltävä rahaekspansio 1920-luvulla oli 62 %. Itävaltalaisen koulukunnan näkemyksen mukaan 1930-luvun lamaan johtaneen tuhon siemenet kylvettiin 1920-luvulla rahan tarjonnan kasvaessa liikaa. Keskimäärin rahan tarjonnan kasvunopeus 1920-luvulla oli 7,7 % vuotta kohden. Tämä oli Rothbartin mukaan se mekanismi, joka johti hallitsemattomaan luottoekspansioon, ylivelkaantumiseen ja sijoitusmarkkinoiden kuplaan (Rothbart 1963).

Keskuspankki vaikutti pankkien luotonantoon reservimääräyksillä. Nimenomaan pankkien reservit kasvoivatkin 47,5 %, mikä selittää rahan tarjonnan kasvun. 1920-luvulla pankeista riippuen reservivaatimus oli 7 – 13 % talletuksista mutta aikatalletuksista ainoastaan 3 %. Reservien kasvusta seurasi rahaekspansio, joka johtui talletusten ja luotonannon kasvusta liikepankeissa. Kasvua kiihdytti se, että aikatalletuksille alettiin maksaa korkoa. Seurasi voimakas luottoekspansio.

Itävaltalaisen koulukunnan – eittämättä tiukan - näkemyksen mukaan kultakannasta luopuminen, eli rahan liikkeellelasku ilman rahan arvon takeena olevaa arvometallia vääristää rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja aiheuttaa kansantalouden suhdannevaihteluita. Myös Friedmanin mukaan kultaraha olisi erinomaisen ratkaisu vakaan rahataloudellisen institu-

tion luomiseksi. Kultarahaan liittyy hänen mukaansa kuitenkin vakava ongelma. Kasvava talous vaatii rahan lisäystä, mutta tämä sitoo resursseja eivätkä kultakaivokset kykene vastaamaan tarpeeseen.

4. Irti kiinteän valuuttakurssin kahleesta

1990-luvulle tultaessa kriisit ovat seuranneet toisiaan. Maailmantalouden kriisiherkkyys näyttää omana aikanamme vain vahvistuneen. Syyt saattavat olla moninaiset. Usein kriisejä on kuitenkin edeltänyt voimakas luottoekspansio. Tätä lainalaisuutta ei voi kiistää. Kiinteäksi ajateltu valuuttakurssi on myös muodostanut spekulatiivisen kohteen pääomaliikkeiden vapautuessa.⁷ Toisaalta kiinteästä valuuttakurssista luopuminen on mahdollistanut vaihtotaseiden sopeutumisen käynnistymisen.

Eurooppalaisia maita, jotka joutuivat 1990-luvun alussa luopumaan kiinteästä valuuttakurssista, olivat Iso-Britannia, Italia, Suomi, Ruotsi ja Norja. Latinalaisessa Amerikassa on ollut tyypillistä, että kriisistä on irtaannuttu niin ikään suurten devalvaatioiden avulla. Meksikon valuutta devalvoitui yhteensä noin 50 % vuonna 1995⁸, Argentiinan noin 75 %

⁷ Tunnetuimpia onnistuneita spekulatiivisen hyökkäyksen kohteita oli Englannin punta, jonka sijoittaja George Soros kaatoi vuonna 1992 10 mrd £:n panostuksella. Soros oli päätellyt, että Britannian liittyttyä ERM:iin ja Saksan kalliin yhdistymisen nostaessa korkoja punta ei tulisi kestäväksi. Soroksen Quantum-rabasto lainasi puntia ja sijoitti muihin valuuttoihin (dollari, Saksan marka) ja levitti käsitystä punnan tulossa olevasta devalvaatiosta. Punta irrotettiin ERM:stä, päästettiin kellumaan ja devalvoitui 20 %. Tämä toi Sorokselle yhden miljardin dollarin pikavoiton.

⁸ Krugman (2009).

vuonna 2002.⁹ Argentiinan purettua valuuttasidoksensa USA:n dollarin kanssa sen kansantalous supistui vain yhden vuosineljänneksen pudottuaan sitä ennen noin 20 %. Talous kasvoi 63 % seuraavan kuuden vuoden aikana. Myös Aasian kriisi vuonna 1997 on palautettavissa voimakkaan luottoekspansion seuraukseksi. Ulkomaiset pankit olivat Aasian maiden voimakkaan luottoekspansion rahoittajia. Thaimaa ja Indonesia devalvoivat valuuttansa, ja useiden muiden maiden valuutta devalvoitui.¹⁰

Sittemmin täydelliseen talouskatastrofiin vuonna 2008 ajautunut Islanti salli valuuttansa devalvoitua.¹¹ Vain Latvia ja Viro ovat selvinneet kriisistään sisäisen devalvaation avulla. Irlanti kuuluneeseen samaan ryhmään.

Lähiajan taloushistoria tarjoaa siis opetuksia. Voimakas raha- ja luottoekspansio johtavat sijoitusmarkkinoiden ylikuumenemiseen, kuplatalouteen ja lopulta kriisiin. Toiseksi, valuuttakurssin kiinnitys mahdollistaa spekulatiiviset hyökkäykset. Kolmanneksi, kriisistä irtaantumisista helpottaa valuutan ulkoisen arvon alenus, devalvoituminen.¹² Ainakin pienissä talo-

uksissa se palauttaa kilpailukyvyyn ja korjaa vaihtotaseen epätasapainoa.

5. Rahapolitiikan muuttuneet ankkurit

1950- ja 1960-luvuilla USA:n keskuspankki perusti rahapolitiittisen ankkurinsa korkotason sääntelyyn keynesiläisessä hengessä. Vietnamin sodan aiheuttama inflaation kiihtyminen teki tämän ankkurin vaikeaksi. Esimerkiksi USA:ssa kokeiltiin vuodesta 1979 lähtien raha-aggregaatteihin perustuvaa rahapolitiikan mitoittamista. Niinpä pääjohtaja-aikanaan vuosina 1979-1987 Paul Volcker salli korkojen nousta peräti 20 prosenttiin suitsiakseen inflaatiota.

Rahapolitiikalla saavutettiin ylistetty suuren vakauden aikakausi, jota kesti vuoden 2008 kriisiin saakka. Vakaus perustui ns. Taylorin säännön mukaiseen korkopolitiikkaan. Keskuspankki muutti ohjaukkoonsa sen mukaan, mitä olivat inflaatio suhteessa inflaatiotavoitteeseen sekä tuotannon taso suhteessa potentiaaliseen tasoonsa. Vuoden 2001 aikana kuitenkin irtaannuttiin Taylorin säännöstä. Pääjohtaja Alan Greenspan piti korot neljän vuoden ajan varsin matalana. *Greenspan put* viittasi markkinoiden odotuksiin siitä, että kriisin koittaessa keskuspankki tulee avuksi. Greenspania pidettiin aikanaan ylimalleena rahaviranomaisena. Hänen jäätyään eläkkeelle käynnistyi USA:n finanssikriisi. On ilmeistä, että se rauhoitti Greenspanin maineen pysyvästi.

Ennen Euroopan velkakriisin käynnistymistä 2000-luvulla EKP:n rahapolitiikka oli mitoitettu Wim Duisenbergin (vuoteen 2003 saakka) ja hänen jälkeensä Jean-Claude Trichet'n johdolla (vuoteen 2011 saakka). EKP:n rahapolitiikka on perustunut sille Maastrichtin sopimuksessa annettuun mandaattiin, jonka mu-

⁹ *Olen laskenut tämän Wikipediasta löytyvän dokumentin Argentine economic crisis (1999-2002) perusteella. Dokumentin kirjoittaja ei ole tiedossa, mutta sen seikkaperäisyydestä päätellen kyseessä on viranomaisisto.*

¹⁰ *Krugman (2009) on dokumentoinut nämä tapaukset.*

¹¹ *On merkille pantavaa, että devalvoitumisen ja pankkikriisin menestyksellisen hoidon vuoksi Islannin elpyminen on sittemmin ollut vireämpää kuin niiden Euroopan rahoitusjärjestelmien, jotka ovat kriisiytyneet ja ajautuneet tuskalliseen sisäiseen devalvaatioon. Ulkoisenkaan devalvaatio ei tuo pysyvää ratkaisua, elleivät työmarkkinoiden toimintamekanismit sopeudu rahaliiton oloihin.*

¹² *Joustavan valuuttakurssin maissa spekulatiivinen hyökkäys valuuttaa vastaan ei ole menestykselläkään syytä, että jous- taessaan valuutan arvo luistaa alta pois.*

kaan rahapolitiikan ensisijainen tavoite on hintavakaus. EKP:n neuvosto operationalisoi tämän inflaationormiksi, jonka mukaan yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin nousun euroalueella tulisi pysyä 2 %:n alapuolella mutta lähellä sitä. Vaikka inflaatio saatiinkin pidettyä vaaditun 2 %:n puitteissa, EKP:n rahapolitiikka tuotti 2000-luvulla kuitenkin voimakkaan raha- ja luottoekspansion. Se oli M3:n avulla mitattuna 91 % vuosina 2001-2008. Sitä on mahdollista argumentoida, että rahapolitiittinen viritys tuona aikana oli liian kevyt.

6. Rahapolitiikan keveyshypoteesi

Perinteinen näkemys rahapolitiikasta avotaloudessa viestittää siitä, että keskuspankin pysyessä pois valuuttamarkkinoilta, sillä on kaikki valta säädellä kansantalouden korkokehitystä ja/tai rahan tarjontaa. Onko tämä viisaus edelleen voimassa? Onko inflaationormi ollut oikea ankkuri?

Tutkin aluksi rahapolitiikan keveyshypoteesia, joksi sitä tässä kutsun. Sen sanoma on hätkähdyttävä: Euroopan velkakriisi johtuu perimmiltään EKP:n ylikeveästä rahapolitiikasta 2000-luvulla. Rahan tarjonnan kasvuvauhtia ja luottoekspansiota 2000-luvulla koskevat tiedot antavat tukea tälle näkemykselle. Euron vahvistuminen suhteessa dollariin 2000-luvulla tietenkin on ristiriidassa tämän näkemyksen kanssa, mutta voi johtua dollarin heikkoudesta, ei euron vahvuudesta. Valuuttakurssi on aina rahojen suhteellinen hinta.

EKP:n kevyt rahapolitiikka ilmeisesti oli motivoitua Saksan talousongelmien kannalta. On tosiasia, että Saksojen yhdistyminen oli sille taloudellisesti hyvin tuskallista. EKP:n kevyt rahapolitiikka auttoi talousvaikeuksissa ollutta Saksaa. Se kuitenkin loi vaikeuksia muissa ra-

haliiton jäsenmaissa. Alijäämäisen budjetin maat löysivät halvalla rahoitusta joukkovelkakirjamarkkinoilta.¹³ Irlannissa ja Espanjassa syntyi asuntomarkkinakupla. Kummankin laskua maksetaan nyt.

Kevyt rahapolitiikka Euroopan rahaliitossa aiheutti ylikvidin tilan syntyminen rahaliiton jäsenmaissa. Rahapolitiikan keveyshypoteesin mukaan valtioiden joukkovelkakirjamarkkinat laajenivat hallitsemattomasti ja nykyiset kriisi-maat saivat kohtuuttoman edullista luottoa. Reaalikorot olivat negatiiviset.

Aasian halpatyövoiman ja halpatuonnin vaikutus mitattuun inflaatioon 2000-luvulla oli tekijä, jota EKP niin kuin eivät muutkaan keskuspankit ilmeisesti riittävässä määrin ottaneet huomioon. Avotalouden makrotalusteorian mukaan tuonti-inflaatio säätelee kohtuullisen merkittävässä kotimaista inflaatiota, jos tuonin osuus kysynnässä on merkittävä, ellei valuuttakurssin muutos tätä eliminoi. Tilastot osoittavat, että maailmantalouden inflaatio aleni koko 2000-luvun ajan. Aasian kehittyvien maiden taloudellinen nousu toi työmarkkinoille satoja miljoonia työnälkäisiä työntekijöitä. Tämä johti länsimaihin suuntautuvaan tavaroiden halpatuontiin. Samalla se merkitsi kuria

¹³ Ilman Euroopan rahaliiton muodostamista nykyistä rahaliiton kriisiä ei olisi syntynyt. Ennen rahaliiton luomista Kreikan valtionlainojen korot markkinoilla olivat 25 %:n tasolla. Vaikka tämä osaltaan beijasti valuuttakurssiriskiä, markkinat myös tunnistivat maariskin olemassaolon eivätkä luottaneet Kreikan kykyyn suoriutua velvoitteestaan. Kreikan liittäminen rahaliittoon muutti markkinoiden olettamuksia. Valuuttakurssiriski poistui, mutta ilmeisesti sijoittajat luottivat rahaliiton kykyyn auttaa jäsenmaataan tarvittaessa. Kreikka sai lainaa Saksan valtionlainojen 3 %:n korolla. Ja lainattavaa riitti. Euroopan valtioiden joukkovelkakirjamarkkinat laajenivat Euroopan keskuspankin keveän rahapolitiikan myötävaikutuksella.

eurooppalaisilla ja amerikkalaisilla työmarkkinoilla. Palkkainflaatioon ei ollut varaa. Globaalilla tasolla inflaatio aleni Aasian talouskehityksen seurauksena ja Euroopassakin inflaatio pysyi matalana riippumatta siitä, mitä keskuspankki teki. Näiden mekanismien lisäksi Kiinan valuuttakurssipolitiikka on taannut sille hintakilpailuedun.

On kysyttävä, oliko EKP siis tulkinut inflaation väärin oman politiikkansa menestystarinana.¹⁴ Ainakaan se ei kokenut aiheelliseksi rajoittaa luottoekspansiota, jonka vuosiarvo kohosi jopa yli 10 prosentin tasolle.

7. Likviditeettipyramidi ja rahapolitiikan tehottomuushypoteesi

Maailmantaloudessa sijoitusvarallisuus on nykyisin 8-10 -kertainen maailman BKT:hen nähden. Perinteisen sijoitusvarallisuuden ohella etenkin luottoriskijohdannaisten määrä on kasvanut rajusti. Luottojohdannaiset palvelevat riskinhallintatehtävää. Niiden avulla luottoriskejä voidaan ostaa ja myydä. Tämä kehitys edustaa uutta riskivakuusjärjestelmää finanssi-järjestelmässä. Riskien entistä tehokkaampi jakaminen on taloustieteen näkökulmasta hyvä asia. Siihen sisältyy kuitenkin petollinen elementti, *moral hazard*, joka on ymmärrettävissä vakuutusteorian avulla. Kun sijoittajat kokevat

olevansa turvassa, riskitoleranssi kohoaa. Vahvistunut turvallisuuden tunne vähentää riskitietoisuutta. Unohdetaan se, että riskien poistaminen ei suojaa systeemiriskiltä ts. siltä, että yhden tahon joutuminen vaikeuksiin saa aikaan haitallisen ulkoisvaikutuksen. Sen johdosta koko järjestelmä voi joutua vaaraan. Systeemiriskiltä voi suojautua vain rajoittamalla riskinottoa alun perin, ei johdannaisilla.

Perinteisen rahan ja uuden likviditeetin suhde on muuttunut rajusti syystä, että rahoitusriskien vakuuttaminen on entistä helpompaa. Roche ja McKee (2007) ovat kuvanneet uusien tuotteiden ilmaantumista likviditeettipyramidiksi. Se koostuu korkoriskin ja luottoriskin hallintaan tähtäävistä koronvaihto- ja luottojohdannaissopimuksista. Likviditeettipyramidin rakenteen he arvioivat koostuneet pääasiassa johdannaisista (80 %) ja arvopaperistetusta velasta (10 %). Talouden laeva raha (9 %) ja perusraha (1 %) ovat näin määrältään pieniä näiden rinnalla. Systeemiriski näkyi USA:ssa vastapuoliriskinä sen finanssikriisin aikana. Merkittävin luottojohdannaisten myyjä oli vakuutusjätti AIG, jonka konkurssi oli aikaansaada systeemiriskin realisoitumisen kaikkine seurauksineen.

On aiheellista kysyä, mikä on likviditeettipyramidin vaikutus rahapolitiikan tehokkuuteen. Ennen rahakerroin ja perusraha määräsivät likviditeetin (= laeva raha, M3). Nyt likviditeettipyramidi on vahvistunut johdannaisten kysynnän myötä. Rochen ja McKeen näkemystä voi kuvata ajatuksella rahapolitiikan tehottomuushypoteesista. He lausuvat tämän seuraavasti: ”Rahan määrää ja hintaa ei enää voi kontrolloida keskuspankki. Rahapolitiikan kiristys ei heijastu pitkiin korkoihin halutulla tavalla.”

¹⁴ *Inflaation globalisoitumishypoteesia on jo jonkin verran pyritty selvittämään. Tätä näkemystä puoltavia tuloksia ovat raportoineet Ciccarelli ja Mojon (2005), Borio ja Filardo (2006) ja Auer ja Fischer (2010). Lievää evidenssiä Kiinan tuonnin hintavaikutuksille löysivät Kamin, Marazzi ja Schindler (2006). Globaaleille tekijöille kasvavaa merkitystä puolestaan eivät löytäneet Ibrig, Kamin, Lindner ja Marquez (2007) eikä Calza (2009).*

Esim. USA:ssa tuottokäyrä, pitkien ja lyhyiden korkojen erotus, oli laskeva finanssikriisiä edeltävällä ajanjaksolla 2004-2007. On heti esitettävä vastakysymys. Mikäli tehostomushypoteesi on totta, miksi pienetkin muutokset keskuspankin ohjauskorossa saavat aikaan väristyksiä koko rahoitusjärjestelmässä?

Hyvä tutkimustehtävä olisikin selvittää sitä, miten likviditeettipyramidi vaikuttaa keskuspankin mahdollisuuksiin vakauttaa rahoitusjärjestelmä. Mitä olisi seurannut, jos USA:n keskuspankki olisi nostanut korkoa Greenspanin aikana 2000-luvun puolessa välissä? Olisiko tämä johtanut pääoman tuonnin kasvuun? Tarjoan potentiaalisen vastauksen. On hyvä muistaa, että pääomataseen ylijäämä ja vaihtotaseen alijäämä ovat saman asian kaksi eri puolta. Niinpä on ennakoitavissa, että koron nostaminen olisi johtanut kotimaisen säästämisasteen kasvuun, varallisuusarvojen alenemiseen, vaihtotaseen ainakin osittaiseen tervehtymiseen, tuonnin vähenemiseen, Kiinan ylijäämän supistumiseen ja sitä kautta pääomataseen pienenemiseen. Prosessi olisi ollut vastakkainen sille, mitä tapahtui USA:n vaihto- ja pääomata-seessa, kun keskuspankki alensi korkotasoa 2000-luvun alussa.

Keskuspankin mahdollisuutta kontrolloida rahajärjestelmää voi yrittää mitata sillä, heijastuu rahapolitiikka pitkiin korkoihin. Tämä on empiirinen tutkimustehtävä. Miksi pitkät korot eivät sitten olisi kontrolloitavissa? Roche ja McKee tarkastelevat kahta hypoteesia. Toinen perustuu näkemykseen Aasian maiden ylisäästämisestä. Sen seurauksena USA:ssa syntyi pääomataseen ylijäämä voimakkaan pääoman tuonnin johdosta. Tämä tuotti matalat pitkät korot ja vaihtotaseen alijäämän. Toinen hypo-

teesi lähtee USA:n ylikulutuksesta, mikä olisi vaihtotaseen alijäämän selitys.

Evidenssiä tarkastellessaan Roche and McKee keskittyvät Aasian ylisäästämisshypoteesin torjumiseen. Sen mukaan Aasian ja OPEC-maiden vaihtotaseiden ylijäämä voi selittää vain 15 % USA:n pitkien korkojen alenemisestä. Toiseksi, Aasian säästämisaste oli 2000-luvulla alenevalla uralla. Niinpä säästämisestä liikatarjonnan sijaan tulisi heidän mukaansa kiinnittää sitä vastoin huomiota yritysten investointi-ideoiden niukkuuteen USA:ssa.

Ei myöskään sovi unohtaa sitä, että Kiinan vaihtotaseen ylijäämän olisi pitänyt aikaansaada sen valuutan merkittävän vahvistumisen. Kiina ei tätä halunnut. Keskuspankki osti dollarit pois omalla valuutallaan. Toisaalta Kiinassa ei edes ole avoimia rahoitusmarkkinoita tai sijoituskohteita, joihin voisi ulkomailta sijoittaa. Kiina päätyi investoimaan dollarit USA:han. Mitä ovat johtopäätökset rahapolitiikan arvioimisen kannalta? Jos yksi merkittävä pelaaja (Kiina) ei salli valuuttansa vahvistua, voiko keskuspankki tehdä mitään kulutuksen ja vaihtotaseen vajeen rajoittamiseksi? Toisaalta kansainvälisen inflaation aleneminen alensi reaalista pääomakustannusta pahentaen sijoituskuplaa; markkinat eivät myöskään odottaneet inflaatiota. Oli siis luontevaa, että pitkät korot alenivat.

Johtopäätöksenä rahapolitiikan analyysistä päädyn esittämään näkemyksen, joka on sukua perinteiselle Friedmanin säännölle, jonka mukaan nousukautena rahapolitiikka tarvitsee nopeusrajoitteen. Tämä johtaa luontevasti seuraavaan kysymykseen: tulisiko keskuspankin siis reagoida sijoitusmarkkinoiden hintakehitykseen?

8. Tulisiko keskuspankin reagoida sijoitusmarkkinoiden hintakehitykseen?

Tulisiko keskuspankkien monitoroida kuluttajahintojen ohella hintakehitystä myös osake- ja asuntomarkkinoilla? Tämä olisi vastoin *Greenspan put* –strategiaa. Ekonomistien kannat tässä kysymyksessä ovat jakautuneet.

On hyödyllistä aloittaa väitteellä, jota voi kutsua Bernanken ja Gertlerin propositioksi. Sen mukaan rahapolitiikan virityksessä tulisi ottaa huomioon sijoitusmarkkinoiden hintakehitys vain siinä määrin, kuin tällä kehityksellä on merkitystä inflaation määräytymisen kannalta (Bernanke ja Gertler 2000 ja 2001). He siis puolustavat inflaatioääntöä. Heidän tuottamansa simulaatiot viittaavat siihen, että korkopolitiikan linkittäminen sijoitusmarkkinoiden hintakehitykseen vahvistaa tuotannon ja inflaation volatilitteettia eikä voi siksi olla toivottavaa.

Väitteellä on kuitenkin haastajansa. Bordo ja Jeanne (2002) ovat sillä kannalla, että optimaalista politiikkaa ei voi summeerata yksinkertaisella politiikkasäännöllä, kuten inflaatio-tavoitekirjallisuus esittää. Borio ja Lowe (2002) huomauttavat siitä, että osakkeiden hinnat ovat aikasarjoista kaikkein volatiilein, seuraavaksi tulevat kaupallisten ja asuinkiinteistöjen hinnat. Kun perinteinen viisaus on, että hintavakauteen pyrkivä monetaarinen vakaus tuottaa sivutuotteena rahoitusmarkkinoiden vakauden, heidän mukaansa monetaarinen vakaus voi itse asiassa tuottaa rahoitusmarkkinoiden epävakauden.

Bean (2003) puolestaan näkee, että inflaatiotavoite on riittävä rahapolitiikan virityksen rakentamiseksi. Bean (2004) tosin toteaa uskeynesiläisellä makromallilla, että sijoitusten

hintojen nousu kasvattaa vakuusarvoja, kun kuplan aikana velkaantuminen lisääntyy. Kuplan puhkeaminen puolestaan heikentää tasearvoja ja johtaa luottolamaan. Tulisiko sijoitusten hinnat siis sisällyttää Taylorin sääntöön? Käytännön vaikeuksia on vastassa: 1) kuplan tulkinta on ongelmallinen, 2) rahapolitiikka vaikuttaa viipeillä, ja 3) vaadittu koron nosto voi olla suuri, jotta sillä olisi vaikutusta.

Entinen EKP:n pääekonomisti Issing (2008) esittää konsensusnäkemysten yhteenvedon, mutta myös toteaa, että tyypillisesti kupliin sijoitusmarkkinoilla on liittynyt tai niitä on edeltänyt vahva rahan tarjonnan kasvu ja luottoekspansio.

Tähän yhteyteen kannattaa vielä kirjata Kuttnerin (2011) näkemys. Sen mukaan vuosien 2007-2009 kriisin opetuksia ovat:

- (i) makrotaloudellinen vakaus ja hintavakaus eivät takaa rahoitusjärjestelmän vakautta;
- (ii) sijoitusmarkkinoiden kuplan puhkeaminen voi raunioittaa reaalityalouden;
- (iii) etenkin kriisin 2007-2009 valossa on kysyttävä, tulisiko sijoitusmarkkinoiden tila vaikuttaa rahapolitiikan linjaan ;
- (iv) Bernanken ja Gertlerin väite on aihetta haastaa;
- (v) aktivoimalla korkopolitiikkaa ei kyetä tehokkaasti rajoittamaan sijoitusten hintojen nousua; pyrkimys tähän nostaa paineita rajoittaa keskuspankin riippumattomuutta (asunnon omistajien protesti);
- (vi) sääntely ja makrovakausvalvonta voisivat toimia paremmin; Basel III on oikea keino, vaikkakin sen käyttö rajoittuu pankkeihin.

Nämä valikoidut mutta valistuneet näkemykset viittaavat siihen, että kysymys rahapolitiikan

käyttämistä sijoitusmarkkinoiden vaihteluiden tasoittamiseen jää lopulta empiiriseksi.

9. Inflaatiostako apu?

Julkisen vajeen vaikutus inflaatioon tunnetaan (Sargent ja Wallace 1981). Sen mukaan rahapolitiikalla ei voi kontrolloida inflaatiota, jos julkinen talous on alijäämäinen ja alijäämän rahoittaminen edellyttää keskuspankkirahoitusta. Julkisen sektorin budjettirajoitteen johdosta budjettivaje johtaa aikanaan inflaatioveron keräämiseen. Periaatteessa tämä riski on olemassa. Euroopan rahaliiton kriisimaat on Euroopan finanssikriisin johdosta taivuteltu kysyntää supistavaan finanssipolitiikkaan. Rahaliiton pelastaminen on kuitenkin siirretty EKP:n harteille. Seuraako tästä ja budjettivajeista johtuen siten inflaatio rahaliiton maissa?

Talouskriisejä on aikaisemmin hoidettu inflaatiolla. Perinteisen friedmanilaisen näemyksen mukaan inflaatio on monetaarinen ilmiö. Rahan tarjonnan kasvu johtaa hintojen nousuun ja valuutan devalvoitumiseen. Näin ei kuitenkaan välttämättä tapahdu tällä kertaa. USA:n taluskasvu on hidasta ja monet Euroopan maat ovat taantumassa. Japani on esimerkiksi maasta, joka pitkään on yrittänyt aikaansaada inflaatio-odotukset kysynnän elvyttämiseksi siinä kuitenkaan onnistumatta. Kun niiden valuutat ovat heikkoja, euron heikentäminen ei välttämättä toteudu. Toiseksi ennen kriisiä rahakspansio USA:ssa ja EU:ssa johti sijoitusmarkkinoiden ylikuumentumiseen, kiinteistöcuplaan ja valtioiden ylivelkaantumiseen, mutta ei silloinkaan inflaatioon. Miksi? Globaali inflaatiovauhti oli alentunut. Onko keskuspankki siis kyvytön myös aikaansaamaan inflaatiota?

Jos inflaatio saataisiin aikaan, auttaisiko se eurokriisin ratkaisemisessa? Muistutettakoon, että inflaatio on aina sekä vero että tulonsiirto ihmisten välillä. Tulonsiirtovaikutukset perustuvat ns. velkojen ja velallisten vastakkaiseen asemaan. Jos inflaatio osuu varakkaisiin, sen voi nähdä jopa hyväksyttävänä. Fisher-yhtälö kuitenkin kertoo, että inflaatio-odotusten voi odottaa heijastuvan koroissa. Aikaisempina vuosikymmeninä hallinnollisten korkojen kaudella näin ei välttämättä tapahtunut. Maailma on nyt toisenlainen. Luottolama joka tapauksessa rajoittaa EKP:n mahdollisuutta kerätä inflaatioveroa. Japanin deflaatio ja likviditeetiloukku viittaavat siihen, että inflaatioveroa ei välttämättä ole kerättävissä.

10. Rahapolitiikan epäsymmetriahypoteesi

Edellä päädyttiin siihen, että elvyttävän rahapolitiikan käyttäminen talouskriisistä irtaantumiseksi ei todennäköisesti ole menestys. Tämä vastaa näkemystä siitä, että ”narulla ei voi työntää”. Toisaalta käyty keskustelu siitä, tulisiko rahapolitiikkaa käyttää sijoituskuplan hillintään, jakaa käsitykset. Tästä huolimatta sitä ei ole kyseenalaistettu, etteikö rahapolitiikka voisi sijoitusmarkkinoiden ylikuumentumista hillitä, jos se tähän tehtävään valjastettaisiin. Muistutettakoon, että hintakehitys USA:n asuntomarkkinoilla kääntyi vuonna 2006 laskuun sen seurauksena, että keskuspankki oli käynnistänyt koron nostamisen. Rahapolitiikan vaikutukset nousun hillinnässä ja taantumista irtaantumisessa ovat siten erilaiset. Kutsun tätä rahapolitiikan epäsymmetriahypoteesiksi.

11. Lopuksi

Tässä kirjoituksessa esitetyt kolme hypoteesia ovat empiirisesti testattavia. On toivottavaa, että tuleva tutkimustyö ottaa niihin kantaa. Suuret vaihtelut finanssijärjestelmässä eivät ole meidän mieleen. Periaatteessa meille on tarjolla kaksi vaihtoehtoa:

- (i) Sallitaan likviditeetin vahvistuminen ja luottoekspansio, vaikka on tiedossa, että se saattaa johtaa sijoitusmarkkinoiden kuplaan riskitietoisuuden heiketessä ja sitä seuraavaan taantumaa. Odotetaan luottoekspansio rahoittavan kasvua ja innovoivien yritysten tuotekehittelyä. Tämä vahvistaisi taloudellista kehitystä pitkällä aikavälillä. Tätä voisi kuvata Greenspanin visioksi.
- (ii) Pyritään rajoittamaan luottoekspansioita, kun se uhkaa karata käsistä ja muodostaa kuplia sijoitusmarkkinoille. Kehitys on tasaisempaa ja tarjoaa vähemmän innovaatioita. Tätä voisi kutsua Friedmanin visioksi. Keinot valinnan tekemiseen on periaatteessa olemassa tai ainakin kehitettävissä. Oikea valinta ilmeisesti riippuu siitä, mikä on taloudenpitäjien – tavallisten ihmisten ja yritysten - riskitoleranssin suuruus. □

Kirjallisuus

“Argentine economic crisis (1999-2002)”, Wikipedia.
 Auer, R. and Fischer, A.M. (2010), “The Effect of Low-Wage Import Competition on U.S. Inflationary Pressure”, *Journal of Monetary Economics* 57: 491-503.
 Bean, C. (2003), ”Asset Prices, Financial Imbalances and Monetary Policy: Are Inflation Targets Enough?”, BIS Working Papers No. 140.

Bean, C., ” (2004), Asset Prices, Financial Instability, and Monetary Policy”, *American Economic Review* 94: 14-18.
 Bernanke, B., (1983), “Non-monetary effects of the financial crisis in the propagation of the Great Depression”, *American Economic Review* 73: 257-76.
 Bernanke, B., (1995). ”The Macroeconomics of the Great Depression: A Comparative Approach”. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27: 1-28.
 Bernanke, B. and Gertler, M. (2000), “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, NBER Working Paper 7559.
 Bernanke, B. and Gertler, M., (2001), ”Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices?”, *American Economic Review* 91: 253-257.
 Bordo, M.D. and Jeanne, O. (2002), ”Boom-Bust in Asset Prices, Economic Instability and Monetary Policy”, NBER Working Paper 8966.
 Borio, C. and Lowe, P. (2002), “Asset Prices, financial and monetary stability: exploring the nexus”, BIS Working Papers No 114.
 Borio, C. ja Filardo, A. (2007), “Globalization and Inflation: New Cross-Country Evidence on the Global Determinants of Domestic Inflation”, BIS Working Papers No 227.
 Calza, A. (2009), ”Globalization, Domestic Inflation and Global Output Gaps: Evidence from the Euro Area”, *International Finance* 12: 301-320.
 Ciccarelli, M. and Mojon, B. (2005), “Global Inflation”, European Central Bank Working Paper No. 537.
 Dash, M. (1999), *Tulipomania: The Story of the World's Most Coveted Flower and The Extraordinary Passions It Aroused*, London: Gollancz,
 Ferguson, N. (2009), *Rahban nousu. Maailman rahoitushistoria*. Helsinki: Terra Cognita.
 Friedman, M. (1959), *A Program For Monetary Stability*, Fordham University Press, New York.
 Friedman, M. (1962), *Capitalism and Freedom*, Chicago: The University of Chicago Press.

- Friedman, M. and Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of the United States, 1867-1960*, Princeton: Princeton University Press.
- Ihrig, J. Kamin, S.B., Lindner, D. and Marquesz, J. (2007), "Some Simple Tests of the Globalization and Inflation Hypothesis", Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers Number 891.
- Issing, O. (2008), "Asset prices and Monetary Policy", *Cato Journal* 29: 45-51.
- Kamin, S.B., Marazzi, M. and Schindler, J.W. (2006), "The Impact of Chinese Exports on Global Import Prices", *Review of International Economics* 14: 179-201.
- Kanninen, V. ja Malinen, T. (2010), "Taluskriisin taustat: politiikkavirheet, sairaut kannusteet vai molemmat?", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 106: 24-43.
- Krugman, P. (2009), *Lama. Taluskriisin syyt, seuraukset ja korjauskeinot*, Helsinki: HS-kirjat.
- Kuttner, K. (2011) "Monetary Policy and Asset Price Volatility", Williams College Department of Economics Working Papers 2011-4.
- Roche, D. and McKee, B. (2007), *New Monetarism*, London: Independent Strategy.
- Rothbard, M. N. (1963), *America's Great Depression*, Mises Institute.
- Sargent, T.J. and Wallace, N. (1981), "Some Unpleasant Monetarist Arithmetic", *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review* 5(3): 1-17.