

Taluskriisi ja keskuspankkien muuttuva rooli

Erkki Liikanen

Suurilla taluskriiseillä on usein ollut käänteentekevä vaikutus siihen, miten talouspolitiikan tehtävät ja mahdollisuudet ja erityisesti keskuspankkien asema on ymmärretty. Keskuspankkien tehtäväkenttä on yleismaailmallisesti muodostumassa laajemmaksi kuin ennen rahoitusmarkkinakriisin puhkeamista. EKP ja euroalueen keskuspankit muodostavat tässä oman erikoistapauksensa, mikä selittyy talous- ja rahoituksen rakenteella ja Euroopan sisäisellä poliittisella dynamiikalla. EKP:n asema ja tehtävät muuttuvat ensi syksynä merkittävästi, kun yhteinen pankkivalvonta alkaa ja EKP ottaa vastuulleen kaikkien euroalueen pankkien valvonnan. Rahoituspolitiikan poikkeukselliset toimet kriisin oloissa ja pankkivalvontatehtävien tuleva hoito ovat olleet EKP:lle ja eurojärjestelmälle välttämättömiä ja koko euroalueen kannalta hyödyllisiä askeleita. Samalla on kuitenkin huolehdittava myös muilla keinoin siitä, että jännitteet rahoitusmarkkinoiden vakauden suhteen eivät kasva liiaksi. Tämä koskee varsinkin kahta asiaa: valtioiden velkaantumisen palauttamista kestävälle uralle ja pankkien riittävän vakavaraisuuden turvaamista.

Yksi viime vuosina koetun kansainvälisen taluskriisin seurauksista on, että keskuspankkien asema talouspolitiikassa on korostunut. Keskuspankeilla on ollut keskeinen rooli kriisinhallinnassa. Nyt kun talouden hallintaa koetetaan eri tavoin vahvistaa, keskuspankeille on tulossa uusia tehtäviä, erityisesti euroalueella.

Äärimmäisen tulkinnan tästä kehityksestä esitti amerikkalainen journalisti David Wessel, jonka finanssikriisin puhkeamista käsittelevän mainion kirjan *In Fed We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic* kannen alaotsikkona esiintyy lause ”miten Federal Reservestä tuli neljäs valtioelin”, siis kongressin, presidentin ja korkeimman oikeuden rinnalle (Wessel 2009). Samantapaista pohdintaa on esiintynyt

muuallakin, myös Euroopassa. Keskuspankeista on jopa sanottu, että ne ovat ”*the only game in town*”. Se on enemmän huolestuttanut kuin ilahduttanut keskuspankkiväkeä.

Rahoitusmarkkinakriisi on muuttanut ja muuttaa keskuspankkien toimintaa. On jouduttu arvioimaan keskuspankkitoiminnan perusteita uudelleen sekä tehtävien että välineiden suhteen. Kriisi on jopa herättänyt kysymyksiä siitä, miten viime vuosikymmeninä vakiintunut keskuspankkien itsenäinen asema soveltuu uuteen tilanteeseen, jossa niiden vaikutusvalta on korostunut.

Suurilla taluskriiseillä on myös aikaisemmin ollut käänteentekevä vaikutus siihen, miten talouspolitiikan tehtävät ja mahdollisuudet

ja erityisesti keskuspankkien asema on ymmärretty. Merkittäviä käännekohtia tässä suhteessa olivat 1930-luvun suuri lama (*Great Depression*) ja 1970-luvun suuri inflaatio (*Great Inflation*). Kumpikin johti suuriin muutoksiin, eikä tilanne niiden jälkeen enää palautunut entiselleen.

Viimeiset viisi vuotta voivat hyvin olla merkittävyydeltään verrattavissa 1930-luvun lamaan tai 1970-luvun stagflaatiojaksoon. Yhdysvaltain keskuspankin Fedin uusi varapääjohtaja, Israelin keskuspankin entinen pääjohtaja ja IMF:n entinen varapääjohtaja, professori Stanley Fischer on todennut, että talouspolitiikan oppikirjat tullaan kirjoittamaan uusiksi tämän kriisin jälkeen. Voi olla myös niin, että tämän aikakauden katsotaan johtaneen yhtä suuriin muutoksiin talouspolitiikan käytännössä ja instituutioissakin kuin edelliset murroskaudet.

1. Keskuspankkien aseman muotoutuminen

On vielä liian aikaista yrittää tehdä kattavaa arvioita siitä, millaisia vaikutuksia talouspolitiikan ja erityisesti rahapolitiikan doktriineihin viimeksi koetulla kriisillä tulee pitkän päälle olemaan. Tiettyjä linjoja on kuitenkin hahmotunut.

Ehkä on syytä aluksi hahmotella niitä vaihteita, joiden kautta nykyiseen talouspolitiikan työnjakoon ja tehtävien määrittelyyn on tultu.

1930-luvun ja sitä seuranneen sota-ajan komentotalouden kokemusten jälkeen rahapolitiikka asetettiin vuosikymmenien ajaksi osaksi koordinoitua yleistä talouspolitiikkaa. Se pyrittiin suuntaamaan aiemman hintavakaus- (kultakanta-) painotuksen sijasta osaksi yleistä kysynnän sääntelyä eli täystyöllisyys- ja kasvu-

politiikkaa. Teoreettiset perusteet tälle otettiin keynesiläisestä makrotaloustieteestä. Keskuspankkien itsenäisyys väheni merkittävästi, esimerkiksi Yhdysvalloissa jo 1933 Rooseveltin New Dealin aikaan, ja Britanniassa ja Ranskassa heti sodan jälkeen, kun keskuspankit näissä maissa kansallistettiin.

Keskuspankkien välineistö muuttui, ja ne saivat laajoja sääntelyvaltuuksia ulkomaisten pääomanliikkeiden, pankkikorkojen ja pankkien sijoitusten koostumusten suhteen. Rahoitusmarkkinoiden säännöstely kiristyi, mutta varsinaisen vakauspolitiikan tarve sen nykyisessä merkityksessä oli pieni, koska pankkijärjestelmät olivat yleensä ottaen hyvin vakaat. Ajoitaisia maksutasekriisejä toki esiintyi.

Tämä toisen maailmansodan jälkeen vakiintunut järjestelmä ajautui kuitenkin umpikujaan 1970-luvulla. Inflaatio kiihtyi kaksinumeroisiin lukuihin kaikissa johtavissa teollisuusmaissa (Saksaa lukuun ottamatta), samalla kun työttömyys nousi korkeimmalle tasolle sitten 1930-luvun laman. Tilanne muodostui kestävämmäksi ja talouspolitiikassa tapahtui 1980-luvun alkuvuosina perusteellinen uudelleenarviointi kaikkialla länsimaissa.

Kokemukset 1970-luvun inflaatiosta ja sen nujertamisesta seuraavalla vuosikymmenellä opettivat, että rahapolitiikalla on oma erityistehtävänsä talouspolitiikan kokonaisuudessa. Sen tärkein tehtävä on ylläpitää luottamus rahan arvoon. Jos tässä epäonnistutaan, ei rahapolitiikalla voida tukea tehokkaasti muitakaan talouspolitiikan tavoitteita, kuten kestävästä kasvusta ja työllisyyttä.

Rahapolitiikan tehtävien uudelleen määrittelyyn vaikutti yhtäältä taloustieteen teoreettinen kehitys, ja toisaalta Saksan rahapolitiikan kokemukset. Taloustieteessä alettiin antaa aikaisempaa suurempi paino odotusten merki-

tykselle inflaatioprosessissa. Saksa, jonka keskuspankki oli poikkeuksellisen itsenäinen, selvisi 1970-luvun myrskyistä muita maita paremmin. Se luettiin Bundesbankin johdonmukaisen inflaation vastaisen talouspolitiikan ansioksi. Tällä oli suuri merkitys muiden maiden rahapolitiikalle yleensä, ja Euroopan rahaliiton tulevalle rakenteelle erityisesti.

1970-luvun inflaation jälkeen rahapolitiikan keskeiseksi tehtäväksi nousi siis rahan arvoon kohdistuvan luottamuksen ylläpitäminen, eli inflaatio-odotusten vakauttaminen matalalle tasolle. On tullut tavaksi puhua inflaatio-odotusten ”ankkuroinnista”. Ymmärrettiin, että juuri tämä tavoite määrittää keskuspankin roolin talouspolitiikan työnjaossa. Rahapolitiikan instituutiot ja käytännöt muotoiltiin 1980- ja 1990-luvulla yhä useammissa maissa tämän mukaan.

Ehkä parhaiten uuden keskuspankkidoktriinin kiteytti edellä mainitsemani Stanley Fischer kuuluisassa esitelmässään ”Modern Central Banking”, jonka hän piti vuonna 1994 Lontoossa Bank of Englandin 300-vuotisjuhla-konferenssissa. Fischer oli puhetta pitäessään MIT:n professori.

Fischerin hahmottelemat periaatteet olivat seuraavat (Fischer 1994):

1. Keskuspankilla pitää olla selkeästi määriteltävä tehtävä, joka on hintavakauden ylläpitäminen, ja sen pitää sitoutua julkisesti tavoitteeseensa.
2. Keskuspankilla pitää olla toiminnallinen itsenäisyys rahapoliittisten välineidensä, kuten korkojen käytössä tavoitteensa saavuttamiseksi. Itsenäisyyteen kuuluu myös, että keskuspankkia ei saa velvoittaa rahoittamaan valtion budjettivajetta.
3. Itsenäisyyden vastapainoksi Fischer korosti, että keskuspankin pitää olla myös

tilivelvollinen toimistaan eli vastuussa sille asetetun tavoitteen saavuttamisesta.

Samalla kun nämä periaatteet valtasivat alaa rahapolitiikassa, teollisuusmaiden taloudellisessa kehityksessä alkoi hyvin suotuisa vaihe, jota on kutsuttu ”suureksi moderaatioksi” (*Great Moderation*). Matalan inflaation ja tasaisen talouskasvun aikaa kesti toistakymmentä vuotta, aina finanssikriisin puhkeamiseen saakka.

Päällisin puolin suotuisalta näyttänyt kehitys kätki kuitenkin alleen kasaantuvia riskejä. Yksi oli kansanvälisen talouden tasapainotomuudet ja toinen pankkien taseiden ja riskien valtava kasvu, minkä pankkien sääntelyn puutteet osaltaan mahdollistivat. Vuonna 2007 alkanut ja vuonna 2008 kärjistynyt kansainvälinen finanssikriisi paljasti ennen näkemättömällä tavalla maailmantalouden ja luottojärjestelmän haurauden.

Saattaa olla yllättävää, että viime vuosien talouskriisi ei rajuudestaan huolimatta ole muuttanut rahapolitiikan periaatteita. Fischerin määrittelemät ”modernin keskuspankkitoiminnan” periaatteet ovat pysyneet voimassa. Voi pitää jopa hämmästyttävänä, kuinka hyvin keskuspankit ovat pystyneet näissäkin todella äärimmäisissä oloissa saavuttamaan ensisijaiseksi asetetun tavoitteensa, hintavakauden ja inflaatio-odotusten ankkuroinnin. Itsenäisyydellä ja sen herättämällä luottamuksella lienee tässä keskeinen osuus.

Samalla keskuspankit ovat joutuneet aktiivoitumaan rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaajina tavalla, jota ei ole tarvittu sitten 1930-luvun alun. Silloin katastrofaaliset pankkikriisit raunioittivat sekä Yhdysvaltojen että Saksan taloudet ja käynnistivät jyrkän globaalin deflaatiokierteen.

Vakauden turvaaminen on aina kuulunut keskuspankkien tehtäviin, mutta normaaliakoi-

na se ei ole ollut etualalla. Nyt kriisin rajuuden ja inflaatiopaineiden laantumisen vuoksi vakauden turvaaminen ja siihen liittyvät politiikkavalinnat ovat nousseet aivan keskeiselle sijalle keskuspankkien käytännön toiminnassa.

2. Kriisin alkuvaihe: Subprime-kriisistä systeemikriisiin

On syytä käydä lyhyesti läpi, miten kriisin eri vaiheisiin on reagoitu ja miten kukin vaihe on vaikuttanut keskuspankkien rooliin talouspolitiikassa.

Rahoituskriisin ensimmäinen vaihe, jota voidaan nimittää *Subprime-kriisiksi*, alkoi Yhdysvalloista kesällä 2007, ja rantautui Eurooppaan 9. päivänä elokuuta. Tuolloin rahamarkkinoiden vaihto yhtäkkiä miltei pysähtyi ja markkinoilla vaikuttavat riskiliset kasvoivat jyrkästi. Se tuntui silloin dramaattiselta, vaikka myöhempiin tapahtumiin verrattuna olikin vasta alkusoihto.

Vaiheelle oli ominaista kiinteistösidonnaisten sijoitusten arvon ja likvidisyyden romahdus. Asuntojen hinnat kääntyivät Yhdysvalloissa laskuun, mikä vaikutti asuntolainoista pakeitoitujen ja strukturoitujen arvopaperien arvoon. Samalla syntyi laajaa epävarmuutta siitä mikä strukturoitujen lainojen todellinen arvo oli ja kuka niihin oli sijoittanut. Turbulenssi levisi kesällä 2007 Eurooppaan, koska monet rahoituslaitokset olivat ostaneet taseisiinsa tai omistamiinsa erillisyhtiöihin näitä tuotteita.

Kriisi ei tullut aivan odottamatta, sillä sen syntymiseen vaikuttanut riskien alihinnoittelu globaaleilla markkinoilla oli huomattu. Muun muassa EKP:n silloinen pääjohtaja Jean-Claude Trichet oli ennen kriisin puhkeamista huomauttanut julkisuudessa, että eräät sijoittajat eivät markkinoiden noustessa ottaneet mahdollisia

riskejä täysin huomioon (esim. Trichet 2007). Mahdollisen hallitsemattoman korjausliikkeen vaaroista keskusteltiin keskuspankkien piirissä, mutta korjausliikkeen ajankohtaa tai edessä olevien ongelmien mittakaavaa ei osattu ennustaa.

Jo syyskuussa 2007 brittiläinen, asuntorahoitukseen erikoistunut Northern Rock -pankki joutui maksuvalmiuskriisiin, mikä käynnisti ensimmäisen pankkiryntäyksen Britanniassa 150 vuoteen. Englannin Pankki joutui myöntämään Northern Rockille massiivista maksuvalmiustukea ja myöhemmin pankki kansallistettiin. Myös euroalueella pankkien välinen rahamarkkina hytyi kasvaneen epävarmuuden vuoksi ja EKP joutui kasvattamaan markkinoilla olevan keskuspankkirahan määrää poikkeuksellisilla luotto-operaatioilla.

Yhdysvalloissa kriisin tämän vaiheen kuuluisin uhri oli investointipankki Bear Stearns, jonka konkurssin Yhdysvaltain keskuspankki Fed torjui suurilla luotto-operaatioilla maaliskuussa 2008. Sen jälkeen Bear Stearns fuusioitiin toiseen investointipankkiin (JP Morgan).

Rahoituskriisi siirtyi toiseen, *systemiseen vaiheeseensa* syksyllä 2008. Tässä merkkipaaluuna oli Lehman Brothers -investointipankin konkurssi Yhdysvalloissa syyskuun 15. päivänä.

Lehmanin kaatumisen antama viesti markkinoille oli, että suuri pankki voi kaatua. Konkurssi nosti hetkessä epävarmuuden ja epäluottamuksen rahoitusmarkkinoilla aivan uudelle tasolle koko maailmassa. Pankkien välinen rahamarkkina, johon niiden maksuvalmius oli suurelta osin perustunut, lakkasi käytännössä toimimasta.

Suuri määrä pankkeja, jotka olivat varainhankinnassaan riippuvaisia lyhytaikaisesta markkinarahoituksesta, joutui vaikeuksiin ja riippuvaisiksi keskuspankeista. Erityisen haavoittuva oli Islannin pankkijärjestelmä, jonka

koko liiketoimintamalli ajautui umpikujaan. Islannin rahoitusjärjestelmä romahti kokonaan lokakuussa 2008.

Oli selvää, että luottomarkkinoiden tyrehtymisellä olisi vahingollisia vaikutuksia. Yksi tapa, jolla keskuspankit reagoivat tilanteeseen, oli tietysti niiden pääinstrumentilla eli ohjauskorolla. EKP aloitti marraskuun alussa ohjauskorkonsa jyrkän alentamisen. Ohjauskoron alentaminen alkoi tasolta 4,25 prosenttia, mutta jo puolen vuoden kuluttua korko oli laskettu yhteen prosenttiin. Yhdysvallat toimi vielä nopeammin ja meni vielä pitemmälle – jo vuoden 2008 loppuun mennessä Fedin ohjauskorko oli painettu 0,25 prosenttiin.

Lehmanin konkurssin jälkeen herännyttä kriisitietoisuutta kuvaa ennennäkemättömän ripeä ja hämmästyttävän hyvin toiminut kansainvälinen yhteistyö juuri kriisin pahimmassa vaiheessa. Yhteistyö erityisesti keskuspankkien kesken oli hyvin tehokasta. Euroopassa pankit kärsivät tarvitsemansa dollarimääräisen rahoituksen ehtymisestä, minkä vuoksi EKP ja Federal Reserve sopivat suurista swap -järjestelyistä, joiden tuloksena EKP sai omaa valuuttaansa vastaan dollareita lainattavaksi euroalueen pankeille. EKP, Fed ja neljä muuta johtavaa keskuspankkia toteuttivat myös harvinaisen yhteisen koronalennuksen lokakuussa 2008.

Keskuspankkien toimenkuvassa kriisin aikana tapahtuneen muutoksen kannalta merkittävämpää on kuitenkin se, mitä keskuspankit tekivät korkojen alentamisen lisäksi.

Oli selvää, että keskuspankkien oli suuntauduttava korkojen lisäksi pankkien maksuvalmiuden turvaamiseen. Lokakuussa 2008 EKP aloitti niin sanotun täyden jaon politiikkansa, jonka mukaisesti se on siitä lähtien antanut pankeille luottoa niin paljon kuin ne haluavat vallitsevalla ohjauskorolla ottaa, kunhan

niillä on luotonottoon tarvittavat, EKP:n hyväksymät vakuudet. Myös tällaisten luottojen vakuuksiksi kelpaavien arvopapereiden kirjoja on kriisin aikana laajennettu.

Lisäksi pankeille ryhdyttiin antamaan entistä pitkäaikaisempaa luottoa. Ennen kriisiä EKP:n luotto-operaatiot pankkien kanssa olivat yleensä viikon pituisia. Vähentääkseen pankkien epävarmuutta pankkien maksuvalmiudesta EKP on kriisin aikana lisännyt vakuudellisen luoton tarjontaa pankeille myös pitemmissä maturiteeteissa. Luottoa on välillä annettu jopa kolmeksi vuodeksi.

Pitkillä operaatioilla on ollut tärkeä pankkijärjestelmän likviditeettiä kasvattava ja erityisesti likviditeettiepävarmuutta vähentävä vaikutus, mutta tilanteen nyttemmin melko lailla rauhoituttua suuri osa lainatusta ylimääräisestä likviditeetistä on palautunut keskuspankkeihin.

Keskuspankkien toiminta markkinoiden toiminnan turvaamiseksi olisi tuskin ollut mahdollista ilman hallitusten tukea. Marraskuussa G20 -maat sitoutuivat osaltaan tukemaan pankkijärjestelmien maksuvalmiutta, mutta samalla myös sitoutuivat tehostamaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyä ja valvontaa. Tämä on käynnistänyt joukon erittäin merkittäviä prosesseja, sääntelyhankkeita, joilla mennään kriisienhallintaa pitemmälle ja pyritään vahvistamaan rahoitusjärjestelmä rakenteita tulevaisuutta varten siten, että vuoden 2008 katastrofi ei voisi toistua.

Ainakin rahoitustoimialan sääntelyn osalta maailma on siirtynyt uuteen vaiheeseen.

3. 1930-luvun kokemus ja nykyinen finanssikriisi

Keskuspankkien reagoinnin nopeus kriisin alkuvaiheessa ja niiden toiminnan määrätietoi-

suus kriisiin jatkuessa johtuvat suurelta osin 1930-luvun kokemuksista. Keskeisessä asemassa vuoden 2008 ja sen jälkeisen rahapolitiikan muotoutumisessa on ollut Fedin pääjohtaja Ben Bernanke, joka ennen keskuspankkiuraansa oli erikoistunut juuri 1930-luvun laman tutkimukseen.

Bernanken johtajuudella oli suuri merkitys siinä, että maailman rahoitusjärjestelmän totaalinen sortuminen pystyttiin välttämään. Ilman hänen tutkijan urallaan muodostamaansa näkemystä 1930-luvun laman syistä Fedin reaktiot olisivat todennäköisesti olleet paljon varovaisempia ja hitaampia.

Jo ennen Bernanken töitä tutkimus oli päätyntä korostamaan rahapolitiikan virheiden osuutta 1930-luvun laman syventäjänä. Keskeisin teos oli Milton Friedmanin ja Anna Schwartzin kuuluisa *A Monetary History of the United States*, joka ilmestyi vuonna 1963. Sen mukaan 1930-luvun laman syvyys johtui siitä, että rahapolitiikka varsinkin Yhdysvalloissa oli kriisin puhkeamisen jälkeen liian kireää ja salli rahan määrän jyrkän supistumisen.

Friedmanin mielestä Fedin epäonnistumisen taustalla olivat erityisesti Fedin luotonantoon liittyneet vakuusvaatimukset, eli sen pitäytyminen ns. *real bills*-opissa. Tämän opin mukaan keskuspankin piti antaa luottoa vain korkealaatuisia yksityisiä vekseleitä vastaan, joilla piti olla kaupallinen tausta. Tällaista materiaalia ei ollut 1930-luvun laman alettua riittävästi, joten keskuspankin luotonanto ei voinut kasvaa. Friedmanin mukaan Fedin olisi pitänyt käyttää laajoja valtionpaperien ostoja (avomarkkinaoperaatioita) estääkseen rahan määrän supistumisen, mutta *real bills*-oppi esti tämän. Seurauksena oli rahan määrän supistuminen, kokonaiskysynnän romahdus ja deflaatiokierre.

Ben Bernanke kirjoitti ensimmäiset 1930-luvun lamaa koskevat tutkimuksensa jo 1980-luvun alussa (Bernanke 1983). Bernanken tutkimukset korostivat sitä, että suuren laman syvyyttä ei voinut selittää pelkästään monetarisilla tekijöillä (korkotasolla ja rahan määrällä), vaan keskeinen syy laman syvenemiseen oli pankkikriisi. Pankkeja ei autettu, jolloin niiden kaatuminen joukoittain johti luotontarjonnan romahdukseen. Yhdysvalloissa noin puolet pankeista kaatui vuosien 1930–1933 aikana. Pankkikriisin aiheuttama luottolama (*credit crunch*) ja sitä seurannut konkurssiaalto syvensivät Bernanken johtopäätösten mukaan Yhdysvaltojen 1930-luvun alun taantuman totaliseksi talouskriisiksi. Hän kritisoi Fedia siitä, että se ei silloin täyttänyt hätärahoittajan tehtäväänsä pankkien ahdingon lievittämiseksi.

Toinen teema 1930-luvun kriisin tutkimuksessa on ollut kansainvälisen valuuttajärjestelmän merkitys. Bernanke on arvioinut 1930-luvun kokemuksia käsitelleessä esitelmässään (vuodelta 2004), että yritykset pysyvä kultakannassa selittävät, miksi maailmantalouden supistuminen oli niin syvä ja laaja. Bernanke viittaa mm. Barry Eichengreenin tutkimuksiin, joissa pidetään juuri kultakantaa 1930-luvun maailmanpulan keskeisenä syynä ja katsoo, että niissä oloissa kultakannasta irtautuminen oli suuresta lamakaudesta elpymisen ehto (Eichengreen 1992).

Kultakantainen rahajärjestelmä levitti lamaa maailmalla, koska se esti maksutaseeltaan alijäämäisiä maita keventämästä rahapolitiikkaa silloinkin, kun maiden sisäinen taloudellinen tilanne sitä olisi vaatinut. Ne joutuvat päinvastoin kiristämään rahapolitiikkaansa pysytelläkseen kultakannassa, eivätkä näiden maiden keskuspankit kultakannan sitomina pystyneet myöskään toimimaan hätärahoittajina ja tuke-

maan kotimaidensa pankkijärjestelmien mak-suvalmiutta. Näin taantuma levisi ylijäämäisistä maista, joita 1930-luvulla olivat USA ja Ranska, maksutaseeltaan heikkoihin maihin (tuolloin mm. Saksa ja Britannia).

Bernanke ja Eichengreen korostavat sitä, että 1930-luvulla kansainvälisellä rahajärjestelmällä ei ollut selkeää johtajaa, joka olisi vastannut koko järjestelmän toimivuudesta. Erityisesti Yhdysvallat, jonne maailman kultavarannot virtasivat, ei kantanut kansainvälistä vastuutaan. Ajatus siitä, että kansainvälisen rahajärjestelmän vakaus vaatii johtajuutta ja rahapolitiikan harjoittamista kansainvälisistä lähtökohdista, on alkujaan peräisin Charles Kindlebergerin tutkimuksista (Kindleberger 1973).

On selvää, että 1930-luvun kokemusten traumaattinen muisto ja siihen perustuva käsitys rahapolitiikan tehtävistä markkinoiden toimivuuden turvaajana selittävät pitkälti kaikkien keskuspankkien ja varsinkin Yhdysvaltojen rahapolitiikan linjavalinnat nykyisen talouskriisin aikana.

1930-luvun kokemusten nousu uudelleen ajankohtaiseksi ei ole välttämättä ristiriidassa 1970-luvun jälkeen muotoutuneen doktriinin, eli itsenäisten keskuspankkien harjoittaman hintavakauteen pyrkivän rahapolitiikan kanssa. Voimme odottaa, että se rahapolitiittinen ajattelu- ja toimintatapa, johon maailmalla ollaan ilmeisesti nyt siirtymässä, tulee olemaan jonkinlainen synteesi näistä kahdesta. Kun usko sääntelemättömien markkinoiden itseään korjaaviin ominaisuuksiin on vähentynyt, tuleva raha- ja rahoitusmarkkinapolitiikka tulee koostumaan sekä hintavakauden tavoittelusta (perinteisestä rahapolitiikasta) että entistä suunnitelmallisemmasta ja paremmin organisoidusta rahoitusmarkkinoiden vakauden tavoittelusta.

4. Talouskriisistä valtionvelkakriisiin

Osoittautui, että vaikka rahoitusjärjestelmä pystyttiin pitämään toimintakunnossa, eikä ns. systeemistä romahdusta syksyllä 2008 tapahtunut, se ei estänyt maailmantalouden painumista syvään taantumaan, kun yhtäkkiä liiallisiksi osoittautuneita velkaantumisasteita ja riskisijoituksia ryhdyttiin joka taholla purkamaan. Tämä johti kriisiin kolmanteen vaiheeseen, *globaaliin talouskriisiin*. Suuri taantuma (Great Recession) iski koko voimallaan vuonna 2009.

Se voima, millä finanssikriisi iski reaalityönteeseen, tuli kaikille ennustajille yllätyksenä. Tehty ennustevirhe on varmaan kaikkien aikojen suurin. Maailmankauppa lähes pysähtyi vuodenvaihteessa 2008/2009, ja seuraavana vuonna nähtiin melkein kaikissa kehittyneissä maissa suurin bruttokansantuotteen pudotus sitten toisen maailmansodan.

Yhdysvalloissa BKT supistui yli 3 prosenttia, euroalueella 4,5 prosenttia ja Suomessa peräti 8,5 prosenttia. Se oli selvästi isompi pudotus kuin vuonna 1991, Suomen edellisen talouskriisin pahimpana vuonna. Kokonaisuksyynnän romahdus maailmantaloudessa vaikutti myös hintoihin, ja useissa maissa inflaatio painui joksikin aikaa jopa negatiiviseksi.

Taantuma ei kuitenkaan ainakaan alkuvaiheessa vaikuttanut niin paljon kansalaisten elämään kuin BKT-lukujen perusteella olisi voinut ajatella. Korkojen aleneminen ja valtioiden budjettivajeiden kasvu ylläpitivät yksityistä kulutusta, vaikka vienti ja teollisuustuotanto supistuivat voimakkaasti.

Valtioille syntyneet suuret budjettialijäämät merkitsivät hyvin ekspansivista finanssipolitiikkaa, joka ei voinut kuitenkaan jatkua pitkään. Niissä maissa, joissa valtiontalous oli ol-

lut alun perinkin heikossa kunnossa, kuten Kreikassa, tai joissa pankkisektorin romahdus ja sen pelastustoimet olivat äkkiä kasvattaneet valtion velkataakan aivan liian suureksi, kuten Irlannissa, finanssipolitiikan rajat tulivat vastaan ensimmäisinä. Tämä johti kriisin seuraavaan vaiheeseensa.

Kriisin neljäs vaihe, *valtionvelkakriisi* kärjistyi keväällä 2010, kun Kreikan suuret alijäämät johtivat markkinoiden luottamuksen katoamiseen ensin Kreikkaan ja sitten muihinkin taloudeltaan heikoimpiin euromaihin. Euroalueen maiden talouskehitys ja luottoriskit eriytyvät nyt toisistaan, ja EKP:n tuossa vaiheessa kasvua tukeva rahapolitiikka ei enää välittynyt koko alueelle.

Valtioriski häiritsi markkinoiden toimintaa ja rahapolitiikan välittymistä. Euroalueen rahoitusmarkkinat sirpaloituivat alueellisesti ja pankkien ongelmat kasvoivat. EKP käynnisti tässä tilanteessa niin sanotun arvopaperimarkkinaohjelman (*Securities Market Purchases* eli SMP-ohjelman) lieventääkseen markkinoilla vallitsevia jännitteitä. Ohjelman puitteissa ostettiin markkinoilta niiden maiden valtionvelkakirjoja, joiden markkinat olivat pahiten häiriintyneet. Kaikkiaan näitä papereita ostettiin noin 200 miljardin euron arvosta sinä noin puolentoista vuoden aikana kun ohjelma oli toiminnassa.

Valtionvelkakriisin aiheuttamien jännitteiden vähentämiseksi pankeille tarjottiin nyt myös erityispitkiä, 3 vuoden pituisia keskuspankkiluottoja (*Long-Term Refinancing Operations*, LTRO) joulukuussa 2011 ja maaliskuussa 2012. Likviditeetin saatavuuden varmistamiseksi myös EKP:n luotto-operaatioissa kelpaavien vakuuksien joukkoa laajennettiin. Vakuuksiin sovelletaan eurojärjestelmässä aliar-

vostusprosentteja, joilla vakuuspolitiikkaan sisältyvää luottoriskiä hallitaan.

Euroalueen kriisin pitkittyessä kriisin viides vaihe, *Euroopan luottamuskriisi* alkoi kesällä 2012, kun hermostuneisuus valtionlainamarkkinoilla kärjistyi ja kohdistui nyt jo euroalueen suuriin maihin Espanjaan ja Italiaan. Markkinoilla alettiin spekuloida sillä, että jokin maa tai maat saattaisivat joutua jopa eroamaan rahaliitosta.

Luottamuksen horjuminen euroalueen kestävytyteen kiirehti poliittisen tason linjauksia tilanteen vakauttamiseksi. Kesäkuun 2012 lopussa euroalueen valtiovarainministerit antoivat julkilausuman, jossa he sitoutuivat purkamaan pankkien ja valtioiden luottokelpoisuuden välisen kohtalonyhteyden ja sitoutuivat myös euroalueen pankkivalvonnan yhdistämiseen EKP:n vastuulle, mitä EU:n komissio oli jo aikaisemmin esittänyt.

Tämä oli yksi lähtölaukaus EU:n niin sanotun pankkiunionin muodostamiselle, jonka puute oli osoittautunut yhdeksi rahaliiton niin sanotuista valuvioista eli sen haurauden syistä. Se osoitti myös, että euroon oli sijoitettu enemmän poliittista pääomaa kuin sen koossa pysymistä epäilleet olivat ehkä ajatelleet.

Heinäkuun 26. päivänä, siis kuukauden verran euroryhmän kannanoton jälkeen EKP:n pääjohtaja Mario Draghi sanoi Lontoossa pitämässään puheessa nyt jo kuuluisiksi tulleet sanansa: "EKP on valmis tekemään toimivaltuuksiensa puitteissa kaiken tarvittavan euron turvaamiseksi. Ja uskokaa minua, se tulee riittämään."

Puheen markkinavaikutus oli erittäin voimakas ja myönteinen. Sitä on jälkeensä pidetty hyvällä syyllä jopa käänteentekeväenä. Paine Espanjan ja Italian valtionlainojen markkinoilla alkoi hellittää, vaikka yksityiskohtaista

ohjelmaa Draghin sanojen konkretisoimiseksi ei vielä tuolloin esitettykään.

Konkreettinen sisältö tuli julkisuuteen elokuun alussa, kun EKP:n neuvosto ilmoitti uuden, valtion velkakirjoihin kohdistuvan osto-ohjelman luomisesta. Ohjelman yksityiskohdistusta sovittiin ja niistä tiedotettiin syksyn mittaan. Ohjelman nimeksi tuli ”rahapoliittiset suorat kaupat” (*Outright Monetary Transactions*, OMT). Ohjelmalla pyrittäisiin poistamaan markkinoilta sellaiset riskilisät, jotka perustuisivat spekulatioon jonkin maan irtoamisesta euroalueesta.

Suorien kauppohen ohjelman kokoa ei ennalta rajoitettu, mutta siihen liitettiin sen tehon varmistamiseksi ja EKP:n rahapolitiikan suojelemiseksi tiettyjä ehtoja. Tärkein oli, että ohjelma voisi kohdistua vain sellaisen maan valtionpapereihin, jolla oli hyväksytty IMF:n ja EU:n valvoma talouden tervehdyttämishjelma, ja jota maa noudattaa.

Suorien kauppohen ohjelma on tähän asti täyttänyt tarkoitustaan eräässä mielessä optimaalisella tavalla: se on rauhoittanut markkinoita merkittävästi vaikka sitä ei ole tarvinnut aktivoida.

5. Poikkeuksellisten toimien arviointia

EKP:n rahapoliittisen välineistön laajenemisen tärkeimmät muodot kuluneina kriisin vuosina ovat kootusti sanoen olleet: siirtyminen ennalta rajoittamattomaan luotonantontaan eli ”täyden jaon periaatteeseen” rahapolitiikan luotto-operaatioissa (*Fixed Rate Full Allotment*); valuuskelpoisen materiaalin laajentaminen; pitkäaikaiset luotto-operaatiot; sekä jossain määrin myös arvopaperikaupat (sisältäen myös

viimeisimpänä muttei vähimpänä toistaiseksi reservissä pidetyn OMT-ohjelman).

Eurojärjestelmän yhteisten toimien lisäksi kansalliset keskuspankit ovat lisäksi toteuttaneet omissa maissaan määrättyjä hätärahoitus-operaatioita pankkikohtaisten maksuvalmiusongelmien hoitamiseksi.

Uusimpana lisäyksenä tähän listaan voidaan ehkä liittää kuluvana vuonna käyttöön otettu rahapolitiikan ”ennakoiva viestintä” (*Forward Guidance*), tulevaa korkopolitiikkaa koskevat säännölliset kannanotot, joilla on nyt pyritty lisäämään kasvua tukevan rahapolitiikan tehoa.

Vaikka eri keskuspankkien keinovalikoimat ovat jossain määrin erilaiset, ovat niiden poikkeukselliset toimet kriisin aikana johtaneet kaikkialla keskuspankkien taseiden melkoiseen kasvuun ja siihen liittyen myös keskuspankkirahan määrän kasvuun. Tämä on herättänyt kritiikkiä varsinkin niiden kommentaattorien piirissä, jotka pelkäävät, että keskuspankkirahan määrän kasvu voisi johtaa inflaation kiihtymiseen. Tätä keskustelua on käyty sekä Yhdysvalloissa että myös euroalueella.

Inflaation kiihtymisestä ainakaan euroalueella ei kuitenkaan ole merkkejä. Vaikka keskuspankkirahan määrä on kasvanut, se ei ole johtanut yleiseen rahan tarjonnan lisääntymiseen. Itse asiassa tuoreimmat tiedot kertovat euroalueen hintapaineiden vähenemisestä edelleen keskipitkällä aikavälillä ja vuotuinen inflaatiovauhti tämänhetkisessä lähtötilanteessa on hidas eli alle prosentin.

Jos rahan määrän muutoksia tarkastellaan niin sanotun lavean rahan käsitettä käyttäen, jolloin huomioon otetaan keskuspankkirahan lisäksi myös pankkitalletukset, huomataan, että rahan määrän kasvu on viime vuosina pysynyt kevyestä rahapolitiikasta huolimatta laimeana

ja myös yleisön pankkiluottojen kasvu on ollut heikkoa, usein negatiivistakin.

Keskuspankkirahan määrän kasvu, samalla kun pankkien luotonanto ja lavean rahan määrä eivät ole vastaavasti kasvaneet, on ollut merkki rahoitusmarkkinoilla vallinneesta epävarmuudesta sekä pankkien tarpeesta supistaa ennen rahoitusmarkkinakriisiä osin liiallisesti paisuneita taseitaan. Pankit pyrkivät lisäämään maksuvalmiusreservējään ja pitämään ne mieleliten keskuspankkitalletusten muodossa sen sijaan että olisivat sijoittaneet ne pankkien välisille rahamarkkinoille, kuten ennen kriisiä tapahtui. Näin keskuspankkirahan kasvu on tapahtunut rinnan pankkien luotonannon supistumisen kanssa.

Jos merkkejä luotonannon liiallisesta kasvusta tulevaisuudessa esiintyisi, EKP:llä on käytettävissään välineet sitoa pankkien likviditeettiä nopeastikin tarpeen mukaan. Tällä hetkellä suurempana huolen aiheena rahan tarjonasta puhuttaessa on pikemminkin yritysluottojen liian laimea kuin liian nopea kasvu.

Kuuluksa finanssikriisien tutkija Charles Kindleberger on kirjoittanut, että ”liian vähän ja liian myöhään” on surullisimpia lauseita keskuspankkitoiminnan sanakirjassa, mutta että ”liian paljon ja liian varhain” ei olisi paljon parempi (Kindleberger 1989). Ovatko keskuspankit ja EKP niiden joukossa toimineet liian vitkaan ja kitsaasti vai liian avokätisesti ja hätäisesti?

Oma käsitykseni on se, että sellaisten pulmien jälkeen, joista Euroopan talous on viime vuosina kärsinyt, EKP:n on pystyttävä vastaamaan myönteisesti kysymykseen, teittekö toimivaltanne puitteissa osuutenne ja voitavanne ongelmien ratkaisemiseksi. Päätökset tehdään päätöstilanteessa käytettävissä olevan informaation pohjalla. Mitä on tehty, on ollut sen

valossa välttämätöntä. Poikkeustoimiin on sisältynyt merkittäviäkin riskejä, mutta ne on otettu harkitusti ja riskit on kyetty hallitsemaan.

6. Pankkiunioni

Kriisinhallinnan rinnalla poliitikot ja viranomaiset ovat siirtyneet työhön rahoitusmarkkinoiden sääntelyn, valvonnan ja rakenteiden uudistamiseksi. Myös tämä uudistustyö vaikuttaa keskuspankkien asemaan, tosin eri tavoin maailman eri keskuspankeissa.

Mitä euroalueeseen tulee, EKP:n asema ja tehtävät muuttuvat ensi syksynä merkittävästi, kun yhteinen pankkivalvonta alkaa ja EKP ottaa vastuulleen kaikkien euroalueen pankkien valvonnan. Näin muodostettava valvontamekanismi on osa laajempaa uudistusten kokonaisuutta, pankkiunionia. Yhteisen valvonnan lisäksi siihen kuuluu myös yhteinen kriisinhallintajärjestelmä, joka on EU-tasolla tulossa päätöksentekovaiheeseen sekä harmonisoitu talletussuoja.

Pankkiunioni on oikea ja välttämätön ratkaisu. Parasta olisi ollut, että se olisi rakennettu jo kaksikymmentä vuotta sitten, kun rahoitusmarkkinoiden säännöstely purettiin ja pohja rakennettiin talous- ja rahaliitolle.

EU sai yhteiset pankkimarkkinat vuoden 1993 alussa voimaan tulleen toisen pankkidiirektiivin myötä. Se oli osa EU:n sisämarkkinaohjelmaa. Sisämarkkinalogiikan mukaisesti sen idea oli, että mistä tahansa jäsenmaasta saatu pankkitoimilupa antoi pankille oikeuden toimia koko EU:n alueella.

Pankkidirektiivin säätämisen ja rahaliiton muodostamisen yhteydessä käytiin melko paljon keskustelua asiantuntijoiden kesken siitä, vaativatko yhteinen pankkimarkkina ja rahaliit-

to myös pankkivalvonnan keskittämistä. Asia-
sa ei kuitenkaan päästy eteenpäin. Pankkival-
vonta jäi pankkien ”kotimaan” (toimiluvan
myöntäjän) vastuulle. Maastrichtin sopimuk-
sessa tosin todettiin, että EKP:n piti ”myötä-
vaikuttaa luottolaitosten vakaan toiminnan
valvontaan”, ja että asetuksella voitaisiin antaa
EKP:lle pankkivalvontaan liittyviä tehtäviä.

On muistettava, että tuossa vaiheessa Eu-
roopan suurilla mailla – ehkä Espanjaa lukuun
ottamatta – ei ollut vuosikymmeniin ollut juu-
rikaan kokemusta vakavista pankkikriiseistä.
Kysymys ei tuntunut tarpeeksi polttavalta.
Myös kansallisten valvontarakenteiden suuret
erot olivat osasyynä siihen, että valvonnan yh-
tenäistäminen ei edistynyt.

Poliittiset edellytykset yhteiselle pankkival-
vonnalle syntyivät vasta välttämättömyyden
kautta finanssikriisin kärjistyksen seuraukse-
na. EKP osoittautui itsenäisyytensä, osaamisen-
sa ja markkinatuntumansa ansiosta ainoaksi
mahdolliseksi paikaksi, johon yhteinen valvon-
ta voitiin sijoittaa. Sitä paitsi sille tämä tehtävä
voitiin antaa asetuksella ilman EU:n perussopi-
muksen muuttamista.

EKP tulee hoitamaan pankkivalvontaa yh-
dessä kansallisten valvojien kanssa. Viime kä-
dessä EKP vastaa kaikkien pankkien valvon-
nasta. Suurimmat pankit tulevat sen suoraan
valvontaan. Pienempien valvonta delegoidaan
kansallisille rahoitusvalvojille. Isojenkin pank-
kien valvonnassa tarvitaan ja hyödynnetään
kansallisten valvojien panosta.

Rahapolitiikalla ja pankkivalvonnalla on
merkittäviä synergiaetuja varsinkin informaati-
opohjan suhteen. Niitä koskevat päätökset
ovat kuitenkin luonteeltaan erilaisia ja perustu-
vat eri tavoitteisiin. EKP:n valvontaorganisaatio
rakennetaan tästä syystä siten, että rahapo-
litiikka ja pankkivalvonta pidetään toisistaan

erillään tavoiteristiriitojen välttämiseksi. Val-
vontapäätöksissä keskeinen vaikutusvalta an-
netaan uudelle valvontaelimelle, jossa kansalli-
set pankkivalvojat ovat jäseninä. EKP:n neu-
vosto, joka on lähtökohtaisesti rahapoliittinen
päätöksentekoeelin, viime kädessä hyväksyy tai
hylkää valvontaelimen päätökset. Mutta pank-
kivalvontaa johtaa valvontaelin.

7. Makrovakausta ja rakennesäätelyä

Samaan aikaan pankkiunionin kanssa Euroo-
passa ollaan kehittämässä myös muita uusia
toimia rahoitusmarkkinoiden vakauden turvaa-
miseksi. Mainitsen tässä kaksi tällaista koko-
naisuutta.

Yhtäältä EU-maissa ollaan ottamassa käyt-
töön uusia niin sanottuja makrovakaustavälinei-
tä, joilla pyritään vähentämään rahoitusjärjes-
telmän kriisialttiutta ja lisäämään viranomais-
ten mahdollisuuksia tarvittaessa puuttua uh-
kaavalta näyttävään kehitykseen koko pankki-
järjestelmässä tai markkinoilla.

Tyypillisiä makrovakaustavälineitä ovat pan-
keilta vaadittavat uudet pääomapuskurit, joita
voidaan edellyttää korotettaviksi luottomark-
kinoiden ylikuumenemisen vuoksi, tai ne voi-
daan porrastaa pankin koon mukaan siten, että
systemisesti merkittäviltä pankeilta vaaditaan
muilta suurempaa vakavaraisuutta. Vastuuta ja
toimivaltaa makrovakaustavälineissä tulee ole-
maan sekä eurooppalaisella että kansallisella
tasolla.

Toinen kokonaisuus on pankkien rakenne-
säätely. Kysymys on riskipitoisimpien rahoit-
usliiketoimien rajaamisesta tavanomaisen tal-
letuspankkitoiminnan piiriin ulkopuolelle, esi-
merkiksi erillisiin tytäryhtiöihin. Tällaisella
rakennesäätelyllä pyritään estämään talletus-
pankkien nauttiman talletussuojan kääntymistä

kannustimeksi epäterveeseen riskinottoon, jossa ”voitot ovat yksityisiä mutta tappiot yhteiskunnan vastuulla”, kuten sanotaan. Rakennesääntelyä koskevia lakeja on jo säädetty Yhdysvalloissa ja Britanniassa. Vastaavia hankkeita on ollut vireillä myös Ranskassa ja Saksassa.

Komissaari Michel Barnier asetti pari vuotta sitten korkean tason asiantuntijatyöryhmän selvittämään vaihtoehtoja rakennesääntelyn toteuttamisesta EU-alueella. Toimin tämän työryhmän puheenjohtajana. Työryhmä luovutti raporttinsa Barnierille lokakuussa 2012 (High Level Group 2012). Tammikuun lopussa 2014 komissio antoi työryhmän ehdotukseen perustuvan asetusehdotuksensa rakennesääntelystä.

Asetusehdotuksella on samat tavoitteet kuin työryhmän suosituksilla oli. Toiminnot, joihin ehdotus vaikuttaisi, ovat myös samantyyppisiä. Rakennemuutosten toteutus poikkeaa kuitenkin hieman. Komissio ehdottaa järjestäytyneelle omaan lukuun hoidettavalle kaupankäynnille suoranaista kieltoa sen sijaan, että vain vaadittaisiin tällaisen kaupankäynnin siirtoa erilliseen oikeudelliseen yksikköön. Komission esitys antaa myös merkittävemmän roolin toimivaltaisten viranomaisten harkinnalle, kun päätetään, vaaditaanko pankkeja siirtämään markkinatakaustoiminta, suuririskinen arvopaperistaminen ja monimutkaisten johdannaisten kauppa erikseen rahoitettuun tytäryhtiöön erilleen perinteisestä pankkitoiminnasta.

8. Eurojärjestelmän erityisluonne

Keskuspankkien tehtäväkenttä on muodostumassa laajemmaksi kuin ennen kriisin puhkeamista. Se on yleismaailmallinen ilmiö. Eurojärjestelmä, eli EKP ja euroalueen keskuspankit, muodostavat tässä kuitenkin oman erikoistapaüksensä, mikä selittyy talous- ja rahaliiton ra-

kenteella ja myös Euroopan sisäisellä poliittisella dynamiikalla.

EKP:lle annettu asema ja sen käytännön politiikka ovat vastanneet pitkälle alussa mainitsemiani Fischerin (1994) kiteyttämää ”modernin keskuspankkitoiminnan” periaatteita: selkeää tehtävää, itsenäistä asemaa mukaan lukien suoja valtioiden lainavaatimuksia vastaan, sekä tilivelvollisuutta yleisölle ja parlamentille.

EKP on kuitenkin erilainen kuin maailman muut johtavat keskuspankit. Monen maan yhteisenä keskuspankkina sen itsenäisyydellä on erityisen keskeinen merkitys. Tämä johtuu siitä, että rahaliitossa maat ovat luopuneet rahapoliittisesta suverenisuudestaan. Ne tekivät liittymispäätöksen täysivaltaisina päätöksentekijöinä, ja liittyessään päättivät yhdistää eli poolata rahapoliittisen suvereniteettinsa. Kukaan ei halua ostaa sikaa säkissä: jotta maat olisivat voineet tehdä näin kauaskantoisen päätöksen, piti luonnollisesti olla etukäteen selvillä, millaista rahapoliittikkaa tuleva EKP harjoittaisi.

Rahaliiton muodostaminen oli mahdollista, koska maat olivat valmiita yhdistämään suvereniteettinsa, kun ne saivat vastineeksi varmuuden vakaasta rahan arvosta. Tästäkin syystä EKP piti uskottavasti sitoa edeltä käsin asetettaviin tavoitteisiin ja sille oli annettava riittävä itsenäisyys, jotta se voisi toteuttaa asetettua tavoitettaan vapaana kaikesta kansallisesta tai muusta poliittisesta painostuksesta.

EKP:n itsenäisyys ja neuvostossa käytetty päätöksentekomenettely estävät yksittäisten jäsenmaiden dominanssin rahapoliitikassa, ja sille annettu selkeä hintavakaustavoite estää itsenäistä EKP:tä käyttämästä asemaansa mielivaltaisesti. Itsenäisyyttä täydentävät EKP:n tilivelvollisuus parlamentille sekä kansallisten keskuspankkien tilivelvollisuusjärjestely kan-

sallisella tasolla, kuten eduskunnan harjoittama Suomen Pankin valvonta.

9. Euroalueen vakaus ja EKP

EKP:n itsenäisyys ja sen tehtävän – mandaa-tin – määrittely liittyvät toisiinsa. Itsenäiseksi rakennetulle virkamiesorganisaatiolle ei demokraattisessa yhteiskunnassa voi antaa liian väljää toimivaltuuksia tai liian laajoja tehtäviä. Sellainen vastuualueen laajeneminen söisi ennen pitkää keskuspankin itsenäisyyden poliittisia edellytyksiä, keskuspankin aseman legitimitettiin. Keskuspankki ei voi olla neljäs valtioelin, vaan sen on oltava ikään kuin ”uskottu mies”, joka hoitaa sille asetettua tehtävää.

Keskuspankin itsenäisyys on osoittautunut rahapolitiikan onnistumisen kannalta hyväksi ratkaisuksi. 1970-luvun opetusten muistaminen jatkossakin on tärkeää. Kun keskuspankin itsenäisyys näin pysyy sen tehtäväkentän määrittelyn yhtenä lähtökohtana, päädytään johtopäätökseen, että EKP:n vastuiden laajentamisessa on oltava hyvin varovainen, ettei itsenäisyyden edellytyksiä vaaranneta. Esimerkki sellaisista tehtävistä, jotka voisivat vaarantaa keskuspankin itsenäisyyden, olisivat pankkien pääomittamiseen ja/tai alasajoon valtuutetun kriisinselvitys- eli resoluutioviranomaisen tehtävät. Tällaisen elimen olemassaolo on tärkeä osa tulevaa pankkiunionia, mutta EKP:ssä pidetään selvänä, että se ei sovi pankkivalvonnan eikä rahapolitiikan yhteyteen.

Rahapolitiikan poikkeukselliset toimet kriisin oloissa ja pankkivalvontatehtävien tuleva hoito ovat EKP:lle ja eurojärjestelmälle välttämättömiä ja koko euroalueen kannalta hyödyllisiä askeleita. Samalla on kuitenkin huolehdittava myös muilla keinoin siitä, että jännitteet rahoitusmarkkinoiden vakauden suhteen eivät

kasva liiaksi. Tähän on monia syitä, mutta myös rahapolitiikan itsenäisyyden vaaliminen edellyttää, että EKP ei jää liian yksin vakauden varmistajaksi.

Tämä koskee varsinkin kahta asiaa: yhtäältä valtioiden velkaantumisen palauttamista kestäväälle uralle ja pitämistä vakaalla pohjalla, sekä toisaalta pankkien riittävän vakavaraisuuden turvaamista. Molemmat ovat asioita, joihin EKP:llä ei ole välitöntä vaikutusvaltaa, mutta ne vaikuttavat kuitenkin EKP:n edellytyksiin hoitaa laajentunutta toimintakenttäänsä joutumatta ristiriitaan oman institutionaalisen asemansa kanssa.

10. Kansallisen keskuspankin rooli

Eurojärjestelmässä kansallisilla keskuspankeilla on oma roolinsa paitsi rahapoliittisten operaatioiden toteuttajina, myös osallisuudessa yhteisen politiikan valmisteluun. EKP:n neuvosto tekee päätöksensä koko euroalueen lähtökohdista eikä ole kansallisten intressien näytämö. Kansallisten keskuspankkien rooli politiikan valmistelussa on kuitenkin hyvin arvokas. Se lisää sekä politiikan laatua että legitimitä.

EKP:n rahapolitiikka ja sen toiminta rahoitusjärjestelmän vakauden turvaamiseksi pystyvät käyttämään hyväkseen sekä EKP:n että kansallisten keskuspankkien tutkimus- ja analyysityötä. Varsinkin kriisiaikana, mutta myös muulloin on tärkeää, että jokainen eurojärjestelmän taho tuo oman ainutlaatuisen kontribuutionsa yhteisen analyysin ja politiikan valmisteluun. Suomen Pankki on tutkimus- ja analyysityöhönsä pohjautuen kantanut osuutensa tässä työssä.

Rahapolitiikan tehokas toimeenpano, rahapolitiikan operaatioiden ja niiden riskienhallin-

nan eriyttäminen toimintoina, pankkien rakenneuudistusten valmistelu ja avoimuuden edistäminen ovat muiden joukossa alueita, joissa Suomen Pankin valmistelutyö on tuonut kontribuution. Olen neuvoston jäsenenä itsenäinen, mutta toki kaikki Suomen Pankin osaaminen on EKP:ssä yhteisessä käytössä.

Suomen Pankin kokemuksella ja valmistelulla on ollut merkitystä muun muassa täyden jaon politiikkaan siirtymisessä ja OMT-ohjelman eräiden piirteiden suunnittelussa. Olemme julkisuudessa esiintyneet EKP:n neuvoston päätöksenteon suuremman avoimuuden puolesta. Se on sitä tärkeämpää, mitä suuremmiksi keskuspankin vastuut ja vaikutusvalta muodostuvat.

Olemme myös olleet aktiivisia rahapolitiikan ennakoivan viestinnän kehittämisessä. Siinä ei ole kysymys pelkästään avoimuudesta sinänsä, vaan tällainen ennakoiva viestintä oikein käytettynä muodostaa myös rahapolitiikan tehoa lisäävän aktiivisen politiikkavälineen. Pidän hyvänä sitä, että EKP:n neuvosto siirtyi selkeämpään ennakoivaan viestintään viime heinäkuussa, jolloin se kokouksensa jälkeen ilmoitti puheenjohtajan suulla, että korot tulevat pysymään silloisella tai vielä matalammalla tasolla pitkälle tulevaisuuteen.

Tämä viime kesästä alkaen harjoitettu uudenlainen viestintätapa osoittautui hyvin arvokkaaksi, kun inflaationäkymät nyt syksyllä edelleen vaimenivat. Viestinnän jo ennakkoon luoman kontekstin ansioista saatoimme suorittaa tarpeellisen korkojen alennuksen marraskuun 7. päivän kokouksessamme siten, että se liittyi johdonmukaisena osana EKP:n hintavaikautteen tähtäävään ja taloudellista aktiviteettia tukevaan rahapolitiikkaan.

Rahapolitiikan viestintä tulee jatkossakin säilymään merkittävässä asemassa. Euroalueen

elpyminen tulee viemään aikaa. Lisäksi pitkälle yhdentyneiden globaalien rahoitusmarkkinoiden oloissa Euroopan ja Yhdysvaltojen talouskehitysten eritahtisuus kasvattaa rahapolitiikan viestinnällisiä haasteita. Vaikka keskuspankkien epätavanomaisten rahapolitiikkatoimien purku ja korkotasojen normalisointi siintävät vasta kaukana horisontissa, viime kesän kokemukset osoittavat, että käännepisteen lähestyminen ja sitä koskevat arvailut voivat aiheuttaa turbulenssia rahoitusmarkkinoilla ja keskuspankkien tulee kyetä vastaamaan tähän haasteeseen täsmällisellä viestinnällä.

Kokemus on osoittanut, että tilanteen niin vaatiessa EKP:n ja eurojärjestelmän valmistelukoneiston kykyyn löytää ratkaisut voidaan luottaa. Kuitenkin keskuspankin ja muiden toimijoiden työnjaon tulee olla selvä, jotta keskuspankkiin ei kohdistu sellaisia odotuksia, joita se ei voi eikä sen kuulu täyttää. □

Kirjallisuus

- Bernanke, B. (1983), "Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression", *The American Economic Review* 73: 257-276.
- Eichengreen, B. (1992), *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression 1919-1939*, Oxford University Press, Oxford.
- Fischer, S. (1994), "Modern Central Banking", teoksessa Capie, F., Goodhart, C., Fischer, S. ja Schnadt, N. (toim.), *The Future of Central Banking*, Cambridge University Press, Cambridge: 262-304.
- Friedman, M. ja Schwartz, A. (1963), *A Monetary History of the United States 1867-1960*, National Bureau of Economic Research, Princeton University Press, Princeton.

- High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector (2012), *Final Report*, Brussels, 2 October.
- Kindleberger, C. (1973), *The World in Depression 1929-2939*, University of California Press, Berkeley.
- Kindleberger, C. (1989), *Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises*, Revised Edition, Basic Books, New York.
- Trichet, J.-C. (2007), International Monetary Conference Central Bankers panel, Intervention by Jean-Claude Trichet, President of the ECB, 5 June 2007.
- Wessel, D. (2009), *In FED We Trust: Ben Bernanke's War on the Great Panic*, Three Rivers Press, New York.