

Pikkukaupungin poika myrskyn silmässä

Samu Kurri

Ben Bernanke

The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath

W.W. Norton & Company, 2015, 624 sivua.

Ben Bernanken muistelmat ovat merkkiteos kaikille finanssikriisistä ja nykyaikaisesta keskuspankkitoiminnasta kiinnostuneille. Bernanke toimi Yhdysvaltojen keskuspankin *Federal Reserven* (Fed) pääjohtajana vuosina 2006–2014, joten pääpaino on kriisivuosien raha- ja rahoitusjärjestelmäpolitiikassa. Niiden lisäksi muistelmat valottavat itsenäisen keskuspankin ja poliittisen järjestelmän yhteistyötä ja vaikeissa olosuhteissa niiden välille kehittyneitä jännitteitä. Myös keskuspankkien kansainvälinen yhteistyö on laajasti esillä.

Bernanke on erinomainen kirjoittaja. Hän käy kirjan alussa tiivistetysti läpi sekä oman taustansa että taloustieteen lyhyen oppimäärän. Nämä elämänkerroissa usein pakkopullalta tuntuvat osuudet ovat kiinnostavaa luettavaa. Bernanke on kotoisin Dillonin pikkukaupungista Etelä-Carolinasta. Pikku-Ben sai ensimmäisen kosketuksensa 1930-luvun lamaan isoäitinsä tarinoiden kautta. Ura suuren laman tutkijana sinetöityi, kun hän sai MIT:ssä luetta-

vakseen Milton Friedmanin ja Anna Schwartzin teoksen *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. ”Joko nukahdat tai kirja vie sinut mukanaan”, Bernanken professorina toiminut Stanley Fisher sanoi. Bernankesta tuli rahapolitiikkaan ja suuren laman opetukseen erikoistunut taloustieteen professori.

Historiallisen tapahtumien lisäksi Ben Bernanken muistelmat tarjoavat näkökulmia moniin tämän hetken talouspoliittisen keskustelun ydinkysymyksiin. Keskityn arvioissani rahapolitiikan teoriakehikkoon, rahapolitiikan välineisiin sekä rahoitusjärjestelmän vakauteen.

1. Rahapolitiikka

Sisäinen ja ulkoinen avoimuus

Bernanke aloitti *Federal Reserve Boardin* johtokunnan jäsenenä vuonna 2002. Vuosituhannen vaihte oli pääjohtaja Alan Greenspanin suu-

YTM Samu Kurri (samu.kurri@bof.fi) on Suomen Pankin rahapolitiikka- ja tutkimusosaston kansainvälisen talouden ja rahatalouden toimiston toimistopäällikkö. Artikkelissa esitetyt näkemykset eivät välttämättä vastaa Suomen Pankin kantaa.

ruuden aikaa. IT-kuplan puhkeamisen ja syyskuun 11. päivän iskujen seurauksena Fed oli laskenut ohjauskorkonsa vuoden 2001 aikana $6\frac{1}{2}$ prosentista $1\frac{3}{4}$ prosenttiin. Vaikka talouden taantuma oli taittunut, työllisyyden kohentuminen oli vaivalloista ja inflaatio hidasta.

Bernanke kuvaa Fedin rahapolitiikasta päättävän avomarkkinakomitean (FOMC) toimintaa ja Greenspanin roolia sen puheenjohtajana. Kokoukset olivat yleensä yksipäiväisiä, mikä jätti varsinaiselle kokoukselle aikaa vain noin neljä tuntia. Greenspan astui kokoushuoneeseen tasan kello 9:00. Fedin ekonomistien alustusten jälkeen komitean jäsenet kertoivat oman tilannekuvansa. Aluekeskuspankkien presidentit puhuivat tavallisesti ensin, sitten johtokunnan jäsenet. Greenspan puhui viimeisenä ja esitti kantansa. Toinen kierros oli lyhyt: hyväksyvä nyökkäys tai (joskus) erimielisyyden ilmaus. Bernanke kuitenkin torjuu väitteet, joiden mukaan FOMC olisi ollut Greenspanin kumileimasin.

Bernanke halusi puheenjohtajaksi tultuaan lisätä rahapolitiikan komitean sisäistä ja ulkoista avoimuutta. Ensimmäisen vuoden aikana hän kasvatti kaksipäiväisten kokousten lukumäärää, jotta hänellä olisi enemmän mahdollisuuksia kahdenvälisiin keskusteluihin aluekeskuspankkien presidenttien kanssa. Kokouksissa hän puhui Greenspanin tapaan viimeisenä, mutta ennen oman kantansa ilmoittamista hän aloitti yhteenvedolla kuulemastaan keskustelusta. Hän toi myös ”kaksikäätisten puheenvuorojen” käsitteen FOMC:n keskusteluihin. Kaikesta huolimatta keskustelut eivät koskaan kehittyneet niin avoimiksi kuin Bernanke olisi toivonut.

Greenspanin kauden lopulla FOMC:n tiedote rahapolitiikan päätöksistä oli niukka. Se koostui neljästä lyhyestä kappaleesta. Ensimmäisessä kuvattiin tehty päätös. Toinen kappale

tiivistä talouden tilan ja näkymät muutamalla lauseella. Kolmannessa kappaleessa komitea viesti rahapolitiikan näkymistä jatkossa. Viimeisessä kappaleessa luettiin komitean äänivaltaisten jäsenten äänet. Komitean mandaatti oli selvä: hintavakaus ja suurin mahdollinen työllisyys. Nämä tavoitteet eivät kuitenkaan olleet selkeästi määriteltyjä.

Bernanken pääjohtajakauden alkuvaiheessa rahapolitiikkatiedote ei juuri muuttunut. Lokakuussa 2007 komitea lisäsi informaatiota merkittävästi, kun se alkoi julkaista neljännesvuosittaisia ennusteita BKT:n kasvulle, työttömyydelle sekä kokonais- ja pohjainflaatiolle. Ennusteet olivat (ja ovat edelleen) komitean jäsenten henkilökohtaisia, ja ne julkaistaan piste-eräisesti sijaan komitean jäsenten ennusteiden vaihteluväleinä. Ennustetaulukko valottaa suhdannenäkemyksen lisäksi myös komitean jäsenten käsityksen muuttujien pitkän aikavälin tasapainoarvosta. Vuonna 2011 Bernanke alkoi pitää ennustekokousten yhteydessä lehdistötilaisuuksia (EKP:n pääjohtajan tapaan). Vuotta myöhemmin komitea virallisti tavoitearvonsa inflaatiolle (2 %).

Rahapolitiikan virityksen arviointi ja rahapolitiikan välineet

2000-luvun alun rahapolitiittisten keskustelujen tilanne tuntuu kiusallisen tutulta. Talous kasvoi taantumien jälkeen vaivalloisesti ja inflaatio oli epämieluisan hidasta. Rahapolitiikan keveä viritys aiheutti huolta erityisesti asuntomarkkinoista. Oliko keskuspankki rakentamassa kuplaa?

Bernanken kaksi ensimmäistä johtokunnan jäsenenä pitämää puhetta ovatkin edelleen ajankohtaisia. Ensimmäinen käsittelee rahapolitiikan ja varallisuushintojen yhteyttä. Pitäkö

keskuspankin puhkaista kupla vai tyytyä siivoamaan jäljet kuplan puhkeamisen jälkeen? Ensimmäinen ongelma liittyy kuplan tunnistamiseen, toinen siihen, että rahapolitiikan käyttö yhden sektorin (kuten asuntojen) hintojen ohjaamiseen ei ole optimaalista. Bernanke lainaa 1920-luvun lopun Fedin tosiasiallisen johtajan, New Yorkin Fedin presidentin Benjamin Strongin kielikuvaa, jonka mukaan yksittäisen sektorin ongelman hoitaminen rahapolitiikalla on kuin piiskaisi kaikkia lapsiaan yhden lapsen tekemästä rikkeestä. Strongin kuoltua 1928 hänen seuraajansa unohtivat tämän opetuksen.

Vuonna 2002 FOMC keskusteli myös deflaation uhasta ja siitä mahdollisuudesta, että tavanomaisen rahapolitiikan liikkumavara ei ehkä riittäisi. Greenspan totesi Fedin voivan käyttää muita välineitä, niitä kuitenkin tarkemmin erittelemättä. Bernanken toinen puhe on jo klassikon aseman saavuttanut *Deflation: Making Sure "It" Doesn't Happen Here*. Tuohon aikaan hyvin epäortodoksisen puheen saama vastaanotto kuvanee parhaiten se, että Bernanke alettiin kutsua pilkallisesti helikopteri-Beniksi. Puheen todellinen merkitys valkeni vasta syksyllä 2008.

Puheenjohtajakautensa alussa Bernanke saattoi Greenspanin kaudella aloitetun hitaan korkojen nostosyklin päätteeseen. Kesäkuussa 2006 ohjauskorko oli nostettu $5 \frac{1}{4}$ prosenttiin, 17 peräkkäisen $\frac{1}{4}$ prosenttiyksikön korotuksen jälkeen.

Ennen finanssikriisiä rahapolitiikan instrumenttina oli lyhyille markkinakoroille asetettu tavoitetaso (*Federal funds rate*). Poliitiikkaa toteutettiin New Yorkin aluekeskuspankin toimesta avomarkkinaoperaatioilla, joissa likviditeetin kiristäminen tapahtui myymällä liittovaltion velkakirjoja keskuspankin taseesta (ja kvennettäessä ostettaessa) vastapuolille. Vasta-

puolten joukko oli hyvin pieni, noin 20 suurta pankkia. Satunnaisen likviditeettipulan kohdassa yksittäinen pankki saattoi turvautua diskonttoikkunan käyttöön, josta vastasi kukin Fedin aluekeskuspankki. Diskonttokorko oli prosenttiyksikön verran varsinaista politiikkakorkoa korkeampi, ja sen käyttö oli hyvin harvinaista.

Finanssikriisin ensivaiheessa, elokuusta 2007 syyskuuhun 2008, Fed (kuten EKP:kin) joutui lisäämään likviditeetin määrää, jotta se sai pidettyä ohjauskoron lähellä tavoittaan. Vastapuolten pienestä määrästä johtuen koko pankkijärjestelmän likviditeetistä huolehtiminen muuttui kuitenkin hankalaksi, kun pankkien väliset markkinat eivät enää luottamuspuolan takia toimineet tehokkaasti. Euroalueella likviditeettitarpeen tyydyttäminen oli selväpiirteisempää, koska täällä vastapuolten joukko oli hyvin laaja.

Likviditeetin laajamittainen tarjonta oli Yhdysvalloissa mahdollista vain diskonttoikkunan kautta. Sitä pankit välttivät mainesyistä kuin ruttoa. Lisäksi aluekeskuspankkien vastuulla oleva diskonttolainajärjestelmä oli suunniteltu vain yksittäisten pankkien satunnaisten likviditeettiongelmiin kattamiseen, ei koko pankkijärjestelmän laajamittaiseen tarpeeseen.

Ensivaiheessa Fed yritti lisätä diskonttolainojen houkuttelevuutta niistä perittävää sakkokorkoa pienentämällä. Lisäksi se houkutteli suurpankkeja ottamaan diskonttolainaa, vaikka ne eivät sitä tarvinnutkaan, jotta järjestelmän maineriski pienentyisi. Lopulta Fed muutti likviditeetin jaon huutokauppamuotoiseksi ja pidi samalla jaettavan maturiteetin aina kolmeen kuukauteen saakka. Kansainvälisen dollarimääräisen likviditeetin turvaamiseksi Fed solmi suurimpien ulkomaalaisten keskuspankkien kanssa valuutanvaihtosopimuksia.

Toinen ero Fedin ja EKP:n kriisiajan likviditeettipolitiikassa koski rahamarkkinoiden roolia. Rahamarkkinarahastoilla ja yritystodistuksilla on Yhdysvalloissa suuri rooli yritysten likviditeettitarpeiden tyydyttämisessä. Näiden markkinalohkojen avaamiseksi Fed joutui kehittämään useita markkinatoimijoille lainaa myöntäviä (yritystodistuksia diskonttaavia) erilyhtiöitä, joille Fed vuorostaan myönsi lainaa.

Syyskuusta 2007 huhtikuuhun 2008 ajoittuvalla ajanjaksolla FOMC laski ohjauskorkonsa 5¼ prosentista 2 prosenttiin. Tänä aikana myös tavanomainen rahapolitiikan mitoituksen arviointi oli hankalaa. Vaikka rahoitusmarkkinoiden tila oli vaikea, reaalityö vaikutti kehittyvän edelleen kohtuullisen hyvin. Öljyn hinnan noususta johtuen inflaatoriskit olivat yläsuuntaisia. Fedin asiantuntijoiden talousennusteet olivat säännöllisesti liian optimistia, ja niitä alennettiin vain pienin askelin kokouskokoukselta. Joulukuussa 2007 asiantuntijoiden kasvuennuste vuodelle 2008 oli laskettu 1,3 prosenttiin. NBER:n jälkikäteen tekemän arvion mukaan Yhdysvallat oli todellisuudessa painunut joulukuussa 2007 taantumaa. Poliittiset päätökset on kuitenkin tehtävä reaaliajassa.

Kriisin kärjistyttyä syksyllä 2008 Fed laski ohjauskorkonsa loka-joulukuun aikana nolnaan. Syyskuun 16. päivän kokouksessa, päivän investointipankki Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen ja vakuutusjätti AIG:n kaatuessa päälle, FOMC ei yksinkertaisesti ehtinyt laskemaan korkoja. Lokakuun alussa Fed ja EKP sekä näiden ohella Englannin, Sveitsin, Kanadan ja Ruotsin keskuspankit laskivat ohjauskorkoja samanaikaisesti ½ prosenttiyksiköllä.

Marraskuun lopulla 2008 Fed päätti ensimmäistä kertaa suurista arvopaperiostoista, kun se ilmoitti ostavansa yhteensä 600 mrd. dollarilla arvopaperistettuja asuntoluottoja ja niitä

liikkeelle laskevien, syyskuun alussa valtion haltuun kaatuneiden valtiotakauksella toimivien asuntoluottotajien velkakirjoja. Nämä ostot ovat jossain määrin rajatapaus Fedin *credit easing* -toimenpiteiden (riskilisiä kaventava politiikka) ja määrällisen keventämisen (riskitöntä korkoa alentava politiikka) välillä. Varsinainen riskitöntä korkoa alentava politiikka alkoi seuraavana keväänä, kun Fed ilmoitti ostavansa vuoden 2009 aikana liittovaltion velkakirjoja 300 mrd. dollarilla. Koska komitealla ei ollut selkeää kuvaa, minkä arvopaperilohkon ostot olisivat tehokkaimpia, se päätti samalla kasvatata jo aiemmin ilmoitettuja osto-ohjelmia. Maa-liskuun päätösten seurauksena osto-ohjelmien yhteenlaskettu koko nousi 1700 mrd. dollariin. Kaiken kaikkiaan kolmen osto-ohjelman myötä Fedin tase kasvoi BKT:hen suhteutettuna noin 5 prosentista noin 25 prosenttiin vuosien 2008 ja 2014 välisenä ajanjaksona.

Bernanke painottaa muistelmissaan viestinnän tärkeyttä: ”rahapolitiikka on 98 % puhetta ja 2 % toimia”. Aihe on esillä jo Greenspanin kauden aikana, jolloin rahapolitiikan tehokkuus kärsi koska mandaatin tulkinta oli epäselvä. Kriisiajalla ennakoivan viestinnän käsite syveni. Sen avulla viestittiin sekä päätösajan kohdaltaan ilmoittamattomien arvopaperiostojen (QE3) ostosuunnitelmista, ohjauskorkojen arvioidusta kehityksestä sekä niiden keskinäisestä suhteesta. Toukokuussa 2013 Bernanken viestintä osto-ohjelman tulevaisuudessa tapahtuvasta asteittaisesta alasajosta epäonnistui. Seuraavan vuoden aikana, kun QE3-ohjelmaa vähitellen lopetettiin, viestintä onnistui hyvin.

2. Rahoitusjärjestelmän vakaus

Bernanken arvion mukaan Yhdysvaltojen talouskriisin vakavuus johtui rahoitusjärjestel-

män halvaantumisesta. Vaikka mm. kotitalouksien velkaantuminen oli kasvanut suureksi, olisi se hänen mukaansa voinut purkautua vähitellen ilman koetun kaltaista kriisiä. Asuntokuplan puhkeaminen ja sitä edeltänyt subprime-lainamarkkinan vinoutuminen laukaisivat finanssikriisin. Mutta kriisi ei olisi Bernanken mukaan tehnyt niin suurta tuhoa ilman rahoitusjärjestelmän rakenteellisia heikkouksia.

Asuntorahoituksen rakenteen muuttuminen oli yksi heikkouksista. Bernanken mukaan asuntolainojen arvopaperistamisen tuomat hyödyt ovat lähtökohtaisesti positiivisia. 2000-luvun alkuvuosina toimintatavat muuttuivat kuitenkin epäterveeseen suuntaan. Lainan myöntäjät alkoivat kiinnittää aiempaa vähemmän huomiota lainan laatuun. Erityisten lainameklareiden roolin kasvu vahvisti tätä kehitystä. Niillä oli pelissä vain lainan myöntämisestä saatu palkkio. Ketju alkuperäisen lainan ja sijoittajan välillä pidentyi mantereiden väliseksi, mikä edellytti paketoitujen lainojen luottoluokitusta. Myös tämän prosessin käytännöt rapautuivat. Heikkolaatuisten subprime-lainojen osuus kaikista asuntolainoista nousi vuonna 2005 viidennekseen uusista lainoista, ja suuri osa niistä oli vaihtuvakorkoisia.

Toinen rakenteellinen heikkous oli rahoitusjärjestelmän valvontarakenteiden sirpaleisuus. Kansallisella tasolla toimivia pankkeja valvoi eri taho kuin osavaltion tasolla toimivia pankkeja. Jälkimmäiset saattoivat kuulua joko Fedin tai FDIC:n (liittovaltion talletussuojajärjestelmän) vastuun piiriin. Fedin sisällä jokainen aluekeskuspankki vastasi varsin itsenäisesti alueensa pankkien valvonnasta. Fed valvoi myös pankkien hallintayhtiöitä, riippumatta siitä olivatko niiden omistamat pankit kansallisen vai osavaltiokohtaisen valvonnan alaisia. Lisäksi säästöpankeille ja luotto-osuus-

kunnille oli omat valvojansa. Lista valvojista on lähes loputon. Niistä jokainen havaitsi vain pienen osan kokonaisuutta. Kokonaisuutta ei kyennyt hahmottamaan kukaan.

Rahoitusjärjestelmän ongelmat nousivat uudelle tasolle keväällä 2008, kun markkinoiden luottamus investointipankkeihin alkoi heikentyä. Ne joutuivat vaikeuksiin kahdesta syystä. Koska ne eivät olleet talletuksia vastaanottavia luottolaitoksia, ne rahoittivat toimintaansa yksinomaan rahoitusmarkkinoilta. Lisäksi investointipankit olivat merkittäviä toimijoita asuntolainojen arvopaperistamisessa, vaikka niistä seuraavat vastuut eivät suoraan näkyneetkään niiden taseissa. Kun epävarmuus investointipankkien vastuista kasvoi, vaikeudet jälleenrahoittaa toimintaa rahamarkkinoilla kasvoivat. Perinteisen pankkipaon sijaan, jossa tallettajat vetävät talletuksensa pois, ne kokivat uudenlaisen pankkipaon: ne eivät kyenneet enää uusiin lyhytaikaisiin rahamarkkinavelkojaan.

Ensimmäinen tulikoe koitti maaliskuisena viikonloppuna vuonna 2008. Tuolloin investointipankki Bear Stearns onnistuttiin myymään JPMorganille. Ehtona kaupalle oli laajamittainen Fedin likviditeettituki. Tämä vaati 1930-luvun laman aikana luotujen hätätalouksien, artiklan 13(3), aktiivointia. Kokonaisuudessaan järjestelyssä Fed lainasi perustamalleen erityisyhtiölle 29 mrd. dollaria (JPMorgan lainasi miljardin). Lainojen vakuutena yhtiössä oli Bear Stearnsin vakuuskelpoiseksi arvioituja arvopapereita. Lisäksi JPMorgan sitoutui kattamaan mahdollisista tappiosta ensimmäisen miljardin, loput jäivät Fedin vastuulle. Onnistunut operaatio kohtasi rajua kritiikkiä. Fedin koettiin puuttuneen vapaiden markkinoiden toimintaan sopimattomalla tavalla, ja ottaneen Main Streetin veronmaksajien kontolle kohutuuttomia Wall Streetin riskejä.

Järjestelyjen seuraavat merkkipaalat olivat epäsuoralla valtioneuvoksuksella toimineet asuntoluotottajat (Fannie Mae ja Freddie Mac), investointipankki Lehman Brothers ja vakuutusyhtiö AIG. Näistä ensimmäiset kaatuivat liittovaltion syliin ilman suuria välittömiä markkinavaikutuksia. Sen sijaan Lehman ja AIG olivat viedä koko kansantalouden mukanaan.

Lehman Brothersin osalta tavoitteena oli saada aikaan Bear Stearnsin tapainen ratkaisu. Riittävän vakavaraista ostajaa ei kuitenkaan löytynyt, osin siksi että sen taseen laatu ei enää mahdollistanut hätälainoitusta. Tuossa vaiheessa valtion rahaa ei ollut vielä käytettävissä pääomittamiseen. Lehman hakeutui konkurssiin aamuyöllä maanantaina 15. syyskuuta 2008. Tämä yllätti markkinat, ja Fedin politiikkaa moitittiin tempoilevaksi. Bernanke käyttää paljon painomustetta vakuuttaakseen, että Fed teki kaikkensa, jotta konkurssi olisi voitu välttää. Hän tiesi jo sunnuntaina, että konkurssi johtaa katastrofaalisiin vaikutuksiin.

Vakuutusyhtiö AIG:n järjestely tapahtui osin limittäin Lehmanin kanssa. Bernanke kutsuikin tuota viikkoa Lehman-AIG -viikoksi. Toisin kuin Lehmanin tapauksessa, AIG:n tase mahdollisti Fedin vakuudellisen luototuksen. New Yorkin Fed perusti jälleen uuden erityisyhtiön, ja myönsi sille 85 mrd. dollarin lainan. Muina järjestelyn ehtoina 79,9 % AIG:n määräysvallasta siirtyi valtiovarainministerille ja pääjohtaja sai potkut.

AIG-järjestelylle tarvittavan poliittisen selkänöjan hankinta ei ollut helppoa. Tuolloisen valtiovarainministeri Hank Paulsonin ja Bernanken tilannekuvauksen kuultuaan kongressin seniorijäsenet antoivat hyväksyntänsä, mutta tekivät selväksi, että Fed toimii omalla vastuullaan. Edustajainhuoneen rahoituskomitean

puheenjohtaja Barney Frank kysyi, mistä Fed aikoo saada 85 miljardia. Bernanke ei pitänyt ajankohtaa otollisena rahanluonnin oppitunnille, vaan tyytyi toteamaan Fedin taseen koon olevan 800 miljardia. Fed ja hallinto joutuivat palaamaan AIG:hen useampaan otteeseen. Fed joutui lisäämään luototustaan, ja hallinto sijoittamaan TARP-rahaston puitteissa 70 mrd. dollaria omaa pääomaa. Kokonaisuudessaan vastuut nousivat suurimmillaan yli 180 mrd. dollarin.

Kun akuutti rahoitusjärjestelmäkriisi oli tahtunut, hallinto, Fed ja kongressi aloittivat rahoitusjärjestelmän rakenteiden uudistamistyön. Sen tuloksena syntynyt Dodd-Frank -lainsäädäntö tiukensi pankkien pääoma- ja likviditeettivaatimuksia ja selkeytti valvontaa. Siinä luotiin myös järjestelmä, jonka puitteissa systemisesti merkittävien rahoituslaitosten alasajo jatkossa suoritetaan.

3. Yhteenveto ja arvio nykytilanteesta

Kun Bernankelta kysyttiin puheenjohtajakauden loppupuolella, mikä oli hänelle kriisin suurin yllätys, oli vastaus itse kriisi. Vaikka hän ymmärsi pääpiirteissään useimmat yksittäiset tekijät, hän ei kyennyt kuvittelemaan kuinka ne voisivat yhdessä muodostaa vakavimman kriisin sitten 1930-luvun.

Muistelmat kertovat kuinka yksin keskuspankin päätöksentekijät voivat kriisitilanteessa olla. Vaikka asiantuntija-apua oli tarjolla vuoden 2008 haltuunotoissa, päätöstä tehtäessä Bear Stearnsin, Lehmanin ja AIG:n järjestelyissä vastuu oli Fedillä. Kriisiartikla 13(3) mahdollisti keskuspankille paljon, mutta sekään ei tehnyt siitä kaikkivoipaa. Kriisiartikla lähinnä lavensi vakuudellisen lainanannon sektorira-

joitteita. Vakuuksien arvostuksen osalta Fed oli hyvin tarkka. Muistelmissa Bernankelle on hyvin tärkeää kertoa kunkin operaation taloudellinen lopputulos. Hän voikin sen hyvällä omalla tunnolla tehdä, sillä Bear Stearns ja AIG:n operaatiot tuottivat Fedille voittoa.

Bernanke on hyvin vaatimaton kertoessaan omasta rooliaan. Tämä kertonee enemmän hänen luonteestaan kuin asioiden todellisesta tilasta. Vaikka Bernankella oli koko ajan selvä enemmistö takanaan rahapoliittisia päätöksiä tehtäessä, hän näki paljon vaivaa komitean jäsenten kantojen pohjustamisessa.

Jo ennen syksyä 2008 tapahtunut tavanomaisen rahapolitiikan asteittainen keventäminen vaatii puheenjohtajalta paljon. Komitean jäsenten kannat eroavat. Jokaisen jäsenen käsitys optimaalisen inflaation ja täystyöllisyyden tuottavasta rahapolitiikan urasta on ainakin jossain määrin erilainen. Myös talousennusteiden informaatioarvo heikkenee epävarmuuden kasvaessa.

Erityisen merkittävä Bernanken rooli oli laajamittaisiin arvopaperiostoihin siirryttäessä. Komitean vakuuttaminen siitä, että aiemmin epäortodoksisina pidettyjen keinojen käyttöönottoaminen on välttämätöntä, ei ole helppo tehtävä. Bernanke oli oikeassa paikassa oikeaan aikaan. Finanssikriisejä tutkineen professorin asiaosaaminen, siitä juontuva arvovalta sekä opetustoiminnasta kumpuava kyky selittää vaikeat asiat ymmärrettävästi myös poliitikoille ja suurelle yleisölle olivat ensiarvoisen tärkeitä.

Bernanken kirja kertoo, miksi rahapolitiikan itsenäisyys on tärkeää. Se kertoo myös, miksi se on kriisiaikana erityisen tärkeää. Kriisin seurauksena viestit rahapolitiikan itsenäisyyden rajoittamiseksi ovat kuitenkin voimistuneet. Yhdysvaltojen äärikonservatiivit vaativat paluuta kultakantaan. Toisella laidalla vaadi-

taan rahapolitiikan palauttamista tiukemman poliittisen kontrollin alle. Esimerkkinä tästä on vuodesta 2009 käyty keskustelu, joissa vaaditaan Fedille tilintarkastusta (*Audit the Fed*). Tosiasiassa Fedin tilit tarkastetaan aivan normaalilla tavalla, ja tilintarkastusraportit julkistetaan. Lisäksi finanssikriisin jälkeen Kongressin tarkastusvirasto *Government Accountability Office* on tehnyt noin 70 eriasteista tarkastusraporttia mm. kriisin aikaisista hätärahoitustoimista ja Fedin hallinnosta. Bernanken mukaan esitysten tavoitteena onkin saattaa yksittäisten rahapolitiikkakokousten päätökset kongressin arvioitaviksi, ja pahimmillaan poliittisen painostuksen alaisiksi.

Bernanken pääjohtajakauden aikana Yhdysvaltojen poliittinen järjestelmä polarisoitui. Vaadittavien talouspoliittisten kompromissien tekeminen kongressissa muuttui vaali vaalilta vaikeammaksi. Presidentti Bushin kauden loppumetreillä tehty päätös 700 mrd. dollarin TARP-rahaston perustamisesta oli kriittisen tärkeä, sillä se mahdollisti uskottavien stressitestien tekemisen ja pankkien pääomittamisen. Lisäksi Presidentti Obaman kauden alussa kongressi hyväksyi lähes 800 mrd. dollarin elvytysohjelman. Vain muutamaa vuotta myöhemmin kongressi ei onnistunut löytämään kompromissia julkisen talouden asteittaiselle sopeuttamiselle, jolloin perälaudaksi laadittu molempien osapuolien kannalta epäoptimaalinen sopeutusura toteutui.

Yhdysvaltojen talouden nykytilaa koskevia arvioita voi tulkita eri tavoin. Yhtäältä on selvää, että talous on elpynyt kohtuullisen hyvin. Toisaalta tilanne olisi Bernanken mukaan selvästi parempi, jos rahapolitiikka ei olisi ollut *the only game in town*, ainoa täysimääräisesti toimiva talouspolitiikan lohko. Näin asia epäilemättä onkin. Muistelmia lukiessa ei kuiten-

kaan voi vältyä tunteelta, että Bernanke sittenkin aliarvioi finanssikriisin syvyyttä. Esimerkiksi IMF:n tutkimusten mukaan taantumät, joihin liittyy finanssikriisi ja jotka ovat globaaleja, ovat syvempiä ja pitkäkestoisempia kuin tavalliset taantumät, ja niistä elpyminen on hitaampaa. Nyt koettu finanssikriisi on ollut mittakaavaltaan vielä poikkeuksellisen suuri.

Ben Bernanke muistelmat ovat kuvaus oman aikamme suurimmasta talouskriisistä. Kriisin

syistä, toimista joilla kriisi taitettiin ja toimista joilla pyritään estämään vastaavan kaltaisen kriisin toistuminen. Kirja on myös kuvaus siitä, kuinka Bernanke päivitti Federal Reserven nykypäivän vaatimusten mukaiseksi. Sitä voikin suositella lämpimästi kaikille taloushistoriasta ja talouspolitiikasta kiinnostuneille. □