

# Tutkimuksen ja rahapolitiikan rajapinnassa

Erkki Liikanen

*Tutkijayhteisöllä on suurempi vaikutus rahapoliittisen yhteisön sisällä käytävään keskusteluun kuin tutkijat itse uskovat. Kirjoituksessa esitetään neljä esimerkkiä, joissa tutkijat ovat esittäneet tuloksia, joiden merkitys on ymmärretty vasta myöhemmin. Ensimmäinen on Raghuram Rajanin vuonna 2005 esittämä varoitus raboitusmarkkinoiden riskien kasautumisesta. Toinen liittyy hintavakauden ja raboitusvakauden yhteyteen. Kolmas on rahapolitiikan nollakorkoraja, josta tutkijat alkoivat keskustella jo 2000-luvun alussa. Neljäs käsittelee toimialatutkimusta ja pankkien rakennesäätelyä. Tosielämässä asiat eivät kuitenkaan mene sellaisen yksinkertaisen mallin mukaan, jossa taloustieteilijät antavat objektiivisia neuvoja päätöksentekijöille, jotka sitten valitsevat esitetyistä vaihtoehtoista mieleisensä. Vuorovaikutus päättäjien ja tutkimuksen välillä tapahtuu reaaliajassa, jossa talouskehitys tarjoaa vuoropuhelun osapuolille yllätyksen toisensa jälkeen. Kuvaan tulee jatkuvasti uusia tekijöitä, joita ei ole aiemmin otettu huomioon, mutta jotka ovat yhtäkkiä keskiössä.*

Tarkoitukseni on tässä käsitellä taloustieteen ja politiikan kohtaamia neljän tapauksen valossa. Luonnollisia näkökulmaeroja tai jopa jännitteitä on sen suhteen, millaisena yhtäältä taloustieteilijät ja toisaalta päätöksentekijät näkevät politiikkaprosessin.

Kummatkin näkökannat ovat tärkeitä ja täydentävät toisiaan.

Cameron Cobbold, Englannin pankin pääjohtaja 1950-luvulla, sanoi tutkimuksesta, että ”keskuspankki on pankki eikä mikään opintopiiri” (Capie 2010, 99). Keskuspankkiväen onkin tärkeää muistaa, että heidän tehtävänä on saada aikaan tuloksia, eikä juuttua keskinäiseen viisasteluun.

Toisaalta on vaarallista, jos päätöksentekijät eivät ymmärrä, kuinka riippuvaisia he tosiasiallisesti ovat taloustieteellisestä ajattelusta. Kuten

Keynes kirjoitti, ”käytännön miehet, jotka itse uskovat olevansa täysin vapaita kaikista intellektuaalisista vaikutteista, ovat tavallisesti jonkun kuolleen kansantaloustieteilijän orjia.” (Keynes, 1951, 441)

On paljon parempi, jos päättäjät ovat tietoisia siitä, mikä on heidän suhteensa kulloinkin vallitsevaan taloustieteelliseen ajatteluun.

Kuinka tämä tietoisuus voidaan luoda ja miten sitä voidaan ylläpitää muuttuvassa maailmassa?

Taloustieteen käytöstä poliittisessa päätöksenteossa on olemassa tietty, ehkä mekaaninen perusnäkemys, jonka esitti Jan Tinbergen aikoinaan. Siinä otetaan huomioon lähinnä politiikan laadinnasta vastaavien ministeriöiden ja keskuspankkien itse tekemä taloudellinen analyysi.

Erkki Liikanen (erkki.liikanen@bof.fi) on Suomen Pankin pääjohtaja. Kirjoitus perustuu kirjoittajan Taloustieteellisen Yhdistyksen kokouksessa 17.5.2016 pitämään esitelmään.

Politiikkavalmistelu sisältää silloin ennusteita ja kvantitatiivisia politiikka-analyseja. Ne auttavat esimerkiksi rahapolitiikan päättäjiä säätämään käytössään olevia rahapolitiikan välineitä niin, että saavutetaan haluttuja tuloksia (Tinbergen 1955).

Näillä keskuspankkien ja valtionvarainministeriöiden sisäisillä politiikan suunnitteluprosesseilla on tärkeä asema asiantuntijoiden ja poliittisten päättäjien vuorovaikutuksessa, mutta tämä ei ole sen ainoa taso.

## **1. Tutkimuksen ja rahapolitiikan välinen vuorovaikutus**

Korostan sen rinnalla tutkijoiden ja poliittisten päättäjien välistä epämuodollista vuorovaikutusta, joka saattaa pitkällä aikavälillä olla jopa tärkeämpää kuin instituutioiden sisäiset politiikkaprosessit.

Tässä on kyse taloustieteilijöiden ja poliittisten päättäjien välisestä vuoropuhelusta, jossa politiikkadoktriinit ja ajattelutavat kehittyvät rinnan taloustieteen viimeisimpien suuntausten kanssa.

Tutkijayhteisöllä on itse asiassa suurempi vaikutus rahapoliittisen yhteisön sisällä käytävään keskusteluun kuin tutkijat itse uskovat.

Keskuspankkiyhteisö on kansainvälinen ryhmä hyvin verkottuneita ihmisiä. He eivät suinkaan aina ole samaa mieltä politiikkavaihtoehtoista. Yhteisön jäsenet pitävät kuitenkin säännöllisesti yhteyttä toisiinsa, sillä he haluavat tietää, mitä kollegat ajattelevat.

Keskuspankkiyhteisössä seurataan tiiviisti myös sitä, mitä mieltä johtavat tutkijat ja taloustieteilijät kulloinkin ovat rahapoliittisista kysymyksistä. Tutkijat haluavat tulla kuulluiksi ja tuoda oman panoksensa rahapoliittiseen päätöksentekoon. Mutta toisaalta myös keskus-

pankkiirit (mukaan lukien kansainvälisten organisaatioiden kuten IMF, BIS ja muiden vastaavien organisaatioiden ylin johto) ovat halukkaita kuuntelemaan, mitä tutkijoilla on sanottavana. Molemmat osapuolet ovat kiinnostuneita toistensa mielipiteistä.

Poliittisten päättäjien ja tutkijoiden välinen vuorovaikutus on jopa lisääntynyt kahden viime vuosikymmenen aikana. Tämä johtuu osittain globalisaatiosta, joka luo samankaltaisia kansainvälisiä vertaisryhmiä muillekin elämän alueille.

Tutkimuksen ja rahapolitiikan välisen vuorovaikutuksen lisääntyminen johtuu kuitenkin myös siitä, että keskuspankeista on tullut entistä riippumattomampia. Itsenäisinä päätöksentekijöinä keskuspankit voivat käyttää ja myös tarvitsevatkin entistä enemmän tutkimustietoa ja yhteistyötä tutkijamaailman kanssa.

Tutkijoiden vaikutuksesta rahapoliittiseen päätöksentekoon on olemassa monia mielenkiintoisia esimerkkejä. Mutta on myös esimerkkejä vaikutuksesta toiseen suuntaan. Rahapoliittisten päättäjien kohtaamat ongelmat ovat pakottaneet tutkijat kyseenalaistamaan vanhat katsantokantansa ja muuttamaan oletuksiaan.

Otan seuraavassa tällaisesta vuorovaikutuksesta esiin neljä esimerkkiä, jotka kaikki ovat tämän päivän näkökulmasta katsottuna hyvin merkittäviä. Kolme ensimmäistä tapausta ovat yhdestä kaikkein tärkeimmistä foorumeista, jolla tutkijat ja rahapolitiikan päättäjät ovat vuorovaikutuksessa. Kyseessä on Jackson Hole konferenssi.

Tämä konferenssi, jonka virallinen nimi on *Annual Economic Policy Conference of the Federal Reserve Bank of Kansas City*, järjestetään vuosittain Jackson Holessa Wyomingin osavaltiossa. Konferenssi on erityisen merkittävä sekä esitelmöitsijöiden asiantuntemuksen ja koke-

muksen, että konferenssin syrjäisen pitopaikan vuoksi.

Keskuspankkiirit haluavat olla paikalla Jackson Holessa, kuten myös tutkijat. Konferenssista on ollut myös tärkeä tiedon- ja inspiraation lähde sekä paikka, jossa on luotu uusia kontakteja. Se ei enää ole ainoa tapahtuma tässä sarjassa. EKP on kahdesti järjestänyt erittäin korkeatasoisen konferenssin Sintrassa, Portugalissa. Seuraava järjestetään siellä kesäkuussa.

## 2. Ensimmäinen esimerkki: Raghuram Rajan ja rahoitusmarkkinoiden riskit

Ensimmäinen keskustelu, joka teki minuun erityisen vahvan vaikutuksen, käytiin vuonna 2005. Olin juuri aloittanut toisen vuoden Suomen Pankin pääjohtajana. Jackson Holen konferenssin teemana oli silloin Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtajan Alan Greenspanin aikakauden arviointi.

IMF:n silloinen tutkimusjohtaja Raghuram Rajan piti konferenssissa puheen, jonka otsikko oli kysymys: Onko rahoitusmarkkinoiden kehitys tehnyt maailmasta riskialttiimman (Rajan 2005). Vastoin senhetkistä tietämystä ja konsensusta, Rajan vastasi kysymykseen kolme kertaa kyllä. Rahoitusmarkkinoiden kehitys on tehnyt maailmasta riskialttiimman. Hänen puheensa oli profeetallinen.

Rajan totesi esitelmässään, että arvopaperistaminen, riskin siirtämiseen käytettävät markkinat ja huonot kannustimet olivat johtamassa riskien vaaralliseen kasautumiseen globaalissa rahoitusjärjestelmässä. Hän oli myös huolissaan likviditeetin määrästä. Siteeraan seuraavaksi hänen puhettaan: *“Lisäksi, jos pankit kärsivät luottotappioita ja markkinoilla on epävarmuutta siitä, missä tappiot sijaitsevat, vain*

*erittäin harvat luotettavat pankit saavat muilta markkinoilta pakenevan likviditeetin. Jos myös nämä pankit menettävät luottamuksensa likviditeettipulasta kärsiviin pankkeihin, pankkien väliset markkinat saattavat jäätyä ja edessämme saattaa olla täysimittainen finanssikriisi.”*

Juuri näin, sanasta sanaan, tapahtui kolme vuotta myöhemmin Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen.

Monet kuulijat reagoivat esitykseen jyrkän kielteisesti. Rajania pidettiin ilonpilajana, innovaatioiden ja edistyksen vastustajana. Häntä kutsuttiin jopa luddiitiksi, koneensärkijäksi. Hänen uudistusehdotustensa sanottiin olevan tuomittuja epäonnistumaan.

Rahapolitiikasta päättävä yhteisö ei ollut halukas muuttamaan kurssia yhden konferenssiesitelmän vuoksi, vaikka se olikin perinpohjainen ja tasapainoinen. Rahapolitiikan päättäjien ja useimpien tutkijoiden näkemysten muuttamiseen tarvittiin suuri kansainvälinen katastrofi. Eikä se katastrofi ole vielääkään kokonaan ohi.

Rajanin puhe oli erinomainen esimerkki, ei ainoastaan ammatillisesta pätevyydestä, vaan myös ammatillisesta tinkimättömyydestä ja rohkeudesta.

## 3. Toinen esimerkki: hintavakaus ei turvaa rahoitusvakautta

Toinen tapaus, joka jäi kaikkien läsnä olleiden mieleen, liittyi siihen, riittääkö yksin inflaatiotavoitteen seuraaminen, jos omaisuushinnat alkavat voimakkaasti nousta.

Niin sanotun suuren vakauden (*Great Moderation*) kaudella, joka ulottui 1990-luvulta noin vuoteen 2007 asti, makrotaloudellisessa kirjallisuudessa oli muodostunut hyvin pelkistetty näkemys siitä, miten keskuspankkien tu-

lisi toteuttaa tehtäviään. Kirjallisuudessa painotettiin yleensä sitä, että politiikan piti suuntautua yhden indikaattorin eli keskipitkän aikavälin inflaatioennusteen vakaannuttamiseen, käyttäen siihen tarkoitukseen yhtä instrumenttia, eli lyhyttä rahamarkkinakorkoa.

Käytännössä politiikka ei ollut näin yksinkertaistettua, mutta inflaatiotavoitteen noudattamisen huippuvuosina yllä mainittua mallia käytettiin yleisesti. Se merkitsi etääntymistä perinteisestä ajattelusta, jossa keskuspankit olivat hyvin kiinnostuneita raha- ja luottoagregaatien kehityksestä.

EKP:tä pidettiin jopa vanhanaikaisena, sillä se oli keskuspankki, joka oli sitkeästi sitä mieltä, että raha- ja luottoagregateilla on oma roolinsa rahapolitiikan strategiassa.

Jotkut käytännön pankki-ihmiset kyselivät, mitä tehdä, jos inflaationäkymien vakauttamiseen tähtäävän tavoitteen ja luottomarkkinoiden vakauden välille syntyisi ristiriita. Asiasta ei vallinnut yksimielisyyttä, ja väiteltiin jopa siitä, onko edes realistista ajatella, että tavoitteiden välille voisi syntyä ristiriitatilannetta.

Kysymys voidaan asettaa esimerkiksi niin, että pitäisikö rahapolitiikkaa kiristää, jos luotonanto kasvaa voimakkaasti, mutta inflaatiokehitys ei kuitenkaan ole huolestuttavaa? Mitä tehdä, jos taloudessa on kehittymässä kuplia?

Jackson Holen konferenssissa vuonna 2007 Fedin johtokunnan silloinen jäsen, professori Rick Mishkin piti esitelmän asuntojen hinnoista ja rahapolitiikan välittymismekanismista (Mishkin 2007). Esitelmässään hän käsitteli mm. kiinteistökuplien syntymisen mahdollisuutta ja sitä, kuinka kupliin pitäisi reagoida.

Mishkin otti suoraviivaisesti kantaa inflaatiotavoitteen puolesta. Hän sanoi, että jos keskuspankit alkaisivat reagoida epäilyihin kupliin, ne unohtaisivat perustehtävänsä eli hinta-

vakauden ylläpitämisen. Tämä saattaisi kostautua ”erittäin kalliisti sekä rahapolitiikan toiminnassa että siinä, miten se suuren yleisön mielestä toimii”, hän sanoi.

Konferenssin osallistujien mielipiteet jakautuivat. Esimerkiksi Lars Svensson tuki Mishkinin näkemystä ja totesi, ettei ollut perusteltua poiketa hintavakauteen tähtäävästä rahapolitiikasta, vaikka olisi syytä epäillä, että kehittymässä on hintakupla.

Toiset osallistujat eivät olleet niinkään varmoja asiasta. Jotkin heistä, mm. Stanley Fischer, kysyivät, miksi pitäisi odottaa kuplan puhkeamista ja joutua suureen kriisiin. Eräiden mielestä finanssikriisin kustannukset voivat olla niin huomattavat, että rahapolitiikan tulisi ”nojata tuulta vastaan” eli olla vastasyklistä, jotta voidaan estää kuplien kasvaminen niin suuriksi, ettei niitä voida enää hallita.

Kuten kaikki tiedämme, vuoden 2007 jälkeiset tapahtumat ovat finanssikriisin muodossa pakottaneet sekä tutkijat että rahapolitiikan päättäjät tarkastelemaan rahapolitiikan prosessia laajemmin kuin ennen kriisiä:

- Finanssikriisien kustannuksiin suhtaututaan paljon vakavammin kuin vuonna 2007. Tuskin kukaan enää sanoo, että ei tarvitse olla huolissaan kuplista kun ne ovat kehittymässä, riittää kun keskitytään jälkien siivoamiseen.
- Lisäksi yleinen näkemys nykyisin on, että hintavakaus yksin ei takaa rahoitusvakautta. Markkinat eivät käyttäydy niin hyvin.
- Myös on tunnustettu se tosiasia, että pankkien vakavaraisuussäätelyn vahvistaminen – vaikka se onkin ollut tarpeellista – ei yksin riitä estämään kuplien ja romahdusten syntymistä omaisuuserien markkinoilla ja luottomarkkinoilla.

Vastausta hintavakauden, luottosykliä ja kiinteistökuuplien hallinnan väliseen politiikka-dilemmaan etsitään nyt toisesta suunnasta, makrovakauseräpolitiikasta.

Makrovakauserävälineiden käytön ei katsota olevan osa varsinaista rahapolitiikkaa. On kuitenkin yleisesti hyväksytty, että keskuspankkien pitäisi voida vaikuttaa keskeisesti siihen, miten makrovakauserävälineitä kehitetään ja käytetään.

Makrovakauserävälineet voivat täydentää rahapolitiikkaa tarpeellisella tavalla. Monissa tilanteissa tehokas makrovakauseräpolitiikka saattaa olla edellytys rahapolitiikan onnistuneelle toteuttamiselle.

Tiivistettynä: mitä enemmän keskuspankit voivat luottaa siihen, että makrovakauseräpolitiikka hoitaa osansa, sitä paremmin rahapolitiikka voi tukea taloudellisen toimeliaisuuden elpymistä ja inflaatiovahdin normalisoitumista – sekä euroalueella että muissa talouksissa.

On selvää, että vuoden 2007 konferenssin jälkeisinä vuosina taloustutkimuksen valtavirran on ollut pakko muuttaa oletuksiaan rahapolitiikasta ja käyttäytymisestä entistä pragmaattisemmiksi ja realistisemmiksi. Tunnustettu tosiasia on, että tässä asiassa teoreettisella tutkimuksella on vielä paljon opittavaa keskuspankkien käytännön kokemuksista, kun on pyritty ylläpitämään samanaikaisesti sekä hinta- että rahoitusvakautta.

#### **4. Kolmas esimerkki: nollakorkorajan ongelmat**

Kolmas ja viimeinen esimerkkini Jackson Hollessa käydyistä keskusteluista koskee varsin ajankohtaista ongelmaa, eli sitä, millaista rahapolitiikkaa keskuspankkien tulisi harjoittaa tilanteessa, jossa korot ovat äärimmäisen matalat.

Nykyinen tilanne on historiallisesti katsottuna ainutlaatuinen. Monissa maissa, myös euroalueella, lyhyt korko on noin nolla prosenttia tai jopa hieman alle sen. Perinteisen ajattelutavan mukaan korot eivät voi laskea enää paljon enempää ilman, että se aiheuttaa ongelmia eli spekulatiivista sijoittamista käteiseen (seteleihin).

On epävarmaa, kuinka alas nimellinen korko voi käytännössä laskea. Keskuspankit ovat edenneet tässä asiassa tunnustellen.

Tutkijat ovat tietysti tunnustaneet nollakorkorajan aiheuttamat ongelmat, ja he ovat antaneet joitain ratkaisuja ongelmaan. Rahapolitiikan päättäjät ovat myös kuunnelleet tutkijoita. Erityisen merkittävän ajatuksen esittivät Reifschneider ja Williams (2000) jo paljon ennen finanssikriisin puhkeamista ja siihen liittyntä korkotason laskua. He suosittelivat ratkaisua, jota nyt kutsutaan ennakoivaksi viestinnäksi. Lupaamalla lykätä koronnostoa odotettua myöhäisempään ajankohtaan, keskuspankki voi antaa rahapolitiikan impulssin talouden elvyttämiseksi.

Jos lupaus lykätä koronnostoa tulevaisuudessa on uskottava, sillä on vaikutusta talouden kasvunäkymiin jo nyt. Maailmassa, jossa yritykset ja markkinat katsovat tulevaisuuteen, uskottava ennakoiva viestintä elvyttää kulutusta ja talouden toimeliaisuutta.

Tästä pääsemme kolmanteen esimerkkini Jackson Holen konferensseista. Vuonna 2012 Michael Woodford esitteli konferenssissa politiikkapaperin, joka sisälsi käytännön suosituksia siitä, kuinka ennakoivaa viestintää pitäisi toteuttaa (Woodford 2012).

Woodford on yksi arvostetuimmista rahapolitiikan tutkijoista, joten kaikki osallistujat kuuntelivat häntä tarkasti. Esityksessään Woodford totesi, että on parempi antaa hyvin täsmällinen ja luja sitoumus rahapolitiikan tulevasta

mitoituksesta, eikä vain ympäröiväitä julkilausumia. Erityisesti hän suositteli sisällyttämään ennakoivaan viestintään tiukan ehdollisuuden.

Woodfordin mukaan keskuspankkien ei pitäisi vain sitoutua pitämään korot alarajalla johonkin tiettyyn päivämäärään asti. Sen sijaan niiden pitäisi antaa sitova, mutta ehdollinen lausunto rahapolitiikan tulevasta mitoituksesta. Woodford totesi, että ohjauksen nostamisen pitäisi perustua läpinäkyviin ja objektiivisiin taloustilannetta koskeviin kriteereihin.

Tällaisia yksityiskohtaisia sitoumuksia on kokeiltu käytännössäkin pian sen jälkeen, kun Woodford ja eräät muutkin taloustieteilijät olivat suositelleet ehdollista lähestymistapaa.

Joulukuussa 2012 Fedin avomarkkinakomitea totesi, että korkoja ei nostettaisi niin kauan kun työttömyysaste pysyy yli 6,5 prosentissa, inflaatiovauhdin 1–2 vuoden kuluttua arvioidaan olevan enintään puoli prosenttiyksikköä nopeampi kuin avomarkkinakomitean pitkän aikavälin tavoite, joka on 2 %, ja pitkän aikavälin inflaatio-odotukset pysyvät vahvasti ankkuroituneina.

Myös Englannin pankki otti vuonna 2013 käyttöön julkilausuttuja kriteerejä (*knockouts*) koronnostojen aloittamiselle. Ne koskivat inflaatioennustetta, vallitsevia inflaatio-odotuksia ja rahoitussektorin vakautta.

Kokemukset näistä yksityiskohtaisista koronnostokriteereistä ovat olleet ristiriitaisia. Kvantitatiiviset indikaattorit eivät ole niin tarkkoja ja luotettavia kuin voisi toivoa, eivätkä ne anna täyttä kuvaa talouden tilasta. Valitut indikaattorit saattavat näin ollen aiheuttaa “väärää hälytyksiä” tai ainakin epäilyksiä “väärästä hälytyksistä”. Jos niin käy, numeerisiin indikaattoreihin perustuva ennakoiva viestintä

ei olekaan niin selkeää kuin sen toivottaisiin olevan.

EKP ei ole valinnut tätä tietä. Sen sijaan EKP:n neuvoston ennakoiva viestintä perustuu pankin vakiintuneeseen strategiaan eli keskipitkän aikavälin hintavakaustavoitteeseen, jonka mukaan inflaatiovauhti on keskipitkällä aikavälillä alle 2 % mutta lähellä sitä.

EKP:n neuvosto on onnistunut tällä tavoin välttämään joitakin ongelmia, jotka liittyvät koronnoston erittäin tarkkoihin numeerisiin kriteereihin. EKP:n ennakoiva viestintä on ollut toimivaa.

Samalla on myönnettävä, että pitkälinen tavoitetta hitaamman inflaation kausi, joka yhä jatkuu, on huolestuttava ilmiö.

Tämä on yksi niistä syistä, miksi EKP viime maaliskuussa vahvasti ennakoivaa viestintäänsä ilmoituksella kattavista politiikkatoimista. Noin 80 miljardin euron kuukausittaisia ostoja on tarkoitus jatkaa ainakin vuoden 2017 maaliskuun loppuun asti ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto näkee kestäviä merkkejä inflaatiovauhdin palautumisesta tavoitteen mukaiseksi eli hieman alle kahdeksan prosenttiin keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi EKP:n neuvosto on ilmoittanut odottavansa, että EKP:n ohjaukorot pysyvät nykyisellä tasolla tai sitä alemmina vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin.

## 5. Neljäs esimerkki: pankkien rakennesäätely

Jackson Holen konferenssista poimimani esimerkitapaukset osoittavat kukin omalta osaltaan, että tutkijoiden ja rahapolitiikan päättäjien välinen vuorovaikutus on viime vuosina ollut aktiivista ja myös erittäin ajankohtaista.

Mikä tärkeintä, vuorovaikutus on ollut eteenpäin katsovaa. Siteeraamissani kolmessa esimerkeissä tutkijat ja päätöksentekijät keskittyivät ongelmiin, jotka kärjistyivät pian sen jälkeen, kun niitä oli käsitelty Jackson Holen konferenssissa.

Haluan ottaa esiin vielä neljännen politiikan ja tutkimuksen rajapintaan kuuluvan kysymyksen, joka nousi esiin finanssikriisin jälkimainingeissa.

Vuonna 2012 johdin EU:n komission asetamaa korkean tason asiantuntijaryhmää, jonka tehtävänä oli harkita pankkien rakenteiden sääntelyä Euroopassa ja tehdä siitä ehdotuksia.

Kysymys pankkien rakenteista tuli EU:n agendalle osana suurempaa, pankkialaa koskevan sääntelyn kehittämisen kokonaisuutta, johon kuuluivat muina hankkeina myös vakavaraisuus- ja maksuvalmiusmääräysten uudistaminen, pankkien kriisinsuojajärjestelmän vahvistaminen ja euroalueen pankkivalvonnan keskittäminen EKP:n vastuulle.

Työryhmämme osalta kysymys oli käytännössä siitä, mitä liiketoiminnan ja arvopaperikaupan muotoja talletuspankeille oli syytä sallia. Rakennesääntelyn kannattajien mielestä talletustoimintaan liittyvät turvaverkot voivat kannustaa suuria talletuspankkeja liiallisen riskinottoon ja kannustaa niitä epäterveeseen kasvuun arvopaperimarkkinoilla. Seurauksena tästä olisi pankkien kriisialtiuden kasvu ja veronmaksajien vastuiden kasvu pankkien riskeistä. Tämän estämiseksi talletuspankkien osallistumista tiettyihin riskipitoisiin liiketoimiin olisi syytä rajoittaa.

Toisaalta on myös asiantuntijoita, jotka katsovat, että pankkien vakavaraisuusmääräyksiä kiristämällä ja niiden suojana olevia turvaverkoja purkamalla voitaisiin päästä riittäviin tuloksiin. Moraalikato vähenisi niin paljon, että

tällöin talletuspankkien toiminta-alaa ei olisi kaan tarpeen rajoittaa.

Pankkisektorin oma edunvalvonta on yleensä ollut sekä toimintarajoituksia että vakavaraisuusmääräyksiä kiristämistä vastaan.

Rakennesääntelyllä on pitkä historia varsinkin Yhdysvalloissa, jossa 1930-luvulla säädetty Glass-Steagall -laki rajoitti pankkien arvopaperitoimintaa aina 1990-luvulle asti, jolloin se purettiin. Finanssikriisin seurauksena kiinnostus rakennesääntelyyn kuitenkin palasi, ja Yhdysvalloissa on nyt otettu käyttöön Volcker-säännön nimellä tunnettu kielto, joka estää pankkeja tekemästä arvopaperi- ja johdannaiskauppaa omaan lukuunsa, tosin eräin aika merkittävin poikkeuksin.

Britanniassa rakennesääntelyä lähdettiin toteuttamaan hiukan toisella periaatteella, eristämällä peruspankkitoiminta pankkikonsernien sisällä muista liiketoiminnoista (*ring-fencing*) siten, että riskien siirtymä esimerkiksi arvopaperikaupasta peruspankkitoimintaan estettäisiin.

Yksi työryhmämme suosituksista oli, että pankkikonsernien olisi eriytettävä omaan lukuun tehtävä arvopaperikauppa ja markkinatakaustoiminta omaan yhtiöönsä. Tämän yhtiön rahoitus olisi eristettävä talletuspankista siten, että tällaista arvopaperikauppaa ei voitaisi harjoittaa ainakaan suuressa mitassa talletuspankin riskillä ja siten välillisesti talletusvakuutusjärjestelmän antaman suojan varassa (Liikanen ym. 2012).

Millainen yhteys työryhmämme työllä oli tutkimukseen?

Professori Marco Pagano, joka toimii Euroopan järjestelmäriskikomitean (ESRB) neuvonantavan tieteellisen komitean puheenjohtajana, on eräässä esitelmässään ihmetellyt, miten vähän akateemisella tutkimuksella on

sanottavanaan pankkien rakennesäätelyn vaikutuksista (Pagano 2014a). Tätä huomiotaan Pagano ei ole käyttänyt rakennesäätelyä vastaan: hän on mm. Euroopan Parlamentin kuulemisessa vuonna 2014 voimakkaasti puolustanut työryhmämme ehdotuksia (Pagano 2014b).

Pystyimme kuitenkin ryhmässä hyödyntämään aiempaa tutkimusta useitten osakysymysten osalta, ja raporttiimme sisältyy tätä koskeva kirjallisuuskatsaus. Kuten siitä käy ilmi, pankkitoimintaa koskeva toimialatutkimus on painunut erityisen laajasti siihen, millaisia skaalautuja pankkialalla on, ja vallitseeko pankkien eri tuotteiden välillä merkittäviä yhteistuotannon etuja.

Nämä kysymykset ovat keskeisiä, jos harkitaan pankkien koon kasvun rajoittamista tai vaaditaan eri toimintojen erottamista erillisiin instituutioihin. Vastauksista riippuu, millaisia tehokkuustappioita tällainen vakautta parantamaan pyrkivä sääntely mahdollisesti aiheuttaisi.

Oma johtopäätöksemme oli, että ehdottamistamme sääntelymuutoksista ei aiheutuisi ainakaan niin suuria tehokkuustappioita, että ne painaisivat vaa'assa enemmän kuin pankkien vakaus, jota rakennesäätely lisäisi.

Yksi keskeinen kysymys, jonka käsittelyyn ryhmässämme tutkimuskirjallisuus vaikutti, oli kysymys markkinatakaustoiminnan kohtelusta.

Stanfordin yliopiston professori Darrell Duffie oli Yhdysvaltain Volcker-sääntöä arvioivassa tutkimuksessaan kiinnittänyt huomiota siihen, miten vaikeata on käytännön valvontatyössä erottaa markkinatakaustoimintaan liittyvää pankin arvopaperisalkun vaihtelua pankin omaan lukuun käytävästä arvopaperikaupasta.

Duffie kannatti markkinatakaustoiminnan sääntelyä ensisijaisesti korotettujen vakavarai-

suus- ja maksuvalmiusmääräysten avulla, tai vaihtoehtoisesti eriyttämällä tuo toiminta varsinaisesta pankista ”ring-fencingin” keinoin (Duffie 2012). Työryhmässä päädyimme ehdottamaan viimeksi mainittua ratkaisua, jos markkinatakaustoiminta olisi suurimittaista. Tämä olisi mahdollistanut omaan lukuun käytävän kaupankäynnin ja markkinatakauksen käsitteilyn yhdenmukaisella tavalla ja siten vähentänyt kiellon valvontaan liittyviä ongelmia.

EU:n komission pankkien rakennesäätelyä koskeva ehdotus, joka on parhaillaan parlamentin ja neuvoston käsittelyssä, poikkesi tältä osin työryhmämme esityksestä.

Komissio päätyi ehdottamaan omaan lukuun käytävän kaupan kieltämistä pankeilta kokonaan (lukuun ottamatta mm. valtioiden lainoja) – tätä on kutsuttu Barnierin säännöksi silloisen komissaarin Michel Barnierin mukaan.

Työryhmämme esittämä arvopaperitoimintojen eriyttämisvelvollisuus tulisi komission esityksessä riippumaan pankkivalvojen (euroalueella siis EKP:n) harkinnasta. Valvojen olisi harkittava, muodostaako arvopaperitoiminta uhan pankin vakaudelle, ja mikäli toisin ei voi osoittaa, he voisivat vaatia noiden toimintojen eriyttämistä (Euroopan komissio 2014).

Komission pankkirakenteita koskeva ehdotus ajautui Euroopan Parlamentissa erikoiseen tilanteeseen, kun asianomaisessa valiokunnassa vastuullinen esittelijä kärsi äänestystappion. Jatkokäsittely on yhä avoin.

Itse markkinoilla on tapahtunut paljon. Monet ns. yleispankit ovat supistaneet merkittävästi omaan lukuun tehtävää kaupankäyntiä, koska se on ollut niille huomattavan tappiollista. Panakit ovat hakemassa uutta liiketoimintamallia.



## 6. Vuorovaikutus tapahtuu reaaliajassa

Mitä tässä käsittelemäni tapaukset kertovat tutkimuksen ja päätöksenteon välisestä yhteydestä?

Tosielämässä asiat eivät mene sellaisen yksinkertaisen mallin mukaan, jossa ensin taloustieteilijät antavat objektiivisia neuvoja päätöksentekijöille, jotka sitten valitsevat esitetyistä vaihtoehdoista mieleisensä ja panevat ne täytäntöön. Virkakoneiston sisäinen valmistelu pyrkii tähän malliin, mutta se ei ole koko kuva.

Vähättelemättä lainkaan rahapoliittisen valmistelun virallisia mekanismeja, tutkijayhteisön ja keskuspankkien on tärkeää tehdä laajalaista ja tiivistä yhteistyötä myös epävirallisilla foorumeilla. Uskon, että tutkijoiden ja päättäjien välinen side on jopa vahvistumassa, kun rahoitusmarkkinoiden ongelmat eivät ole poistuneet.

Tutkijayhteisön vaikutus on erityisen merkittävä silloin kun keskustellaan strategioista ja doktriineista, instituutioiden mandaattijaosta ja politiikkavälineiden valinnasta. Mutta tämä vaikutus ilmenee vuoropuheluna, jossa päätöksentekijät ja tutkijat vaikuttavat kummatkin toistensa näkemyksiin.

On tärkeää ottaa huomioon, että raha- ja talouspoliittinen vuorovaikutus päättäjien ja tutkimuksen välillä tapahtuu reaaliajassa, jossa taloushistoria tarjoaa poliittisen vuoropuhelun osapuolille yllätyksen toisensa jälkeen. Kuvaan tulee jatkuvasti uusia tekijöitä, joita ei ole aiemmin otettu huomioon, mutta jotka ovat yhtäkkiä keskiössä.

Historia tulee aina ravistelemaan politiikan viitekehyksiä jostain odottamattomasta suunnasta ja aloittamaan taas uuden vaiheen päättäjien, täytäntöönpanijoiden ja talusteoreetikkojen välisessä vuoropuhelussa. □

## Kirjallisuus

- Capie, F. (2010), *The Bank of England 1950s to 1979*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Duffie, D. (2012), "Market Making Under the Proposed Volcker Rule", Working Paper Series, No.106, Rock Center for Corporate Governance, Stanford University.
- Euroopan Komissio (2014), "Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi EU:n luottolaitosten häiriönsietokykyä parantavista rakennetoimenpiteistä", COM (2014) 43 final, 29.1.2014, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/celex-52014pc0043-fi-txt.pdf> (viitattu 10.5.2016).
- Keynes, J.M. (1951), *Työllisyys, korko ja raha: yleinen teoria*, WSOY, Porvoo.
- Liikanen, E. ym. (2012): *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector*, Final Report, [http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level\\_expert\\_group/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/finance/bank/docs/high-level_expert_group/report_en.pdf) (viitattu 10.5.2016).
- Mishkin, F.S. (2007), "Housing and the Monetary Transmission Mechanism", *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City: 359–413.
- Pagano, M. (2014a), "Dealing with Financial Crises: How Much Help from Research?", Working Paper No. 361, Centre for Studies in Economics and Finance, University of Naples.
- Pagano, M. (2014b), "ECON Committee Public Hearing on Bank Structural Reform, Statement of Prof. Marco Pagano", European Parliament, 2 December 2014, <http://www.europarl.europa.eu/committees/en/econ/events.html?id=20141121CHE93808> (viitattu 10.5.2016).
- Rajan, R. (2005), "Has financial development made the world riskier?", *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City: 313–369.
- Reifschneider, D. ja Williams, J.C. (2000), "Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era", *Journal of Money, Credit and Banking* 32: 936–966.

- Tinbergen, J. (1955), *On the Theory of Economic Policy*, North-Holland, Amsterdam.
- Woodford, M. (2012), “Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound”, *Proceedings - Economic Policy Symposium - Jackson Hole*, Federal Reserve Bank of Kansas City: 185–288.