

Tarinoita vallattomista luottomarkkinoista

Lauri Holappa

Julkisen sektorin velkaantumisasteet kääntyivät länsimaissa nousuun 1970-luvun loppupuolella toisen maailmansodan jälkeisen voimakkaan talouskasvun aikakauden hiipumisen myötä. Siitä lähtien liiallisen julkisen velkaantumisen torjumisesta on tullut keskeinen tai jopa keskeisin talouspolitiikkaa ohjaava tavoite länsimaissa (ks. esim. Streeck & Mertens 2013).

Suomessa julkisen velkaantumisen hallinta nousi talouspolitiikassa keskeiseen asemaan viimeistään 1990-luvun laman jälkeen (ks. esim. Kantola 2002). Tämän tietynlaisena huipentumana voidaan pitää Jyrki Kataisen hallituksen hallitusohjelmaa, jossa korkeimman luottoluokituksen säilyttäminen asetettiin talouspolitiikan tavoitteeksi (ks. Valtioneuvoston kanslia 2011, 9). Koronaviruksen aiheuttaman talouskriisin ja siitä seuranneen julkisen sektorin lisävelkaantumisen myötä on jälleen palat-

tu hiukan saman tyyppisiin puhetapoihin. Esimerkiksi valtiovarainministeri Matti Vanhanen on nostanut hyvän luottoluokituksen säilyttämisen Suomen talouspolitiikan keskeiseksi tavoitteeksi (ks. Hallikainen 2020).

Luottomarkkinoiden asemaa valtioiden talouspolitiikan ehdollistajana on analysoitu runsaasti myös yhteiskuntatieteellisessä kirjallisuudessa. Taloustieteellisen kirjallisuuden lisäksi luottomarkkinoiden valta on ollut keskeisesti esillä etenkin poliittisen talouden tutkimuksessa. Syynä tähän on kirjallisuuden perusteella ollut ennen kaikkea poliittisen talouden tutkijoiden halu selvittää rahoitusmarkkinoiden vapauttamisen, globalisaation ja muiden talouspolitiikan toimintaympäristössä tapahtuneiden muutosten vaikutuksia demokratiaan ja talouspolitiikan liikkumatilaan.

Kirjoitus perustuu Helsingin yliopistossa 26.5.2020 tarkastettuun väitöskirjaan *The Bond-Market-Power Fallacy*. Vastaväittäjänä toimi professori Christopher May Lancasterin yliopistosta ja kustoksena professori Teivo Teivainen Helsingin yliopistosta. VTT Lauri Holappa (lauri.holappa@helsinki.fi) toimii tutkijana Helsingin yliopistossa sekä vanhempana tutkijana Demos Helsingissä.

Väitöskirjani tarkastelee poliittisen talouden tutkimuksen piirissä esitettyjä tulkintoja luottomarkkinoiden vallankäytön luonteesta ja seurauksista. Poliittisen talouden tutkimuksella viitataan väitöskirjassani yhtäältä politiikan tutkimuksen ja sosiologian piirissä kehittyneeseen vertailevaan poliittisen talouden tutkimukseen ja toisaalta maailmanpolitiikan tutkimuksen piiristä nousseeseen kansainvälisen poliittisen talouden tutkimukseen. Vaikka traditioiden oppihistorialliset juuret eroavat toisistaan, ovat ne nykyään vahvasti integroituina lähestymistapoja, eikä niiden erottaminen toisistaan ole enää mielekäästä. Modernin poliittisen talouden tutkimuksen keskeisenä pyrkimyksenä voidaan pitää ”taloudelliseksi” miellettyjen yhteiskunnan osa-alueiden poliittisten aspektien analysointia.

Tunnistan väitöskirjassani luottomarkkinoita analyoivasta poliittisen talouden tutkimuksen kirjallisuudesta melko yhtenevästi ilmenevän kuvauksen luottomarkkinoiden vallankäytön taustasta ja laadusta. Luottomarkkinavaltanarratiiviksi nimeämässäni kuvauksessa luottomarkkinoiden katsotaan olevan se rahoitusmarkkinoiden komponentti, joka kaikkein selkeimmin vaikuttaa valtioiden talouspoliittiseen liikkumatilaan. Tätä näkemystä toistavassa kirjallisuudessa oletetaan politiikan tilan kaventuneen merkittävästi valtiotasolla, koska kaikkien valtioiden on pyrittävä miellyttämään luottomarkkinoita talouspoliittisessa päätöksenteossaan. Useimmiten tämän oletetaan tarkoittavan jatkuvasti tiukkaa finanssipolitiikan viritystä, jonka avulla pyritään välttämään luottomarkkinoiden uhkaaviksi kokemia budjettialijäämiä ja nousupaineita julkisen sektorin velkaantumisasteissa.

Narratiivin mukaan luottomarkkinoiden valta alkoi kasvaa rahoitusmarkkinoiden va-

pauttamisen ja siitä seuranneen verokilpailun vuoksi. Tämän katsotaan johtaneen julkisten talouksien lisääntyneeseen velkaantumiseen sekä valtioiden ja luottomarkkinoiden välisen vahvan riippuvuussuhteen syntymiseen.

Näin ollen luottomarkkinavaltanarratiivi ei ole ensisijaisesti diskurssikritiikkiä. Tutkimustradition perustana ei siis ole ajatus siitä, että kansalaiset, julkisen keskustelun portinvartijat ja poliittiset päätöksentekijät olisivat vain *omaksuneet* ajatuksen luottomarkkinoiden rakenteellisesta valta-asemasta. Pikemminkin luottomarkkinavaltanarratiivi perustuu oletukseen, jonka mukaan maailmantalouden materiaalis-rakenteelliset muutokset 1970-luvulta alkaen ovat vahvistaneet luottomarkkinoiden valta-asemaa.

Arvioin väitöskirjassani kriittisesti luottomarkkinavaltanarratiiviin nojaavaa poliittisen talouden tutkimuksen perinnettä. Tuon esiin, että koko narratiivi on mielekäs vain, jos luottomarkkinoiden sivuuttaminen tai vaikutuksen rajaaminen ei ole mahdollista valtiotasoisilla poliittisilla järjestelyillä. Käytännössä tämä tarkoittaa ennen kaikkea sitä, että luottomarkkinavaltanarratiivin täytyy nojata vähintään implisiittisesti ajatukseen, jonka mukaan valtion toiminnan rahoittaminen keskuspankin kautta ei ole faktisesti mahdollista.

Toisin sanoen julkisen kulutuksen rahoittamisen keskuspankin kautta täytyy johtaa joihinkin niin merkittäviin kokonaisyhteiskunnallisiin ongelmiin, että se ei ole vakavasti otettava vaihtoehto luottomarkkinavälitteiselle rahoitukselle. Taloustieteellisessä tutkimuskirjallisuudessa nämä ongelmat on yleensä yhdistetty hyperinflaatioon tai sitä muistuttavaan erittäin korkean inflaation tilanteeseen. Osoitan tutkimuksessani, että juuri näitä näkökul-

mia myös poliittisen talouden tutkimuksessa toistetaan joko suoraan tai epäsuorasti.

Perinteisesti uusklassisessa taloustieteessä valtioiden suoraa keskuspankkirahoitusta on pidetty ongelmallisena erityisesti pitkällä aikavälillä. Tämän näkemyksen voidaan katsoa nojaavan niin sanottuun neutraalin rahan aksioomaan, jonka mukaan rahamäärän kasvu pitkällä aikavälillä ei voi vaikuttaa suotuisasti reaaliatalouteen eli esimerkiksi kokonaistuotantoon ja työllisyyteen.

Näin ei oleteta olevan välttämättä lyhyellä aikavälillä, koska kysyntästimulaation ja siten kierrossa olevan rahamäärän kasvun voidaan joissakin tilanteissa katsoa vaikuttavan myönteisesti niin kokonaistuotantoon kuin työllisyyteenkin. Tämän katsotaan yleensä johtuvan erilaisista palkka- ja hintajäykkyyksistä, jotka estävät tuotantokuilun sulkeutumisen lyhyellä aikavälillä.

Niinpä kysymys rahan neutraalisuudesta pitkällä aikavälillä ja siten keskuspankkirahoituksen poliittisista mahdollisuuksista sekä luottomarkkinavaltanarratiivin uskottavuudesta on lopulta yhteydessä kiistaan niin sanotun *Say'n lain* pätemisestä pitkällä aikavälillä, jota voidaan pitää eräänä makrotaloustieteen oppihistorian keskeisimmistä kiistakysymyksistä.

Kiistan juuret on löydettävissä John Maynard Keynesin (1936) talouden tasapainomekanismeihin kohdentamasta kritiikistä sekä etenkin Don Patinkin (1956), Milton Friedmanin (1968) ja Hyman P. Minskyn (1975; 1986) jatkopuheenvuoroista debatissa. Keynes osoitti *Yleisessä teoriassaan*, että talouden tasapainotuminen millekään ”luonnolliselle tasolle” – tai nykytermein ilmaistuna, tuotantokuilun sulkeutuminen – ei ole välttämätöntä pitkällä aikavälillä.

Keynesin mielestä tämä johtui ennen kaikkea siitä, että säästämisen lisääntyminen ei vaikeiden taantumien tai lamojen yhteydessä välttämättä johda investointien lisääntymiseen, koska yritysten ja kotitalouksien on mielekästä pitää huomattava osa säästöistään käteisenä eikä epävarmoiksi koetuissa olosuhteissa investoida niitä esimerkiksi rahoitusmarkkinoille. Toisaalta Keynes korosti myös sitä, että voimakasaan korkotason lasku ei tällaisissa olosuhteissa ole välttämättä riittävä stabilisointityökalu. Jos yritykset eivät kykene ennustamaan, milloin suhdannetilanne kääntyy paremmaksi, ne saattavat lykätä investointejaan, vaikka korkotaso olisi hyvinkin suotuisa.

Patinkin ja Friedman vastasivat Keynesin kritiikkiin korostamalla Arthur Cecil Pigoun (1943) artikuloiman varallisuusvaikutuksen keskeistä roolia. Tämän näkemyksen mukaan muutokset hintatasossa toimisivat viimekätisenä talouden tasapainotusmekanismina, koska yksityisten toimijoiden säästöjen reaaliarvo kasvaisi deflaatiotilanteessa, johon vaikeamat taantummat yleensä aina johtaisivat.

Varallisuusvaikutuskeskustelun myötä Keynesin teoriaa alettiin yhä useammin tulkita lyhyen aikavälin ja erilaisten erityistapausten analyysinä. Jos Keynesin esittämän kritiikin katsottiin olevan pätevää vain lyhyellä aikavälillä, oli myös entistä helpompaa korostaa rahan olevan väistämättä neutraalia pitkällä aikavälillä. Tästä argumentista taas ei ole pitkä matka yleisen tason kritiikkiin julkisen kulutuksen keskuspankkirahoitusta kohtaan.

Tosiasiassa keskustelu ei kuitenkaan tyrehnyt 50- ja 60-luvun varallisuusvaikutusta korostaneisiin puheenvuoroihin. Minsky ja moni muu jälkikeynesiläinen taloustieteilijä osoitti pian Patinkin ja muiden varallisuusvaikutuk-

sen roolia korostaneiden tutkijoiden puheenvuorojen jälkeen, että varallisuusvaikutus on epäuskottava tasapainomekanismi modernissa velkaperustaisessa markkinataloudessa. Nojautuen Irving Fisherin (1933) velkadeflaatioteoriaan jälkikeynesiläiset ovat argumentoineet, että nimenomaan deflaatio tekee talouden toipumisesta entistä vaikeampaa, kun etenkin yritysten kyky selviytyä velkavelvoitteistaan vaikeutuu huomattavasti nimellistulojen alentuessa.

Moni penseästi taloustieteen oppihistoriallisten keskusteluiden merkitykseen suhtautuva ekonomisti saattaa kysyä, ovatko nämä keskustelut relevantteja enää 2020-luvulla. Varallisuusvaikutus mainitaan taloustieteellisissä keskusteluissa enää melko harvoin oppikirjojen ulkopuolella. Myöskään Keynesin alkuperäistä fundamentaaliseen epävarmuuteen nojaavaa kritiikkiä ei enää yleensä esitetä perusteena kysynnänsäätelyn merkitykselle lyhyellä aikavälillä, vaan finanssi- ja rahapolitiikan katsotaan olevan hyödyllistä lyhyellä aikavälillä yleensä palkka- ja hintajäykkyyksien vuoksi.

Keynes kuitenkin korosti *Yleisessä teoriassa*, että hänen kritiikkinsä soveltuu myös täysin joustavien palkkojen ja hintojen maailmaan. Niinpä palkkojen ja hintojen oletaminen täysin joustaviksi pitkällä aikavälillä ei tee Keynesin alkuperäisestä kritiikistä epävalidia. Jos myös oletamme, että varallisuusvaikutus ei ole uskottava tasapainottumismekanismi, on edelleen kyettävä selittämään, miksi Keynesin alkuperäinen kritiikki ei olisi pätevää ja miksi tuotantokuilu automaattisesti sulkeutuisi pitkällä aikavälillä. Jos taas tuotantokuilun ei oleteta automaattisesti sulkeutuvan pitkällä aikavälillä, voidaan kysyä, miksi rahan oletetaan olevan neutraalia pitkällä aikavälillä. Mikäli raha ei ole neutraalia pitkällä aikavälillä ja jos tuotantokuilu ei väistämättä sulkeudu pit-

källä aikavälillä, voidaan olettaa, että myös pitkällä aikavälillä voi ilmentyä tilanteita, jolloin suoran keskuspankkirahoituksen käyttäminen voi olla hyödyllistä eikä ainakaan kohtuuttoman inflatorista.

Teoreettiset perusteet rahan pitkän aikavälin neutraalisuudelle ovatkin jokseenkin vaikeasti hahmottuvia. Tämä on ongelmallista myös luottomarkkinavaltanarratiivin ympärille rakentuneen poliittisen talouden tutkimusperinteen kannalta, koska siinä nojaututaan toisinaan implisiittisesti, mutta usein myös täysin eksplisiittisesti päättelyketjuihin, jotka perustuvat oletukselle rahan pitkän aikavälin neutraalisuudesta.

Keskuspankkirahoituksen kritiikille voidaan perinteisestä taloustieteellisestä kirjallisuudesta löytää toki myös muita perusteita. Toisinaan on esimerkiksi esitetty, että poliittisten päätöksentekijöiden omaan uudelleenvalintaan liittyvät kannustinrakenteet saattavat johtaa julkisten menojen holtittomaan lisäämiseen ja siten voimakkaasti kiihtyvään inflaatioon.

Tämän tyyppinen kritiikki ei ole vailla perusteita, mutta sitä on vaikea pitää uskottavana perusteena neutraalin rahan aksioomalle. Ensinnäkin on epäselvää, hyötyvätkö poliittiset päätöksentekijät tuhlailevasta julkisten varojen käytöstä. Kansainvälisesti on runsaasti näyttöä siitä, että äänestäjät suhtautuvat monissa maissa budjettialijäämiin penseästi (ks. esim. Barnes ja Hicks 2018; Hayo ja Neumeier 2017). Lisäksi useiden tutkimusten mukaan tiukkaan finanssipolitiikkaan suhtaudutaan myös uutisoinnissa huomattavasti myönteisemmin kuin elvytykseen jopa talouskriisien olosuhteissa (ks. esim. Harjuniemi 2019; Harjuniemi ja Ampuja 2019). Toiseksi empiirinen evidenssi väitteen tueksi on myös kyseenalaista. Esimerkiksi melko tuoreessa tutkimuksessaan Edward

Balls, James Howat ja Anna Stansbury (2018) osoittivat, että keskuspankkien poliittisella itsenäisyydellä ei ole selvää yhteyttä hintavakautteen (vaikka operationaalisella itsenäisyydellä tällainen yhteys onkin).

Yleisellä tasolla esitän väitöskirjassani, että rahan pitkän aikavälin neutraalisuutta tai keskuspankkirahoituksen ongelmia käsittelevän tutkimuskirjallisuuden haasteet liittyvät myös problemaattisiin tieteenfilosofisiin tai metateoreettisiin lähtökohtiin. Ne nojaavat usein yhteiskuntatieteisiin huonosti sopivaan suljettujen järjestelmien logiikkaan, jossa oletetaan jonkin olennaisen kausaalisuhteen pysyvyys ajasta ja paikasta riippumatta.

On esimerkiksi selvää, että joissakin taloudellisissa, poliittisissa ja kulttuurisissa olosuhteissa valtion toiminnan tukeminen keskuspankkiluotoilla voi johtaa erittäin kielteisiin seurauksiin esimerkiksi hintavakauden kannalta. Sen sijaan esimerkiksi sellaisen väitteen esittäminen, että keskuspankkirahoituksen mahdollisuus johtaisi väistämättä tai lähes väistämättä äänten kalasteluun holtittoman julkisen kulutuksen avulla, ei ota poliittisen päätöksenteon kulttuurisia ja muita yhteiskunnallisia reunaehtoja riittävän vakavasti.

Väitöskirjani keskeisen väittämän mukaan luottomarkkinoiden ehdollistamisvaltaa on liioiteltu poliittisen talouden tutkimuksessa merkittävästi. Etenkin rahapoliittisesti suvereenit valtiot, eli valtiot jotka laskevat liikkeelle omaa valuuttaansa, ovat velkaantuneet pääasiassa omassa valuutassaan, ja jotka soveltavat kulluvaa valuuttakurssia, ovat pääasiallisesti vapaita luottomarkkinapaineista.

Väitöskirjani teemat liittyvät kysymyksiin, jotka ovat niin Suomessa kuin maailmallakin

herättäneet toisinaan voimakkaita ja paikoin hiukan epäasiallisiakin reaktioita. Sen vuoksi tässä yhteydessä on syytä korostaa muutamia asioita, joita *en* väitä tutkimuksessani.

Ensinnäkään tutkimuksessani ei väitetä, että rahapoliittinen suvereniteetti tai keskuspankkirahoitus vapauttaisivat valtiot kuluttamaan ilman minkäänlaisia rajoja. Kysyntästimulaatio (tapahtui se sitten keskuspankkirahoituksen turvin tai ei) voi monissa tilanteissa johtaa epätoivottaviin lopputuloksiin, mikäli sitä jatketaan esimerkiksi tilanteessa, jossa taloudessa ei ole merkittävää vajaakapasiteettia tai vastentahtoista työttömyyttä.

Toiseksi väitöskirjassani ei esitetä, etteivät valtiot kohtaisi ulkoisia rajoitteita talouspoliittisessa päätöksenteossään. Esimerkiksi liian ekspansiivinen finanssipolitiikka voi joissakin tilanteissa johtaa vaihtotaseen ja siten valuuttakurssin heikentymiseen. Tämä saattaa pitkään jatkuessaan vaikeuttaa ulkomaisten tuontihyödykkeiden saantia ja johtaa inflaation kiihtymiseen. Tämän tyyppiset ulkoiset ongelmat ovatkin olleet monien kehittyvien talouksien pysyväisluontoisia haasteita ja syitä etenkin moniin Latinalaisessa Amerikassa nähtyihin voimakkaan inflaation periodeihin.

Näistä varauksista huolimatta pidän tärkeänä, että talouspolitiikan tosiasialliset rajoitteet esitetään julkisessa keskustelussa ja akateemisessa tutkimuksessa mahdollisimman täsmällisesti. Valtiotason talouspolitiikalle on useita tosiasiallisia ulkoisia ja sisäisiä rajoitteita. Toisinaan keskustelussa talouspolitiikan rajoitteita kuitenkin ylikorostetaan. Tätä voidaan pitää ongelmana demokraattisen keskustelun ja päätöksenteon näkökulmasta. □

Kirjallisuus

- Balls, E., Howat J. ja Stansbury A. (2018), “Central bank independence revisited: after the Financial Crisis, what should a model central bank look like?”, M-RCBG Working paper No. 87.
- Barnes, L. ja Hicks, T. (2018), “Making austerity popular: the media and mass attitudes toward fiscal policy”, *American Journal of Political Science* 62: 340–354.
- Fisher, I. (1933), “The debt deflation theory of great depressions”, *Econometrica* 1: 337–357.
- Friedman, M. (1968), “The role of monetary policy”, *The American Economic Review* 58: 1–17.
- Hallikainen, I. (2020), “Matti Vanhanen esitteli ensimmäisen budjettiehdotuksensa valtiovarainministerinä ja paljasti koronan vaikutukset: ’Tällä tärkeällä muutoksella vahvistetaan vientiteollisuutta’”. MTV Uutiset, 12.8.2020, <https://www.mtvuutiset.fi/artikkeli/matti-vanhanen-esitteli-ensimmaisen-budjettiehdotuksensa-valtiovarainministerina-ja-paljasti-koronan-vaikutukset-talla-tarkealla-muutoksella-vahvistetaan-vientiteollisuutta/7894420#gs.dh9ota> (viitattu 21.8.2020)
- Harjunieniemi, T. (2019), “Reason over politics: The Economist’s historical framing of austerity”, *Journalism Studies* 20: 804–822.
- Harjunieniemi T. ja Ampuja, M. (2019), “Established ideas from established institutions: austerity and structural structural reforms in the Finnish economic policy debate”, *Critical Policy Studies* 13: 451–469.
- Hayo, B. ja Neumeier, F. (2017), “Public attitudes toward fiscal consolidation: evidence from a representative German population survey”, *Kyklos* 70: 42–69.
- Kantola, A. (2002), *Markkinakuri ja managerivalta: poliittinen hallinta Suomen 1990-luvun talouskriisissä*, Helsingin yliopisto, viestinnän laitos.
- Keynes J. M. (1936 [1991]), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Harcourt, San Diego, CA.
- Minsky, H. P. (1975), *John Maynard Keynes*, Columbia University Press, New York.
- Minsky, H. P. (1986), *Stabilizing an Unstable Economy*, Yale University Press, New Haven.
- Patinkin, D. (1956), *Money, Interest, and Prices*, Row Peterson, Evanston, IL.
- Pigou, A. C. (1943), “The classical stationary state”, *The Economic Journal* 53: 343–351.
- Streeck W. ja Mertens D. (2013), “Public finance and the decline of state capacity in democratic capitalism”, teoksessa Schäfer, A. Ja Streeck W. (toim.), *Politics in the Age of Austerity*. Polity Press, Cambridge: 26–58.
- Valtioneuvoston kanslia (2011), *Pääministeri Jyrki Kataisen hallituksen ohjelma*, <https://valtioneuvosto.fi/documents/10184/147449/Kataisen+hallituksen+ohjelma/81f1c20f-e353-47a8-8b8f-52ead83e5f1a/Kataisen+hallituksen+ohjelma.pdf> (viitattu 21.8.2020).