Nobelisti Ben Bernanke arvioi rahapolitiikan evoluutiota – ja oman työnsä jälkiä

Olli Rehn

Ben S. Bernanke,
21st Century Monetary Policy: The Federal Reserve from the Great Inflation to COVID-19.
W.W. Norton 2022, 512 sivua.

Sir Winston Churchillistä on sanottu, että hän kävi toisen maailmansodan kahteen kertaan: ensin Britannian pääministerinä ja sodan johtajana, myöhemmin sodan johtavana historiankirjoittajana. Näin toimien, siis ”sekä taistellen että kirjoittaen toisen maailmansodan”,[1] Churchill pyrki varmistamaan sen, että hänen oma tulkintansa pääsisi voitolle jälkipolvien arvioissa. Ansioistaan Churchillille myönnettiin Nobel-palkinto vuonna 1953, mutta ei hänen ilmeisesti tavoittelemaansa rauhanpalkintoa, vaan kirjallisuuden Nobel – Churchillille ilmeinen *second-best*, vaikka monelle muulle tietokirjailijalle olisi sekin varmasti kelvannut.

Tuoreen taloustieteen Nobel-voittajan *Ben Bernanken* viime vuosien toiminnassa ja nyt käsillä olevassa teoksessa *21st Century Monetary Policy* on paljon samaa henkeä – tiedostettua tai tiedostamatonta – kuin Churchillillä. Siinä näkijä missä tekijä, tai ainakin siinä tulkki missä tekijä.

Nobelinsa Bernanke sai ennen muuta pankkikriisejä ja rahoitusvakautta koskevasta tutkimuksestaan, jolla on ollut valtava käytännön merkitys kriisien hoidon ja ennaltaehkäisyn kehittämisen kannalta. Uudessa kirjassaan hän kirjoittaa rahapolitiikan lähihistoriaa ajalta, jota hän on itse Yhdysvaltain keskuspankin Federal Reserven pääjohtajana eli rahapolitiikan tärkeimpänä yksittäisenä päätöksentekijänä ollut muovaamassa. Tämä ei ole puute, vaan pikemminkin etu: Bernanke avaa esimerkiksi finanssikriisin 2007–2009 päätösten analyyttista taustaa olennaisella tavalla, mikä tekee kirjasta jokaisen rahapolitiikan tekijän ja tutkijan kannalta pakollista luettavaa.

Totta kai kirja edustaa valtavirtaa, vaikka monissa kohdin Bernanke on myös itsekriittinen Fedin päätösten ja eräiltä osin myös oman viestintänsä suhteen. Esimerkiksi vuoden 2013 ns. *taper tantrum* -vaiheen aikana hän kirjoittaa arvioineensa väärin sijoittajien reaktion Fedin päätökseen määrällisen keventämisen jarrutta-

[1] *Reynolds (2007).*

Fil.tri Olli Rehn (olli.rehn@bof.fi) on Suomen Pankin pääjohtaja ja Helsingin yliopiston yleisen valtio-opin dosentti.

misesta, mikä synnytti huomattavaa turbulenssia valtionlaina- ja muilla rahoitusmarkkinoilla. Samalla se aiheutti myös merkittävää pääomien ulosvirtausta nousevista talouksista, mikä heilutteli jopa maailmantalouden elpymistä. Intian keskuspankin pääjohtaja *Raghuram Rajanista*, entisestä IMF:n pääekonomistista, tuli Bernanken mukaan ”rahapolitiikan (erityisesti Yhdysvaltain) säännöllinen ja elegantti kriitikko, joka arvosteli nousevien talouksien kokemien rahoituksellisten sivuvaikutusten saamaa riittämätöntä huomiota”. Muistan elävästi, miten G7-ryhmän valtiovarainministerien ja keskuspankkien pääjohtajien kokouksissa Washingtonissa ja Brysselissä vuosina 2013–14 Bernanke perusteli kollegoilleen Fedin päätöksiä supistaa tasettaan hintavakauden varmistamiseksi oman kotimaisen mandaattinsa nojalla, minkä hän teki viileän analyyttisella tyylillään.

Evoluution juuret 1970-luvun ”suuressa inflaatiossa”

Kirjan arvokkainta antia on samalla sekä leveällä pensselillä vedetty että toisaalta pääkohdissa kliinisellä suurennuslasilla tarkennettu kuvaus rahapolitiikan evoluutiosta viimeisen puolen vuosisadan aikana.

Kirjan nimi on sikäli harhaanjohtava, että se käsittelee laajasti myös 1900-luvun rahapolitiikkaa aina ”suuren inflaation” juurista 1960-luvulta lähtien. Tälle vuosituhannelle tullaan vasta sivulla 83. Ratkaisu on mielestäni oikea, sillä vaikka tekstissä on paljon tuttua, on tämän vuosituhannen rahapolitiikkaa vaikea ymmärtää ilman 1970- ja 1980-luvun tapahtumia – ensin inflaation päästämistä laukalle presidentti *Richard Nixonin* ja Fedin pääjohtaja *Arthur Burnsin* valtakaudella, sitten presidentti *Jimmy Carterin* nimittämän pääjohtajan *Paul Volckerin* määrätietoista ja rujoakin inflaation taltuttamista 1980-luvun alussa, kovan taantuman hinnalla. Burnsille ja Nixonille ei suuremmin sympatiaa heru, Volckerille sitäkin enemmän. Volcker ei ollut niinkään rahapolitiikan koukeroihin paneutuva teoreetikko, vaan yhteen asiaan eli inflaation taltuttamiseen keskittyvä pragmatisti, jolle rahapolitiikka oli vähintään yhtä paljon taidetta kuin tiedettä.

1970-luvun suuren inflaation jaksosta Bernanken tuomio on ankara:

> *”Missä oli Federal Reserve? Miksi Fed antoi inflaation irrota käsistään, ja kun se oli tapahtunut, miksi se ei tehnyt enemmän pysäyttääkseen inflaatiokierteen? Lyhyt vastaus on: sekoitus raakaa politiikkaa ja inflaatioprosessia koskevia vääriä näkemyksiä sai Fedin johtajat pysymään ratkaisevilla hetkillä passiivisina, välttäen tuskalliset päätökset, joilla inflaatio olisi saatu takaisin hallintaan.”*

Kuten nyt tiedämme, 1970-luvun inflaatiokokemusten sekä 1980-luvun inflaation taltuttamisen ja sitä seuranneen nopean talouskasvun myötä keskuspankkien itsenäisyydestä tuli modernin rahapolitiikan kulmakivi. Euroopassa se on ankkuroitu Euroopan unionin perussopimukseen.

Luomukoron aleneva käyrä – ja taas muuttuva inflaatiomaisema

Kun Bernanke tulee tälle vuosituhannelle, hän nostaa esiin muutamia keskeisiä trendejä, jotka ovat muokanneet rahapolitiikan toimintaympäristöä. Monet näistä ovat tuttuja makrotalous-

tiedettä ja rahapolitiikkaa seuraaville tutkijoille tai päättäjille. Ensinnäkin normaalissa korkotasossa on koettu pitkän aikavälin laskeva trendi, joka on seurausta ns. luonnollisen korkotason eli tasapainokoron laskusta 1980-luvulta lähtien aina viime aikoihin saakka, ainakin korona- ja energiakriisiin. Toiseksi Phillipsin käyrä ei toimi enää samalla tavalla kuin ennen, eli inflaatio on reagoinut hitaammin työttömyyden muutoksiin kuin aiemmin. Kolmanneksi rahoitusjärjestelmän epävakauden riski on lisääntynyt globaalien rahoitusmarkkinoiden oloissa.

Näiden pitkän aikavälin rakenteellisten trendien nojalla Bernanke päätyi ajamaan Fedin rahapolitiikan strategian uudistamista suuntaan, joka ottaisi aiempaa paremmin huomioon luonnollisen koron alenemisen sekä heikentyneen yhteyden inflaation ja työttömyyden välillä. Fed uudistikin strategiansa kesällä 2020 ilmoittaen hyväksyvänsä liian hitaan inflaatiojakson jälkeen aiempaa alhaisemman työttömyyden ilman paineita nostaa korkoja ja taltuttaa inflaatiota – nyt jo mennyt maailma. Uudistus oli asiallisesti hyvinkin perusteltu. Myös EKP uudisti oman strategiansa kesällä 2021 samankaltaisin perusteluin.

Inflaatiotavoitteen nostamista nyt vallitsevassa tilanteessa esimerkiksi neljään prosenttiin Bernanke ei kuitenkaan kannata. Tällainen maalitolppien siirtely kesken elinkustannuskriisin veisi hänen mielestään keskuspankkien uskottavuuden.

Tämänhetkisen aivan liian nopean inflaation pohdinnassaan Bernanke on varovainen. Kirja on viimeistelty viime keväänä, jolloin Yhdysvaltain ja muiden kehittyneiden talouksien inflaatiolukemat olivat jo nousseet lähelle kaksinumeroisia lukuja. Nopeasti muuttunut inflaatiomaisema vuosina 2021–22 heijastuu siinä, että osa Fedin suhteellisen uuden (vuodelta 2020) rahapolitiikan strategian analyysista vaikuttaa paremmin edelliseen matalan inflaation vaiheeseen kuin nykytilanteeseen sopivalta. Nykyistä Fedin johtoa Bernanke ei suoraan arvostele, vaikka 1970-lukua koskevasta ankarasta kritiikistä ja vastaavasti Paul Volckerin jämäkkää linjaa kohtaan osoitetusta arvostuksesta voidaan jotain johtopäätöksiä vetää, tai ainakin arvuutella.

Bernanke arvioi laajasti myös edeltäjänsä *Alan Greenspanin* kautta (1987–2006). Yleisarvio etenkin 1990-luvun vahvan kasvun ja tuottavuuskehityksen ajasta on myönteinen. Bernanke katsoo silti Greenspanin aliarvoineen rahoitusmarkkinoiden riskejä, ei niinkään pitääkseen yllä osakemarkkinoiden nousua, vaan koska tämä luotti liikaa markkinavoimien oikeaan hinnoitteluun. Toisaalta hän kuvaa Greenspania muutaman sivun päästä näin: ”Huolimatta libertaarisista juuristaan ja vahvasta markkinauskostaan Greenspan ei ollut mikään aina tehokkaisiin markkinoihin uskova fundamentalisti.” En liene ainoa lukija, joka jää tältä osin hämmennyksen valtaan.

Oman kautensa saavutuksiin Fedin toiminnan kehittämisessä Bernanke lukee kolme muutosta. Ensinnäkin läpinäkyvyyttä lisättiin ja viestintää parannettiin. Onkin oikeastaan aikamoinen yllätys muistuttaa itseään siitä, että Fedin pääjohtaja on pitänyt lehdistötilaisuuksia rahapoliittisen komitean päätöksistä vasta vuodesta 2006 lähtien, EKP:n esimerkkiä seuraten. Toiseksi rahoitusvakauteen ryhdyttiin systemaattisesti kiinnittämään ratkaisevasti enemmän huomiota. Tosin Bernanke vaikuttaa havahtuneen rahoitusvakauden merkitykseen vasta finanssikriisin iskettyä, vaikka hänen tutkijataustansa vuoksi olisi voinut ajatella, että herääminen olisi saattanut tapahtua aiemminkin. Pankkien sääntely ja valvonta uudistettiin täysin. Kolmanneksi, jo silkasta välttämättömyydestä, Fed

joutui Bernanken aikana kehittämään uuden työkalupakin eli laajentamaan rahapolitiikan välineistöä kuten Fedin ensimmäiset arvopaperien osto-ohjelmat (ns. määrällinen keventäminen) ja aiempaa selkeämpi ennakoiva viestintä. Niille onkin ollut käyttöä, myös Atlantin tällä puolella Frankfurtin päätöksenteossa.

Euroalueen kriisinhoidon konsultti

Bernanke kommentoi laajasti myös euroalueen velkakriisin hoitoa. Hän kuvaa, miten eurokriisin kärjistyminen alkoi rokottaa myös Yhdysvaltain taloutta, minkä vuoksi sen ratkaisemisesta tuli presidentti *Barack Obaman* hallinnon yksi keskeinen painopiste. Olen kuvannut tätä tarkemmin teoksessani *Kuilun partaalta – Näin euro pelastettiin* (2019). Bernanke ja valtiovarainministeri *Tim Geithner* olivatkin aktiivisia ja hyödyllisiä kriisinhoidon konsultteja Euroopan komissionkin näkökulmasta.

Euroalueen velkakriisin vuosina Bernanke varoitteli punnituilla puheenvuoroillaan mm. G7-ryhmässä rahoitusvakauden horjumisesta ja pankkien kaatumisen uhasta, koska pankkikriisin aiheuttamat vauriot reaalitaloudelle olisivat niin mittavat ja vaikeat korjata. Tämä muistutti ”rahoituskaasuttimesta” (*financial accelerator* -teoria), jonka Ben Bernanke kehitti johtavana 1930-luvun laman tutkijana kauan ennen nimitystään Fedin pääjohtajaksi. Teorian perusajatus on, että ”taantuma yleensä haittaa luotonsaantia, mikä puolestaan pahentaa taantumaa”. Taantumien aikana tappioiden kuormittamat pankit myöntävät varovaisemmin lainaa, ja samaan aikaan lainanhakijoiden luottokelpoisuus heikkenee heidän taloustilanteensa heiketessä. Lainansaannin rajoittaminen puolestaan vaikuttaa kotitalouksien hankintoihin ja yritysten investointeihin, mikä syventää taantumaa. Tämä kaikki pakottaa taloudellisen toiminnan peruutusvaihteelle (Bernanke 2015, 35–36; ks. myös Bernanke 2000, 5–38, 70–160).

Finanssi- ja eurokriisin kokemusten nojalla onkin kaikki syyt painottaa Bernanken tapaan rahoituslaitosten keskeisyyttä rahapolitiikan välittäjinä. Etenkin pankit mutta myös muut rahoituslaitokset toimivat keskuspankkien ja taloudellisten toimijoiden välikäsinä, ja monet toimijat ovat tekemisissä rahoitusalan kanssa ensisijaisesti näiden välikäsien kautta. Taloustieteelliset ja ekonometriset mallit eivät tuolloin ottaneet tätä huomioon. Jos rahapolitiikan välitysmekanismi, joka toimii euroalueella pitkälti pankkien ja muiden rahoituslaitosten kautta, on pahasti epäkunnossa, myös ohjauskorkojen muutokset välittyvät heikosti. Sen jälkeen mallit ovat toki kehittyneet ja niiden kehittäminen edelleen on tärkeätä.

Kirja on sujuvasti kirjoitettu ja hyvin toimitettu. Yhteen eurokriisin historiaan liittyvään virheeseen törmäsin: kun keväällä 2010 ensimmäistä Kreikan talousohjelmaa suunniteltiin ja siitä päätettiin, kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n pääjohtajana oli yhä *Dominique Strauss-Kahn*, ei vielä *Christine Lagarde*, joka aloitti vasta loppukesästä 2011. Strauss-Kahnin henkilökohtainen jälkimaine on tietysti heikossa hapessa, mutta hänen ansionsa IMF:n uudistamisessa finanssikriisin aikana ja Kreikan maksukyvyttömyyden ja euroeron välttämisessä ovat kiistattomat. DSK:lle ei tarvitse sentään tehdä kuin puna-armeijan luojalle *Lev Trotskille*, joka myöhemmin leikattiin pois Venäjän vallankumouksen aikaisista valokuvistakin!

Kokonaisuutena Ben Bernanke on rahapolitiikan evoluutiota analysoivalla kirjallaan tehnyt suuren palveluksen rahapolitiikasta kiinnostuneille kansalaisille ja etenkin keskuspankkien ja

taloustieteen yhteisölle. Teos toimii hyvin yliopistollisena oppikirjana rahapolitiikan historian ja käytännön kurssilla, vankkaan teoreettiseen perustaan nojaten. Se on myös omaan kirjahyllyyn käypä, sujuvasti kirjoitettu ja turhasta jargonista vapaa ja siten hyödyllinen käsikirja rahapolitiikan historiasta viimeisen puolen vuosisadan aikana maailman suurimmassa taloudessa ja tärkeimmässä keskuspankissa. □

Kirjallisuus

Bernanke, B. (2000), *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Bernanke, B. (2015), *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath,* W. W. Norton, New York, NY.

Rehn, O. (2019), *Kuilun partaalta – Näin euro pelastettiin,* Docendo, Jyväskylä.

Reynolds, D (2007), *In Command of History: Churchill Fighting and Writing the Second World War,* Basic Books, New York, NY.