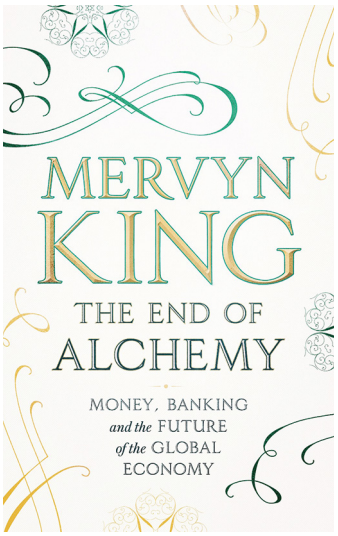
LUKUVIHJE

MERVYN KING:
The End of Alchemy – Money, Banking and the Future of the Global Economy.
Little, Brown, 2016. 430 s.

PENTTI PIKKARAINEN
Ylijohtaja
RAHOITUSMARKKINAOSASTO,
VALTIOVARAINMINISTERIÖ
pentti.pikkarainen@vm.fi



VAHVAA ANALYYSIÄ RAHOITUSMARKKINOISTA JA KRIISISTÄ

Mervyn King on liittynyt joukkoon, joka on kirjoittanut oman tulkintansa vuonna 2008 alkaneesta finanssikriisistä sekä näkemyksistään tulevasta talouskehityksestä ja maailmantalouden haasteista.

Mervyn Kingillä on erinomaiset edellytykset arvioida kriisiä ja siihen liittyviä tapahtumakulkuja. Hän toimi Englannin keskuspankissa vuosina 1991–2013 – pääjohtajana vuosina 2003–13 ja sitä ennen pääekonomistina ja varapääjohtajana. Ennen keskuspankkiuraansa hän toimi taloustieteen professorina Birminghamin yliopistossa ja London School of Economicsissa. Yliopistoaikoinaan King keskittyi tutkimaan yrityksiä, niiden verotusta, rahoitusta ja investointeja. Keskuspankkiuran jälkeen hän on palannut professoriksi LSE:hin ja New Yorkin yliopistoon.

Kingillä on ollut pitkään erittäin läheiset suhteet Suomeen. Hänen ensimmäinen kontaktinsa Suomen Pankkiin tapahtui vuonna 1970, kun hän tutustui sen ekonomisteihin Heikki Koskenkylään ja Pertti Kukkoseen lennolla Englannista Suomeen Cambridgessä pidetyn taloustieteilijöiden konferenssin jälkeen. King on tutkinut Risto Rytin toimintaa. Hänen vaimonsa on suomalainen.

Kirjan otsikon alkemia viittaa erityisesti liikepankkien kykyyn luoda rahaa ja siihen, että pankit antavat pitkäaikaista luottoa vaadittavissa maksettavia talletuksia vastaan. Pankin taseessa pitkäaikaisia riskillisiä luottoja vastaavat talletukset, jotka ovat milloin tahansa nostettavissa. Hän tarkoittaa alkemialla myös sitä, että paperirahaa ei voi muuttaa arvokkaaksi metalliksi, kuten kullaksi.

Kirja jakaantuu kahteen osaan. Alkuluvuissa käsitellään rahatalouden perusteita (rahan historia, pankkitoiminnan periaatteet, rahoitusmarkkinoiden toiminta ja epävarmuuden luonne, keskuspankkien toiminta ja rahaliittojen historia) ja lopussa talouspoliittisia kysymyksiä. Rahatalouteen ja rahoitusmarkkinoiden toimintaan hyvin perehtyneille kirjan alkuosan luvuissa ei ole mitään uutta. Sen sijaan aiheita vähemmän seuranneiden kannalta nämä luvut ovat hyödyllisiä katsauksia.

Kingin analyysi perustuu monelta osin sellaiseen epävarmuuden käsitteeseen, missä tulevia maailmantiloja ei tunneta ja siten myös niihin liittyvien todennäköisyyksien määrittäminen on mahdotonta. Hän argumentoi, että tällaisissa tilanteissa päätöksentekijöiden (kuten kuluttajien, sijoittajien ja talouspolitiikan päätöksentekijöiden) optimaalinen toimintatapa perustuu jonkinlaisiin yksinkertaisiin sääntöihin.

Rahapolitiikan osalta King kiinnittää paljon huomiota sen hyvin keveään viritykseen viime vuosina. Jotkut keskuspankit ovat ryhtyneet harjoittamaan ns. määrällisen keventämisen (Quantitative Easing) politiikkaa ostamalla lähinnä valtioiden mutta myös yksityisen sektorin liikkeeseen laskemia joukkovelkakirjoja pankeilta ja muilta rahoituslaitoksilta.

Kuten King toteaa, määrällisen keventämisen tekniikka ei ole sinänsä mitenkään uutta. Sen sijaan näiden operaatioiden suuri koko on uutta. King korostaa, että QE-politiikan kautta rahapolitiikan ja finanssipolitiikan välinen raja himmenee. QE-politiikan myötä keskuspankkien ja siten lopulta veronmaksajan ottama luottoriski kasvaa. Lisäksi QE-politiikka saattaa vaikuttaa varallisuusesineiden väliseen hintasuhteeseen, ja tällöin tullaan alueelle, mitä on perinteisesti pidetty kuuluvan poliittisille päätöksentekijöille.

RAHOITUSMARKKINOIDEN SÄÄNTELY

Alun katsausten jälkeen kirja lähtee paremmin vauhtiin, kun kirjoittaja siirtyy käsittelemään talouspoliittisia teemoja. Reaktiona finanssikriisiin rahoitusmarkkinoiden sääntelyä on tullut paljon ja se on monimutkaista. King on kriittinen kehityksen suhteen. Hän mm. toteaa sääntelyn runsauden ja monimutkaisuuden johtavan siihen, että yhteiskunnan resursseja on sidottu tätä kautta liikaa sekä viranomaisten palvelukseen (ministeriöt ja valvojat) että rahoituslaitoksiin. Sääntelystä on mahdollisesti tullut markkinoille pääsyn este. Kingin ajattelu heijastaa pitkälti Englannin keskuspankissa laajemminkin vallitsevia näkemyksiä.

Pankkien korotettuja vakavaraisuusvaatimuksia King pitää edelleen maltillisina. Hän on kriittinen riskipainotettujen vakavaraisuusvaatimusten suhteen. Hän pitää riskipainoja näennäistarkkoina, ja ne eivät päde erityisesti ongelmatilanteissa, jolloin niillä juuri pitäisi olla merkitystä. Hänellä on sen sijaan sympatiaa yksinkertaista vakavaraisuusmittaria kohtaan, missä vakavaraisuus määritellään taseen ja oman pääoman suhteena ottamatta kantaa pankin eri sijoitusten riskillisyyteen.

Kingin näkemykset sääntelyn monimutkaisuudesta ja paljoudesta ovat saamassa jossakin määrin kannatusta laajemminkin. Tämä heijastuu sekä G20-maaryhmän keskusteluissa että EU:ssa.

Näistä ajatuksista ja kritiikistä on kuitenkin pitkä tie käytännön muutoksiin.

Kirjan ehkä ainoa varsinainen innovaatio liittyy pankkien talletuspaon patoamiseen. Tallettajat voivat olla tietyissä tilanteissa huolissaan talletustensa muunnettavuudesta käteiseksi välittömästi. Jos pankki on vakavarainen, keskuspankki voi tietyissä tilanteissa antaa pankille hätärahoitusta. King ehdottaa vaihtoehdoksi järjestelyä, missä pankki sopii keskuspankin kanssa etukäteen likviditeetistä, mikä on pankin saatavilla talletuksia vastaan. Järjestelyn vakuudet ja niiden ehdot sovitaan hyvissä ajoin. Tämä on hyvä myös keskuspankin kannalta, sillä tällöin keskuspankki voi rauhassa arvioida järjestelyä omalta kannaltaan. Englannin keskuspankki on jossakin määrin kokeillut tällaista toimintamallia.

VAKAUS JOHTI KRIISIIN

Finanssikriisin keskeisenä syynä King näkee maailmantalouden suuret tasapainottomuudet, jotka eivät ole vieläkään korjaantuneet. Suuri vakauden aika johti lopulta suureen epävakauteen ja syvään kriisiin.

Erityisesti Kiinalla ja Saksalla on ollut suuri vaihtotaseen ylijäämä ja niiden on pitänyt sijoittaa tätä kautta kertyneet varat muihin maihin. Suurten ylijäämien sijoittaminen on laskenut pitkiä korkoja, kasvattanut pankkien luotonantoa, lisännyt kulutusta ja kuumentanut varallisuusesineiden markkinoita. Tavaroiden suuri tarjonta erityisesti Kiinasta on padonnut inflaatiopaineita. Näin myös inflaatiotavoitteeseen nojaavat keskuspankit ovat voineet pitää omat korkonsa ja siten lyhyet korot matalalla tasolla. Maailmankaupan tasapainottomuudet ovat vieläkin ratkaisematta.

Kiinan ja Saksan tasapainottomuuksien juurisyy on kirjoittajan mielestä kiinteän valuuttakurssin politiikka ja näille maille liian edulliset vientiä tukevat valuuttakurssit. Euroalueella Saksan kilpailukyky on liian hyvä suhteessa moniin muihin euroalueen maihin.

Kirja käy varsin kattavasti läpi rahaliittojen historiaa. Kuten King toteaa, kokeilujen joukossa on sekä onnistumisia (kuten Yhdysvallat) että epäonnistumisia. Hänen tulkintansa rahaliittojen historiasta on, ettei yksikään rahaliitto ole onnistunut ilman, että siitä olisi tullut poliittinen (ml. fiskaalinen) unioni. Osittain tämän tulkinnan takia hän on hyvin pessimistinen euroalueen tulevaisuuden suhteen.

Kingin mukaan euroalue on epäonnistunut siinä mielessä, että työttömyys on hyvin korkealla tasolla monissa jäsenmaissa ja ihmiset kärsivät deflatorisen politiikan seurauksista. Huono reaalitaloudellinen kehitys synnyttää tyytymättömyyttä kansalaisten keskuudessa, mikä näkyy poliittisten ääriliikkeiden synnyssä ja kannatuksen kasvussa.

Euroalueen ydinongelmana King näkee edellä mainitun Saksan ”liian” hyvän kehityksen suhteessa moniin muihin euroalueen maihin. Saksalla on hänen mielestään kaksi vaihtoehtoa: joko se suostuu lopulta mittaviin tulonsiirtoihin euroalueen muihin maihin tai euroalue hajoaa. Euroalue voi hajota joko Saksan aloitteesta (se jättää euroalueen) tai jotkin muut maat jättävät euron. Heikko reaalitaloudellinen kehitys voi johtaa siihen, että siitä kärsivät maat, kuten Italia, irrottautuvat eurosta.

Kingin mielestä kehitys kohti poliittista ja fiskaalista unionia on epätodennäköisempi kuin euroalueen mureneminen. Deflaatiosta kärsivät maat voivat lähteä eurosta, koska vain näin ne voivat tasapainottaa kehityksensä ja lähteä kasvuun. Näille maille irrottautumiseen liittyvät pitkän aikavälin hyödyt ovat suurempia kuin lyhyen aikavälin kustannukset.

VELKOJEN SANEERAUS JA KELLUVA KURSSI

Kirjan lopussa King hahmottaa ratkaisuja maailmantalouden tasapainottomuuksiin. Julkisen talouden ja osittain yksityisen sektorin velkaantuneisuus on hänen mielestään kestämättömällä tasolla monissa maissa. Hänen mielestään Kreikka on selvä tapaus, ja keskustelua Kreikan velkakestävyydestä hän pitää lähinnä poliittisena sirkuksena.

Kirjoittaja ehdottaa, että maailman velkaongelmia ryhdytään ratkaisemaan IMF:n johdolla. Hän kannattaa keskusteluissa esillä ollutta ajatusta mekanismista, jonka avulla valtioiden velkoja järjestellään mahdollisimman hallitulla tavalla ajoissa. Jos tällaista mekanismia ei saada aikaan, vaihtoehtona on kansainvälinen velkakonferenssi, missä asiat ratkaistaan samanaikaisesti.

Kingin mielestä Kiinan pitää siirtyä vientiä ja investointeja painottavasta strategiasta kasvumalliin, mikä painottaa enemmän kotimaista kulutusta. Saksan pitäisi omilla toimillaan heikentää kilpailukykyään suhteessa muihin euroalueen maihin. Hän kannattaa kelluvia valuuttakursseja. Kiinteän valuuttakurssin kokemuksia hän pitää epäonnistuneina. Tasapainottomuuksien korjaamista, kasvua ja parempaa työllisyyttä pitäisi hakea kelluvien valuuttakurssien ja tuottavuutta parantavien reformien kautta.

Talouspolitiikan koordinointia kansainvälisellä tasolla King pitää tärkeänä, mutta hän on ilmeisesti kovin turhautunut siihen, kuinka koordinaatio toimii käytännössä. G7- ja G20-kokouksista hän irvailee, että niistä hyötyvät enemmän turvamiehet ja toimittajat kuin mitä ne tarjoavat eväitä maailmantalouden ongelmien ratkaisemiseen.

Kokonaisuutena Kingin kirja on erittäin sujuvasti kirjoitettu, mutta se ei tarjoa mitään valtavan uusia tulkintoja kriisistä ja sen korjausehdotuksista. Kirjan alkupuolella olevat luvut rahoitusmarkkinoiden toiminnan perusteista ovat asioita vähemmän tunteville hyödyllisiä. Talouspoliittiset suositukset ja tulkinnat ovat kuitenkin erittäin vahvaa tekstiä ja herättävät lukijan. Kirjan talouspoliittisella analyysillä saattaa olla vaikutusta myös Isossa-Britanniassa käynnissä olevaan keskusteluun maan ja EU:n välisestä suhteesta.

Monissa kriisiä koskevissa kirjoissa käsitellään kirjoittajan tai muiden henkilöiden ajatuksia ja toimintaa kriisissä. Tällaisia elementtejä Kingin kirjassa ei juuri ole, vaan kirja pyrkii olemaan analyyttinen esitys tapahtumista ja korjausehdotuksista.

Kirjan lopussa King toivottaa rohkeutta talouspolitiikan päätöksentekijöille. Olisi ollut mielenkiintoista lukea enemmän hänen analyysiaan siitä, miksi rohkeutta ei useinkaan ole ja miksi ilmeistenkin korjausliikkeiden tekeminen on niin vaikeaa, ja siten aiheutetaan kansalaisille suuria hyvinvointitappioita.