

# Pankkien vakavaraisuus on tärkeintä finanssikriisien ehkäisyssä

– Suomen Pankin tutkimuspäällikkö Esa Jokivuolteen haastattelu

Haastattelu on tehty 17.10.2017

Esa Jokivuolle johtaa rahoitustieteilijän taustalla perinteistä makrotaloustieteen keskittymää, Suomen Pankin tutkimusyksikköä. Finanssikriisi on kuitenkin tuonut rahoitustekijät makron ytimeen ja hänen mukaansa tässä riittää tutkimusagendaa vuosikausiksi. Kriisien tuominen malleihin edellyttää epälineaaristen riippuvuuksien käsittelyä. Tämä on haastavaa isoissa malleissa, joten tarvitaan myös pienempien mallien perheitä rahoitusjärjestelmästä tulevien riskien hahmottamiseksi. Pankkien sääntelyuudistukset – erityisesti korotetut pääomavaatimukset ja myös velkojien osallistuminen tappioiden kantoon tarvittaessa – ovat kasvattaneet pankkien tappiopuskureita ja ehkäisevät siten parhaiten uusia kriisejä.

**Sinut nimitettiin Suomen Pankin tutkimuspäälliköksi viime elokuun alusta. Sitä ennen toimit siellä tutkimusyksikön vanhempana neuvonantajana. Taidat olla Talous & Yhteiskunta-lehden lukijoille kuitenkin aika tuntematon.**

**VUONNA 1999** tulin Pankkiin. Tein rahoitusmarkkinaosastolla rahoitusvakauteen liittyviä tehtäviä kuusi vuotta. Sen jälkeen olen tehnyt tutkimusta, erikoisalueena myös rahoitusmarkkinat ja niiden vakaus. Olen ollut myös kahteen otteeseen vuoden virkavapaalla Pankista ja hoitanut vierailevan professorin tehtäviä Aalto-yliopiston rahoituksen laitoksella.

**Sielläkö Sinä alun perin opiskelitkin?**

**EI.** Olen väitellyt Yhdysvalloissa, ja Helsingin yliopistosta minulla on maisterin tutkinto kansantaloustieteestä. Kun tulin Yhdysvalloista takaisin, olin riskienvalvontatehtävissä liikepankissa Helsingissä

pari kolme vuotta. Siinä vaiheessa tulivat tutuiksi pankkien sääntelyasiat ja niiden riskien mallintaminen, jota olen omassa tutkimuksessani aika paljon tehnyt. Tietysti näin finanssikriisin jälkeen nämä asiat ovat politiikassakin keskiössä.

**Nämä rahoitusvakauteen liittyvät ongelmat ovat vähän herkkiä asioita mahdollisten markkinareaktioiden takia. Onko siinä syy, että et ole kovin helposti niistä mitään julkisuudessa lausunut?**

**TÄSSÄ ON** varmaan vain parasta viitata faktoihin. Ajasta, jolloin olen työskennellyt Suomen Pankissa, muistan hyvin, että olen kirjoittanut lehtiartikkeleita maan päälehdissä, yleensä nimenomaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyyn, vakauteen ja riskien mittaamiseen liittyvistä asioista. Myös näinä virkavapausaikoina pyrin aina kirjoittamaan jonkun artikkelin. TV on haastatellut pankkien rakenteiden uudistamisesta viime vuosina. Olen myös antanut



# FINANSSIKRIISISSÄ RAHOITUSJÄRJESTELMÄN VALVONTA JA SÄÄNTELY PETTIVÄT.

Yleisradiolle haastattelun varjopankeista hiljattain. Kyllä minä siis olen pyrkinyt osaltani keskusteluunkin osallistumaan.

## FINANSSIKRIISISSÄ VALLITSI EPÄTIE-TOISUUS SIITÄ, KENELLE JÄÄ RISKIEN MUSTA PEKKA

Tosiaan rahoitusmarkkinoiden vakauskysymykset ovat Sinun spesiaalialaasi. Niistä tietysti ensimmäisenä tulee mieleen finanssikriisi. Mikä on Sinun näkemyksesi sen syistä?

SIINÄ OLI sekä taustatekijöitä että välittömiä tekijöitä, mitkä sen aiheuttivat. Taustatekijät liittyvät vaikkapa globalisaatioon siinä mielessä, että Kiinan ja Yhdysvaltojen välillä pääsi kehittymään voimakas vaihtotaseiden epätasapaino. Kiinassa syntyi säästöjä, joita sijoitettiin esimerkiksi Yhdysvaltojen valtionlainoihin. Tämä painoi korkoja alas Yhdysvalloissa. Sijoittajille syntyi tarve globaalimminkin hakea tuottoja uusista kohteista.

OLI TIETYSTI muitakin tekijöitä, Yhdysvaltojen sisäisiäkin, mutta tämä oli yksi syy siihen, että yhdysvaltalaisia asuntolainoja ruvettiin arvopaperistamaan ja myymään sijoittajille. Sitä kautta ne levisivät eurooppalaistenkin sijoittajien ja pankkien taseisiin. Kun kriisi puhkesi aikanaan, niin siitä tuli globaali.

AINA KUN Laaja kriisi pääsee syntymään, niin myös rahoitusjärjestelmän valvonta ja sääntely ovat pettäneet. Lyhyesti sanottuna kysymys oli siitä, että pankit olivat liian huonosti pääomitetuja. Niillä oli aivan liian pienet tappiopuskurit taseissaan. Lisäksi niiden muu varainhankinta perustui hyvin lyhytaikaiseen velkaan. Esimerkiksi Lehman Brothers käytti hyvin paljon jopa yön yli uusittavaa velkarahoitusta. Kun luottamus rupesi horjumaan markkinoilla ja tappiopuskurit olivat pienet, lyhytaikai-

sen velan antajat jäädyttivät luotonantonsa rahoituslaitoksille. Seurasi kriisi. **Olen monesti omilla luennoillani finanssikriisistä käyttänyt sellaista ilmaisua kuin ”maailmanpyörä pyörii”** tästä Kiinan ja Yhdysvaltojen yhteydestä, mistä aloitit. Siinä oli Yhdysvalloilla vaihtotaseen alijäämä ja Kiinalla ylijäämä. Kiina sijoitti ne ylijäämät sitten Yhdysvaltojen markkinoille, mikä mahdollisti velkaantumisen Yhdysvalloissa, joka sitten taas mahdollisti sen, että sillä velalla ostettiin mm. kiinalaisia tuotteita, mikä aiheutti sen vaihtotaseen vajeen. **Se pyöri niin kauan, kunnes siihen tuli joku stoppi.**

KYLLÄ. Velkaantuneisuus oli tuossa tärkeä avainsana. Asuntolainamarkkinoilla velkaantuminen meni liiallisuuksiin. Tietysti siihen liittyi myös asuntojen hintojen voimakas nousu. Rahoituslaitosten suuri velkavipu pahensi asiaa.

**Finanssikriisiä pahensi asuntojen ostajien ja rahoituslaitosten suuri velkaantuminen ilman riittäviä tappiopuskureita.**

Asuntomarkkinoiden kriisihän oli siinä keskiössä. Subprime-kriisistä puhuttiinkin jo ennen syyskuussa 2008 tapahtunutta varsinaista puhkeamista. Tietysti tähän valvonnan puutteeseen liittyi se, että maksukyvyttömille ja luottokelvottomille asiakkaille tuputettiin ja onnistuttiin myymään luottoja. Miten tärkeänä tätä subprime-aspektia voidaan loppujen lopuksi pitää?

TÄMÄ ON hyvin mielenkiintoinen kysymys. Minulla on sellainen käsitys, että se koko potti subprime-luottoja oli verraten pieni kokonaisuuteen nähden silloin aikoinaan. Se tunnuttii tietävän jo silloin, kun ne tapahtumat lähtivät liikkeelle ja vyörymään. Mutta kun oli epäselvyyttä

siitä, kellä se Musta Pekka niin sanotusti on ja rahoitusjärjestelmän yhteydet olivat niin globaalit joka paikkaan, niin se aiheutti sen epävarmuuden, ja sitten kaikki vetivät omat luottohanansa kiinni toisilta.

IHAN VIIME aikoinakin olen törmännyt tutkimukseen, joka liittyy näihin Yhdysvaltojen asuntoluottoihin ja jossa väitetään, että voi olla, että siellä tuli itse asiassa enemmän tappioita muista kuin subprime-luotoista. Ylipäättään se, että se asuntolainoitus kasvoi niin paljon, oli tärkeää, ja subprime ei yksinään selitä kaikkia tappioita. Uskon, että se epävarmuus ja epätietoisuus, missä riskit ovat, jollain tavalla kulminoitui siihen, ja niistä subprimeista tuli fokus siinä mielessä ja niiden rooli oli varmasti tärkeä.

**Finanssikriisi paisui pankkien ulkopuolisen varjopankkijärjestelmän kautta. Siihen tulivat vielä johdannaiskytkökset, paljon isommat rahat. Siitä oli huonosti tietoa.**

KYLLÄ. Varjopankkisektorin rooli oli tärkeä ainakin kahdella lailla. Valitettavasti sääntelyssä ja nimenomaan tässä pankkien vakavaraisuussääntelyssä – paljonko pankeilla pitää olla omaa tappiopuskuria – oli sellaisia aukkoja, jotka sallivat luottoriskien ja asuntolainariskienkin siirtämisen varjopankkijärjestelmän puolelle. Kuitenkin näistä perinteisistä pankeista oli takuu siihen suuntaan, jos jotain pahaa tapahtuu. Mutta vakavaraisuusvaatimukset näillä taseen ulkopuolisilla varjopankkijärjestelmässä olevilla riskeillä olivat alhaisemmat. Tämä avitti pankkien oman velkavivun kasvua. Toiseksi asuntolainariskit levisivät mm. Eurooppaan, kun ne arvopaperistettiin ja niistä tuli osittain varjopankkitoimintaa.

**Tästä tullaan tietysti siihen kysymykseen, voiko tällaista tunarointia tulla helposti uudestaan. Miten Yhdysval-**



# PANKIT OLI PAKKO PELASTAA, JA SITEN VÄLTETTIIN VIELÄ SUUREMPI TALOUSROMAHDUS.

loissa on onnistuttu rakentamaan järjestelmää uudelleen niin, ettei tällainen toistuisi?

**PALJON ON** tehty. Pankkien vakavaraisuusvaatimusten kiertämistä varjopankkisektorin kautta on tilkitty. Se on osa ns. Basel III-vakavaraisuuskehikkoa, josta on kansainvälisesti sovittu finanssikriisin jälkeen. Sen lisäksi vakavaraisuusvaatimuksia pankeille eli tappiopuskureita on kasvatettu huomattavasti.

**AKATEEMISELLA PUOLELLA** on tällä hetkellä mielenkiintoista keskustelua edelleen siitä, onko sekään vielä riittävää, mitä nyt on tehty. Yhdysvaltoja koskien on huolta, lievennetäänkö siellä mahdollisesti tehtyjä sääntelymuutoksia. Kaiken kaikkiaan lieventäminen ei kuulosta hyvältä, kun tästä kriisistä on vasta kymmenen vuotta. Oppi pitäisi olla vielä muistissa. Yksityiskohtien järjeistämisen voi sen sijaan olla paikallaan.

**Pankit saattoivat hyödyntää varjopankkeja vakavaraisuusvaatimuksiensa lieventämiseksi.**

## EUROKRIISI OLI OSITTAIN FINANSSIKRIISIN SEURAUSTA

Euroalueella finanssikriisi ei ollut niin iso. Täällä ehkä pelästyttiin pikkaisen liikaakin sitä, mutta sitä seurasi eurokriisi, jossa eräiden maiden pankit joutuivat vaikeuksiin. Miten näet eurokriisin keskeiset syyt? Kaikkihan puhuvat tietenkin Kreikasta.

**KYLLÄ MINÄ** näen, että siinä oli itse asiassa hyvin vahva linkki finanssikriisiin, koska arvopaperistettuja asuntolainariskejä Yhdysvalloista päätyi mittavassa määrin eurooppalaisten pankkien taseisiin. Sen takia täälläkin monet pankit joutuivat suuriin ongelmiin.

Irlannissa ja Espanjassa oli oma asuntomarkkinakriisi ja myös Britanniassa jossain määrin.

**KYLLÄ, MUTTA** oli sitäkin, että oli tuontitavarana taseissa yhdysvaltalaisista riskiä. Pankkeja jouduttiin monessa paikassa pelastamaan tai tukemaan eri tavoin, kun pelättiin, että kriisistä tulee vielä suurempi. Joidenkin maiden tapauksessa – Irlanti ja Espanja esimerkkeinä – pankkien tukeminen vaikeutti huomattavasti valtiontalouden asemaa, ja se sitten osaltaan oli johtamassa Euroopan valtionlainojen kriisiin. Lisäksi oli maita, joissa valtiontalouden hoidossa sinällään oli ollut ongelmia.

**Eurokriisiä kärjisti se, että Yhdysvalloista päätyi asuntolainariskejä mittavassa määrin eurooppalaisten pankkien taseisiin.**

Miten sitten tällainen euroalueen sisäisen vaihtotaseen epätasapaino-ongelma? Saksahan oli hyvin ylijäämäinen ja sitä rahaa virtasi Saksasta ja myös muista maista tuleviin kriisimaihin.

**EUROOPAN PANKEISSA** monissa maissa markkinaehtoista rahoitusta käytettiin paljon. Lyhyesti sanottuna pankki rahoittaa itseään omalla pääomallaan, talletuksilla ja markkinaehtoisella rahoituksella. Ylijäämät toisissa maissa kanavoituivat toisiin maihin pankkisektorin kautta ja vahvistivat luottobuumeja. Se lisäsi pankkien haavoittuvuutta alijäämämaissa, koska markkinaraha on herkkäliikkeistä sitten, kun ongelmia tulee.

**Kun eurokriisi puhkesi, niin ensisijaisesti pelastettiin pankit, koska pelättiin systeemiriskiä, ts. jos jossakin alkaa horjua, niin se tarttuu sitten myös muualle.**

**NIIN YHDYSVALLOISSAKIN** jouduttiin tekemään. Ja se oli hyvin epäsuosittua, kuten tiedetään, mutta näin kuitenkin tehtiin.

## Oliko se pakko tehdä?

**KYLLÄ LYHYESTI** sanottuna oli. Poliitikkaa tällä alueella voidaan kuvata sillä, että tehtiin kaikki päinvastoin kuin mitä tehtiin 1930-luvun kriisissä. Silloin pidettiin julkisen sektorin rahahanat tiukalla kaikin puolin, keskuspankit mukaan lukien. Nyt pidettiin huolta siitä, että likviditeettiä riittää. Annettiin tarvittaessa takuita. Tehtiin jopa pelastusoperaatioita. Kriisin alkuvaiheessa negatiivinen talouskehitys näytti jopa nopeammalta kuin 1930-luvun Suuren Laman yhteydessä. Nyt toteutettu politiikka onnistui välttämään suuremman romahduksen.

**Kyteekö euroalueella jossain pinnan alla yhä pankkikriisi vai onko se lopullisesti ohi? Viimeksi on ollut Italiassa joitakin vaikeuksia, mutta mikä se tilanne oikein on?**

**EUROOPASSA ON** tehty omia hyvin merkittäviä sääntelymuutoksia. Näiden kriisien jälkeen on muodostettu ns. pankkiunioni, josta merkittävä osa on toteutettu vaikka vielä on asioita tekemättä. Sen yhtenä keskeisenä pilarina on pankkien uusi kriisinratkaisulainsäädäntö ja kehikko. Mm. Portugalissa on sovellettu uutta kriisinratkaisukehikkoa. Italiassa oli erilainen ratkaisu, mutta kuitenkin uuden kehikon puitteissa.

**JÄRJESTÄMÄTTÖMIÄ LUOTTOJA** on merkittäviä määriä joissakin maissa. On tärkeää, että pankkien taseet saadaan riskeiltään riittävän samankaltaiseen tilaan, kun pankkiunionia saatetaan loppuun. Agendalla on esimerkiksi yhteisen talletussuojan saaminen Eurooppaan.

**Yhteinen talletussuoja taitaa olla se kompastuskivi tässä. Suomen halli-**

# KRIISEISSÄ PANKKIEN JA VARJOPANKKIEN RISKIT EIVÄT SAISI OLLA YHTEISIÄ.

tuksellakin on ollut vaikeuksia sulattaa sitä. Saksa on ollut vastahakoinen, kun siellä pelätään, että joudutaan kuitenkin ns. tulonsiirtounioniin. Onko siinä sellainen vaara?

**KLASSISET TUTKIMUKSET** talletussuojasta osoittavat, että talletussuoja on sinällään vakauden tuoja. Uskottava suoja estää pankkipaniikkeja ja talletuspakojia.

**Ymmärtääkseni siinä on vähän samasta asiasta kyse kuin vakaus- ja kasvusopimuksessa finanssipolitiikan tai valtion velkaantumisen puolella, että Saksa ja Hollanti ja jotkut muut Saksaa lähellä olevat pohjoisen euroalueen maat pelkäävät holtitonta taloudenpitoa Etelä-Euroopassa. Sen takia ne eivät halua suostua yhteiseen talletussuojaan, vaikka se luo odotuksia, että kaikki ovat turvassa.**

**KLASSISEEN TALLETUSSUOJA-/**pankkiteoriakirjallisuuteen kuuluu se, että talletussuojan luomisen varjopuoli on moraalikato eli kannustimet liialliselle riskinotolle voivat lisääntyä. Sitä vastaan on olemassa pankkisääntely ja -valvonta. Jos esimerkiksi pankkien vakavaraisuusvaatimukset ovat riittävän hyvällä tasolla, se hillitsee riskinoton kannustimia ja myös tarkoittaa sitä, että pankit voivat itse kantaa riskit ensi sijassa, jos tappioita tulee. Yhteinen pankkivalvonta on toinen äärimmäisen tärkeä väline riskinoton kontrolloimiseen.

## OVATKO VARJOPANKIT YHÄ MAHDOLLINEN ONGELMASEKTORI?

Tästä tullaankin sulavasti siihen, että kun pankkien sääntelyä tällä tavalla lisätään ja erityisesti vakavaraisuusvaatimuksia nostetaan, niin liukas raha pakenee varjopankkipuolelle. Onko tästä koitumassa mitään ongelmia Euroo-

passa? Taisit antaa tästä haastattelun ihan hiljattain.

**KYLLÄ.** Järjestimme varjopankkitoiminnasta kansainvälisen konferenssin Säätytalolla syyskuussa. Kuten aikaisemmin viittasin, pankkien ja varjopankkien välisen rajapinnan sääntely oli ongelma ennen finanssikriisiä. Se oli osa kriisin tarinaa, miksi pankit saattoivat osittain kiertää vakavaraisuusvaatimuksia. Nyt sitä on tilkitty ja kiertäminen ei samalla tavalla ole enää mahdollista.

**KONFERENSSISSAMME TODETTIIN** tosin, että edelleenkin ei voida olla täysin varmoja, pitääkö tämä raja. Pitää välttää sitä, että riskit voivat liikkua pankkien ja varjopankkien välillä siten, että ne ovat kriisitilanteessa yhteisiä.

**TOKI KUN** pankkien riskejä säännellään, voi kasvaa kannustin sille, että rahoituspalveluja siirtyy vähemmän säännellylle puolelle. Toisaalta varjopankkipuolella toimivat paremmin markkinakurin lait, ja joka siellä on, kantaa myös riskit itse. Tämä hillitsee varjopankkisektorin kasvua, kunhan pidetään huolta siitä, että piilokytöksi näiden kahden sektorin välillä ei ole.

**ENGLANNIN KESKUSPANKIN** edellinen pääjohtaja **MERVYN KING** (2016) on kirjassaan<sup>1</sup> pohtinut mielenkiintoisesti, voisimmeko saada finanssikriisit kokonaan loppumaan. Olisiko mahdollista organisoida rahoitusjärjestelmä sillä tavalla? Osana ehdottamaansa ratkaisua hän toteaa, että kun toiminta on pankkitoiminnan kaltaista, sen täytyy olla myös sääntelyn piirissä.

**Yhteinen talletussuoja voisi lisätä pankkien riskinottoa, jota kuitenkin voidaan hillitä yhteisellä pankkisääntelyllä ja -valvonnalla.**

Jos ollaan vähän konkreettisempia tämän varjopankkisektorin suhteen, niin kerro esimerkkejä, minkälaista touhua siellä on. Se on siis epäilyttävää ja hyvin riskialtista.

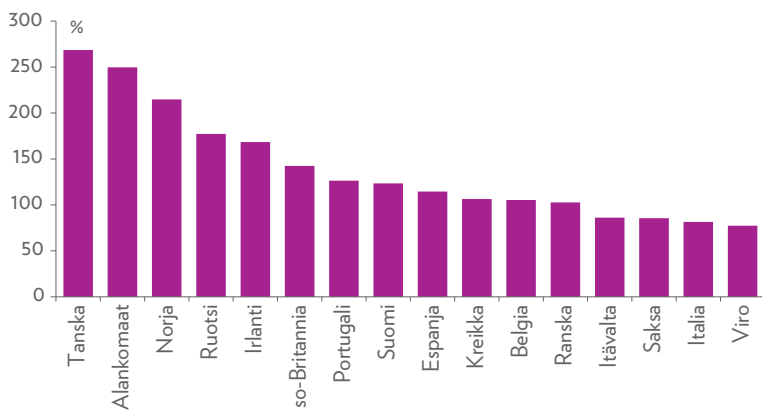
**ESIMERKIKSI FINTECH** sanana kuvaa sitä, miten uusia teknologioita hyödynnetään rahoituspalvelujen tuottamisessa. Kustannustehokkuuksia on mahdollisuus saavuttaa. Mutta koska monet näistä toimijoista eivät vielä ole saaneet tai hakeneet esimerkiksi pankkitoimilupaa, silloin ne määritelmän mukaan ovat varjopankkitoiminnan puolella eli pankkitoiminnan kaltaisessa toiminnassa, jota säännellään kevyemmin. Tämä oli yksi asia, jota analysoitiin ja josta puhuttiin paljon meidänkin kansainvälisessä konferenssissamme.

**Varjopankkitoiminnan kasvuluvut ovat korkeita, mutta se ei ole kovin laajaa, paitsi ehkä Kiinassa.**

**TÄLLÄISEN TOIMINNAN** kasvuluvut ovat korkeita, mutta toiminnan laajuus ei ole kansainvälisestikään ajatellen kauhean suuri. Kiina saattaa olla poikkeus, jossa myös digitaalisella palveluntarjontapuolella tapahtuu paljon. Sielläkin viranomaiset tarkkailevat kehitystä ja pyrkivät tarvittaessa puuttumaan siihen.

Tämän voi tietysti rajata niin, että pankkeja ovat ne, joilla on oikeus vastaanottaa talletuksia ja pääsevät talletussuojajärjestelmän piiriin. Varjopankkeja ovat sitten kaikki muut, jotka pyörivät tässä rahoitusjärjestelmässä. Kerro esimerkkejä varjopankeista. **Ovatko sijoitusrahastot varjopankkeja? TÄMÄ ON** mielenkiintoinen määritelmäkysymys. Yhdysvalloissa monet asiantun-

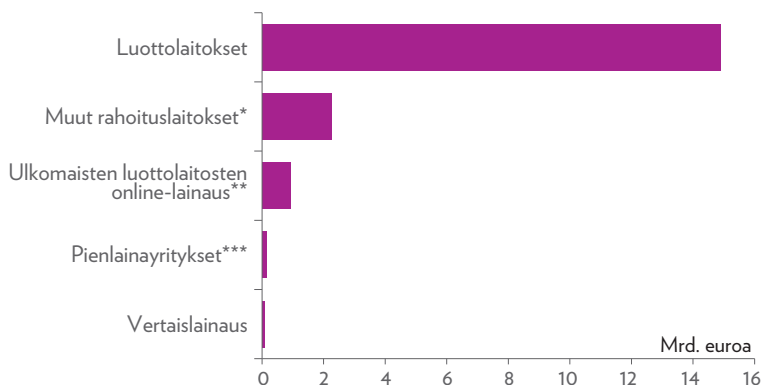
Kuvio 1. Kotitalouksien velkaantuneisuus eräissä Euroopan maissa.



Kotitalouksien velka suhteessa käytettävissä olevaan vuosituloon vuonna 2016 ja 2015.

Lähteet: OECD ja Macrobond.

Kuvio 2. Kulutusluottokanta Suomessa luotonantajan mukaan, 30.6.2017.



\* Pl. pienlainayritykset. Määrä on estimoitu Tilastokeskuksen julkaisemista rahoitustilinpäiden luvuista.

\*\* Arvio, joka perustuu yksittäisten toimijoiden osavuositarkastuksiin.

\*\*\* Määrä on estimoitu Tilastokeskuksen julkaisemista rahoitustilinpäiden luvuista.

Lähteet: Suomen Pankki, Tilastokeskus, valtiovarainministeriö ja kulutusluottojen myöntäjien julkiset tiedot.

tijat lukevat rahamarkkinarahastot osaksi varjopankkisektoria. Lisäksi rahastot, jotka käyttävät velkavipua – puhutaan hedge fundeista tai vipurahastoista – ovat esimerkkejä varjopankeista.

**Investointipankkithan olivat myös keskeisessä osassa finanssikriisin puhkeamisessa. Lehman Brothers oli yksi niistä.**

**KYLLÄ, MUTTA** ne olivat SECin<sup>2</sup> sääntelyn alaisia.

**Suomessa ei taida olla mitään vakavaa varjopankkiongelmia. Missä meidän rahoitusjärjestelmämme suurimmat riskit piilevät?**

**KOTITALOUKSIEN VELKAANTUNEISUUDESTA** kannetaan huolta (kuvio 1 ja 2). Siellä velkaantuneisuus saattaa myös keskittyä joillekin ryhmille enemmän kuin toisille. Jos luottoa ja pikaluottoja saa myös uusien vähemmän säänneltyjen toimijoiden kautta, jotka saattavat toimia ulkomailta käsin, henkilön velanhoidonkyky myös perinteisissä pankkilainoissa voi heikentyä, jos ei saada kuvaa henkilön kokonaisvelkaisuudesta.

**Kuinka suurta on kotitalouksien velkaantuminen suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin verrattuna joihinkin muihin euromaihin? Onko Suomi siinä kärkipäässä?**

**OHEISEEN KUVIOON** viitaten Suomessa kotitalouksien velkaisuus on Euroopan keskikastia.

**Haluaisitko tuoda vielä jotain muuta esille tästä rahoitusvakaudesta?**

**VAIKKA PALJON** on tehty ja hyvä niin, niin aina pitää kysyä, onko tehty tarpeeksi. Pankkien rakenteiden sääntelyä koskeva alue on esimerkiksi sellainen, joka Euroopassa ei ole toteutunut.

**Mitä se käytännössä tarkoittaisi? Liian suuria kaatumaan olevia pankkeja pilkottaisiin osiin?**

**SE VOISI** olla osittain sitäkin, mutta viitataan Suomen Pankin pääjohtajan nimeä kantavaan kansainväliseen raporttiin, jossa tämä ehdotus tehtiin (LIIKANEN 2012).

# GLOBALISAATIO ON YKSI TÄRKEÄ TEKIJÄ, JOKA SELITTÄÄ MATALAA INFLAATIOTA.

**Talletuspankkitoiminta ja kaupankäyntipainotteisempi toiminta pitäisi erottaa toisistaan.**

**Rajataan pankkien toiminta perinteiseen pankkitoimintaan.**

**RAKENNETAAN PANKKIRYHMÄN** sisälle tavallaan Kiinan muuri, jotta kaupankäyntipainotteisempi toiminta on erillään, ja sitten talletuksia vastaan ottava ja talletussuojasta nauttiva perinteinen pankkitoiminta on omansa. Tällainen riskien karsinointi on katsottu tässä ehdotuksessa hyväksi.

**YKSI PERUSTELU** on, että rahoitus-sääntelyssä robustisuus on tärkeää. Finanssikriisi muistutti siitä, että riskien mittaaminen etukäteen on aina epätarkkaa. Silloin täytyy järjestelmien olla sellaisia, että ne kestävät yllättäviä tulemia.

**RAHAPOLITIIKAN TAVOITTEET JA MATALA INFLAATIO**

Siirtykäämme sitten rahapolitiikkaan. Monilla keskuspankeilla on nykyään inflaatiotavoite. EKP:lla se on ”alle mutta lähellä 2 prosenttia”. Aika ajoin joku ekonomisti moittii näitä 2 prosentin tavoitteita liian mataliksi. Jos ne olisivat korkeampia, nimelliskorotkin olisivat korkeampia ja niitä voitaisiin kriisin tullen alentaa enemmän. Mitä tästä on rahapolitiikan tutkimuksen piirissä viime aikoina todettu?

**KUN NIMELLISKORKOJEN** alaraja tulee vastaan – se ei välttämättä ole juuri nollassa mutta lähellä sitä – perinteisen korkopolitiikan teho laskee. Akateemisessa keskustelussa on tulevaisuutta ajatellen nostettu esiin ajatus, että korkeampi inflaatiotavoite antaisi enemmän pelivaraa. Korot olisivat siten pitkällä aikavälillä

korkeammalla tasolla, ja kun talouteen tulisi negatiivisia sokkeja, koroilla olisi enemmän laskuvaraa. Toisaalta kirjallisuudessa tiedetään hyvin, että inflaatiotavoitteiden asettamisessa keskeistä on pitkäjänteisyys ja johdonmukaisuus. Epätavanomaiset keinot, joita sekä Yhdysvalloissa että Euroopassa keskuspankit ovat harjoittaneet, tulevat kuvaan mukaan korkojen alarajan lähestyessä.

**”Inflaatiotavoitteiden asettamisessa keskeistä on pitkäjänteisyys ja johdonmukaisuus.”**

**EKP:N INFLAATIOTAVOITTEESEEN** liittyen Suomen Pankissa ilmestyi hiljattain keskustelualoite, **PALOVIITA ET AL.** (2017a), jossa pyrittiin arvioimaan korkopolitiikan reaktiofunktion perusteella, mitä tavoite ”alle mutta lähellä 2 prosenttia” numeerisesti tarkoittaa. Tutkimuksesta on ilmestynyt myös VoxEU-blogi (**PALOVIITA ET AL.** 2017b), ja se on saanut paljon huomiota.

Itse asiassa monissa maissa ja euro-alueellakin viime vuosien ongelma on ollut, ettei edes tuota 2 prosentin inflaatiotavoitetta ole onnistuttu saavuttamaan, ainakaan millään pysyvämällä tavalla. EKP:stä on vuosien varrella huomautettu, ettei tavoite koske toteutuvaa inflaatiota vaan inflaatio-odotuksia jonnekin keskipitkälle aikavälille. Mutta jos katsotaan asiantuntijoiden tai markkinoiden odotuksia, niin nekin eivät toteudu. Näin on käynyt monissa muissakin maissa kuin euro-alueella. Tämä siitäkin huolimatta, että (kuten esimerkiksi USA:ssa) työttömyysaste on painunut hyvin matalaksi. Mitä syitä näet sille, että inflaatio on pysynyt niin matalana?

**GLOBALIN FINANSSIKRIISIN** jäljet ovat olleet pitkät ja ennen kriisiä korkealle ki-vunneen velkaisuuden purkaminen (”de-leveraging”) on ottanut aikansa ja ehkä hillinnyt myös kustannuskehitystä. Voi olla myös pidemmän aikavälin tekijöitä. Mikä on teknologisen kehityksen rooli? Kiintoisan empiirisen tuloksen mukaan myös väestön ikärakenteella voisi olla yhteys inflaatioon (**JUSELIUS JA TAKATS** 2016). Pohdimme mm. viimeksi mainit-tua kysymystä lokakuussa konferenssis-sa, joka järjestettiin yhdessä Center for Economic Policy Researchin (CEPR) kanssa otsikolla ”Macroeconomy and Demographics”.

**Mitenkäs globalisaatio?**

**SE LIENEE** jo pitkään alentanut kustannuspaineita. Näyttää siltä, että vielä tois-taiseksi maailmasta löytyy alueita, joissa on halpoja tuotantopaikkoja, ja tuotan-non siirtymistä tapahtuu. Se hillinnee edelleen kustannuspaineita.

**Yhdysvalloissahan työttömyysaste on painunut jo lähelle neljää prosenttia ja edelleenkin siellä ei oikein ole inflaatio lähtenyt kiihtymään. Professo-ri David Blanchflower on Twitterissä ja muuallakin esittänyt, että siellä on tästä matalasta työttömyysasteesta huolimatta niin paljon porukkaa työ-markkinoiden ulkopuolella, siis ei ole rekisteröitynyt työttömiksi, että se aiheuttaa edelleenkin painetta mataliin palkankorotuksiin ja sitä kautta matalaan inflaatioon. Se on sellainen keskustelunaihe siellä. Täällä Euroopassa on 9 prosentin työttömyys ja Suomessakin melkein niin korkea. Onko mielestäsi mitenkään mahdollista arvioida, tulee-ko työttömyys tästä vielä paljon alas ennen kuin alkaa näkyä inflaatiota? Vai onko siellä toisella puolella näitä mainitsemiä tekijöitä, jotka edelleen pitävät inflaatiota matalana – globali-**





saatio, teknologinen kehitys, ikääntyminen jne.

**MM. FINANCIAL TIMES** on syksyn aikana koonnut tutkijoiden ja keskuspankkiirien näkemyksiä siitä, että inflaation ja työttömyyden välistä yhteyttä on nyt haasteellista ymmärtää. Se, miten inflaatiokehityksen pitkän aikavälin tekijät pitäisi ottaa malleissa huomioon, on tärkeä kysymys. Myös BIS-pankin<sup>3</sup> tutkijat ovat kiinnittäneet huomiota Phillips-käyrän dynamiikkaan nykyoloissa.

Jotkut ekonomistit, **ROGER E.A. FARMER (2016)**<sup>4</sup> etunenässä, ovat jopa ot-

taneet projektikseen luopua Phillipsin käyrästä eli jonkinlaisesta vakaasta työttömyyden ja inflaation välisestä käänteisestä yhteydestä, ja korvata sen makromalleissaan jollain muulla. Innostuessaan hän on jopa sanoo, että mikä tahansa työttömyysaste on sopu-  
suo-  
sinnossa vaka-  
aan inflaation kanssa. Tällöin tulee hylätyksi myös idea josta-  
tain luonnollisesta työttömyysasteesta (tai ns. NAIRUsta), jonka alle mentä-  
essä inflaatio alkaa kiihtyä. Hänellä on muitakin ”villejä” ajatuksia, kuten se, että makrotalouspolitiikan pitäisi vaikuttaa osakekurssit. Mutta onko tässä

nyt sitten syytä katsoa makromalleja jotenkin toisella tavalla, jos tätä Phillipsin käyrää ei ole tai se on menettänyt merkityksensä?

**PHILLIPSIN KÄYRÄÄ** on perinteisesti käsitelty makroilmiönä, mutta mikroanalyytit ovat myös tärkeitä, kun lähdetään selvittämään relaatiossa tapahtuneita muutoksia. Makromallien kehitys saa niistä syötteitä.

**Farmer haluaa ottaa Phillipsin käyrän tilalle ”belief funktionin” eli jonkinlaisen Keynesin ”eläimellisten viettien” formalisoinnin...**



# FINANSSIKRIISISTÄ OVAT HYÖTYNEET AINAKIN TUTKIJAT, JOILLE ON TULLUT TÄRKEITÄ JA LAAJOJA TUTKIMUSAGENDOJA.

**Taloudenpitäjien ja talouspolitiikan eri lohkojen välinen koordinaatio on tärkeää tulevaisuutta koskevien odotusten ja investointien kannalta.**

**ODOTUKSIIN LIITTYVÄT** kysymykset ovat aina kauhean mielenkiintoisia ja tärkeitä. Mistä taloudenpitäjien välinen koordinaatio esimerkiksi syntyy? Ollaanko optimistisemmassa vai pessimistisemmässä tilassa, joka sitten vaikuttaa siihen, miten lähdetään investoimaan jne.? Koordinaatiokysymykset ovat vaikeita tutkia mutta myös mielenkiintoisia.

**EKP:n pääjohtaja Mario Draghi on ollut selvästi huolissaan siitä, että inflaatiotavoitetta ei ole onnistuttu saavuttamaan. Hän on sitä varten ehdottanut muita keinoja kuten elvyttävämpää finanssipolitiikkaa ja palkankorotuksia tukemaan tätä kehitystä. Mielestäni on ollut aika yllättävää, että jopa Bundesbank on suositellut Saksalle kunnon palkankorotuksia. Miten tulkitsisit näitä toivomuksia? Keskuspankit heittävät palloa työmarkkinajärjestöille ja...**

**ERI POLITIIKKALOHKOJEN** koordinaatio on vanha ja tärkeä teema.

**Palkankorotuksilla yritettäisiin ruokkia kustannusinflaatiota, kun rahapolitiikka on epäonnistunut inflaation kiihdyttämisessä.**

**PALKKAKEHITYS ON** tärkeä osatekijä kustannuskehitystä, johon inflaatio liittyy. Maittäiset erot euroalueella voivat olla merkittäviä. Saksan osalta on epäilemättä näin, että palkkakehitys on ollut jo pitempään hyvin maltillista.

## **RAHOITUSMARKKINOIDEN HUOMIOON OTTAMINEN MAKROMALLEISSA ON ISO TUTKIMUSAGENDA**

Nythän siellä IG Metall vaatii kuuden prosentin korotuksia, mutta on eri asia, mitä siellä menee läpi. Toinen ongelma tässä makromallien suhteen on se yleinen kritiikki, että ne eivät ennustaneet finanssikriisiä. Miten siinä on edistytty? Onko vaikkapa keskuspankkien makromalleissa onnistuttu kytkemään rahoitussektoria mukaan niin, että se jotenkin näkyisi paremmin, jos tällaisia uhkia on ja voitaisiin ottaa ennusteissa paremmin huomioon?

**TÄMÄ ON** iso ja erittäin mielenkiintoinen ja minusta ihan keskeinen kysymys. Olin hiljattain kansainvälisessä konferenssissa, jossa yksi avainpuhujista – hän ei ollut makrotaloustieteilijä, mutta ihan tunnetuimpia rahoitusalan tutkijoita – kertoi, että häneltä oli jossain kysytty, hyötyykö tästä finanssikriisistä kukaan. Hän oli miettinyt hetken ja todennut, että tutkijat. Tutkijoille on tullut tarjolle tärkeitä ja laajoja uusia tutkimusagendoja. Makrotalouden ja rahoitusmarkkinoiden kytkennän parempi ymmärtäminen ja sen tuominen myös makromalleihin on yksi ihan keskeinen alue. Toki on harmillista, että akateemiset tutkijatkaan eivät osanneet paremmin varoittaa kriisistä aikanaan.

## **Kriisien mahdollisuuden mallittamisessa törmätään tietokoneiden laskentatehoon.**

**MAINITSIN AIKAISEMMIN** professori Mervyn Kingistä, joka oli pitkään Englannin keskuspankin pääjohtaja ja kirjoitti kirjan finanssikriisin jälkeen. Hän sanoi jossain vaiheessa pian kriisin

jälkeen, että tämä tulee olemaan suuri kysymys ja on ainakin 10 vuoden tutkimusagenda. Nyt on suurin piirtein se 10 vuotta mennyt, ja veikkaan, että ainakin vielä toiset 10 vuotta riittää vallan hyvin töitä sen asian kanssa.

**KRIISIT OVAT** luonteeltaan epäjatkuvuuskohtia ja epälineaarisia ilmiöitä. Määritelmän mukaan on mahdotonta ennustaa niitä, mutta ne tekevät malleista monimutkaisia. Varsinkin jos on suuri makromalli, jossa pyritään realistisesti kuvaamaan talouden eri lohkoja ja niiden välisiä kytkentöjä, ja kun sinne pyritään realistisesti mallittamaan kriisin mahdollisuus ilman, että tehdään kovin paljon yksinkertaistavia oletuksia, niin se on aidosti vaikeaa. Se on onnistunut vain rajoitetun kokoisissa makromalleissa. Vaikka voisimme ajatella, että laskentateho tietokoneissa on nykyään jo tosi suuri ja se tulee edelleen kehittymään, silti rajat tulevat vastaan, kun mallista tulee riittävän mutkikas.

**Siinä on paljon yhtälöitä ja muuttujia, ja koneet alkavat kuumentua, kun niitä ratkaistaan, koska ne eivät ole kynällä ja paperilla käsiteltävissä.**

**TOINEN ASIA,** josta haluaisin muistuttaa, on se, että varmaan tunnetuimman ja yhden parhaista kriisiprofetoista teki professori Raghuram Rajan ollessaan IMF:n pääekonomisti, joka oli sittemmin Intian keskuspankin pääjohtaja ja on nykyään takaisin Chicagon yliopiston professorina. Keskuspankkiirien Jackson Hole-kokouksessa, joka pidetään vuosittain elokuussa, hän esitti vuonna 2005 analyysin siitä, kuinka rahoitusriskit maailmassa ovat lisääntyneet (**RAJAN** 2005). Hän ei ole makrotaloustieteilijä vaan pankki- ja rahoitustutkija, mutta sittemmin todettiin, että se mitä hän sanoi, oli todellakin profeetallista ja kuvasi aika syvällisesti niitä mekanismeja, jotka osoittautuivat ongelmaksi. Hänellä oli

hyvä kokonaisnäkemys. Voi kuvitella, että kun hän sitä analyysia päässään ja ihan perustilastotiedon avulla teki, hänellä oli ehkä pieniä mallikehikoita apunaan, joilla hän hahmotti lainalaisuuksia ja kykeni niistä muodostamaan kokonaisuuden.

**Talouskehityksen uhkakuvien  
hahmottamisessa tarvitaan  
myös pienten mallien  
kokoelmia.**

**USKON, ETTÄ** tällainen on jatkossakin tärkeää. Täytyy myös osata ajatella riittävän laajasti ja myös erilaisia skenaarioita ja mitä jos-tilanteita. Ei pidä ajatella niin, että pystytään kaikkea pukemaan yhteen vaikka kuinka suureen malliin. Varmasti tullaan tarvitsemaan myös tällaisia pienempien mallien kokoelmia ja niiden hyvää hallintaa sillä tavalla, että

fixsut ihmiset pystyvät niiden avulla hahmottamaan suurempia kokonaisuuksia ja myös uhkakuvia.

**Eikös tämän kriisin keskiössä ja sitä edeltävässä vaiheessa Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtaja Alan Greenspan ollut tunnettu siitä, että hän seurasi hyvin tarkkaan kaikkia detaljeja ja indikaattoreita taloudesta, mutta hän ei siltikään uskonut, että tässä käy mitenkään huonosti? Hän on sitten myöhemmin myöntänyt erehtyneensä.**

**KYLLÄ**, hän on todennut ongelmaksi omassa ajatuskehikossaan sen, että hän luotti rahoituslaitosten omiin kannustimiin pitää riskit hallinnassa. Riskien hallinnassa oli kieltämättä tapahtunut suuria edistysaskeleita. Oli ajateltu, että riskit ovat viime kädessä tilastollisesti mitattavissa aikaisempiin kokemuksiin perustuen. Mutta näin ei ollut, ja sitten myös osoittautui, että kannustimet olivat

monissa tapauksissa pikemminkin niin, että otettiin ylettömän suuria riskejä nopean palkitsemisen siivittämänä.

**Esimerkiksi palkittiin rahaston johtajaa siitä, että tase kasvoi ja samalla riskit myös kasvoivat.**

**NIIN.** Näin ollen selkeästi oletus siitä, että siellä on hyvät kannustimet pitää omat riskit hallinnassa, ei kaikilta osin pätenyt. ■

**Viitteet**

- 1 Pentti Pikkarainen arvioi Kingin kirjan tämän lehden numerossa 2/2016. Toim.huom.
- 2 SEC = Securities and Exchange Commission, Yhdysvaltain rahoitusvalvontavirasto. Toim.huom.
- 3 BIS = Bank for International Settlements, ”keskuspankkien pankki”. Toim.huom.
- 4 Heikki Taimio arvioi Farmerin kirjan tämän lehden numerossa 4/2016. Toim.huom.

**Kirjallisuus**

- FARMER, R.E.A.** (2016), *Prosperity for All: How to Prevent Financial Crises*, New York: Oxford University Press.
- JUSELIUS, M. & TAKATS, E.** (2016), *The Age-Structure-Inflation Puzzle*, Bank of Finland Research Discussion Papers 4/2016.
- KING, M.** (2016), *The End of Alchemy – Money, Banking and the Future of the Global Economy*, London: Little, Brown.
- LIIKANEN, E.** (2012), *High-level Expert Group on reforming the structure of the EU banking sector, Final Report*, Brussels.  
[https://ec.europa.eu/info/system/files/liikanen-report-02102012\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/system/files/liikanen-report-02102012_en.pdf)
- PALOVIITA, M. & HAAVIO, M. & JALASJOKI, P. & KILPONEN, J.** (2017a), *What Does "Below, but Close to, Two Percent Mean? Assessing the ECB's Reaction function with Real Time Data*, Bank of Finland Discussion Papers 29/2017.  
<https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/14932>
- PALOVIITA, M. & HAAVIO, M. & JALASJOKI, P. & KILPONEN, J.** (2017b), *Two Percent or Not Two Percent? Interpreting the ECB's Definition of Price Stability*, VoxEU Blog.  
<http://voxeu.org/article/interpreting-ecb-s-definition-price-stability>
- RAJAN, R.G.** (2005), *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, Speech by Raghuram G. Rajan, Economic Counsellor and Director of the IMF's Research Department, "Financial Markets, Financial Fragility", and Central Banking, A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Saturday, August 27, 2005, Jackson Hole, Wyoming.  
<https://www.imf.org/en/News/Articles/2015/09/28/04/53/sp082705>