

| | |
|-------------------------------------|-----------------------|
| <input type="checkbox"/> | Kandidaatintutkielma |
| <input checked="" type="checkbox"/> | Pro gradu -tutkielma |
| <input type="checkbox"/> | Lisensiaatintutkielma |
| <input type="checkbox"/> | Väitöskirja |

| | | | |
|------------|---|------------|-------------|
| Oppiaine | Taloustiede | Päivämäärä | 16.4.2021 |
| Tekijä(t) | Samuel Immonen | Sivumäärä | 52+liitteet |
| Otsikko | Sveitsin keskuspankin itsenäisyys – itsenäisyys kahdesta eri näkökulmasta | | |
| Ohjaaja(t) | Prof. Jouko Vilmunen | | |

Tiivistelmä

Keskuspankkien itsenäisyydestä on tehty tutkimusta 1970-luvulta alkaen, ja suureksi mielenkiinnon kohteeksi se on siirtynyt 1990-luvulla. Itsenäisen keskuspankin ajatellaan olevan paremmin varustettu kamppailemaan inflaatiota vastaan, kuin suoraan valtiolliselle instituutiolle alaisen keskuspankin. Viime vuosikymmenten isot talouskriisit ovat kuitenkin kyseenalaistaneet itsenäisten keskuspankkien tarpeen.

Tutkimukset keskuspankkien itsenäisyydestä ovat pääosin keskittyneet Yhdysvaltain keskuspankkiin Federal Reserve Systemiin, tai kehittyviin valtioihin, joiden keskuspankkien statuksessa on tapahtunut muutos itsenäisempään suuntaan. Sveitsiä käytetään usein esimerkkinä täysin itsenäisestä keskuspankista, mutta tutkimus SNB:n (Swiss National Bank) itsenäisyydestä on vähäistä.

Pro gradu -tutkielmani keskittyy tutkimaan SNB:n itsenäisyyttä. Avaan tutkimuksessani SNB:n historiaa ja pyrin selvittämään juurisyitä sille, miksi SNB on siinä asemassa missä se tänä päivänä vielä on. Peilaan myös SNB:n historiaa Yhdysvaltain keskuspankkiin, sillä valtiot ovat monessa mielessä samankaltaisia, mutta keskuspankkien statuksella on suuria eroja. Pyrin myös selvittämään, ovatko muutokset keskuspankin itsenäisyydessä vaikuttaneet myös Sveitsin talouteen.

Tutkimus toteutetaan kirjallisuuskatsauksena. Kirjallisuus aiheesta on laajaa, kun taas data aiheesta ei ole kiistatonta. Mahdolliset numeeriset tulokset olisivat täten myös kiistanalaisia.

Pro gradu tutkielmani osoittaa, että muutoksia SNB:n itsenäisyydessä ei juuri ole viimeisen vuosisadan aikana tapahtunut. Lait keskuspankista ovat vuosisadan aikana muuttuneet, mutta niillä ei ole ollut *de facto* merkitystä keskuspankin toimintaan. Toisena merkittävänä tutkielman tuloksena voisin pitää poliittisen ilmapiirin vaikutusta keskuspankin itsenäisyyteen, sillä erot SNB:n ja Fedin välillä ovat tältä osin merkittäviä.

| | |
|------------|----------------------------|
| Avainsanat | Keskuspankit, CBI, Sveitsi |
|------------|----------------------------|



**TURUN
YLIOPISTO**
Kauppakorkeakoulu

SVEITSIN KESKUSPANKIN ITSENÄISYYS

Itsenäisyys kahdesta eri näkökulmasta

Taloustieteen
pro gradu -tutkielma

Laatija(t):
Samuel Immonen

Ohjaaja(t):
Prof. Jouko Vilmunen

16.4.2021
Turku

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

SISÄLLYSLUETTELO

| | | |
|--------------|---|-----------|
| 1 | JOHDANTO | 5 |
| 1.1 | Taustaa..... | 5 |
| 1.2 | Tutkimuskysymys | 5 |
| 2 | SVEITSIN KESKUSPANKIN HISTORIA | 7 |
| 2.1 | Aika ennen pankin perustamista | 7 |
| 2.2 | Kansallisesta järjestelmästä kansalliseen keskuspankkiin | 8 |
| 2.3 | SNB globalisoituvilla markkinoilla | 11 |
| 2.4 | SNB euroajassa..... | 13 |
| 3 | TEOREETTINEN TAUSTA | 16 |
| 3.1 | Taustaa..... | 16 |
| 3.2 | Teoriaa keskuspankin itsenäisyydestä | 17 |
| 3.2.1 | Keskuspankkien optimointiteoriaa | 17 |
| 3.2.2 | Itsenäisyyden vaikutukset keskuspankin toimintaan | 19 |
| 3.2.3 | Rahapolitiikan toteutus | 20 |
| 3.2.4 | Itsenäisyyden hyödyt | 21 |
| 4 | PIENI AVOIN TALOUS GLOBAALEILLA MARKKINOILLA | 22 |
| 5 | ITSENÄISYYDEN MÄÄRITELMÄ | 26 |
| 5.1 | Mitä itsenäisyydellä tarkoitetaan | 26 |
| 5.2 | Miten Sveitsi on määritellyt keskuspankin itsenäisyyden..... | 28 |
| 5.3 | De facto vs. de jure itsenäisyys..... | 30 |
| 6 | TAPAUS SVEITSI..... | 31 |
| 6.1 | SNB:n itsenäisyys | 31 |
| 6.2 | Trilemma Sveitsissä | 34 |
| 6.3 | SNB:n taloudellinen suoritus | 36 |
| 6.4 | Muutokset itsenäisyydessä | 38 |

| | | |
|----------|--|-----------|
| 6.4.1 | LMU:sta irtaantuminen..... | 38 |
| 6.4.2 | Bretton-Woods..... | 38 |
| 6.4.3 | Euroopan unioni ja euro..... | 39 |
| 6.4.4 | Keskuspankin itsenäisyys ennen, nyt ja huomenna..... | 40 |
| 7 | SNB VS. FEDERAL RESERVE SYSTEM | 41 |
| 7.1 | Yhdysvaltain keskuspankin historiaa | 41 |
| 7.2 | Sekalaisesta järjestelmästä keskuspankkiin..... | 42 |
| 7.3 | Fedin itsenäisyys..... | 43 |
| 7.4 | Erot Sveitsiin viimeisen kahden vuosisadan aikana | 44 |
| 7.5 | Mistä erot johtuvat | 45 |
| 8 | JATKOTUTKIMUKSEN TARVE JA PÄÄTELMÄT | 47 |
| | LÄHDELUETTELO | 49 |
| | LIITTEET..... | 53 |
| | Liite 1. Cukierman et al. (1992) itsenäisyysindeksi, Sveitsin arvot vuonna 2020..... | 53 |

1 JOHDANTO

1.1 Taustaa

Keskuspankin itsenäisyys ja itsenäisyyden vaikutukset maan talouteen ovat olleet mielenkiinnon kohteena taloustieteessä jo kohta puoli vuosisataa. 1970-luvulla löytyi viitteitä siitä, että sellaiset maat, joissa keskuspankki toimi itsenäisesti maan hallituksesta, onnistuivat myös pitämään inflaation tasaisempana, ja mikä tärkeämpää, verrattain alhaisena. 1980-luvulla löytyi empiirisiä todisteita, että itsenäiset keskuspankin todella onnistuivatkin pitämään inflaatiota paremmin kurissa, kuin tiukemmin maan hallituksen alaisena toimivat keskuspankit.

Empiiriset todisteet eivät kuitenkaan tähän päivään mennessä ole olleet täysin kiistattomia. Vaikka edellä mainittu korrelaatio löytyykin, ei kausaalisuutta olla pystytty vielä aukottomasti osoittamaan. Tästä kuuluisimpana esimerkkinä on Japani, jossa keskuspankki ei lakisääteisesti ollut ollenkaan maan hallituksesta erillään oleva instituutio, mutta joka silti onnistui inflaation kurissapidossa erinomaisesti.

Keskuspankkien itsenäisyys, ja sen tuomat edut ovat kuitenkin tutkijoiden ja etenkin keskuspankkiirien silmissä kiistaton etu, jota tulisi lakisääteisesti varjella. Itsenäisyydellä on kuitenkin myös huonoja puolia. Keskuspankit ja niiden johtoryhmät ovat tietyltä määrin demokratian ”ulkopuolella”, mikä demokraattisissa yhteiskunnissa saattaa johtaa ongelmiin.

Vuoden 2007 finanssikriisin jälkeen itsenäisyyttä on kyseenalaistettu, sillä kriisin ajateltiin olevan pitkälti keskuspankkien harjoittaman rahapolitiikan seurausta. Pankkien laajan itsenäisyyden myötä suurin osa talouden työkaluista sekä isoin päätäntävalta oli luovutettu keskuspankeille (Wachtel & Blejer, 2019). Keskuspankkien tehtävät ja velvoitteet ovat myös lisääntyneet kriisin jälkeen (Rogoff 2019), mikä on myös lisännyt poliittista painetta niiden saattamiseksi valtiovallan alle. Keskuspankkien tarvetta inflaation vakauttajana myös kyseenalaistetaan, sillä inflaatio on globaalitasolla ollut lähes olematonta jo kohta vuosikymmenen (Rogoff, 2019).

1.2 Tutkimuskysymys

Tutkielmani käsittelee Sveitsin keskuspankin (engl. Swiss National Bank, vastedes SNB) itsenäisyyttä ja sen vaikutuksista Sveitsin talouteen pankin historian aikana. Tutkimus on ajankohtainen, sillä vallitsevan maailmanlaajuisen COVID19-pandemian

aikana globaali talous on ajautunut, tai vähintäänkin se on ajautumassa valtavaan kriisiin. Keskuspankkien toimet määrittävät pitkälti sen, kuinka yksittäiset valtiot selviävät kriisistä. Samalla populististen liikkeiden myötä keskuspankkien itsenäisyys on, jos ei uhattuna, niin vähintäänkin kyseenalaistettu. (Rogoff, 2019)

Sveitsi valikoitui tutkimuskohteekseni, sillä Sveitsi on valtiona monella tapaa mielenkiintoinen. Se on keskellä Eurooppaa sijaitseva pieni valtio, joka ei kuulu euroon, eikä Euroopan unioniin ja on globaalisti tunnettu juuri pankkitoiminnastaan. Keskuspankilla on myös pitkä historia itsenäisenä keskuspankkina. Kuitenkin valtaosa keskuspankkien itsenäisyyttä koskevasta kirjallisuudesta käsittelee Yhdysvaltain keskuspankkia, Federal Reserve Systemiä (vastedes Fed) tai kehittyvien markkinoiden keskuspankkeja (ks. esim Cukierman, Webb, Neyapti 1992, Alesina & Summers 1993). SNB on keskuspankkina myös poikkeava, sillä muodoltaan kyseessä on julkinen osakeyhtiö, joskin tietyin poikkeuksin.

Tutkielmani on järjestelty seuraavasti: Kappaleessa 2 käyn läpi Sveitsin keskuspankin historiaa viimeiseltä kahdelta sadalta vuodelta, keskittyen merkittävimpiin taloudellisiin tapahtumiin niin Sveitsin valtion kuin keskuspankin näkökulmasta. Kappale 3 sisältää teoreettisen viitekehyksen, jossa käyn läpi teoriaa keskuspankin itsenäisyydestä. Kappale 4 keskittyy itsenäisyyden tutkimiseen globaalissa taloudessa teoreettisesta näkökulmasta. Kappale 5 avaa itsenäisyyden määritelmää, niin kansallisella kuin globaalilla tasolla. Kappale 6 tutkii, miten keskuspankin itsenäisyys on toteutunut ja toteutuu edelleen Sveitsissä. Kappaleessa 7 vertaan Sveitsin keskuspankin ja Yhdysvaltain keskuspankin Fedin eroavaisuuksia ja yhteneväisyyksiä. Lopuksi esitän vielä omat päätelmät.

Tutkielma toteutetaan kirjallisuuskatsauksena, sillä kirjallisuusaineisto aiheeseen liittyen on laajaa ja osin myös ristiriitaista. Itsenäisyyden määrittäminen numeerisesti on myös lähes mahdotonta, sillä empiirisesti kestävää itsenäisyyden mittaria ei ole vielä onnistuttu luomaan (ks. esim. Walsh, 1993, Banaian et al. 1998). Täten numeeriset tulokset tai mahdollinen data olisi myös kyseenalaista.

2 SVEITSIN KESKUSPANKIN HISTORIA

Sveitsin keskuspankki (*saks.* Schweizerische Nationalbank, *engl.* Swiss National Bank, vastedes SNB) on maailman keskuspankkien joukossa verrattain nuori keskuspankki. Kun vanhimpia keskuspankkeja perustettiin joissain muodoissa jo 1700-luvun lopulla tai sitä seuraavan vuosisadan alussa, SNB on nykyisessä muodossaan ollut toiminnassa vuodesta 1907. Pankin historian voidaan kuitenkin todeta alkaneen jo vuodesta 1848, kun Sveitsin perustuslakiin kirjattiin liittovaltion yksinoikeus kolikoiden lyömiseen (SNBa, 2019), ja Sveitsin frangi julistettiin kansalliseksi valuutaksi 1850.

2.1 Aika ennen pankin perustamista

Sveitsin frangi oli pitkään vain jatke Ranskan frangille, ja sen denominaatio olikin perustettaessa sama kuin Ranskan frangilla. Tosin Sveitsin frangi oli sidottu ainoastaan hopeaan, kun taas Ranskan frangi oli tämän lisäksi sidottu myös kultaan. Hopean yleistyttyä maailmalla valuuttana, sen kysyntä kasvoi merkittävästi suhteessa kultaan. Sveitsi vähensi kolikkojen hopeapitoisuutta, mikä aiheutti ongelmia muun muassa Ranskan kanssa, joilla kolikoissa oli enemmän hopeaa, mutta joiden nimellisarvo oli sama kuin Sveitsin frangin.

Ongelma ratkaistiin perustamalla Latinalainen rahaliitto (*engl.* Latin Monetary Union, vastedes LMU). Liitossa sovittiin kolikoiden metallipitoisuuksista sekä niiden sidonnaisuudesta kultaan ja hopeaan, Ranskan mallin mukaisesti. Liitto ei kuitenkaan sitonut osallisten maiden setelipolitiikkaa.

LMU olikin puutteellinen. Koska setelinantoa ei rajoitettu, erot maiden välillä johtivat kilpailullisiin tilanteisiin ja ongelmiin. Italiassa setelien liiallisuus johti lunastamiskieltoon Italiassa vuonna 1866, mikä puolestaan johti italialaisten kolikkojen virtaamiseen muihin maihin. Myös sota Preussin ja Ranskan välillä johti setelien lunastuksen keskeytymiseen Ranskassa 1870, mikä johti valtavaan likviditeettikriisiin. Sveitsissä Yhdysvaltain dollarista ja Englannin punnasta tuli laillisia maksuvälineitä, mikä puolestaan helpotti likviditeettiongelmaa ja lisäsi setelinantoa. Setelinannon lisäys oli kuitenkin krooninen ongelma joissain maissa, ja toisissa taas kolikoiden liiallinen lyöminen. Epätasapainoa pyrittiin erinäisin toimin korjaamaan, mutta Italian kansallistettua italialaiset kolikot vuonna 1893, rajoittaen niiden käytön vain Italiaan, yhtenäinen rahaliitto käytännössä loppui.

1870 jälkeen monet valtiot vaihtoivat metallikannan takaisin kullasta hopeaan, ja hopeasta tuli taas yleisin rahametalli. Hopea on tosin kultaa painavampaa, ja setelien suosio isommissa transaktioissa kasvoi ajan myötä.

Vaikka Sveitsissä liittovaltiolla oli yksinoikeus kolikkojen lyömiseen, monopoli setelinantoon kestäisi vielä vuosikymmeniä. Yksityisillä ja kantonaalisilla pankeilla oli omat setelinsä, sillä vuoteen 1881 asti pankkitoiminta Sveitsissä oli pitkälti sääntelyn ulkopuolella, ja vähäinen sääntely rajoittui kantonien tasolle. Liittovaltio yrittikin yhtenäistää pankkitoimintaa jo vuonna 1874, mutta laki kaadettiin kansanäänestyksessä. Setelilaki (saks. *Banknotengesetz*) säädettiin kuitenkin liittovaltiotasolla 1881. Se asetti yksityispankeille vakavaraisuusvaatimuksia, veroja sekä liittovaltion sääntelyä (Sveitsin liittoneuvosto, 1881). Kilpailu seteleistä jätettiin kuitenkin edelleen kantonaaliselle tasolle. Vuoden 1874 lakiehdotus, epäonnistumisestaan huolimatta, sai pankit luomaan konkordaatteja keskenään. Lähes kaksi kolmasosaa pankeista osallistuikin edellä mainittuihin konkordaatteihin, joissa sovittiin muun muassa setelien yhtenäisestä arvosta sekä tasetietojen vaihtamisesta. Lakiehdotuksen tavoitteena oli tehdä seteleistä homogeenisempi tuote, ja vaikka lakia ei hyväksytty (FF 1875 IV, 505), sen vaikutukset silti toteutuivat (Baltensperger & Kugler, 2017).

Vaikka edistystä monimutkaisessa monisetelijärjestelmässä tapahtuikin, oli maksujärjestelmä Sveitsissä edelleen tehoton (Landmann, 1910). Keskustelua keskuspankista alettiinkin käydä Ranskan ja Preussin välisen sodan aikana 1870-luvulla, kun frangin vaihdettavuus kävi mahdottomaksi. Keskuspankkia vastustettiin silti edelleen. Sveitsissä vallitseva poliittinen ilmapiiri on pysynyt vuosisatojen aikana samankaltaisena: valta on keskitetty kunnille ja kantoneille, ja keskusvallan, eli Sveitsissä liittovaltion, valta tulisi pitää minimissä. Tämä ilmapiiri on edelleen läsnä, kansanäänestykset ovat yleisiä, ja kuntien ja kantonien valta on merkittävämpi kuin valtion. Rahajärjestelmän luovuttaminen liittovaltion käsiin herätti suorastaan pelkoa (Baltensperger & Kugler, 2017).

2.2 Kansallisesta järjestelmästä kansalliseen keskuspankkiin

Kesti vuoteen 1891 asti, ennen kuin kansanäänestyksessä hyväksyttiin lakiesitys, jossa liittovaltiolle annettiin monopoli setelien painamisessa (FF 1891, I, s1-15). Syitä muuttuneille mielipiteille oli useita. Kuten aiemmin todettiin, usean eri pankin setelit tekivät maksusysteemistä sekavan. Ajan lainsäädäntö myös verotti pankkeja liikkeelle laskettujen seteleiden, eikä todellisen liikkeellä olevien seteleiden mukaan. Toisin

sanoen, liikkeellä jo olevat setelit olivat verotettavia. Tämä aiheutti valtavaa kausivaihtelua koroissa, sillä pankit pyrkivät neutralisoimaan kausivaihtelun rahan kysynnässä. Tämä johtui pitkälti siitä, että 1800-luvun finanssisyklit olivat pitkälti maatalouden määrittämät, ja rahan kysyntä oli suurempaa vuoden loppupuoliskolla.

Ongelmia tuotti myös rahanannin joustamattomuus. Sveitsin frangista tuli kroonisesti heikko, mikä johti hopean virtaamiseen ulos maasta. Seteleitä laskevat pankit menettivät hopeavarantonsa, ja joutuivat maksamaan hopeasta korkeampaa hintaa kuin mitä saivat lunastaessaan takaisin. Ongelmat eivät myöskään jakautuneet tasaisesti koko maahan, vaan ne kohdistuivat enemmänkin rajan läheisyydessä toimiviin pankkeihin. Konkordaattien joutuessa osallistumaan rajapankkien kuluihin, vastustus keskitettyyn pankkiin väheni.

Keskuspankki perustettiin vasta viisitoista vuotta vuoden 1891 hyväksytyyn lakiesityksen jälkeen (SNBa, 2019). Poliittisia erimielisyyksiä syntyi muun muassa pääkonttorin sijainnista (Zürich vai Bern) sekä kantonien taloudellisista intresseistä. Iso ongelma oli myös kysymys keskuspankin omistuksesta: Tulisiko keskuspankin olla julkisessa vaiko yksityisessä omistuksessa? Vuoden 1896 kansanäänestyksessä esitys täysin liittovaltion omistamasta keskuspankista kumottiin, mikä kieli taas sveitsiläisten vastustuksesta keskusvaltaa kohtaan, ja loi myös pohjan itsenäiselle, valtiosta erillään olevalle keskuspankille.

Lopulta päädyttiin järjestelyyn, jossa keskuspankista luotiin osakeyhtiö, jonka omistivat kantonit, entiset setelipankit sekä yksityishenkilöt (SNBb, 2020). Osakkeista viidesosa myytiin entisille setelipankeille, ja loput jaettiin puoliksi kantonien ja yksityishenkilöiden kesken. SNB aloitti operaationsa vasta viime vuosisadan puolella, vuonna 1907 (SNB (b), 2020). Maailman merkittävistä keskuspankeista vain Yhdysvaltojen Fed ja Euroopan keskuspankki on perustettu myöhemmin.

Ensimmäisen maailmansodan alkaessa 1914 valtiot poistuivat kultakannasta suojellakseen varantojaan (Baltensperger & Kugler, 2017). Lisääntynyt rahan kysyntä pakotti SNB:n painamaan yhä pienempiä seteleitä, ja setelien määrän vuoksi niistä tuli myös laillinen maksuväline. SNB joutui myös ankaran kritiikin alle sodanaikaisen rahahuollon hoitamisesta, sillä se reagoi kansalaisten ja rahamarkkinoiden mukaan aivan liian hitaasti lisääntyneeseen kysyntään. SNB:n tavoitteena oli kuitenkin vain ylläpitää kulta- ja hopeavarantojen suhdetta setelien määrään, ja pyrki hillitsemään kysyntää muilla keinoilla, mikä puolestaan vain lisäsi rahan kysyntää entisestään. Lisää ongelmia aiheutti

myös talouden rapistuminen vähentyneiden tullitulojen vuoksi, vaikka Sveitsi pysytteli sodan aikana puolueettomana.

Ensimmäinen maailmansota oli myös ainoa kerta, kun SNB suoraan rahoitti liittovaltiota (Baltensperger & Kugler, 2017). Sodan aikana SNB osti liittovaltion lyhytaikaisia obligaatioita yhteensä 300 miljoonan frangin edestä. Nykypäivänä SNB:tä on laissa kielletty ostamasta liittovaltion obligaatioita suoraan, mutta jälkimarkkinoilla obligaatioiden osto on sallittua (National Banking Act (NBA), 2003).

Kun likviditeetti saatiin lopulta kasvuun, lyhyet korot tippuivat pitkien korkojen noustessa. Liittovaltio oli erittäin riippuvainen pääomamarkkinoista ja inflaatiopaineet olivat kovat. Sodan aikana kuluttajahintaindeksi nousi yli sata prosenttia. Nimellispalkat nousivat myös, mutta eivät läheskään saman verran, mikä johti reaalityulojen heikkenemiseen.

Verrattuna nykypäivään, jossa hintatason vakaus on lähestulkoon jokaisen keskuspankin pätehtävä, SNB pesi kätensä korkeasta sodanajan inflaatiosta, vaikka suurena tekijänä hintojen nousussa oli valtava likviditeetin kasvu sodan aikana. SNB:n mandaattiin kuului vain vaatimus setelien vaihdettavuudesta kultaan ja hopeaan, joten SNB:tä kiinnosti vain tarpeeksi suurien kulta- ja hopeavarantojen ylläpito, vaikka kultakannasta oli sodan ajaksi virallisesti luovuttu. Keskuspankin intresseissä oli myös nimelliskorkojen pitäminen alhaalla, sillä valtiot tarvitsivat rahoitusta sodan jälkimaininkeihin.

Kultakannan keskeytymisen ajateltiin olevan väliaikaista, ja monet muutkin keskuspankit olettivat, että sodan loppuessa palattaisiin metalliseen rahakantaan. Nimelliskorot pysyivät vuosia alhaisena tämän vuoksi, ja vasta syksyllä 1918 alettiin korkoja taas kiristämään.

Sveitsi irtaantui *de facto* 1920 LMU:sta, ja *de jure* 1926. Dollarin vahvistaessa asemaansa maailmanvaluuttana, heikentyvien Euroopan valuuttojen (eritoten Ranskan ja Belgian frangien) takia Sveitsiin alkoi virrata hopeaa, jota LMU:n sääntöjen mukaan SNB:n oli pakko lunastaa. Liiton toiminnalle asetettiin rajoituksia vuonna 1920, mikä käytännössä lopetti Sveitsin jäsenyyden liitossa, tehden siitä käytännössä viimeisen ja ainoan rahaliiton, johon Sveitsi on historiassaan virallisesti osallistunut.

Sveitsi palasi virallisesti takaisin kultakantaan 1926, ja 20-luvun tavoitteena oli vain frangin pariteetin säilytys dollariin. SNB on joutunut jo tästä aikakaudesta asti ostamaan dollareita vaimentaakseen painetta frangiin. Myös frangin asema turvasatamana alkoi muodostua myös tuolloin (Baltensperger & Kugler, 2016). Sveitsin poliittinen vakaus ja

luottamus SNB:hen toimijana vahvistivat käsitystä frangin turvallisuudesta, mikä osittain myös selittää jatkuvaa painetta frangin kurssiin. Rahapoliittisena työkaluna korkotason kontrollointi ei enää ollut tehokkain, vaan tilalle tuli pitkälti kaupankäynti reservivaluuttojen kanssa.

1920-luku oli vakauden aikaa, ja Sveitsillä ei ollut ongelmia ylläpitää frangin ja dollarin pariteettia. 1930-luvun talouskriisi iski kuitenkin Sveitsiin kovaa, ja palautuminen kriisistä oli Sveitsin kohdalla heikkoa muihin maihin verrattuna. Muiden maiden devalvoimissa valuuttansa ja irtisanoutuessaan kultakannasta, Sveitsi, Ranska, Italia ja Hollanti sopivat sitoutuvansa kultakantaan vanhojen pariteettien mukaisesti. Tämä aiheutti voimakkaan vahvistumisen valuutoissa, mikä puolestaan johti maiden vientitalouksien romahtamiseen. Sveitsi suostui devalvoimaan viimeisenä edellä mainituista maista vasta 1936.

Toisen maailmansodan sytyttyä 1939 Sveitsin kotimaan teollisuus muokattiin sota-ajan tarpeisiin, vaikka Sveitsi tässäkin sodassa säilytti puolueettoman asemansa. Sijaintinsa vuoksi Sveitsi oli kokonaan akselivoimien ympäröimä, ja ulkomaankauppa Saksan kanssa oli hyvin kannattavaa. Sveitsi toimi myös Italian nettoluotottajana, mikä kasvatti keskuspankin ulkomaanvarantoja. Frangin kysyntä oli taas kerran nousussa, mikä johti valtavaan kultavarantojen nousuun. Keskuspankkia onkin myöhemmillä vuosikymmenillä kritisoitu kullan alkuperästä, sillä määrät eivät vastaa Saksan aikoinaan omistamia kultavarantoja. Epäilyksenä onkin, että Saksan toimittama kulta onkin ainakin osittain varastettu holokaustin uhreilta.

2.3 SNB globalisoituvilla markkinoilla

Bretton-Woodsin konferenssi pidettiin Yhdysvalloissa 1944. Sveitsi ei osallistunut konferenssiin, mutta käytännössä osallistui järjestelmään vuodesta 1945 eteenpäin. Järjestelmässä sovittiin dollarin arvon sitomisesta kultaan, tarkalleen ottaen 35 dollaria per unssi kultaa. Jäsenvaltioiden valuutat olivat sidottuja dollariin, ja kurseista saattoi poiketa maksimissaan prosenttiyksikön verran. Bretton-Woodsissa sovittiin myös IMF:n (*engl.* International Monetary Fund) perustamisesta, johon jäsenvaltioiden tuli tallettaa maakohtaiset osuutensa.

Sveitsi ei liittynyt IMF:n jäseneksi kuin vasta lähes 40 vuotta Bretton-Woodsin konferenssin jälkeen, vuonna 1992. Sveitsissä Bretton-Woodsiin liittyi paljon skeptisyyttä, eikä siihen virallisesti koskaan liityttykään. Markkinoiden vapauttaminen ja hallitusten kontrolloimat pääomaliikkeet eivät sopineet sveitsiläiseen makuun. Sveitsissä

oltiin myös valmiita elämään kelluvien kurssien kanssa, mitä 1940-luvulla pidettiin vanhanaikaisena ajattelutapana.

Bretton-Woods antoi muille maille kuin Yhdysvalloille mahdollisuuden määrittää pariteettinsa joko dollareissa tai kullassa. Sveitsi keskittyi 70-luvulle asti pitämään frangin sidottuna kultaan, ja SNB oli tässä vaiheessa ottanut tavoitteekseen inflaation kontrolloinnin. Kiinteät kurssit eivät aiheuttaneet ongelmaa niin kauan kuin Yhdysvallat pystyi sitoutumaan Bretton-Woodsiin. 1960-luvulle siirryttäessä Amerikan rahapolitiikka keskittyi pitkälti kasvun ja matalan työttömyyden mahdollistamiseen, mikä nosti inflaatiota Amerikassa. Kansainvälinen usko dollariin Vietnamin sodan myötä rapistui, ja Yhdysvaltojen tase alkoi näyttämään kroonisen tappiolliselta. SNB joutui puolestaan turvautumaan valtaviin dollariostoihin ylläpitääkseen pariteettia, mikä kiinteillä kurseilla vain kiihdytti frangin vahvistumista.

1960-luvulla keskustelu kelluviin kurseihin siirtymisestä voimistui Sveitsissä, mutta viranomaiset pyrkivät korjaamaan rahapolitiikkaa muilla keinoin, kuten negatiivisilla talletuskoroilla ja muilla ei-markkinatyypisillä rajoitteilla. Keinot olivat kuitenkin riittämättömiä rahapolitiikan korjaamiseen, ja kelluviin kurseihin siirryttiin vastahakoisesti 1973.

Keskustelua käytiin myös frangin sitomisesta D-markkaan, mutta tätä vastustettiin pitkälti periaatteellisista syistä. Sitominen toiseen valuuttaan olisi tarkoittanut autonomian luovuttamista saksalaisiin käsiin. Tämä olisi myös lisännyt alttiutta spekulatiivisiin hyökkäyksiin ulkomailta, sillä SNB:n hintavakaustavoite oli kansainvälisesti tiedossa (Baltensperger et al., 2007).

Siirtyminen kelluviin kurseihin tosin vapautti SNB:lle kokonaisen arsenaalin työkaluja rahapolitiikan toteuttamiseksi. Nyt täysin itsenäisenä keskuspankkina SNB keskittyi ensimmäisenä keskuspankkina Saksan Bundesbankin kanssa hintatason vakauttamiseen (Baltensperger et al., 2007) SNB keskittyi lisäksi rahan tarjonnan kontrollointiin, ja onnistui kolmessa vuodessa vähentämään inflaation 10 prosentista 0 ja 2 prosentin välille. Poliitiikka perustui pitkälti vuosittaisiin rahan kasvun tavoitteisiin, ja 90-luvulla viiden vuoden tavoitteisiin. Tavoitteet olivat myös julkisia yleisölle, mikä myös lisäsi ennustettavuutta sekä jatkuvuutta.

Julkisesti ilmoitettu hintavakaustavoite on kuitenkin kaksipuolinen terä. Frangi on spekulatiivisille hyökkäyksille altis, ja frangin reaalkurssit nousivat joinain vuosina jopa 16.6 %. Hyökkäykset johtivat alarajan asettamiselle D-markan kanssa jo 1978. SNB oli valmis ostamaan niin paljon ulkomaanvaluuttaa kuin tarpeellista, jotta alaraja D-markan

kanssa saavutettaisiin. Ulkomaanvarannot kasvoivat, mutta niistä ei hankkiuduttu tarpeeksi nopeasti eroon, mikä lisääntyneen likviditeetin myötä johti korkeaan inflaatioon.

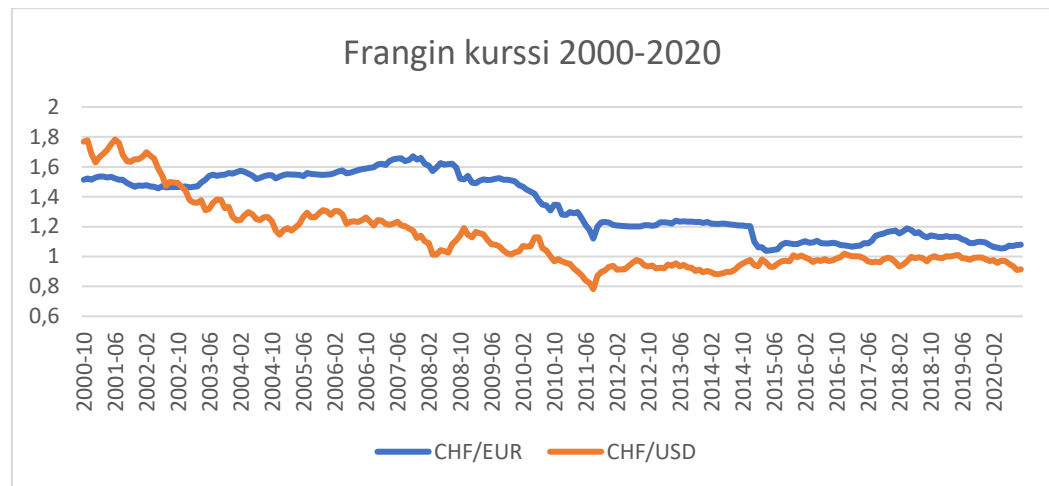
1980-luvun lopulla SNB siirtyi takaisin rahan määrän kasvun kontrolloimiseen, osin 1970-luvun aiheuttaman kriisin takia (Baltensperger & Kugler, 2017). Sveitsi oli 70-luvulla harjoittanut jo kireää rahapolitiikkaa siinä missä monet muut valtiot ekspansiivista. Nyt kun muutkin valtiot siirtyivät kiristämään rahapolitiikkaansa, oli inflaation vastainen taistelu paljon vaikeampaa heikentyneen frangin takia (Baltensperger & Kugler, 2017).

2.4 SNB euroajassa

Euroopan keskuspankin muodostaminen ja euron saapuminen mantereelle aiheutti aluksi huolta Sveitsissä, ja sen pelättiin syrjäyttävän frangin valuuttana. Huoli oli aiheeton, sillä frangi säilytti vahvan luonteensa. Eurojärjestelmä jopa hyödytti Sveitsiä, tehden naapurimaista - erityisesti Italiasta - vakaamman kauppakumppanin.

Sveitsin perustuslakiin kirjattiin virallisesti vasta vuonna 2000 keskuspankin itsenäisyys ja sen mandaatiksi asetettiin hintavakauden säilyttäminen, millä tarkoitetaan kuluttajahintaindeksin pitäminen vuositasolla 0–2 % muutoksen tuntumassa. Ennen lakimuutosta keskuspankin itsenäisyys ei ollut erikseen laissa määritelty.

Vuoden 2007 Yhdysvaltojen finanssikriisin ja vuonna 2008 Eurooppaan ja maailmanlaajuisesti levinneen finanssikriisin jälkeen Sveitsin frangiin alkoi kohdistua valtavaa painetta. Sveitsin frangille on kehittynyt vuosikymmenten aikana maailmanmarkkinoilla asema eräänlaisena turvasatamana, jonka kurssi nousee epävarmuuden vallitessa maailmanmarkkinoilla.



Kuvio 1. Sveitsin frangin (CHF) vaihtokurssi euroissa ja dollareissa 2000–2020.

Frangiin kohdistunut paine oli Sveitsin suurehkolle (66 % BKT:sta) vientiteollisuudelle haitallista. SNB asettikin vuonna 2011 frangin ja euron väliselle vaihtokurssille alarajan, jota se tulisi puolustamaan ”äärimmäisellä päättäväisyydellä ja [...] ostamalla rajattomasti ulkomaalaisia valuuttoja” (SNB (d), 2011). Käytännössä tämä tarkoitti valtavia valuuttavaihtoja, jossa kärjistettynä SNB painoi frangeja, joilla se osti euroja omaan taseeseensa. Alarajan ylläpito lopetettiin yllättäen tammikuussa 2015, koska SNB:n mukaan sen europositio alkoi käydä liian riskipitoiseksi, sillä se muodosti 34 % SNB:n koko taseesta (data.snb.ch). Samalla myös euroalueen taloustilanne oli rauhoittunut, joten vaihtokurssin alarajalle ei enää ollut perustetta. Euro oli myös heikentynyt merkittävästi dollariin nähden, mikä puolestaan tarkoitti frangin heikentyneen dollariin nähden. SNB kuitenkin kertoi jatkavansa frangin monitorointia ja osallistuvansa jatkossakin valuuttamarkkinoille (SNB (e), 2015). Samalla SNB otti käyttöön negatiiviset korot talletuksille keskuspankissa (Jordan, 2017).

SNB jatkaakin edelleen taseensa kasvattamista. Syyskuun 2020 lopussa taseen koko oli 975 miljardia frangia (noin 902 miljardia euroa), josta ulkomaan varantojen osuus oli peräti 91 prosenttia (884 miljardia frangia). Määrä vastaa 134 % Sveitsin vuoden 2019 bruttokansantuotteesta. Valuuttavarannoista noin puolet on euroja, puolet dollareita, ja osa pienempiä valuuttoja kuten Japanin jeniä, puntaa ja Australian dollaria. SNB on myös viime vuosina monipuolistanut portfoliotansa osakemarkkinoilla, ja on muun muassa suomalaisen teleoperaattoriyhtiö Elisän viidenneksi suurin omistaja tällä hetkellä (Niskakangas, 2020).

SNB on kehittynyt noin sadassa vuodessa seteli- ja kolikkopankista yhdeksi maailman merkittävimmistä keskuspankeista. Frangin asema turvasatamana ja Sveitsin maine taloudenpitäjänä on pitkälti SNB:n kurinalaisen ja taitavan politiikan ansiota. Tänä päivänä se kantaa kuitenkin saman tyyppistä riskiä kuin 70-luvulla valtavan taseensa vuoksi.

3 TEOREETTINEN TAUSTA

3.1 Taustaa

Keskuspankkien rahapolitiikka on maailmalla pitkälti keskittynyt yhteen tai kahteen mandaattiin. Rahaliikenteen sujuvuuden ja reservipankkitoiminnan lisäksi merkittävien keskuspankkien päätehtävä on ollut 80-luvulta lähtien hintavakauden ylläpitäminen ja kaksoismandaatilla toimivien keskuspankkien toisena tehtävänä on ollut tuotantovajeen tai työllisyysvajeen kontrollointi.

Käsite keskuspankin itsenäisyydestä tuli esille Milton Friedmanin esseessä vuonna 1962. Keskuspankkien itsenäisyydestä on tullut keskeistä akateemisessa kirjallisuudessa keskuspankin uskottavuuden kannalta (Lim, 2016: 3) 80-luvulta lähtien, Bretton-Woods järjestelmän kaatumisen jälkeen, valtiot pyrkivät delemoimaan rahapolitiikan enemmän tai vähemmän itsenäisille keskuspankeille. Keskuspankkeja kuitenkin pyrittiin yleisesti itsenäistämään, kopioiden Länsi-Saksan ja Sveitsin malleja, joissa valtaapitävillä elimillä oli hyvin vähän vaikutusvaltaa keskuspankin päätöksentekoon ja rahapolitiikka perustui pitkälti rahan määrän kasvun kontrollointiin (Baltensperger & Kugler, 2017, s 106). Yleisesti ottaen itsenäisen keskuspankin ajatellaan olevan paremmin varustettuja taistelemaan korkeaa ja vaihtelevaa inflaatiota vastaan, kuin hallituksen käskyvallassa oleva instituutio.

Akateeminen kirjallisuus koskien keskuspankkien itsenäisyyttä ja itsenäisyyden vaikutusta talouden kehitykseen, eritoten inflaatioon, on ollut laajaa 1970-luvulta alkaen. Kirjallisuutta aiheesta on runsaasti, ja artikkeleista¹ valtaosa esittää saman oletuksen: Itsenäiset keskuspankit onnistuvat inflaation vakauttamisessa paremmin. Empiiriset todisteet yhteydestä ovat kuitenkin epäselviä (Bodea & Hicks, 2012, s. 3), sillä miten keskuspankin itsenäisyyttä edes mitataan? Tutkimuksissa (ks. esim. Parkin & Bade 1979, Burdekin, 1987, Cukierman et al. 1992), jotka pyrkivät osoittamaan yhteyden itsenäisyyden ja alhaisen inflaation välillä itsenäisyys mitataan usein *de jure* indeksillä, joka ei välttämättä ole sama kuin keskuspankin *de facto* itsenäisyys (Cargill, 2016). Mahdolliset tulokset, jotka pyrkivät osoittamaan tällaista yhteyttä ovat siis välttämättä kiistanalaisia, sillä itsenäisyyden mittaaminen numeerisilla arvoilla on kyseenalaista.

¹ Katso esim.: Bade ja Parkin (1982), Rogoff (1985), Alesina ja Summers (1993), Eijffinger ja Schaling (1993), Walsh (2010)

Yhteisymmärrystä ei vielääkään ole löytynyt. Kriitikoiden mukaan (ks. esim. Cargill, 2016; Palley, 2019) on lähes naiivia olettaa, että itsenäinen keskuspankki olisi myös vapaa poliittiselta painostukselta tai voisi muuten vain sivuuttaa valtaapitävien elinten mielipiteet. Blejerin ja Wachtelin mukaan (2020) keskuspankkien itsenäisyys on jääne ajalta ennen 2000-luvun lopun finanssikriisiä, jolloin keskuspankkien tehtävät olivat nykyistä suppeammat. He kyseenalaistavatkin akateemisen konsensuksen siitä, tulisiko keskuspankkien loppujen lopuksi edes olla itsenäisiä? Finanssikriisin syyllisiä oli useita, mutta syyttävä sormi osoitti yleisesti keskuspankkeihin, sillä keskuspankeille oli annettu suurin osa talouden ja rahapolitiikan työkaluista itsenäisyyden myötä (Blejer & Wachtel, 2020). Huomioitavaa on myös, että keskuspankin itsenäisyys on kehittyville talouksille hyödyllistä inflaation vakauttamisessa, mutta kehittyneille talouksille samanlaista yhteyttä ei löydy (Cukierman et al. 1992)

3.2 Teoriaa keskuspankin itsenäisyydestä

3.2.1 Keskuspankkien optimointiteoriaa

Keskuspankin tehtäviin kuuluu valtiosta riippuen yksi tai useita tehtäviä. Rahaliikenteen sujuvuuden, käteisen rahan riittävyyden ja valtion liikepankkina toimimisen lisäksi keskuspankit toteuttavat rahapolitiikkaa, jonka päämääränä nykypäivänä on usein hintavakaus, sekä useissa maissa myös työttömyyden minimointi. Pohjimmiltaan keskuspankkien tehtävänä on tukea kansantaloutta yleisesti. Keskuspankkien työkaluna on vuoden 2007–2008 finanssikriisiin asti riittänyt pitkälti ohjauskorkojen säätelyminen (Moschella, 2014: 3), mutta muuttuneessa maailmassa ohjauskorot eivät enää riitä. Samalla keskuspankkien tehtävät ovat lisääntyneet, sillä pelkästään hintatasoon keskittyminen ei ole enää tarpeeksi, vaan keskuspankin tulee myös ottaa huomioon talouden vakaus (Svensson, 2005). Rogoffin malli on seuraavanlainen. Yhteiskunnan tuotantofunktio y on

$$y = \pi_t - \pi^e + \varepsilon_t \quad (1)$$

Jossa π_t on inflaatio periodilla t , π^e on inflaatio-odotus ja ε_t on shokkitermi, joka on riippumaton ja identtisesti jakautunut muuttuja, jolla on odotusarvo nolla ja varianssi σ .

Keskuspankin sosiaalisen tappion alkuperäinen minimointifunktio on Rogoffin mukaan (1985) seuraavanlainen:

$$A_t = (n_t - n'_t)^2 + \chi(\pi_t - \bar{\pi})^2 \quad (2)$$

Tai Svenssonin (2005) helpommin luettavassa muodossa:

$$L \equiv \pi_t - \pi^* + \lambda x_t^2 \quad (3)$$

Jossa π_t on inflaation taso, π^* on inflaatiotavoite ja x on tuotantokuilu periodilla t . Tuotantokuilulla tarkoitetaan toteutuneen ja potentiaalisen tuotannon erotusta, jolla kuvataan yleisesti talouden tilaa (Svensson, 2005). A kyseisessä yhtälössä kuvaa keskuspankin antamaa painoarvoa tuotantokuilun kontrolloimiselle. Svenssonin mukaan identiteettiin voidaan lisätä myös ylimääräinen termi, jos keskuspankkia kiinnostaa myös valuuttakurssin säänteleminen, mikä on SNB:n tapauksessa perusteltua. Identiteetti saa siis muodon

$$L \equiv \pi_t - \pi^* + \lambda x_t^2 + \lambda_{\Delta i} (s_t - s_{t-1})^2 \quad (4)$$

Jossa i kuvaa instrumentin tasoa periodilla t ja s vaihtokurssin logaritmia periodilla t . Intertemporaalisen häviöfunktion muoto periodilla t on siten

$$E \sum_{\tau=0}^{\infty} \delta^\tau L_{t+\tau}, \quad (5)$$

tai Givensin (2010) laajennettu malli

$$L_t = E_t(1 - \delta) \sum_{j=0}^{\infty} \delta^j \{ \pi_{t+j}^2 + \lambda_y y_{t+j}^2 + \lambda_{\Delta i} (s_t - s_{t-1})^2 \} \quad (6)$$

Jossa E kuvaa keskuspankin odotuksia periodilla t , ja diskonttotelejä δ täyttää ehdon $0 < \delta < 1$. Mallissa periodi t voi olla yhden tai neljän kvartaalin mittainen aika, tai inflaation pitemmän ajan keskiarvo (Nessén & Vestin, 2000). Keskuspankki asettaa nimelliskoron i , seuraavalla rajoitteella:

$$\begin{bmatrix} X_{t+1} \\ Hx_{t+1} \end{bmatrix} = A \begin{bmatrix} X_t \\ x_t \end{bmatrix} + Bi_t + \begin{bmatrix} C \\ 0 \end{bmatrix} \varepsilon_{t+1}, \quad (8)$$

X_t on n_x -vektori endogeenisia tai ennalta määriteltyjä muuttujia periodilla t , x_t on n_x -vektori eteenpäin katsovia muuttujia ja i_t on ni vektori instrumenteista mitä keskuspankki voi käyttää. ε_t on n_ε -vektori, joka on riippumaton ja itsenäisesti jakautunut, odotusarvolla nolla. A , B , C ja H ovat matriiseja sopivilla ulottuvuuksilla.

Keskuspankin tehtäväksi jää siis minimoida L , eli sosiaalisen tappion määrä. Toisin sanoen, keskuspankin tehtäväksi jää parametrien δ , λ_y ja $\lambda_{\Delta i}$ määrittäminen.

3.2.2 Itsenäisyyden vaikutukset keskuspankin toimintaan

Merkittävimpinä akateemisina artikkeleina keskuspankkien itsenäisyyteen liittyen voidaan pitää Kenneth Rogoffin (1985) teoremaa koskien keskuspankkien häviöfunktioita. Rogoff osoittaa, että nimeämällä keskuspankin johtoon “konservatiivisemmän” pankkiirin kuin yhteiskunta yleisesti, sosiaalinen tappio on yhteiskunnalle pienempi. Tämä tarkoittaa sitä, että jos keskuspankki on inflaatiiovastaisempi kuin yhteiskunta keskimäärin, talous hyötyy pienemmän inflaation ansiosta enemmän, kuin mitä menettää tuotannon vaihtelun seurauksena.

Itsenäinen keskuspankki Rogoffin mukaan pystyy laittamaan isomman painoarvon inflaation minimoimiselle, kuin demokraattisesta päätöksenteosta riippuvainen elin. Demokratiassa valtiiovallan elinten aikahorisontti on yleensä vaalikauden mittainen, ja varmistaakseen uudelleenvalintansa, vallassaolijat pyrkivät pitämään äänestäjensä tyytyväisenä, muun muassa alentamalla korkoa ja nostamalla palkkoja. Nämä

kansansuosiota nauttivat toimet voisivat edesauttaa uudelleenvalintaan, kuitenkin tuoden mukanaan kiihtyvän inflaation, joka tulee useimmiten viiveellä, ideaalisti vaalien jälkeen. ”Ongelmat” voi siten laittaa syrjään seuraaviin vaaleihin asti, jolloin sykli voi alkaa uudestaan. Itsenäisellä keskuspankilla ei tätä ongelmaa ole. Sen johtava elin ei ole vaaleilla valittu, joten sen ei tarvitse tehdä lyhyen aikavälin ”mieluisia” päätöksiä, sillä sen ei tarvitse pelätä uudelleenvalintaa. Keskuspankki voi siis toteuttaa pitkän aikavälin rahapolitiikkaa, sillä se on itsenäinen sekä valtaapitävistä elimistä, että äänioikeutta käyttävistä kansalaisista.

Ideana keskuspankin erottamiseen hallituksesta on myös puhtaasti käytännöllinen. Poliitikkojen tulisi keskittyä politiikkaan, ja keskuspankin johtoon tulisi nimittää politiikan ulkopuolisia henkilöitä, ”joihin ministereiltä estettäisiin kaikenlainen kontakti” (Ricardo, 1824).

3.2.3 Rahapolitiikan toteutus

Miten keskuspankki sitten toteuttaa rahapolitiikkaansa? SNB:n tapauksessa ja valtaosassa isoista keskuspankeista, jotka toteuttavat vain yhtä mandaattia, instrumentteina on rahan määrän kontrollointi (*engl.* money targeting), ohjauskoron säätely tai avoimet markkinaoperaatiot.

Kuten kappaleessa 3.2.1 mainittiin, keskuspankin instrumentteihin lukeutuu myös termit δ ja λ . Nämä eivät varsinaisesti ole suoraan instrumentteja, mutta määrittävät pitkälti sen, miten keskuspankki rahapolitiikkaansa toteuttaa, ja mihin se myös keskittyy.

Deltan osalta vastaus on arvattavissa. Kuten todettu, keskuspankkien aikahorisonttina toimii usein keskipitkä aikaväli, mikä tarkoittaa noin 3-5 vuotta (SNB (a), 2020) ja Svenssonin mallissa siis 12-20 vuosineljännestä, eli periodia t . δ on hyvin todennäköisesti yksi tai lähellä sitä, sillä keskuspankkien aikahorisontti on useamman vuoden mittainen. Jos $\delta = 1$, se tarkoittaa, että tulevaisuuden tappiot ovat yhtä tärkeitä kuin nykyiset tappiot.

λ voidaan Svenssonin mukaan päättää eksplisiittisesti tai implisiittisesti. Eksplisiittisesti määritelty λ tarkoittaisi yksinkertaista äänestystä keskuspankin johtokunnan jäsenten kesken, josta valittaisiin mediaani. Implisiittisesti valittu λ löydettäisiin joko ajan kanssa, tai sitten paljastettujen preferenssien mukaisesti.

Lamdan valitseminen onkin keskuspankkien vaikeimpia tehtäviä. Kärjistettynä voisi ajatella, että ”alisteinen” keskuspankki ottaa λ :t annettuna, ja rahapolitiikka toteutuu

valtion hallituksen tahdon mukaisesti. Itsenäisen keskuspankin kohdalla λ olisi määriteltävissä endogeenisesti, mikä myös antaa keskuspankille diskreetiomahdollisuuden sen määrittämiseen ja tarvittaessa myös muuttamiseen tilanteen vaatiessa.

3.2.4 Itsenäisyyden hyödyt

Keskuspankki hyötyy itsenäisyydestä siten, että se voi toteuttaa rahapolitiikkaansa ilman ulkoista painostusta, ja näin pyrkii toteuttamaan pienimmän sosiaalisen tappion toiminnallaan.

Alesinan ja Summersin mukaan (1993) kurinalaisempi keskuspankki pystyy vakauttamaan inflaatiotasoa ja myös alentamaan sitä, mutta he eivät löytäneet yhteyttä itsenäisyyden ja taloudellisen suorituskyvyn, positiivisen tai negatiivisen, välillä. Pollard (1996) vahvistaa Alesinan ja Summersin tulokset, mutta painottaa että kausaliiteettia itsenäisyyden ja alhaisen inflaation kanssa ei voida todistaa.

Toisaalta Cukierman (1992) toteaa, että: ”itsenäisyyden antaminen keskuspankille ei tarkoita sitä, että keskuspankki saa tehdä mitä haluaa. Pikemminkin keskuspankki pystyy keskittymään yhteen tavoitteeseen, hintavakauteen, muiden lyhytaikaisten tavoitteiden kustannuksella”.

4 PIENI AVOIN TALOUS GLOBAALEILLA MARKKINOILLA

Kansainvälisen taloustutkimuksen yksi merkittävimpiä teorioita on ns. “mahdoton kolminaisuus” tai “mahdoton trilemma” (*engl.* Impossible trinity), jonka mukaan yhden itsenäisen valtion on mahdotonta samanaikaisesti harjoittaa itsenäistä rahapolitiikkaa, säilyttää valuuttansa vaihtokurssi vakaana tai sidottuna sekä sallia pääomaliikkeet rajan yli ilman rajoituksia. Teoriaa kutsutaan myös Mundellin trilemmaksi, tai Mundell-Fleming trilemmaksi, Robert Mundellin (1963) ja Marcus Flemingin (1962) teorioiden mukaan.

Oletuksena trilemman toteutumiseksi ovat seuraavat ehdot:

- Rahan kvantiteettiteoria pitää paikkansa, eli inflaatioaste on yhtä kuin rahan määrän kasvu.
- Vapaat pääomaliikkeet johtavat reaalikorkojen tasaantumiseen, eli $R^* = R$, pitkällä aikavälillä
- Ostovoimapariteetti pitää myös paikkansa, eli reaalin vaihtokurssi on vakio, \hat{e} .

Mundellin alkuperäisessä artikkelissa (1963) hän asettaa myös lisäoletuksia valtiolle, joka trilemman kanssa painii. Valtio on liian pieni vaikuttaakseen maailmanlaajuiseen korkotasoon tai kotimaahan tuleviin investointeihin. Pääomaliikkeet ovat myös täydellisiä substituutteja, toisin sanoen kotimaisella tai ulkomaisella arvopaperilla ei ole mitään eroa.

Ehdoista seuraa, että

$$R^* = R \Rightarrow i^* - p^* = i - p \Leftrightarrow i = i^* - p^* + p, \quad (9)$$

Jossa p on inflaatiovauhti, ja i nimelliskorkotasoa, * indikoi “ulkomaata”.

Kun rahan kasvu on yhtä kuin inflaatio, saadaan

$$m = p \text{ ja } m^* = p^* \quad (10)$$

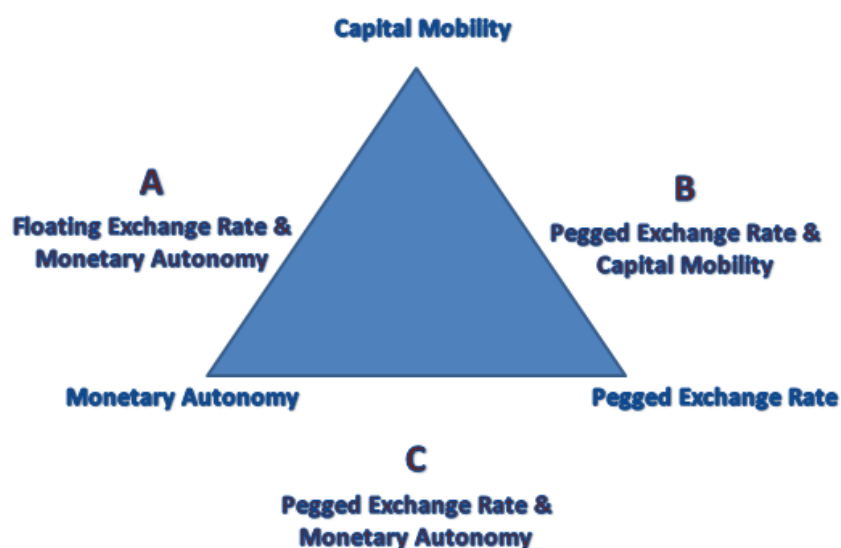
Ja kun ostovoimapariteetti pitää vielä paikkaansa, reaalkurssi on yhtä kuin inflaatioiden erotus:

$$\hat{e} = p - p^* \quad (11)$$

Huomataan, että jos ulkomaat päättää harjoittaa ekspansiivista rahapolitiikkaa m^{*+} , niin ulkomaan inflaatio kiihtyy tasolle p^{*+} . Koska vaihtokurssi on sidottu, tarkoittaa tämä sitä, että kotimaan inflaatio nousee samalle tasolle p^+ , jolloin myös kotimaassa joudutaan lisäämään rahan määrää. Tämä johtaa saman kanavan kautta siihen, että myös kotimaan nimelliskorot asettuvat samalle tasolle kuin ulkomailla, $i = i^*$. Näin ollen kotimaan rahapolitiikka on vain ulkomaan politiikan matkimista, eikä millään tasolla itsenäistä.

Tilanne muuttuu, jos valuutan sallitaan kellua. Silloin \hat{e} saisikin vaihdella, jolloin kotimaa saisi itse päättää sekä inflaatiotasonsa p , että myös nimellisen vaihtokurssin \hat{e} . Jos kotimaa päättäisi harjoittaa ekspansiivisempaa rahapolitiikkaa kuin ulkomaat ($m > m^*$), johtaisi se korkeampaan kotimaan inflaatioon ($p > p^*$), mikä puolestaan johtaa vahvistuvaan vaihtokurssiin. Vaihtamalla valuutan kelluvaksi, kotimaa siis teoriassa saisi harjoittaa itsenäisempää rahapolitiikkaa kuin ulkomaat.

Teoria on hyvin yksinkertainen, mutta oletukset trilemman luomiseksi ovat vähintäänkin kiistanalaisia. Ostovoimapariteetti ei todennäköisesti pidä paikkaansa ainakaan lyhyellä aikavälillä (Engel, 1996). Oletukset myös siitä, että arvopaperit ovat täydellisiä substituutteja keskenään, on ymmärrettävästi yksinkertaistus. Esitetty malli onkin rajatapaus, mutta se välittää kansainvälisen rahapolitiikan yhden perusongelmista varsin selkeästi.



Kuvio 2 (Klein & Shambaugh, 2013a). Trilemma havainnollistettuna. Valtio voi valita kolmion sivuista vain yhden.

Trilemmaa pidetään kuitenkin yhtenä merkittävimpinä kansainvälisen makrotalousteorian löydöksinä (Klein & Shambaugh, 2013). Trilemma asettaa selvät rajat sille, mitä keskuspankki tai rahapolitiikasta päättävä elin pystyy omilla toimilla tekemään ja selkeät vaihtoehdot sille mistä kahdesta vaihtoehdosta voi valita. Jos keskuspankki haluaa harjoittaa rahapolitiikkaansa itse, sen on valittava joko kelluvien kurssien tai pääomaliikkeiden rajoitusten väliltä. Pääomaliikkeiden kieltäminen tarkoittaisi samaa kuin avonaisen talouden muuttamista suljetuksi taloudeksi, joten täyden sulun asettaminen ei ole relevantti vaihtoehto.

Trilemmaa on kuitenkin viime aikoina kyseenalaistettu yleispätevänä teoriana. Tunnetuimpia kriitikkoja trilemmaa kohtaan on London School of Economicsin Hélène Rey, joka esittääkin seminaarissaan (2013), että maailmalla vallitsee globaali taloussykli, joka käytännössä tekee valuuttakurssista (kiinteänä tai kelluvana) merkityksettömän, jos pääoman liikkeitä ei rajoiteta. Rey myös toisessa artikkelissaan (2016) väittääkin, että trilemman yksi oletuksista, ohjauskorko, ei ole tarpeeksi kattava muuttuja käsittääkseen kaikki aspektit jonkun maan raha- ja finanssipoliittisesta tilanteesta. Empiirinen tutkimus on keskittynyt siihen, kuinka lähellä korkotasot keskusmaan ja periferiamaan välillä korreloivat; jos korreloivat, niin oletetaan että rahapolitiikka ei ole autonomista ja toisin päin. Trilemman yksi ongelma, joka johtaa harhaan, on oletus siitä, että jonkun maan rahapolitiittista ja taloudellista makrotalua voitaisiin kuvata niinkin yksinkertaisesti kuin ohjauskorolla. (Rey, 2016). Toisaalta, vaikka itsenäinen rahapolitiikka ei enää ohjauskorkojen avulla olisikaan enää niin tehokasta tai mahdollista, rahapolitiikka valuuttariskin kautta vahvistuu (Georgiadis & Mehl, 2015).

Kyseessä on siis joko trilemma tai dilemma. On myös mahdollista, että vastaus löytyy näiden kahden välistä, jolloin puhutaan 2,5-lemmasta (Han & Wei, 2016). Reyn mukaan kelluva valuuttakurssi ei ole tarpeeksi riittävä keino suojata valtioita globaalien syklin aiheuttamilta muutoksilta, kun taas Georgiadis ja Mehl (2015) väittävät, että trilemman yksi vaihtoehto vain on muuttanut muotoaan; Han ja Wei puolestaan toteavat, että vastaus on jotain tältä väliltä. Heidän mukaansa globaali sykli välittyy valtioiden rahapolitiikkaan vain jos keskusmaa (Yhdysvallat) päättää kiristää rahapolitiikkaansa, eli jos Fed päättää nostaa ohjauskorkoaan. Efekti ei välity päinvastaisessa tilanteessa. Tässä tapauksessa vain rajoitukset pääoman liikkeisiin tuovat suojaa globaalilta sykliltä.

Klein ja Shambaugh (2013a) toteavatkin, että trilemma on turhan tiukka kuvaus kansainvälisestä taloudesta, ja trilemma kuvaa enemmänkin valtioiden mahdollisuuksia

ja vaihtoehtoja politiikkaa tehdessään. Valtiot pystyvät myös ”hiomaan kolmion kulmia” tietyissä määrin, mikä tekisi trilemmasta vähemmän sitovan.

5 ITSENÄISYYDEN MÄÄRITELMÄ

Tässä kappaleessa siirrytään tarkastelemaan syvemmin keskeisen termin 'itsenäisyys' määritelmää ylläesitetyn teoreettisen viitekehyksen pohjalta, ja eri tekijöiden vaikutusta keskuspankin toimintakentän vapauteen ja riippumattomuuteen. Keskuspankkien rooli kautta historian on ollut varsin kirjava. Ruotsissa Riksbank perustettiin melkein 400 vuotta sitten toimimaan valtion sekä aristokraattien lainoittajana ja Bank of England muutamaa vuotta myöhemmin valtion sotakassaksi. Suurin osa eurooppalaisista keskuspankeista perustettiin 1800-luvulla, ja niiden rooli erosi edellä mainituista. Näiden uusien keskuspankkien tehtävänä oli tasata taloutta, ja parantaa maissa vallitsevia maksusysteemejä. (clevelandfed.org, 11.11.20)

5.1 Mitä itsenäisyydellä tarkoitetaan

Keskuspankkien itsenäisyydellä tarkoitetaan yleensä arkikielessä sen itsenäisyyttä saman maan poliittisesta hallinnosta. Tämän on ajateltu tuottavan vakaampaa rahapolitiikkaa, sillä poliitikot eivät pääse vaikuttamaan esimerkiksi korkotasoihin. Keskuspankin ja valtion hallinnon erottamisen hyödyt johtuvat siitä, että poliitikoilla ja keskuspankilla on aika-inkonsistenssi-ongelma (Eijffinger & Schaling, 1993). Kuten edellä kappaleessa 3.2.2 todetaan, poliitikon aikajana on yleensä vaalikauden mittainen, ja alentamalla esimerkiksi taloudessa vallitsevia korkoja, poliitikko kasvattaa yleensä myös kansan suosiota, mikä edesauttaa uudelle vaalikaudelle pääsemistä. Keskuspankeilla mandaattina on usein hintatason vakaus, jolloin päätöksissään niiden tehtävänä on huomioida vaikutukset pitkäaikaisemmin, kuin yhden vaalikauden verran.

Keskuspankin itsenäisyyden vaikutuksista talouteen on tehty empiiristä tutkimusta 1970-luvulta alkaen Baden ja Parkinin tutkimuksesta (1977), jossa kaksitoista teollistunutta maata toista maailmansotaa seuraavien vuosikymmenten ajalta arvotettiin kolmen eri mittarin perusteella: 1. keskuspankin laissa määrätty tehtävä, 2. keskuspankin ja maan hallituksen välinen suhde rahapolitiikan muodostuksessa sekä 3. keskuspankin johdon nimeämisproseduuri. Samalla myös tutkittiin näiden kolmen parametrin vaikutusta talouden eri mittareihin, kuten inflaatioon ja tuotantokuiluun.

Tutkimuksessa kävi ilmi, että maat, jotka saivat suuremman pistemäärän itsenäisyyden mittareista, onnistuivat pitämään inflaation sekä inflaation varianssin

alhaisempana, kuten Sveitsi ja (Länsi-)Saksa. Myöhemmät tutkimukset, kuten Cukierman et al. (1992) sekä Alesina ja Summers (1993) vahvistivat löydöt, sekä tarjosivat kattavampia ja yksityiskohtaisempia parametreja, sekä suuremman otoskoon teorialle. Keskuspankin itsenäisyys on siis negatiivisesti korreloitunut inflaation kanssa teollistuneissa maissa, kun taas kehittyvissä maissa yhteyttä ei löytynyt (Cukierman et al. 1992).

Cukiermanin indeksiä pidetäänkin kattavimpana eri indekseistä (Pollard, 1993: 2) sekä merkittävänä työnä keskuspankkien itsenäisyyden tutkimisessa, johon viitataan edelleen itsenäisyyteen liittyvissä artikkeleissa (ks. esim. Lim 2019 tai Klump & Sseruyange, 2020). Indeks, jota tässäkin tutkielmassa käytetään, ei ole kuitenkaan ominaisuuksiltaan täydellinen. Indeks mittaa keskuspankin laillista itsenäisyyttä käyttäen 16 eri muuttujaa, joista jokaisella on oma painoarvonsa. Indeks mittaa myös käytännön parametreja, kuten keskuspankin johtajan vaihtuvuutta. Osa mittareista perustuu myös kyselyyn, johon keskuspankin valtuutetut työntekijät vastasivat. Painoarvot ovat tietyiltä osin perusteltuja, mutta ovat kuitenkin Cukiermanin itse määrittämiä. Vuosien varrella indeksiä onkin kritisoitu rajusti (mm. Cargill, 2016) sen oletuksesta, että laillinen itsenäisyys tarkoittaisi myös *de facto* itsenäisyyttä, mikä ei esimerkiksi Venäjän keskuspankin kohdalla pitänyt lainkaan paikkaansa. Venäjän keskuspankki oli nimellisesti erillään valtaapitävästä elimestä, mutta rakenteeltaan se silti vastasi toiminnastaan parlamentille (Banaian et al., 1998).

Keskuspankin itsenäisyys voidaan määrittää neljältä kantilta. Edellä mainituissa tutkimuksissa useimmiten esiintyvä ja tarkasteltava näkökulma on keskuspankin laillinen itsenäisyys (*engl.* legal independence), joka usein myös liitetään vakaaseen talouskasvuun sekä alhaiseen inflaatioon. Laillisella itsenäisyydellä tarkoitetaan keskuspankin aseman tarkastelua suhteessa valtion keskushallintoon. Onko keskuspankin asema turvattu lailla, ja kuka nimittää sen toimitusjohtajan, pankin neuvosto vai valtion elin? Cukiermanin indeksissä Sveitsi sai alkuperäisessä tutkimuksessa itsenäisyyden suhteen arvon 0.64 asteikolla nollasta yhteen, sijoittuen toiseksi Länsi-Saksan jälkeen. Nykypäivänä Sveitsin keskuspankki saa arvoksi 0.91 (Liite 1), mikä tarkoittaa asteikolla lähes täysin itsenäistä keskuspankkia. Suuri nousu asteikolla johtuu todennäköisesti keskuspankkilain muutoksesta vuonna 2003, jolloin keskuspankin itsenäisyys määritettiin virallisesti laissa, sekä sen mandaattiin asetettiin virallisesti hintatason turvaaminen. Indeks antaa lakimuutokselle suuren painoarvon, ja Eijffinger (1998)

päättelee, että hintavakauden asettaminen pätehtäväksi johtaa myös itsenäisempään keskuspankkiin.

Indeksi ei kuitenkaan ole täydellinen. Vaikka Cukierman ottaakin kattavasti tekijöitä huomioon indeksiä laatiessaan, toteaa hän samalla, että korrelaatiota esimerkiksi toimitusjohtajan vaihtuvuuden ja korkean inflaation kanssa ei juuri kehittyneissä maissa ole, vaan lähestulkoon ainoastaan kehittyvissä maissa. Walsh (1993) myös huomauttaa, että analyysin tarkoitus ei ole testata inflaation ja itsenäisyyden (negatiivista) korrelaatiota, vaan analyysissä käy päinvastoin: empiiriset tulokset testaavatkin itsenäisyyden mittaamista. Cukierman olettaakin jo valmiiksi itsenäisyyden ja alhaisen inflaation olevan kytköksissä, ja päättelee monia itsenäisyyden mittareita ja testaa niiden selitysvoimaa juuri inflaatioon nähden. Tutkimus myös täysin sivuuttaa Japanin tapauksen, maan, jossa inflaatio on ollut vähäistä vuosikymmeniä, mutta jossa keskuspankki ei ollut *de jure* lainkaan itsenäinen vuoteen 1998 asti.

Indeksiin onkin esitetty pieniä muutoksia. Uudelleenarvioinnissaan Banaian et al. (1998) väittävätkin, että Cukiermanin indeksissä painoarvot ovat kenties virheellisesti arvioituja; Cukierman antaa liian suuren arvon esimerkiksi toimitusjohtajan kauden pituudelle, sillä pitkä kausi voisi indikoida “suurta itsenäisyyttä, tai suurta alistuneisuutta”. Banaianin ryhmä esittääkin, että suurempi painoarvo tulisi antaa indeksin kohdille 2a ja 2b, rahapolitiikan toteuttaminen: saako keskuspankki toteuttaa politiikkaansa ilman valtion väliintuloa?

Myöhemmässä kirjallisuudessa (Bodea & Hicks, 2012) todetaan, että keskuspankin itsenäisyyteen vaikuttavat myös monet muut poliittiset tekijät. Vapaa lehdistö, demokratia ja opposition veto-oikeus ovat tilastollisesti merkitseviä tekijöitä keskuspankin itsenäisyyden kannalta. Vapaa lehdistö tuo ilmi hallituksen mahdolliset päätökset, mikä luo mahdollisuuden keskustelulle. Vapaa lehdistö toimii myös alustana keskuspankille tuoda omat näkemyksensä esiin, mikä puolestaan vähentää asymmetristä informaatiota, joka puolestaan luo keskuspankille lisää uskottavuutta.

5.2 Miten Sveitsi on määritellyt keskuspankin itsenäisyyden

Sveitsi määrittelee laillisen itsenäisyyden neljältä kantilta. Liittoneuvoston kirjeessä parlamentille itsenäisyyden määritellään koostuvan toiminnallisesta, institutionaalisesta ja finanssisesta itsenäisyydestä, sekä riippumattomuudesta muihin johtaviin valtion elimiin. (SNBc, 2002)

Toiminnallinen itsenäisyys viittaa tässä siihen, että keskuspankin on pystyttävä toteuttamaan tehtävänsä ilman hallituksen tai parlamentin direktiivejä. Tätä perustellaan edellä mainitulla aikaperspektiivin diskrepanssilla. Vaikka SNB oli jo käytännössä nauttinut korkeasta toiminnallisesta itsenäisyydestä, sitä ei ollut kirjattu lakiin ennen vuotta 2003.

Institutionaalisella itsenäisyydellä tarkoitetaan keskuspankin erottamista valtion keskusvallasta. Tällä vältetään valtion mahdollinen houkutus käyttää keskuspankkia rahapainona omille toimilleen.

Finanssisella itsenäisyydellä katetaan kaksi elementtiä. Yhtäältä se kieltää keskuspankin luotonannon valtiolle ja toisaalta se antaa keskuspankille autonomian oman budjettinsa luomisessa. SNB on tältäkin osalta nauttinut historiansa ajan finanssisesta itsenäisyydestä sen ansiosta, että se on osakeyhtiömuotoinen, jossa liittovaltio ei ole omistajana ollenkaan. Alesina ja Summers (1993) käyttävät myös termiä taloudellinen itsenäisyys, minkä he määrittelevät sen mukaan pystyykö keskuspankki käyttämään instrumenttejaan ilman rajoituksia. Sveitsin keskuspankkilaisissa on määritelty, mitä instrumentteja SNB saa käyttää, mutta niihin ei ole asetettu määrällisiä, ajallisia tai muita rajoituksia lain toimesta, eikä valtiolla ole sananvaltaa instrumenttien käytössä (NBA, art. 9)

Neljännellä itsenäisyyden elementillä varmistetaan, että keskusvalta ei pysty vaikuttamaan keskuspankin johtokuntaan. Tämä ehto takaa SNB:n valtuudet toimia tehtävänsä mukaisesti, vaikka tavoitteet menisivät keskusvallan tavoitteiden kanssa ristiin. Keskusvaltaa siis kielletään erottamasta keskuspankin johtokuntaa erimielisyyksien vuoksi. Pykälä on merkillepantavaa siinä mielessä, että lukuisat keskuspankkeja koskevat artikkelit (Rogoff, 1985, Piga, 2000) koskien keskuspankkien inflaatiotavoitteita ja teoriaa, sisältävät oletuksen siitä, että keskuspankin johto voidaan erottaa hallituksen toimesta, jos se ei saavuta tavoitteitaan. SNB:n johto on mahdollista erottaa poikkeustilanteissa, mutta Sveitsin keskuspankkilaki on varsin tiukka irtisanomisen perusteista. Johtokunnan jäsenten ainoina vaatimuksina (NBA, art. 44, 1), on “täydellinen maine ja tunnustettu tietämys rahapolitiikan, pankkitoiminnan ja finanssialan asioissa”, Sveitsin kansalaisuus ja kilpailukiello muissa yrityksissä ja poliittisissa viroissa. Vaikka hallitus lopulta johtokunnan erottaisikin, se voi tehdä niin vain SNB:n hallintoneuvoston suosituksesta (NBA, art.45, 1). Hallintoneuvosto voi näin tehdä vain siinä tapauksessa, että johtokunta tai joku sen jäsenistä on tehnyt vakavan rikoksen (kuten Philipp Hildebrand vuonna 2012 sisäpiirikaupoista) tai ei täytä

lakisääteisiä vaatimuksiaan, mitkä eivät keskuspankkilain mukaan suoraan liity mitenkään keskuspankin mandaattiin.

Vastineeksi itsenäisyydestä keskuspankin on tiedottamisvelvoite. Pankki on velvoitettu kertomaan päätöksistään sekä harjoittamastaan politiikasta. Pankki joutuukin säännöllisesti raportoimaan rahapolitiikastaan sekä valtioneuvostolle, liittovaltion kokoontumiselle (*ransk.* Assemblée fédérale) sekä kansalaisille.

5.3 De facto vs. de jure itsenäisyys

Kirjallisuudessa usein kritiikkinä keskuspankkien *de facto* itsenäisyydelle nousee esiin väite, että luonnostaan poliittinen laitos ei voi olla täysin omalla saarekkeellaan irrallaan muista poliittisista instituutioista, kuten esimerkiksi valtion hallituksesta. Esimerkkinä käytetään usein Yhdysvaltojen Fediä tai Japanin keskuspankkia Bank of Japania. Kongressin sekä presidenttien vaikutusvallasta ja painostuksesta Fediin löytyy esimerkkejä niin 80-luvulta kuin nykypäivästäkin; presidentti Donald Trump on lukuisia kertoja ilmaissut tyytymättömyytensä Fedin toimintaan sekä sen nykyiseen johtajaan Jerome Powellii². Japanin kohdalla puolestaan kritiikki itsenäisyyden määritelmästä ja vaikutuksista nousee päinvastaisesta syystä: Japanin keskuspankkia pidettiin pitkään *de jure* yhtenä vähiten itsenäisistä keskuspankeista maailmassa, mutta on *de facto* saanut toimia varsin itsenäisesti.

Väitteissä on perää. On naiivia olettaa, että mikään instituutio, jonka nimitykset ovat poliittisia ja joka vastaa poliittiselle entiteetille, voisi olla täydellisen itsenäinen esimerkiksi hallituksen vaikutusvallasta. Ongelmaksi siis muodostuu usein tämän mittaaminen. Onko mahdollista numeerisesti mitata maan keskuspankin ja vastaavan hallituksen välistä voimamittelöä tai riippuvuutta? Kuinka itsenäinen keskuspankki on, ja mitä tämä edes tarkoittaa? Itsenäisyyttä päättää rahapolitiikasta, vai itsenäisyydestä toteuttaa jotain ennalta määrättyä politiikkaa itsenäisesti? Vai kenties itsenäisyyttä globaalista syklistä?

² Kattavamman kronikan poliittisista painostuksista Fed:iin voi lukea Wachtelin ja Blejerin (2020) artikkelista *A Fresh Look at Central Bank Independence*, tai Smith ja Boettke (2015) *An Episodic History of Modern Fed Independence*.

6 TAPAUS SVEITSI

6.1 SNB:n itsenäisyys

Kuten luvussa 2, Sveitsin keskuspankki SNB perustettiin, kun kilpailevien pankkien omat setelit ja yleinen sekasorto rahamarkkinoilla ei enää palvellut liittovaltiota ja sen kantoneita tarpeeksi tehokkaasti. Vaikeuksien jälkeen pankki perustettiin osakeyhtiönä, jonka omistajiksi nimettiin kantonit, kaupalliset pankit sekä yksityishenkilöt. Liittovaltiolla tai valtionvarainministeriöllä ei ole omistus- tai neuvonanto-oikeutta keskuspankkiin. SNB on edelleen osakeyhtiö, joka on listattuna Sveitsin pörssiin. SNB noudattaa Sveitsin yleistä osakeyhtiölakia, joskin erikoisasemansa vuoksi sillä on liuta ylimääräisiä velvollisuuksia ja vapautuksia. Velvollisuuksiin kuuluvat keskuspankkilaissa (National Bank Act, vastedes NBA, 2003) säädetyt tehtävät, ja vapauksiin kuuluu muun muassa verovapaus. SNB jakaa voittonsa kantonien ja liittovaltion välillä sekä yksityisomistajien kesken. Yksityishenkilöiden kohdalla voitonjako on kuitenkin rajoitettu 6 % jakokelpoisesta summasta, joka on toissijainen kantonien osinkoon nähden.

Keskuspankki on muodoltaan siis varsin poikkeava muista keskuspankeista, joiden omistajana on usein valtio itse, tai Euroopan unionin tapauksessa jäsenvaltioiden keskuspankit. Yhdysvaltojen Federal Reserve Systemiä ei ”omista” kukaan, mutta se vastaa toiminnastaan Yhdysvaltain kongressille, sekä siirtää mahdolliset voittonsa Yhdysvaltain valtionvarainministeriön kassaan (fed.gov).

Sveitsin kohdalla valtiosta puhuminen on ongelmallista, sillä liittovaltiomuotonsa vuoksi Sveitsin valtiolla on itsessään hyvin vähän vaikutusvaltaa. Sveitsissä suurinta valtaa pitävät itsenäiset kantonit, ja liittovaltiolla on kärjistettynä työlistallaan vain ulkopoliittikan, armeijan ja tieverkoston ylläpitäminen. Sveitsissä esimerkiksi koulujärjestelmä vaihtelee kantoneittain, ja lait voivat vaihdella huomattavasti kantonien välillä. Rahapolitiikka on säilytetty *de jure* itsenäiselle keskuspankille (NBA, 2003).

Oikeuslaitokset ovat Sveitsissä myös kantonaalisia, joskin niiden yläpuolella on liittovaltion korkein oikeus. Korkein oikeus keskittyy tosin suurelta osin kantonaalisten oikeuslaitosten päätösten ratkaisemiseen, eikä sillä ole sananvaltaa puuttua liittovaltion lakiesityksiin, vaan tämä valta on jätetty kansalle. Kansanäänestykset Sveitsissä ovat varsin yleisiä, ja niillä voi joko ehdottaa uutta lakia, tai äänestää esitetyn lain

kumoamisesta tai muokkaamisesta. Näin ollen liittovaltion hallitus on Sveitsin kansalle alainen, eikä sillä ole läheskään yhtä paljon valtaa kuin esimerkiksi Suomen hallituksella.

Sveitsissä ylin toimeenpaneva elin on Sveitsin liittoneuvosto (ransk. *Conseil fédéral*), seitsenhenkinen neuvosto, jonka jäsenet vuorotellen toimivat maan presidenttinä, ja joista jokainen johtaa ministeriötä. Jäsenet edustavat puolueita laidasta laitaan, ja jäsenet jakautuvat puoluekannatuksen mukaisesti. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että kolmella suurimmalla puolueella on neuvostossa kaksi jäsentä kullakin, ja neljänneksi suurimmalla yksi jäsen.

Miten keskuspankki asettuu tähän kuvioon? Se on alainen jossain määrin “heikolle” hallitukselle, ja sen omistavat vahvat kantonit sekä yksityishenkilöt. Itse SNB koostuu kolmesta elimestä: yleisestä osakkeenomistajien kokouksesta, pankin neuvostosta sekä johtoryhmästä. Osakkeenomistajat saavat käyttää ääniä niin kuin normaalissa osakeyhtiössä, ja he valitsevat pankin neuvostoon viisi jäsentä, liittovaltio loput kuusi. Liittoneuvosto päättää myös neuvoston presidentin ja varapresidentin. Jäsenten valinnassa huomioidaan Sveitsin monimuotoisuus; kaikkien kielten ja alueiden tulee olla edustettuina. Pankin neuvosto toimii SNB:n valvovana elimenä, mutta heillä ei ole päätösvaltaa rahapoliittisissa päätöksissä, vaan tämä on jätetty pankin johtoryhmälle. Pankin neuvosto hyväksyy pankin budjetin sekä reservivarat. Keskuspankin johtoryhmän nimeää liittovaltio, joskin pankin neuvoston ehdotusten pohjalta. Liittoneuvosto ei siis voi nimetä keskuspankin johtoon ketään, joka ei ole pankin neuvoston hyväksymä. Vaikka liittoneuvostolla onkin valtaa keskuspankin johdon rakentamisessa, se on rajoitettu lain nojalla eikä “nukkehallituksen” muodostuminen ole käytännössä mahdollista.

Toisaalta teoriassa “nukkehallituksen” nimittäminen pankin johtoon olisi laillista. Liittoneuvosto nimeää pankin neuvostoon enemmistön (kuusi jäsentä yhdestätoista), ja pankin neuvoston ehdotus johtoryhmästä voisi täten olla jonkin sortin valtiolle lojaali henkilökokoonpano. Tällöin liittoneuvosto saisikin keskuspankin johtoon mieleisensä johtoryhmän, ja pystyisi periaatteessa suoraan hallitsemaan keskuspankkia, tehden siitä *de facto* alisteisen, eikä itsenäisen keskuspankin. Sveitsin keskuspankkilaki on kuitenkin suhteellisen tiukka pankin neuvoston jäsenistä. Jäsenten tulee olla maineeltaan nuhteettomia, mutta myös tunnustettuja pankki- ja finanssimaailman asiantuntijoita tai akateemisen alan ekspertejä.

On kuitenkin hyvin vaikea kuvitella tilannetta, jossa Sveitsin liittoneuvosto ryhtyisi nukkehallituksen nimittämiseen. Liittoneuvosto koostuu monista puolueista, joiden

näkemykset rahapolitiikasta eroavat hyvin todennäköisesti toisistaan. Täten tilanne, jossa liittoneuvosto pääsisi täyteen yhteisymmärrykseen nukkehallituksen rakentamisesta ja nimittämisestä yhden vaalikauden aikana on hyvin epätodennäköistä, ja vastoin sveitsiläistä yleistä pyrkimystä monimuotoisuuteen ja vallan hajauttamiseen hallinnossa. Tilanteessa, jossa tämä onnistuisi, tulee myös ottaa huomioon se, että virkaan nimityksen jälkeen liittoneuvoston mahdollisuudet vaikuttaa keskuspankin johtoon ovat olemattomat. Keskuspankkilaki kieltää keskuspankkia vastaanottamasta neuvoja tai ohjeita liittoneuvostolta, ja liittoneuvosto ei voi irtisanoa johtoryhmän tai pankkineuvoston jäseniä. Irtisanomiseen johtavat vain vakavat rikokset, tai jos johtoryhmä ei pysty täyttämään laissa säädettyjä tehtäviä.

Pystyvätkö keskuspankin omistajat sitten vaikuttamaan SNB:n toimintaan? Lähtökohtaisesti pystyvät, sillä SNB on osakeyhtiö, joka järjestää vuosittain osakkeenomistajille kokouksen, jossa valtaa myös käytetään. Kuinka paljon osakkeenomistajat vaikuttavat SNB:n toimintaan? Pöytäkirjoja näistä tapaamisesta ei ole julkisesti saatavilla, mutta suurimpina omistajina kantonit varmasti osallistuvat kokoukseen. Rahapolitiikasta ei suoranaisesti kokouksessa päätetä, mutta kantonit hyvin todennäköisesti jonkinlaisia vaatimuksia tekevät. Jos näin on, onko sillä SNB:n itsenäisyyteen vaikutusta? Omasta mielestäni ei ole, sillä omistajina he ovat tietyllä tavalla ”sisäpuolella”, mikä tekisi mahdollisista vaikutuksista endogeenisia, eikä eksogeenisia. Pankkiin ei siis mielestäni kohdistu *ulkoista* painetta rahapolitiikan tekemiselle. Tulee myös muistaa, että vaikka kantonit voidaan ajatella ”valtiollisiksi toimijoiksi”, Sveitsissä kantoneita on 26 kappaletta, ja ne eivät ole missään määrin homogeeninen ryhmittymä.

Voidaan siis todeta, että SNB on sekä *de jure*, että *de facto* hyvin itsenäinen keskuspankki. Laki keskuspankista on hyvin tarkkaan määritelty, ja keskuspankin tehtävät tarkkaan säädetty. Valtion päättävien elimien on käytännössä mahdotonta vaikuttaa keskuspankin toimintaan, sillä Sveitsin poliittinen rakenne sekä hajautettu omistajuus tekee siitä käytännössä mahdotonta. Sveitsin keskuspankki on siis myös *de facto* itsenäinen, tarkastelee sitä miltä tahansa kantilta.

Onko SNB sitten itsenäinen muista keskuspankeista, tai globaalista taloudesta? Olisi taas kerran naiivia olettaa, että avonainen ja pieni maa kuten Sveitsi voisi eristää itsensä maailmantalouden sykleistä ja saavuttaa siten ”itsenäisyyden” muusta maailmasta, sillä Sveitsin talous on pitkälti vientivoittoinen, noin 310 miljardia dollaria vuonna 2018. (oec.world, 2021).

Helene Rey artikkelissaan (2015) kuitenkin toteaa, että itsenäisyyttä pystyisi lisäämään, jos valtio (tai Sveitsin tapauksessa keskuspankki) asettaisi rajoituksia pääomaliikkeille. Mutta onko suuremman itsenäisyyden tavoittelu edes tarpeellista, jos sen hinta on pääomaliikkeiden rajoittaminen?

Sveitsin tapauksessa kysymys on ongelmallinen. Sveitsi on kärsinyt jo vuosikymmeniä kroonisesti vahvasta frangista, mikä luo ongelmia maan valtavalle vientisektorille. SNB onkin jo yli kymmenen vuotta keinotekoisesti heikentänyt frangin nimellisarvoa valtavilla ulkomaanvaluuttaoperaatioilla, paisuttaen tasetta jo lähes triljoonaan dollariin. Pääoman rajoituksiin voitaisiin myös yhtäältä lukea SNB:n ohjauskoron polkeminen, joka on vuodesta 2015 ollut -0.75 %

6.2 Trilemma Sveitsissä

Sveitsin tapauksessa asetelma on mielenkiintoinen. Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen Sveitsin frangiin kohdistui valtavaa painetta sijoittajien etsiessä rahoilleen turvasatamaa. Euron kurssi frangiin nähden laski vuodessa tasolta 1.60 CHF/EUR tasolle 1.12 CHF/EUR. Vaikka yleisesti voisi ajatella, että vahva kotimainen valuutta olisi hyvä asia, Sveitsin taloudelle kurssin kehitys oli myrkyä. Sveitsi on pieni valtio, jolla on hyvin vähän luonnollisia resursseja, mutta paljon korkean teknologian vientiä (lääkeyhtiö Novartis, teknologiayhtiö ABB), pankkitoimintaa (muun muassa UBS, Credit Suisse), sekä iso turismisektori (2.9 % bruttokansantuotteesta vuonna 2018), jolle vahva valuutta on selkeästi haitallista. SNB asettikin syyskuussa 2011 frangin ja euron vaihtokurssille lattiaa, 1.20 CHF/EUR, jota se tulisi puolustamaan Sveitsin talouden etujen vuoksi.

SNB:n voidaan siis tietyllä katsoa luovuttaneen itsenäisen rahapolitiikkansa sitomalla frangin kurssin euroon, sillä pääomaliikkeille ei asetettu rajoituksia. Lattiasta kuitenkin luovuttiin 2015 tammikuussa. SNB oli kasvattanut tasettaan euro-ostoilla niin suureksi, että sen ulkomaanvarantojen riskipositio alkoi jo olla pelottavan suuri. Tapauksessa, jossa Kreikka olisi esimerkiksi poistunut eurosta ja riskeerannut koko eurosystemin kaatumisen, olisi SNB:n taseesta hävinnyt melkein 30 %, tai noin 400 miljardia euroa. Samalla myös EKP oli laskenut ohjauskorkonsa nolnaan, mikä olisi tarkoittanut, että SNB:n olisi ollut pakko laskea omat korkonsa negatiiviselle puolelle. Vaikka negatiiviset korot ovat syksyllä 2020 jo arkipäivää, ne olivat viisi vuotta sitten

vielä keskuspankeille kartoittamattomia vesiä. Samalla myös pelättiin sen vaikutuksista Sveitsin valtavaan pankkisektoriin.

Vaikka tässä mielessä valuuttalattiasta luopumalla SNB siis saikin itsenäisyytensä takaisin, se silti jatkoi, ja jatkaa edelleen ulkomaanvarojen ostoa, joskin hajautettuna dollareihin, sekä muihin valuuttoihin kuten Japanin jeneihin tai Iso-Britannian puntaan. Tätä kirjoittaessa SNB:n tase lähentelee triljoonan frangin kokoluokkaa, mutta trilemmän kohdalla SNB:n ratkaisu näyttäisi olevan selvä: koska pääomaliikkeitä ei rajoiteta, itsenäinen rahapolitiikka on alempiarvoinen suhteessa tasaiseen vaihtokurssiin. Toisaalta frangin kurssi ei ole tällä hetkellä sidottu mihinkään valuuttaan tai valuuttakoriin, ja SNB keinotekoisesti heikentää sen arvoa jatkuvasti.

Pyrkiikö Sveitsi olemaan itsenäinen muusta maailmasta, ja onko se järkevää? Viitteitä Sveitsin (ja sitä kautta myös SNB:n) tahdosta olla muusta maailmasta erillään kielii monikin asia. Sveitsi on aina pyrkinyt valtiona olemaan mahdollisimman neutraali, ja tyytynyt sivustakatsojan rooliin maailmaa mullistaneissakin tapahtumissa. Esimerkkinä käyvät muun muassa maailmansodat; Sveitsi ei osallistunut kumpaankaan, vaikka oli sekä Liittolaisten että akselivaltojen ympäröimänä. Sveitsi liittyi myös IMF:ään vasta 20 vuotta sen perustamisen jälkeen, ja YK:n jäseneksi vasta tällä vuosituhanella. Euroopan unioniin Sveitsi ei todennäköisesti tule koskaan liittymään. Syitä en käy tässä tutkielmassa syvemmin läpi, mutta väitän, että Sveitsin valtiolle ja kansalle, riippumattomuus (lue: itsenäisyys) muusta maailmasta on päämäärä, joka teoriassa ainakin halutaan saavuttaa.

Trilemma ei kenties olekaan niin tiukka yhtäpitävyys kuin mitä teoria antaisi ymmärtää. Vaikka täysi kolminaisuus olisikin mahdoton saavuttaa, Sveitsin esimerkki osoittaa, että pääomavirtojen täyden sulkemisen ja avaamisen välillä esimerkiksi on mahdollista löytää kompromissi, samoin kuin kelluvan ja sidotun valuuttakurssin välillä. SNB onkin välimuoto näistä kahdesta. Pääomalle ei suoranaisesti ole asetettu rajoituksia, jotka eriarvoistaisivat tiettyjä pääomaliikkeitä (esimerkiksi estämällä euromääräiset virrat, mutta sallimalla dollarimääräiset). Kuitenkin SNB:n ohjauskorko on ollut negatiivinen jo vuosia, mikä ei tietenkään rajoita sijoituksia, mutta tekee niistä vähemmän houkuttelevia.

Klein ja Shambaugh tutkivatkin artikkelissaan (2013b), miten rahapoliittisen itsenäisyyden voi säilyttää tekemällä kompromisseja joko kurssin, pääomaliikkeiden tai molempien kanssa. Tutkimuksen mukaan rahapoliittista auktoriteettia pystyy kasvattamaan asettamalla pääomaliikkeille rajoituksia, tai antamalla valuuttakurssin

heilua tietyn määritellyn alueen ympärillä. Tehokkain tapa heidän mukaansa olisi tietenkin antaa kurssin kellua vapaasti, niin kuin trilemma antaakin ymmärtää. Sveitsin frangi onkin tiettyyn pisteeseen asti kelluva, mutta kuten kappaleen 2 kuvio 1 antaa sekä SNB:n taseen kasvu viime vuosina antaa ymmärtää, SNB ei salli frangin kellua täysin vapaasti. SNB ei ole tarkkaan määritellyt mitään rajoja, minkä välillä kurssi saisi heilua, mutta puolustaa edelleen raivokkaasti frangin liiallista vahvistumista.

Trilemma Sveitsissä siis osittain toteutuu. Pääomaliikkeille on pieniä rajoituksia (negatiiviset talletuskorot), rahapolitiikka on lähes itsenäistä (frangi joutuu seuraamaan paljon euron ja dollarin kurssia) ja valuuttakurssi on kelluva (epämääräisesti asetettujen rajojen sisällä). Toteutuuko siis trilemma ollenkaan, osittain, vai ei ollenkaan? Mielestäni SNB on kolmion sivuista selvästi valinnut autonomisen rahapolitiikan ja pääoman liikkuvuuden, mutta jäljelle jäävää kiinteää valuuttakurssia yritetään selvästi ”hioa”, kuten Klein ja Shambaugh (2013) uskoivatkin mahdolliseksi. Kolmion muutkin kulmat ovat vähän kuluneet, mutta isoin paino SNB:n toimilla on selvästi valuuttakurssin manipuloinnissa. Riippuen keneltä kysytään, vastaus trilemman toteutumiseen voi olla mikä tahansa edellä mainituista kolmesta vaihtoehdoista.

6.3 SNB:n taloudellinen suoritus

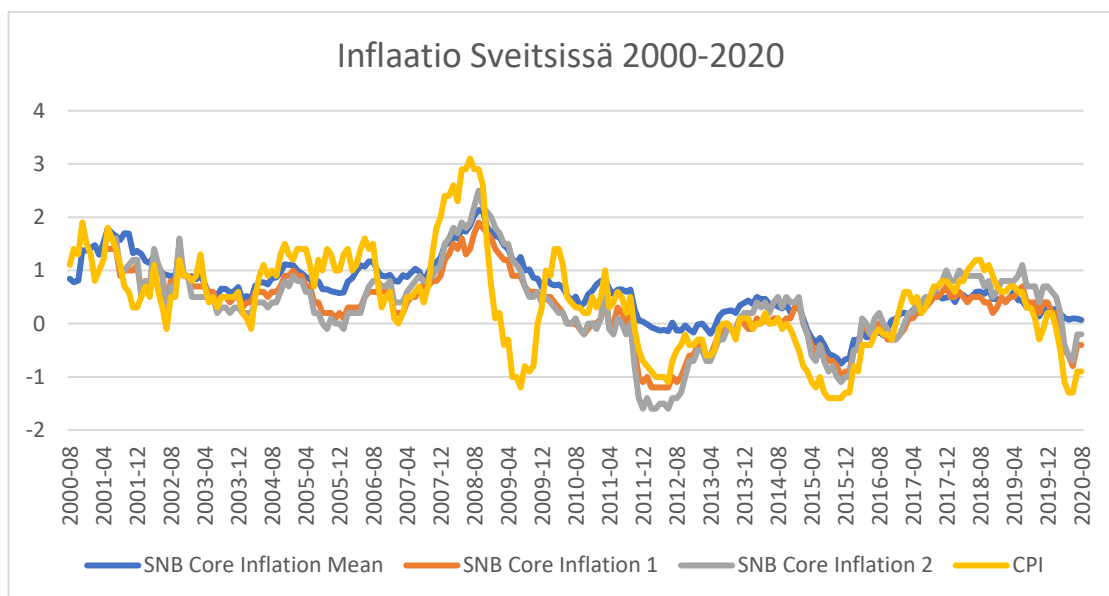
Huomioitavaa on, että tutkimukset keskuspankkiteoriaan liittyen olettavat keskuspankin maksimoivan sosiaalisen hyödyn funktiota. Keskuspankit ovat niiltä vuosilta muuttuneet, mutta Sveitsin tapauksessa keskuspankin tehtäviin ei ole koskaan kuulunut sosiaalisen hyödyn maksimointi, vaan ainoastaan hintavakauden ylläpito, ottaen huomioon taloudellinen kehitys.

Ongelmana teorian kanssa on Sveitsin tapauksessa se, että epäonnistuessaan keskuspankille ei koidu seurauksia. Osakeyhtiömuotonsa ja lähes täyden itsenäisyyden ansiosta, Sveitsin keskuspankki ei vastaa epäonnistumisistaan suoraan kenellekään muulle kuin osakkeenomistajille. Niin kauan kuin hintataso pysyy nollan ja kahden prosentin välillä, keskuspankki täyttää lakisääteiset tehtävänsä.

Ongelma SNB:n mandaatissa (NBA art. 5, 2003) on viimeinen lause hintatason vakauden ylläpitämisessä: “It shall ensure price stability. In so doing, it shall take due account of economic developments.” (suom. [Keskuspankki] varmistaa hintavakauden - samalla ottaen tarkasti huomioon taloudelliset kehitykset) Keskuspankkilaisissa ei ole määritelty, mitä tämä tarkalleen ottaen tarkoittaa. On tietenkin mahdollista, että SNB:n

piilomandaattina toimii tuotannon tasaaminen luonnolliselle tasolle, tai se voi tarkoittaa jotain aivan muuta, kuten frangin kurssin vakaana pitäminen. Svensson (2005) tosin väittää, että ”kaikki reaali maailman inflaatiotavoitteet ovat joustavia”, tarkoittaen sitä, että kaikkien keskuspankkien tehtäviin kuuluu myös reaali talouden vakaus, oli sitä mandaattiin kirjattu tai ei. Frangin yliarvostus onkin ollut SNB:lle ja Sveitsin taloudelle ongelmallista jo yli vuosikymmenen, sillä korkea frangin kurssi tekee ison loven Sveitsin suurehkolle vientisektorille, 310 miljardia dollaria vuonna 2019, (OEC, 2019) sekä turismille, joka vastasi 2.9 % BKT:sta vuonna 2018 (oecd-library.com, 2021).

Toisaalta SNB on onnistunut päämandaatissaan verrattain hyvin. Vuoden 2007 talouskriisin jälkeen inflaatio on onnistuttu pitämään alle lakisääteisten rajojen sisällä. SNB on tehnyt myös voitollista tulosta aina maailmanlaajuiseen koronapandemiaan asti, joten voidaankin siis sanoa, että SNB on suoriutunut lakisääteisistä tehtävistään erinomaisesti.



Kuvio 3. Inflaatio eri mittareilla Sveitsissä vuosina 2000-2020

Kuten kuvio 1 näkyy, Sveitsi on onnistunut pitämään inflaation alle kahdessa prosentissa viimeisen kahdenkymmenen vuoden ajan, pois lukien talouskriisin aiheuttamaa poikkeamaa. Kuvaajassa CPI tarkoittaa kuluttajahintaindeksiä, ja SNB Core Inflation Mean on trimmattu keskiarvo, josta on poistettu hyödykkeet, joiden arvo on muuttunut yli 15 % viimeisestä arvostaan. Core Inflation 1 on kuluttajahintaindeksi, josta on poistettu kausituotteet, energia ja polttoaineet. Core Inflation 2 on vielä edelleen poistettu hintasäädellyt tuotteet.

Merkittävää on huomata, että vuoden 2003 lakimuutos ei näyttäisi vaikuttaneen kovin merkittävästi inflaatioon, joskin pieni pudotus inflaatiossa voidaan kyseisen vuoden ympärillä havaita.

6.4 Muutokset itsenäisyydessä

Sveitsin keskuspankki saavutti *de jure* itsenäisyytensä lähes sata vuotta sen perustamisen jälkeen, vuonna 2004 (NBA, 2003). Sveitsin keskuspankki on kuitenkin alusta asti nauttinut verrattain itsenäisestä asemasta, oli sitten kyse itsenäisyydestä valtioon nähden, tai itsenäisyydestä maailmantalouteen nähden.

6.4.1 LMU:sta irtaantuminen

Keskuspankkia perustettaessa Sveitsissä oli samanaikaisesti jopa 53 eri setelipankkia, jotka kaikki kilpaili keskenään omilla seteleillään. Samanaikaisesti Sveitsi oli Belgian, Italian ja Ranskan kanssa Latinalaisessa rahaliitossa (*engl.* Latin Monetary Union), joka asetti velvollisuuksia ja rajoituksia muun muassa setelien lunastusoikeudelle ja -velvollisuudelle sekä kolikkojen metallipitoisuudelle. Oli jo pitkään tiedossa, että liiton vaatimukset alkoivat enenevässä määrin käymään Sveitsille haitallisiksi (Landmann, 1910). Baltensperger ja Kugler (2017) kuitenkin huomauttavat, että LMU oli liittona kuitenkin varsin löyhä, ja taloudellista integraatiota EU:n tapaisesti ei esiintynyt. Italian irtaannuttua unionista 1866, unionin yhteinen rahaliitto myös käytännössä loppui. LMU:n ongelmat, kuten jatkuvat riidat kolikoiden lyömisestä ja Ranskan osallistuminen isoihin sotiin, olivat Sveitsille kuitenkin haitallisia, ja keskuspankin luominen, sekä liitosta irtaantuminen, oli merkittävä hetki Sveitsin, ja sitä kautta myös SNB:n itsenäisyyden kannalta.

6.4.2 Bretton-Woods

Sveitsi ei osallistunut kumpaankaan maailmansotaan. Sodat toki vaikuttivat Sveitsiin ja sen talouteen: Sveitsi oli akselivaltojen ympäröimä ja toimi myös kyseisten valtioiden nettoluotottajana (Baltensperger & Kugler, 2017).

Sotien lähestyessä loppuaan, Yhdysvalloissa pidettiin vuonna 1944 Bretton-Woods konferenssi, joihin osallistui 44 valtiota. Konferenssin tarkoituksena oli vakauttaa kansainvälistä kauppaa sekä luoda luotettavampi kansainvälinen valuuttajärjestelmä. Näitä tavoitteita varten perustettiin edelleen toiminnassa olevat järjestöt IMF ja Maailmanpankki.

Sveitsi ei osallistunut kyseiseen konferenssiin, sillä Sveitsi oli neutraali valtio maailmansotien aikana. Sveitsi ei virallisesti koskaan osallistunut Bretton-Woodsin järjestelmään. Sveitsin frangia ei sidottu Yhdysvaltain dollariin, vaan suoraan kultaan (mikä puolestaan Bretton-Woodsin mukaisesti oli tarkkaan määritelty dollareissa), joten käytännössä Sveitsi oli järjestelmässä mukana. Sveitsi ei kuitenkaan liittynyt IMF:n ja Maailmanpankin jäseneksi kuin vasta 1992.

Keskuspankin itsenäisyyden kannalta Bretton-Woodsin aikakausi on kaksiulotteinen. Toisaalta Sveitsi ei siihen koskaan osallistunut, mikä tarkoitti sitä, että keskuspankin itsenäisyys säilytettiin. Kuitenkin frangi oli sidottu, mikä trilemmän mukaisesti tarkoittaisi sitä, että itsenäisyydestä rahapolitiikan suhteen luovuttiin. SNB:n itsenäisyyden kustannuksella, mutta Sveitsi valtiona säilytti osan riippumattomuuttaan ja neutraalisuuttaan.

6.4.3 Euroopan unioni ja euro

Euroopan unionin historian voidaan katsoa alkaneen vuonna 1957 Rooman sopimuksen jälkeen, mutta nykyisessä muodossaan Euroopan unioni perustettiin vuonna 1992, kun Maastrichtin sopimus ratifioitiin. Euro valuuttana puolestaan tuli euroalueelle vuonna 2002. Sveitsi ei luonnollisestikaan ole liittynyt kumpaankaan, mutta EU on Sveitsin suurin kauppakumppani (OEC, 2021) ja Sveitsi tekee paljon yhteistyötä EU:n kanssa.

Kuten kappaleessa 2.4 todetaan, Sveitsissä pelättiin euron syrjäyttävän frangin vahvempana valuuttana sekä vähentävän SNB:n mahdollisuuksia harjoittaa autonomista rahapolitiikkaa (Baltensperger & Kugler, 2017, s. 123). Sveitsiä ympäröivät valtiot (pl. Liechtenstein) ovat kaikki sekä unionin, että euroalueen jäseniä, ja muodostavat yhdessä muiden unionin maiden kanssa valtavan talousmahdin verrattaessa Sveitsiin.

Jälkikäteen tarkasteltuna ongelmat euron kanssa ovat olleet päinvastaiset. Eurosta tuli vakaa valuutta, mikä vakautti kauppasuhteita esimerkiksi naapurimaa Italiaan, jolla ennen euroa oli käytössä hyvinkin epävakaa liira (Baltensperger & Kugler, 2017, s. 124). Ongelmaksi on muodostunut enemmänkin euron ”heikkous” viimeisen kymmenen

vuoden aikana. Sveitsin frangiin on jo 30-luvulta muodostunut jatkuvaa painetta alhaaltapäin, ja vuoden 2008 eurokriisin jälkimainingit ovat vahvistaneet trendiä.

Viimeisten kymmenen vuoden aikana keskuspankin itsenäisyys ja sen tärkeys sekä Sveitsille että SNB:lle ovat näkyneet selvästi. SNB asetti vuonna 2011 frangin ja euron kurssille lattia, tarkoituksena keinoitekoisesti heikentää frangin vaihtoarvoa. Vaikka lattiasta virallisesti luovuttiin 2015, SNB jatkaa edelleen frangin aseman puolustamista, vaikka riskit alkavat olla jo mittavat. SNB:n toimet osoittavat sen, kuinka korkeassa arvossa SNB, ja sitä kautta myös Sveitsi valtiona, pitävät itsenäistä ja autonomista päätösvaltaa, olivat sen riskit kuinka korkeat tahansa.

6.4.4 Keskuspankin itsenäisyys ennen, nyt ja huomenna

SNB:n itsenäisyys on perustamisesta lähtien pysytellyt verrattain samalla tasolla. Maailmansodat ovat aiheuttaneet tiettyjä poikkeuksia, mutta muuten SNB:n *de facto* laillisessa ja institutionaalisessa itsenäisyydessä ei ole juuri tapahtunut merkittäviä muutoksia sen alkuajoista alkaen. Globaalissa taloudessa SNB:n toimet saattavat vaikuttaa tuuleen nojaamiselta, ja jos SNB:tä ei trilemman mukaisesti voi itsenäiseksi kutsua, voisi sitä kuitenkin kuvailla itsepäiseksi. SNB on historiansa aikana aina toiminut täysin omien päätösten pohjalta, olivat ne sitten jälkikäteen katsottuna oikeita tai vääriä päätöksiä (kuten kultakannassa pysyminen 30-luvulla, akselivaltojen kanssa kaupan käyminen, Bretton-Woodsiin ja IMF:n osallistumatta jättäminen tai viimeisimpänä valtavat valuutan puolustusoperaatiot).

Vaikka keskuspankki saikin laillisen asemansa vasta vuonna 2003 säädettyssä keskuspankkilaisissa (National Bank Act, 2003, vastedes NBA), lakimuutos ei merkittävästi vaikuttanut *de facto* itsenäisyyteen. SNB on nauttinut lähes täydestä itsenäisyydestä alusta asti, lakimuutos vain sinetöi aseman lakiluetteloon.

SNB:n tämän hetkinen hallituksen puheenjohtaja Thomas Jordan uskoo vakaasti keskuspankin itsenäisyyden hyötyihin ja sen vaalimiseen. Puheessaan (Jordan, 2017) painottaa keskuspankin tärkeyttä raha- ja finanssipolitiikan hoitamisessa, mutta huomioi myös miten tärkeää suuren yleisön ja kansalaisten hyväksyntä on itsenäisyyden jatkumiselle. Keskuspankin on tulevaisuudessakin varmistettava, että se pystyy perustelemaan päätöksensä avoimesti ja selkeästi, vaikka se päätökset itsenäisenä tekeekin.

7 SNB VS. FEDERAL RESERVE SYSTEM

SNB:n *de jure* itsenäisyys on siis pysynyt perustamisesta alkaen melko samanlaisena. Lakimuutoksia on itsenäisyyttä koskien vuosien mittaan tullut (NBA 2003), mutta ne eivät ole SNB:n toimintaan juurikaan vaikuttaneet, ne ovat pikemminkin vain vahvistaneet sen lakisääteistä asemaa. SNB:tä perustettaessa varmistettiin sen riippumattomuus valtiosta, pitkälti osakeyhtiömuodon ja erinäisten lakien avulla.

Koska itsenäisyydessä ei ole SNB:n kohdalla tapahtunut paljolti muutoksia, itsenäisyyden hyötyjä (ja haittoja) on vaikea huomata yhden maan kohdalla. Vertaankin tässä kappaleessa SNB:n ja Yhdysvaltain Fed:iä ja sen itsenäisyyden kehittymisen suhteen. Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve System on lähes saman ikäinen kuin SNB. Yhdysvallat on valtiona myös Sveitsiä tietyltä osin muistuttava liittovaltiomuotonsa ansiosta, ja molemmissa on yksi maailman merkittävimpien keskuspankkien joukosta.

7.1 Yhdysvaltain keskuspankin historiaa

Yhdysvallat julistautui itsenäiseksi valtioksi vuonna 1776, ja jatkoi itsenäisyssotaansa Iso-Britanniaa vastaan vielä vuoteen 1783. Sota oli liittovaltiolle ja sen jäsenille hyvin kallis, ja itsenäisen valtion taival alkoikin hyvin velkaantuneena, mikä heikensi keskushallintoa ja sen toimivaltaa (Sargent, 2012, s. 11).

Samanaikaisesti osavaltiot olivat myös hyvin velkaantuneita. Yhdysvaltain perustajajäsenien ehdotuksesta, ensimmäisen valtionvarainministeri Thomas Hamiltonin johdolla, osavaltioiden velat kansallistettiin, vastineeksi liittovaltion yksinoikeudesta verottaa kansainvälistä kauppaa. Tämä oli yksi monesta askeleesta vallan keskittämisessä sekä liittovaltion keskushallinnon aseman vahvistamisessa.

Liittovaltion ottaessa osavaltioiden velat kontolleen, ja lupaamalla maksamaan ne takaisin, Yhdysvallat loi perustan sille luottamukselle, että maa maksaa velkansa aina takaisin. Riskinä tietenkin oli moraalikadon ongelma: osavaltiot uskoivat, että liittovaltio tulee aina lainaamaan rahaa pakon edessä, jos osavaltio on riskissä mennä ”konkurssiin”. Näin ei tietenkään tapahtunut, ja 1840 Yhdysvallat olivat hyvin lähellä valtavaa kriisiä, kun liittovaltio ei pelastanutkaan holtittomasti rahaa käyttäneitä osavaltioita. Toisaalta pelastamatta jättäminen pakotti osavaltiot kontrolloimaan budjettejaan tarkemmin, ja myös vahvisti entisestään uskoa Yhdysvaltain liittovaltioon (Sargent, 2012).

Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve System (vastedes Fed) perustettiin 1913, tarkoituksena yhtenäistää ja selkeyttää vallitsevaa pankkijärjestelmää. Yhdysvalloissa osavaltioiden omat pankit kilpailivat keskenään omilla seteleillään niin kansallisella, kuin osavaltion tasollakin (Miron, 1988). Yhdysvalloissa kärsittiin pitkälti samoista kroonisista ongelmista mitä Sveitsissä. Vaikka järjestelmää yritettiin yhtenäistää muun muassa National Banking Act:in kautta, pankkipaot olivat yleisiä ja maa ajautuikin 1893 ja 1907 valtaviin talouskriiseihin. Vaikka keskuspankille selvästi oli tarvetta, oli väittäely hyvin samanlaista kuin Sveitsissä samoihin aikoihin: keskuspankista haluttiin julkisomisteinen pankki, eikä pankkiirien omistamaa (federalreserveeducation.org, Viitattu 28.12.2020).

Keskuspankki perustettiin maailman tasolla siis varsin myöhään, vasta vuonna 1913, ja pankki aloitti toimintansa muutama kuukausi ensimmäisen maailmansodan syttymisen jälkeen.

7.2 Sekalaisesta järjestelmästä keskuspankkiin

Samoin kuin Sveitsissä, Yhdysvalloissa elettiin pitkään systeemissä, jossa osavaltioiden pankit ja yksityispankit kävivät kilpaa keskenään omilla seteleillään (federalreserveeducation.com, 2021). Kuten jo kappaleessa 2 todettiin, kyseinen systeemi on hyvin sekava ja tehoton, mikä oli osasyynä yhtenäisen keskuspankin tarpeelle myös Yhdysvalloissa.

Ennen keskuspankin nykyistä muotoa, Yhdysvalloissa toimi 1800-luvun alussa liittovaltion valtuuttama pankki, Bank of United States. Kyseinen pankki oli monopolistinen luonteeltaan, ja suurilta osin yksityishenkilöiden omistama. Sargentin (2012) mukaan kyseisestä pankista käytiin kiihvasta väittelyä, sillä se koettiin perustuslain vastaiseksi.

Yhdysvalloissa myös 1800-luvun loppupuolisko oli epävarmuuden ja pankkipakojen kulta-aikaa (Fed Philadelphia, 2017). Pankkien kaatumiset ja jatkuvat talouskriisit melkein pakottivat kongressia toimimaan, ja monen vaiheen jälkeen Yhdysvaltain keskuspankki, Federal Reserve System, perustettiin 1913, ja aloitti toimintansa seuraavana vuonna.

Fed perustettiin alun perin desentraloiduksi keskuspankiksi, joka oli jaettu 12 eri alueelle. Ajatuksena oli, että jokainen 12 keskuspankista toimisi itsenäisesti muista

keskuspankeista. Systeemin etuna oli se, että jokaisella alueella vallitsisi markkinoita vastaavat korkotasot (federalreserve.gov, 2021). Samalla tarkoituksena oli myös tehdä Fedistä valtion muista haaroista mahdollisimman irrallaan oleva instituutio. Rahapoliittiset päätökset perustuisivat vain ja ainoastaan talouden pitkäaikaisiin tarpeisiin, eivätkä lyhytaikaisiin poliittisiin tarpeisiin (Bernanke, 2011). Talouden kehittyessä integroituneempaan suuntaan vuonna 1935 luotiin nykypäivän Federal Open Market Committee (vastedes FOMC), joka nykypäivänä vastaa rahapolitiikan operaatioista kansallisella tasolla.

Molemmissa maissa setelijärjestelmän monimuotoisuus ja sekavan rahajärjestelmän aiheuttamat ongelmat johtivat siis valtiotasaisen keskuspankin luomiseen.

7.3 Fedin itsenäisyys

Federal Reserve System on oman määrittelmänsä mukaan itsenäinen keskuspankki, sillä sitä ei omista kukaan, eikä sen päätöksiä tarvitse hyväksyttää presidentin tai minkään ulkoisen vallanpitäjän kautta. Kuitenkin Cukiermanin alkuperäisessä indeksissä (1992) Fed saa alhaisemman arvon kuin SNB.

Wachtel ja Blejer (2020) käyvät läpi Fedin historiaa suhteessa keskusvaltaan viime vuosisadalta, ja huomauttavatkin, että Fed on väittämästään huolimatta hyvinkin altis ulkopuoliselle vaikutukselle.

Fediä voidaan kuitenkin pitää itsenäisenä globaalista taloudesta. Helene Reyn mukaan (2015) Yhdysvallat on koko globaalin talouden keskusmaa, jonka päätökset leviävät muualle maailmaan. Vaikutukset Fedin päätöksiin tulisivat siten Fedin sisältä, eikä eksogeenisesti, tehden Fedistä itsenäisen keskuspankin globaalissa taloudessa.

Toisaalta Fed on ollut mukana monessa eri yhteistyömuodossa ja sopimuksessa, jotka ovat ainakin näennäisesti vähentäneet sen itsenäisyyttä. Bretton-Woods asetti tarkat rajat dollarin arvolle, johon Yhdysvaltojen oli pakko sitoutua, jotta systeemi pysyi voimassa. Sveitsi ei virallisesti systeemiin koskaan osallistunut, mutta toisaalta luopui kultakannasta virallisesti vasta vuonna 2000.

7.4 Erot Sveitsiin viimeisen kahden vuosisadan aikana

Sveitsin ja Yhdysvalloissa on paljon samanlaisuuksia. Sama koskee myös valtioiden keskuspankkeja, mutta eroavaisuuksia löytyy, etenkin mitä tulee itsenäisyyteen keskuspankkeja määrittävänä tekijänä.

Toisin kuin Sveitsi, Yhdysvallat on verrattain ”nuori” valtio maailman mittakaavalla. Amerikka ”löydettiin” vasta 200 vuotta Sveitsin liittovaltion ensimmäisen muodon perustamisen jälkeen. Sveitsin juuret valtiona juontavat paljon kauemmas historiaan³, kuin Yhdysvaltojen. Siinä missä Sveitsissä liittovaltion kasvaminen nykyiseen muotoonsa kävi verrattain kivuttomasti ja orgaanisesti, pois lukien muutamia lyhyitä sotia satoja vuosia sitten, Yhdysvaltojen kasvutarina on paljon riitaisampi ja väkivaltaisempi. Ensimmäisen sadan vuoden aikana Yhdysvallat ehti käydä kaksi veristä sotaa⁴, joista toisen jakolinja näkyy edelleen Yhdysvaltain sisäpolitiikassa.

Yhdysvaltoja perustettaessa käytiin myös paljon keskustelua liittovaltion asemasta taloudessa ja sen valtasuhteesta osavaltioihin (Sargent, 2012). Väittelyä käytiin heikon ja *laissez-faire* tyyppisen keskusvallan ja aktiivisesti ulkomaankauppaan ja verotusoikeuden omaavan keskusvallan välillä. Sveitsissä vastaavaa debattia ei olla liiemmin käyty. Sveitsin 1874 perustuslakiin kirjattiin hyvin selkeästi liittovaltion sekä kantonien roolit, vastuut ja velvollisuudet. Yhdysvallat on kuitenkin erilaisesta syntyhistoriasta riippumatta tänä päivänä hyvin samanlainen valtio hallintomuodoltaan, jossa suurimmat vallankäyttäjät ovat osavaltiot, ei niinkään keskusvalta.

Keskusvallan ”vastaisuus” onkin yhteistä molemmille maille. Yhdysvalloissa se aiheutti jo ensimmäisinä vuosina ongelmia valtiolle. Sotien jälkeen liittovaltio oli hyvin velkaantunut, mikä teki keskusvallasta erittäin heikon. Velkaa oli sekä osavaltioilla että liittovaltiolla, mutta osavaltiot pystyivät rahoittamaan velanmaksua verotusoikeudella, kun taas liittovaltiolla tätä mahdollisuutta ei ollut.

Fedin mandaatti on myös SNB:n mandaatista poikkeava. Siinä missä SNB:llä on vain yksi päätavoite, hintavakaus, joutuu Fed tämän lisäksi myös huolehtimaan työllisyyden tasosta.

³ Sveitsin ensimmäinen liitto perustettiin vuonna 1291

⁴ Itsenäisyysota 1776–1783 ja Yhdysvaltain sisällissota 1861–1865

7.5 Mistä erot johtuvat

Yhteneväisyyksistään huolimatta SNB on lukuisissa tutkimuksissa saanut aina paremmat pisteet kuin Fed.

Cukierman (1992) totesi päätelmissään, että itsenäisen keskuspankin ja alhaisen inflaatiotason välillä löytyy kaksisuuntainen kausaliitteettisuhde. Sveitsissä rahapoliittinen vakaus on ollut osa yhteiskuntaa jo 30-luvulta lähtien (Bordo & James, 2007), mikä on vahvistanut itsenäisen keskuspankin asemaa. SNB on myös onnistunut välttymään suuremmalta kritiikiltä 30-luvun kriisin jälkeen, mikä todennäköisesti vähentää myös SNB:hen kohdistuvaa poliittista painetta. Yhdysvalloissa kriisejä taloudessa on taas ollut lukuisia, ja Fediin kohdistuvaa poliittista painetta hyvinkin paljon (Smith & Boettke, 2015).

Poliittista painostusta on ollut lähes jokaiseen Fedin johtajaan 50-luvulta alkaen (Smith & Boettke, 2015). Valkoinen talo presidentteineen on poikkeuksetta suorastaan käskenyt, kiristänyt ja uhkaillut keskuspankin johtoa vuosikymmenien mittaan, riippumatta presidentin puolueesta. Muun muassa presidentti Ronald Reagan suorastaan ilmoitti muuttavansa Yhdysvaltain keskuspankkilakia (Federal Reserve Act), jollei Paul Volcker suostuisi hänen kanssaan yhteistyöhön.

Yhdysvaltain presidenttiyttä voidaan pitää maailman voimakkaimpana asemana. Presidenttiin kohdistuu siten myös valtava paine päästä toiselle kaudelle, ja merkittävä osa presidentin suosioista muodostuu talouden tilasta. Kiusaus ja tarve muokata talouden tilaa lyhyellä aikavälillä on siis merkittävä, varsinkin Yhdysvalloissa. Sveitsissä samaa tarvetta ei synny, useastakin syystä. Sveitsin puoluekenttä on moninainen, ja jakolinjoja voidaan vetää hyvinkin monia, siinä missä Yhdysvaltojen poliittinen kenttä on kahtiajakautunut republikaaneihin ja demokraatteihin, konservatiiveihin ja liberaaleihin. Sveitsiin kyseistä valta-asemaa ei edes pysty muodostumaan, sillä monipuoluejärjestelmä estää sen syntymisen. Erilaiset yhteiskuntajärjestelmät ja puoluekentät ovat siis merkittävä erottava tekijä Yhdysvaltojen ja Sveitsin välillä, jotka selittävät eroja keskuspankkeihin kohdistuvaan poliittisen vaikuttamisen mahdollisuuksista maiden välillä.

Ongelmana Fedissä sen itsenäisyyden kannalta on se, että pääjohtaja nimetään presidentin toimesta, jokaiselle kaudelle kerrallaan. Tämä tarkoittaa sitä, että myös Fedin johtaja joutuu ottamaan huomioon pitkäaikaisen taloustilanteen lisäksi myös presidentin tyytyväisyyden, mikäli haluaa viralleen jatkokauden. Vaikka Sveitsissä myös

liittoneuvosto päättää myös SNB:n presidentin, on valinnalle asetettu tarkkoja rajoituksia. Kuten mainittu, liittoneuvosto on myös paljon heikompi, hajanaisempi ja monimuotoisempi entiteetti kuin Yhdysvaltain presidentti-instituutio.

8 JATKOTUTKIMUKSEN TARVE JA PÄÄTELMÄT

Tutkimuskysymyksenä oli selvittää Sveitsin keskuspankin itsenäisyys tänä päivänä, ja sen kehittymisestä SNB:n perustamisesta alkaen. Tarkoituksena oli myös selvittää, ovatko muutokset SNB:n itsenäisyydessä vaikuttaneet myös Sveitsin talouteen.

Tutkielmastani käy ilmi, että Sveitsin keskuspankki on ”perinteisellä” tavalla *de facto* ja *de jure* itsenäinen. SNB on myös nauttinut itsenäisyydestään käytännössä koko historiansa ajan. Täten sen vaikutuksista Sveitsin reaalitalouteen on mahdotonta tehdä päätöksiä, sillä sen itsenäisyydessä ei ole tapahtunut muutoksia.

SNB on saavuttanut itsenäisyytensä monesta syystä. SNB:n itsenäisyyttä ei ole kyseenalaistettu sen olemassaolon aikana voimakkaasti, sillä Sveitsin talous on selvinnyt viimeisen vuosisadan varsin ehjänä, ja keskuspankki on tuottanut voittoa tasaisesti. Toisaalta Sveitsin poliittinen ilmapiiri on myös mahdollistanut itsenäisyyden säilymisen siinä missä Yhdysvalloissa näin ei ole tapahtunut.

Sveitsin asema globaalissa taloudessa ei ole itsenäinen, mutta SNB:n ajama rahapolitiikka tähtää tästä huolimatta itsenäisyyteen. Tästä kielivät valtavat valuuttavarannot, joilla pyritään suojaamaan frangin vaihtokurssia. Samalla frangi on silti kelluva valuutta, tietyin rajoittein, ja pääomaliikkeitä Sveitsissä ei ole rajoitettu juurikaan. Trilemma toteutuu Sveitsissä, jos kolmion kärkiä voidaan vähän pyörentää.

SNB on siis tietystä näkökulmasta onnistunut täyttämään mahdottoman kolminaisuuden, joskin samat argumentit, millä perustelen trilemman toteutumisen, niin kelpaavat myös vastakkaiseen väitteeseen. Jos trilemma on ehdoton, kuten teoriat yleensä tahtovat olla, Sveitsissä se ei toteudu. Mutta mikä *on* Sveitsin asema trilemmassa, jos kolmion kulmia ei voi hioa? Mikään kolmion kulmista ei ole Sveitsin tapauksessa täysin totta.

Sveitsissä ei ole varsinaisia pääoman liikkeitä rajoittavia tekijöitä, joskin isojen toimijoiden talletuskorot keskuspankissa ”nauttivat” negatiivisesta korosta, mitkä ainakin antavat insentiivin pääoman liikkuvuuden vähentämiseksi.

Onko rahapolitiikka aidosti autonomista? Reyn mukaan ei, sillä Yhdysvaltojen rahapolitiikka ohjaa pitkälti koko maailman rahapoliittisia olosuhteita, Sveitsi mukaan lukien. Samalla Sveitsi on edelleen hyvinkin riippuvainen siitä, mitä sen ympäröimä euroalue tekee. Näennäisesti SNB:n harjoittama politiikka on siis itsenäistä, mutta onko se autonomista?

Sveitsin frangin vaihtokurssi on ainakin virallisesti kelluva. Palaamme taas tilanteeseen, jossa frangi kyllä kelluu, mutta SNB puhalttaa kellukkeisiin jatkuvasti lisää ilmaa, jotta se kelluisi ”sopivalla” alueella, sillä frangin vapaa kelluminen johtaisi vääjäämättömästi vahvempaan frangiin, mikä taas olisi Sveitsille haitallista.

Argumentteja trilemman kohdille, ja niiden toteutumiselle, on puolin ja toisin. Molemmiin puolin argumentit ovat samanaikaisesti puolesta ja vastaan, mikä kenties kertoo trilemmasta teoriana. Viittaan taas Kleinin ja Shambaughin (2013) ajatteluun, että trilemma ei välttämättä ole niin ehdoton vaihtoehtoissaan, vaan kuvaa pikemmin valtioiden mahdollisuuksia ja niiden vaihtoehtoiskustannuksia. Itse en usko, että mikään valtio on ”valinnut” jonkun kolmion kulmista, ja täysin sivuuttanut jäljelle jääneen kulman. Sveitsi ei ainakaan, vaan kolmion sisältä on valittu jokin piste, joka kertoo painoarvoista, jota SNB tai Sveitsin valtio pitää tärkeimpänä. Jatkotutkimukseksi esittäisinkin kysymyksen, olisiko mahdollista määrittää jotain numeerisia arvoja sille, mihin kohtaan trilemmaa valtiot osuvat? Olisiko mahdollista kehittää metodi, joka kertoisi valtioiden suhtautumista kansainväliseen talouteen liittyen trilemman avulla?

Itsenäisyyden vaikutuksista keskuspankin toimintaan on paljon empiiristä tutkimusta, mutta tuloksista ja merkittävydestä ei ole vielääkään täyttä varmuutta. Ongelmaksi muodostuu itsenäisyyden mittaaminen, sillä kaikille keskuspankeille yhteisen indeksin muodostaminen on vaikeaa. Indeksien osatekijöiden painoarvojen päättäminen on myös lähes mahdotonta, ja usein käykin niin, että indeksi sovitetaan vastaamaan tuloksia, eikä toisin päin. Indeksit myös mittaavat laillista itsenäisyyttä, mikä ei välttämättä anna aitoa kuvaa keskuspankin todellisesta itsenäisyydestä. Tarvetta paremmalle indeksille siis olisi, jos aitoja tuloksia itsenäisyydestä halutaan saada.

LÄHDELUETTELO

- Alesina, A.;& Gatti, R. (1995). Independent Central Banks: Low Inflation at No Cost? *The American Economic Review*, Vol 85 No 2, ss. 169-200.
- Alesina, A.;& Summers, L. H. (1993). Central Bank Independence and Macroeconomic Performance: Some Comparative Evidence. *Journal of money credit and banking* 25(2), 151-162.
- Bade, R.;& Parkin, M. (11 1977). *Central Bank Laws and Monetary Policies: A Preliminary Investigation*. University of Western Ontario. Department of Economics.
- Baltensperger, E.;& Kugler, P. (2016). The historical origins of the safe haven status of the Swiss franc. *Aussenwirtschaft*.
- Baltensperger, E.;& Kugler, P. (2017). *Swiss Monetary History Since the Early 19th Century*. Cambridge University Press.
- Baltensperger, E.;Hildebrand, P.;& Jordan, T. (2007). The Swiss National Bank's monetary policy concept – an example of a 'principles-based' policy framework. *Swiss National Bank Economic Studies No. 3*.
- Banaian, K.;Burdekin, R.;& Willet, T. (1996). Reconsidering the principal components of central bank independence: The more the merrier? *Public Choice*, 1-12.
- Berthold, K.;& Satdtmann, G. (2018). Who put the Holes in the Swiss Cheese? Currency Crisis Under Appreciation Pressure. *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2018, 1, 43-57.
- Binder, C. (2020). De Facto and De Jure Central Bank Independence. Teoksessa E. Gnan;& D. Masciandro, *Populism, Economic Policies and Central Banking* (ss. 129-135). Wien: Bocconi University and BAFFI CAREFIN.
- Board of Governors of the Federal Reserve System*. (28.10.2020. maaliskuu 2017). Noudettu osoitteesta https://www.federalreserve.gov/faqs/about_14986.htm
- Bodea, C.;& Hicks, R. (2015). Price stability and central bank independence:.
- Bordo, M. (ei pvm). *A Brief History of Central Banks*. Noudettu osoitteesta Federal Reserve of Cleveland: <https://www.clevelandfed.org/en/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/economic-commentary-archives/2007-economic-commentaries/ec-20071201-a-brief-history-of-central-banks.aspx>
- Bordo, M.;& James, H. (2007). From 1907 to 1946: a happy childhood or a troubled adolescence? Teoksessa *The Swiss National Bank 1907–2007* (ss. 29 - 102). Neue Zürcher Zeitung Publishing.
- Cargill, T. F. (2016). The Myth of Central Bank. *Mercatus Working Paper*.

- Carlin, W.; & Solskice, D. (2009). Teaching Intermediate Macroeconomics using the 3-Equation Model. Teoksessa *Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy*. Palgrave Macmillan, London.
- Cukierman, A.; Webb, S. B.; & Neyapti, B. (1992). Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes. *The World Bank Economic Review*, 353-399.
- Eijffinger, S. C.; & Geraats, P. M. (2004). How Transparent Are Central Banks. *European Journal of Political Economy* 22(1), 1-21.
- Eijffinger, S.; & Schaling, E. (1993). Central Bank Independence in Twelve Industrial Countries. *BNL Quarterly Review*, No 184.
- Engel, C. (1996). Long-Run PPP May Not Hold After All. *National Bureau of Economic Research*.
- Federal Reserve System. (21. Helmikuu 2021). *Board of Governors of the Federal Reserve System*. Noudettu osoitteesta <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/structure-federal-reserve-system.htm>
- Georgiadis, G.; & Mehl, A. (2015). Trilemma, Not Dilemma: Financial Globalisation and Monetary Policy Effectiveness. *Federal Reserve of Dallas, Working Paper No. 222*, 2.
- Givens, G. E. (2010). Estimating Central Bank Preferences under Commitment and Discretion. *Journal of Money, credit and Banking*.
- Jordan, T. (2017). Central bank independence since the financial crisis: The Swiss Perspective. CFS Presidential Lectures, Goethe Universität Frankfurt.
- Klein, M.; & Shambaugh, J. (2013a). *Is There a dilemma with the Trilemma*. Noudettu osoitteesta voxeu.org: <https://voxeu.org/article/dilemma-financial-trilemma>
- Klein, M.; & Shambaugh, J. (2013b). Rounding the corners of the policy trilemma: sources of monetary autonomy. *National Bureau of Economic Research*.
- Klump, J.; & Sseruyange, J. (2020). Earthquakes and Economic Outcomes: Does Central Bank Independence Matter?
- Landmann, J. (1910). *The Swiss Banking Law : Study and Criticism of the Swiss Legislation Respecting Banks of Issue, and Especially of the Federal Act of October 6, 1905, Concerning the Swiss National Bank*. 61st Congress.
- Lim, J. (2020). The limits of central bank independence for inflation performance. *Public Choice*.
- Miron, J. A. (1988). The Founding of the Fed and the Destabilization of the Post-1914 Economy. *NBER Working Papers, Working Paper No. 2701*.
- Mishkin, F. S. (2004). Can Central Bank Transparency Go Too Far? *National Bureau of Economic Research*.
- Moschella, M. (2014). Currency Wars in the Advanced World. Resisting Appreciation at a Time of Change in Central Banking Monetary Consensus. *Review of International Political Economy*.

- National Bank Act, Art 5, Art 6, Art 9, Art 45 al 1. (3. 10 2003).
- OECD. (15. Tammikuu 2021). Noudettu osoitteesta <https://oec.world/en/profile/country/che>
- OECD *Tourism Trends and Policies 2020*. (15. Tammikuu 2021). Noudettu osoitteesta <https://www.oecd-ilibrary.org/sites/50e854cd-en/index.html?itemId=/content/component/50e854cd-en>
- Palley, T. (2019). Central Bank Independence: A rigged debate based on false politics and economics. *FMM Working Paper, No 49*. Hans-Böckler-Stiftung, Macroeconomic Policy Institute (IMK), Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies.
- Piga, G. (2000). Evidence from modern theory of central banking. *Journal of Economic Surveys Vol 14. No 5*.
- Pollard, P. S. (1993). Central Bank Independence and Economic Performance.
- Rey, H. (2018). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. National Bureau of Economic Research.
- Rogoff, K. (1985). The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. *The Quarterly Journal of Economics, Vol. 100, No 4*, 1169-1189.
- Rogoff, K. (2019). Is This the Beginning of the End of Central Bank Independence. Washington, D.C: G30 Occasional Lecture.
- Sargent, T. (8. Joulukuu 2011). United States then, Europe Now. *Nobel prize lecture*. Stockholm.
- Smith, D. J.;& Boettke, P. J. (2015). An Episodic History of Modern Fed Independence. *The Independent Review, v. 20 n.1*, 99-120.
- SNB (a). (2020). Noudettu osoitteesta Swiss National Bank: https://www.snb.ch/en/iabout/snb/hist/id/hist_wpc
- SNB (b). (12. 10 2020). Noudettu osoitteesta snb.ch: https://www.snb.ch/en/iabout/snb/org/id/snb_org_stock
- SNB (c). (26. kesäkuu 2002). *Message concernant la révision de la loi sur la Banque nationale, s. 5657*.
- SNB (d). (6. syyskuu 2011). *Swiss National Bank sets minimum exchange rate at CHF 1.20 per euro*. Zürich: Swiss National Bank.
- SNB (d). (15. Tammikuu 2015). Press release. *Swiss National Bank discontinues minimum exchange rate and lowers interest rate to -0.75%*. Swiss National Bank.
- SNB Data Portal. (ei pvm). Noudettu osoitteesta data.snb.ch
- Sveitsi rikastuu painamalla miljardeittain rahaa ja sijoittamalla sitä osakkeisiin – Miten se on mahdollista? (22. Syyskuu 2020). *Niskakangas, Tuomas*. Noudettu osoitteesta <https://www.hs.fi/talous/art-2000006643390.html>
- Sveitsin liittoneuvosto. (8. tammikuu 1881). Feuille Fédérale Suisse. *Loi fédérale concernant le contrôle et la garantie du titre des ouvrages d'or et d'argent*. Bern, Bern, Sveitsi.

- Svensson, L. E. (2005). Optimal Inflation Targeting: Further Developments of Inflation Targeting. *Monetary Policy under Inflation Targeting*, (ss. 187-225). Santiago.
- The Swiss National Bank in Brief*. (2020). Swiss National Bank.
- Wachtel, P.;& Blejer, M. I. (2020). A Fresh Look at Central Bank Independence . *Cato Journal*, vol 40, No 1.
- Walsh, C. (2010). Central Bank Independence. *Monetary Economics*.
- Walsh, C. E. (1993). Central bank strategies, credibility, and independence: A review essay. *Journal of Monetary Economics* 32, ss. 287-302.
- Yeşin, P. (2015). Capital flow waves to and from Switzerland before and after the financial crisis. *SNB Working Papers 1/2015*.

LIITTEET

Liite 1. Cukierman et al. (1992) itsenäisyysindeksi, Sveitsin arvot vuonna 2020

| | SNB | Kerroin | Pisteet |
|---|---|---------|---------|
| 1. TOIMITUSJOHTAJA | | | |
| A) Kauden pituus | 6-12 vuotta | 0.2 | 0.75 |
| B) Kuka nimittää? | Liittoneuvosto | 0.2 | 0.75 |
| C) Erottaminen | Vain syistä, jotka eivät liity rahapolitiikkaan | 0.2 | 0.83 |
| D) Saako toimitusjohtajalla olla muita virkoja hallinnossa? | Ei saa | 0.2 | 1 |
| 2.RAHAPOLITIIKAN LUONTI | | | |
| A) Kuka päättää rahapolitiikasta | Pankki itse | 0.15 | 1 |
| B) Ristiriitatilanteessa, kenellä viimeinen sana | Pankilla, ei valtiolla | 0.15 | 1 |
| C) Rooli hallituksen budjetin luomisessa | On aktiivinen | 0.15 | 1 |
| 3. TAVOITTEET | | | |
| | Hintavakaus on ainoa päätavoite, ja keskuspankilla on viimeinen sana, jos se on ristiriidassa valtion tavoitteiden kanssa | 0.15 | 1 |
| 4.RAJOITTEET HALLITUKSEN RAHOITAJANA | | | |
| A) Ennakot | Ennakot eivät ole sallittuja. | 0.15 | 1 |
| B) Lainaaminen | Ei ole sallittua. | 0.10 | 1 |
| C) Lainaehdot | Pankin asettamat | 0.10 | 1 |
| D) Ketkä saavat lainata keskuspankilta | Yksityispankit ja suuret instituutiot | 0.05 | 0.33 |

| | | | |
|---|---------------------------|-------|---------------|
| E) miten lainaamisen rajat ovat määritelty? | Valuuttamäärissä | 0.025 | 1 |
| F) Lainojen maturiteetti? | Maksimissaan yksi vuosi | 0.025 | 0.67 |
| G) Lainojen korkojen tulee olla.. | ..markkinoilla määritetyt | 0.025 | 0.75 |
| H) Onko keskuspankkia kielletty ostamasta valtiolainoja ensimarkkinoilla? | On. | 0.025 | 1 |
| YHTEENSÄ | | | 0.9185 |