



## TUTKIMUSTIEDOTE 2/2004

Suomen Pankki

30.12.2004

### Sisällys

Pääkirjoitus  
Rahapolitiikan  
mallintaminen  
Rahoitusmarkki-  
noiden tulevaisuus  
Siirtymätalouksien  
tutkimusta  
Tapahtumia  
Tuoreita tutkimus-  
julkaisuja  
Lähiaikoina  
ilmestymässä

Hintajäykkyyksien merkitys on yhä keskeisimpiä kysymyksiä taloustieteissä. Viimeaikainen tutkimus suhdannevaihteluiden ja rahapolitiikan mallinnuksesta rakentuu usein oletukselle, että yritykset muuttavat tuotteidensa hintoja vain suhteellisen harvoin. Vaikka hintajäykkyyden mittaamiseen liittyvä empiirinen tutkimus onkin vielä suhteellisen vähäistä, käytettävissä olevat tutkimustulokset viittaavat todellakin siihen, että yksittäiset tukku- ja vähittäishinnat voivat pysyä muuttumattomana jopa useita kuukausia. Lisääntynyt suurten mikroaineistojen käyttö hintojen muutostiheyksien estimoinnissa viittaa kuitenkin myös siihen, että hyödykkeiden väliset erot ovat tässä suhteessa merkittäviä. Yrityksiin kohdistetuista kartoitustutkimuksista puolestaan käy ilmi, että yritysten hinnoitteluperusteet eivät ole yhtenäiset, vaan vaihtelevat mm. sen mukaan, millä talouden sektorilla yritykset toimivat.

Mitatuissa hintajäykkyyksissä on merkittäviä eroja euroalueen ja Yhdysvaltojen talouksien välillä. Siinä missä kuluttajahinnat Yhdysvalloissa muuttuvat keskimäärin kerran neljässä kuukaudessa, muuttuvat ne euroalueella keskimäärin kerran seitsemässä kuukaudessa. Erot ovat lisäksi suurimmillaan palvelusektorilla, jonka hinnat euroalueella muuttuvat keskimäärin kerran kuudessatoista ja Yhdysvalloissa kerran seitsemässä kuukaudessa. Tutkimustulokset eivät toisaalta tue yksiselitteisesti ekonomistien usein käyttämiä ns. aikasidonnaisia hinnoittelumalleja, joissa yritykset muuttavat tuotteidensa hintoja säännöllisin aikavälein tai kun tilaisuus hinnanmuutokseen avautuu. Näissä malleissa inflaationsokkien puoliintumisajat ovat havaintoihin nähden liian pitkiä, ja lisäksi harvaksen muuttuvien hyödykkeiden hinnat vaihtelevat niissä liian vähän.

Rahapolitiikan kannalta merkille pantavaa on ensinnäkin se, että yksittäisten kulutushyödykkeiden hinnat eivät tutkimustulosten mukaan ole jäykkiä. Yksittäisten hyödykkeiden hinnat vaihtelevat molempiin suuntiin keskimäärin kymmenen prosenttia. Positiivinen inflaatiovauhti näyttäisi siis olevan seurausta siitä, että keskimäärin hinnat nousevat useammin kuin laskevat. Hyödykekohtaiset erot ovat suuria mm. niin, että suhteellisen harvaksen muuttuvien palvelusten hinnat nousevat keskimäärin kolme kertaa useammin kuin laskevat, kun taas tiheään muuttuvat hinnat nousevat keskimäärin yhtä usein kuin laskevatkin. Rahapoliittisten toimenpiteiden ensi vaiheen vaikutukset saattavat näiden tutkimustulosten mukaan siis liittyä suhteellisten hintojen muutoksiin. Inflaationsokkien hidas kuoleentumisvauhti voi näin ollen johtua yksinkertaisesti siitä, että kansantalouden hintojen muutokset eivät ole täysin synkronoituja. Tällainen ajatusmalli täydentää perinteistä tapaa tarkastella kokonaiskysynnän muutoksia rahapolitiikan välittymismekanismina. Lisätutkimusta rahapolitiikan ja muiden suhdannetekijöiden vaikutuksista yksittäisten hyödykkeiden hintadynamiikkaan kuitenkin tarvitaan.

## Rahapolitiikan mallintaminen

Tutkimusosaston makro-ohjelmassa on viime aikoina tutkittu mm. odotuksia ja suhdannedynamiikkaa, reaaliaikaista informaatiota ja estimoitua inflaatiodynamiikkaa, epätäydellistä hinta- ja palkkakilpailua sekä kansantalouden rakenteellista työttömyyttä ja pääomanmuodostusta.

Talouden tasapainon oppiminen on keskeisessä asemassa Eran Gusen tutkimuksessa *Expectational Business Cycles* (SP 19/2004). Oppiminen, epäyhtenäiset odotusten päivytysperiaatteet sekä tasapainon satunnaiset vaihtelut synnyttävät Gusen konstruoimassa mallissa suhdannevaihteluita, jotka ovat sitä jyrkempiä, pidempiä ja syvempiä mitä enemmän taloudenpitäjien odotusten muodostus poikkeaa rationaalisesta.

Maritta Paloviidan tutkimuksen *Inflation dynamics in the euro area and the role of expectations: further results* (SP 21/2004) perusteella euroalueen inflaatiodynamiikka ei ole täysin eteenpäin katsovaa, vaikka oletusta odotusten rationaalisuudesta lievennettäisiin. Hänen ja David Mayesin työssä *The use of real time information in Phillips curve relationships for the euro area* (SP 16/2004) esitettyjen tutkimustulosten mukaan tulevaa hintatason nousua koskevien odotusten merkitys kuitenkin kasvaa, kun inflaatiodynamiikan estimoinnissa käytetään muuttujien reaaliaikaisia arvoja lopullisiksi tilastoitujen arvojen sijaan. Parhailtaan tutkimusosastolla selvitetään, miten suhdannetekijät selittävät yksittäisten kulutustavaroiden hinnanmuutosten tiheyttä.

Heikki Kauppi, Erkki Koskela ja Rune Stenbacka osoittavat teoreettisessa tutkimuksessaan *Rakenteellinen työttömyys ja investoinnit epätäydellisesti kilpailevilla lopputuote- ja työmarkkinoilla* (SP 11/2004) kireän tuotemarkkinakilpailun alentavan kansantalouden rakenteellista työttömyyttä. Ratkaisevaa on, että kireä tuotemarkkinakilpailu lisää palkkamalattia, koska työvoiman kysyntä – ja siis työllisyys – reagoi herkemmin palkan muutoksiin. Työmarkkinoiden epätäydellisyysliittyy osastolla meneillään oleva projektityö pyrkii selvittämään palkanmuodostuksen ja työmarkkinoiden etsintäkitkojen kokonaistaloudellista merkitystä.

Sitoutuminen rahapolitiikan optimaalisiin sääntöihin saa aikaan sen, että tuotantoon kohdistuvien häiriöiden kuoleentumisajat

voivat finanssipolitiikassa noudatettavista alijäämien kattamissäännöistä riippumatta olla hyvinkin pitkiä. Jukka Railavo osoittaa tämän työssään *Monetary consequences of alternative fiscal policy rules* (SP 20/2004). Tulos korostaa, miten tämän päivän rahapolitiikan toimenpiteet vaikuttavat taloudenpitäjien odotusten muodostuksen kautta tuleviin rahapolitiikan ratkaisuihin.

Rahapolitiikan toteutus perustuu useasti keskuspankin käsitykseen tai arvioon yksityisen sektorin odotuksista. Estimointi ja kontrolli ovat siis tässä mielessä erillisiä. Eric Schaling, Sylvester Eijffinger ja Mewael Tesfaselassie osoittavat tutkimuksessaan *Heterogeneous information about the term structure, least-squares learning and optimal rules for inflation targeting* (SP 23/2004), että tällainen menettely voi olla optimaalista myös tapauksessa, jossa keskuspankki ei täysin tunne yksityisen sektorin odotusten muodostumista.

## Rahoitusmarkkinoiden tulevaisuus

Rahoitusmarkkinaohjelmassa viimeaikainen tutkimustoiminta liittyy läheisesti luottomarkkinoiden epäsymmetriseen informaatioon ja yritysten riskinottoon, finanssiryhmittymien vaikutukseen rahoitusmarkkinoiden kilpailullisuuteen ja tehokkuuteen sekä yrityssektorin luottoriskien arviointiin Suomessa.

Kirjallisuudessa usein esitetty väite, että rahoitusmarkkinakilpailun kiihtyminen vaarantaa liiallisesti lisääntyvän riskinoton vuoksi markkinoiden vakauden, ei Timo Vesalan tutkimuksen *Asymmetric information in credit markets and entrepreneurial risk taking* (SP 14/2004) mukaan täysin yleisesti pidä paikkaansa. Hän osoittaa lisäksi, että rahapolitiikan kiristyminen voi kasvattaa tehottomuutta resurssien allokoinnissa.

Lainausta ja vakuutustoimintaa harjoittavien finanssiryhmittymien tulo markkinoille lisää Ville Mälkösen tutkimuksen *The efficiency implications of financial conglomeration* (SP 17/2004) mukaan lainamarkkinoiden kilpailua ja vakuutusmarkkinoiden voittoja. Tästä seuraa, että finanssiryhmittymät monitoroivat asiakkaitaan paremmin, mikä parantaa rahoitusmarkkinoiden vakautta. Tästä näyttäisi seuraavan, että vakavaraisuusvaatimuksia voitaisiin lieventää siltä osin, kuin ao. palveluita myydään vain finanssiryhmittymissä.

Tuotannon kasvuvauhti ja velkaantuneisuus selittävät merkittävästi yrityssektorin

konkurssitodennäköisyyden vaihtelua. Tämä käy ilmi Kimmo Virolaisen tutkimuksesta *Macro stress testing with a macroeconomic credit risk model for Finland* (SP 18/2004). Tarkasteluista käy myös ilmi, että yrityssektoriin liittyvät luottoriskit ovat vallitsevassa taloudellisessa tilanteessa vähäisiä, mikä johtuu suomalaisten yritysten vahvasta rahoitus- asemasta sekä alhaisista koroista. Laskelmia tulisi kuitenkin täydentää mm. sektorikohtaisilla tuotannon kasvuun liittyvillä tarkasteluilla. Tutkimustyö rahoitussektorin kriisiherkkyyden selvittämiseksi ja ennakoimiseksi jatkuu tutkimusosastolla myös vuonna 2005.

### **Siirtymätalouksien tutkimusta**

BOFIT järjesti Euroopan keskuspankkijärjestelmän jäsenille 2.–3.12. workshopin kehittyvien markkinatalousmaiden kysymyksistä. Workshopin avasi Argentiinan keskuspankin entinen pääjohtaja Mario I. Blejer (nykyisin Bank of Englandissa) kertaamalla Argentiinan kriisin opetuksia. Blejerin mukaan kriisiin vaikuttivat monet tekijät, mm. Argentiinan valuutan reaalin vahvistuminen sen suurimpiin kauppakumppaneihin nähden. Suurin syy kriisiin oli Blejerin mukaan kuitenkin se, että noudatettu finanssipolitiikka ei ollut sopu- soinnussa kiinteän valuuttakurssin politiikan kanssa. Workshopin muissa esityksissä kahdeksan keskuspankin edustajat esittelivät kehittyviä talouksia koskevia tutkimuksiaan.

Keväällä 2005 BOFITissa on käynnissä mm. useita tutkimuksia, jotka käsittelevät Venäjän pankkijärjestelmää. Venäjän pankkijärjestelmä on edelleen varsin pieni, ja sen osuus investointien rahoituksesta on vähäinen. Venäjän pitkän aikavälin kasvun kannalta hyvin ja tehokkaasti toimiva pankkisektori on kuitenkin varsin tärkeä. Erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten on vaikea saada rahoitusta toimintansa laajentamiseen. Lisäksi vuonna 2005 käynnistyy kaksi Venäjän ja muiden siirtymätalouksien valuuttakursseihin liittyvää projektia. Ensimmäisessä projektissa selvitetään tasapainovaluuttakurssia määrääviä tekijöitä Venäjällä ja muissa siirtymätalouksissa ja toisessa rupan reaalikurssin vaikutuksia Venäjän talouteen.

Huhtikuussa 2005 BOFIT järjestää jo perinteisen workshopin yhdessä moskovalaisen CEFIR-tutkimuslaitoksen kanssa. Workshop on jo usean vuoden ajan koonnut yhteen siirtymätalouksien kysymyksistä kiinnostuneita

tutkijoita ympäri maailmaa, ja se on tieteellisesti varsin korkeatasoinen. Tänä vuonna workshopissa keskitytään nimenomaan Venäjän makrotaloudellisiin kysymyksiin.

Vuoden 2004 jälkipuoliskolla useat BOFITin sarjassa ilmestyneet keskustelualoitteet ovat käsitelleet Venäjän talouspolitiikan ja järjestelmämuutoksen eri puolia. DP-sarjan numerossa 11/04 Akram Esanov, Christian Merkl ja Lúcio Vinhas de Souza käsittelevät muuttujia, jotka ovat vaikuttaneet Venäjän rahapolitiikkaan. Rupan valuuttakurssin on katsottu yleisesti olleen pääasiallinen vaikutin Venäjän keskuspankin rahapoliittisissa päätöksissä, vaikka valuuttaa ei olekaan virallisesti kiinnitetty esim. dollariin. Esanov, Merkl ja Vinhas de Souza esittävät kuitenkin empiiristen malliensä perusteella, että Venäjän keskuspankki on keskittynyt enemmän rahan määrän tavoitteeseen. Näyttää myös siltä, että ns. Taylor-sääntö, jonka on osoitettu kuvaavan rahapolitiikkaa varsin hyvin monissa kehittyneissä markkinatalousmaissa, ei ole ohjannut Venäjän keskuspankin toimintaa. Tässä Venäjä näyttää olevan poikkeus myös kehittyvien talouksien joukossa. Tutkijoiden mukaan näyttää siltä, että jatkossa Taylor-sääntö kuvaa entistä paremmin Venäjän rahapolitiikkaa. Rahapolitiikan instrumenttien monipuolistuminen ja parantuminen helpottaa Venäjän keskuspankin toimintaa ja erityisesti sen keinoja säädellä pankkisektorin likviditeettiä.

### **Tapahtumia**

Suomen Pankin tutkimusosasto ja CEPR (Centre for Economic Policy Research, Lontoo) järjestävät Suomen Pankissa 13–14.10.2005 kansainvälisen tieteellisen konferenssin, jossa tarkastellaan maksujärjestelmien kilpailua ja tehokkuutta.

Avomarkkinaoperaatiot ja rahoitusmarkkinat on aiheena 2.–3. syyskuuta pidettävässä konferenssissa, jonka järjestävät tutkimusosasto ja SUERF (Société Universitaire Européenne de Recherches Financières).

Lisätietoja konferensseista antaa Chris-Marie Rasi (Chris-Marie.Rasi@bof.fi).

Siirtymätalouksien tutkimuslaitos järjestää 8.–9.4.2005 yhdessä CEFIR-tutkimuslaitoksen kanssa kansainvälisen tieteellisen workshopin, jossa tällä kertaa käsitellään erityisesti Venäjän makrotalouteen liittyviä kysymyksiä. Lisätietoja antaa Iikka Korhonen (Iikka.Korhonen@bof.fi).

## Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

- Helinä Laakkonen*: The impact of macroeconomic news on exchange rate volatility, BOF DP 24/2004  
*Eric Schaling – Sylvester Eijffinger – Mewael Tesfaselassie*: Heterogeneous information about the term structure, least-squares learning and optimal rules for inflation targeting, BOF DP 23/2004  
*Olli Castrén – Tuomas Takalo – Geoffrey Wood*: Labour market reform and the sustainability of exchange rate pegs BOF DP 22/2004  
*Maritta Paloviita*: Inflation dynamics in the euro area and the role of expectations: further results, BOF DP 21/2004  
*Jukka Railavo*: Monetary consequences of alternative fiscal policy rules, BOF DP 20/2004  
*Eran A. Guse*: Expectational business cycles, BOF DP 19/2004  
*Kimmo Virolainen*: Macro stress testing with a macroeconomic credit risk model for Finland, BOF DP 18/2004  
*Ville Mälkönen*: The efficiency implications of financial conglomeration, BOF DP 17/2004  
*Maritta Paloviita – David G. Mayes*: The use of real time information in Phillips curve relationships for the euro area, BOF DP 16/2004  
*Michele Bagella – Leonardo Becchetti – Iftekhar Hasan*: The anticipated and concurring effects of the EMU: exchange rate volatility, institutions and growth, BOF DP 15/2004  
*Timo Vesala*: Asymmetric information in credit markets and entrepreneurial risk taking, BOF DP 14/2004  
*Timo Iivarinen*: Large value payment systems – principles and recent and future developments, BOF DP 13/2004
- Iikka Korhonen*: Does democracy cure a resource curse?, BOFIT 18/2004  
*Anna Dorbec*: <http://www.bof.fi/bofit/fin/6dp/04abs/dp1704.stm>, Liquidity provision in transition economy: the lessons from Russia, BOFIT 17/2004  
*Juha-Pekka Koskinen – Tuuli Koivu – Abdur Chowdhury*: Selecting inflation indicators under an inflation targeting regime: evidence from the MCL method, <http://www.bof.fi/bofit/fin/6dp/04abs/dp1604.stm> BOFIT 16/2004  
*Steven Rosefielde*: An abnormal country, BOFIT 15/2004  
*Michael Funke – Jörg Rahn*: Just how undervalued is the Chinese renminbi?, BOFIT 14/2004  
*Igor Vetlov*: The Lithuanian block of the ESCB multi-country model, BOFIT 13/2004  
*Greetje M.M. Everaert*: The Political Economy of Restructuring and Subsidisation: An International Perspective, BOFIT 12/2004  
*Akram Esanov – Christian Merkl – Lúcio Vinhas de Souza*: Monetary Policy Rules for Russia, BOFIT 11/2004  
*Yuko Kinoshita – Nauro F. Campos*: Estimating the Determinants of Foreign Direct Investment Inflows: How Important are Sampling and Omitted Variable Biases?, BOFIT 10/2004  
*Balázs Égert – Kirsten Lommatzsch*: Equilibrium exchange rates in the transition: The tradable price-based real appreciation and estimation uncertainty, BOFIT 9/2004  
*John P. Bonin – Iftekhar Hasan – Paul Wachtel*: Privatization matters: Bank efficiency in transition countries, BOFIT 8/2004  
*John P. Bonin – Iftekhar Hasan – Paul Wachtel*: Bank performance, efficiency and ownership in transition countries, BOFIT 7/2004

## Lähiaikoina ilmestymässä

- Ari Hyytinen – Tuomas Takalo*: Multihoming in the market for payment media: evidence from young Finnish consumers, BOF DP  
*David G. Mayes – Juha Tarkka*: Transparency in European central banks: The role of forecasts, BOF DP  
*Juha Tarkka – Mika Kortelainen*: International economic spillovers and the liquidity trap, BOF DP

Jarko Fidrmuc - Iikka Korhonen: A meta-analysis of business cycle correlation between the euro area and CEECs: What do we know – and who cares?, BOFIT DP

John Bonin - Paul Wachtel: Dealing with financial fragility in transition economies, BOFIT DP

Julkaisija  
Suomen Pankki  
ISSN 1457-5809 (painettu julkaisu)  
ISSN 1457-5817 (verkkójulkaisu)

Päätoimittaja  
Jouko Vilmunen

PL 160, 00101 HELSINKI  
email: [research@bof.fi](mailto:research@bof.fi)  
[www.bof.fi](http://www.bof.fi) ja [www.bof.fi/bofit](http://www.bof.fi/bofit)