

Sisällys

Rahoituskriisit ja talouskasvu	1
Maailmanlaajuisen talouskriisin haasteet makrotaloustieteelle ja kansainväliselle rahoitukselle	2
Venäjän pankkisektori on sekä samanlainen että erilainen	9
Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja	11
Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja	12
Lähiaikoina ilmestymässä	13



Päätoimittaja
tutkimuspäällikkö
Jouko Vilmunen
Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto
Tutkimusyksikkö
research@bof.fi
www.suomenpankki.fi/fi/tutkimus

Suomen Pankki
PL 160
00101 Helsinki
Puhelin 010 8311

Tutkimuspäällikkö (BOFIT)
likka Korhonen
www.bof.fi/bofit

ISSN 1796-9131 (verkkojulkaisu)

Rahoituskriisit ja talouskasvu

Pankkikriiseistä tai yleisemmin sanottuna rahoituskriiseistä on kirjoitettu paljon ja etenkin on pohdittu niiden monia ja usein kiistanalaisiakin syitä sekä niitä mullistavia häiriöitä, joita syntyy talouden tilaan tällaisten äärimmäisten tapahtumien vanavedessä. Teoreettisten makrotaloustieteilijöiden, makrotaloudellisia malleja soveltavien ekonomistien ja viranomaisten keskuudessa ollaan yhä laajemmin yhtä mieltä siitä, että makrotaloudellisten mallien valikoimaa on monipuolistettava liittämällä rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksiä talouden suhdannevaihteluita kuvaaviin malleihin. Näin voitaisiin ymmärtää aiempaa paremmin, miten rahoitusmarkkinoiden kitkatekijät vaikuttavat talouden suhdanteisiin. Lisäksi kyettäisiin aiempaa selvemmin tunnistamaan ne rahoitusmarkkinoiden ja makrotalouden keskinäisen vuorovaikutuksen ominaisuudet, jotka selittävät rahoitusmarkkinoiden tasapainottomuuksien, kriisien ja makrotaloudellisten häiriöiden ilmaantumista. Pankkikriisien mahdollisia vaikutuksia talouskasvuun on talusteoreettisessa kirjallisuudessa tutkittu erityisen vähän, vaikka pankkikriisien ja talouskasvun vuorovaikutuksesta on olemassa melkoinen määrä empiiristä näyttöä.

Ei ole erityisen vaikeaa nähdä teoreettisesti, millä tavoin pankkikriisit voivat vaikuttaa talouskasvuun. Toisaalta tarvitaan malleja, joissa pankkijärjestelmä vaikuttaa resurssien kohdentumiseen taloudessa ja toisaalta malleja, joissa pankkikriisit esimerkiksi talletuspakojen yhteydessä vaikuttavat pääomanmuodostukseen. Itse asiassa kiinnostavaa ei ole yksinomaan se, miten toteutuneet paniikit vaikuttavat pääomanmuodostukseen, vaan myös – ja ehkä vielä enemmänkin – se, millä tavoin talletuspakojen mahdollisuus muuttaa taloudellisten päättäjien päätöksiä suuntaan, jolla voi olla vaikutuksia pääoman muodostukseen ja talouskasvuun.

Mahdollisten talletuspakojen pitkäaikaisiin seurauksiin vaikuttaa olennaisesti se, millä tavoin pankkien toimia mallinnetaan kasvumallissa. Joissakin malleissa talouskasvu on riippuvainen historiallisesta kehityksestä, kuten paljon käytetyssä Ak-mallissa, ja niissä talletuspaolla on olennaisesti pysyviä reaali vaikutuksia. Tämä viittaa etenkin siihen, että kriisin todelliset kustannukset ovat paljon suuremmat kuin tuotannon lyhyen aikavälin menetystä kuvaavat arviot antavat ymmärtää. Vaikutuksia tulee olemaan pitkän aikavälin kasvuvauhtiin ja sen myötä kokonaistuotannon aikauraan, kun pankit järjestelevät sijoituksiaan uudelleen.

Yksi tärkeä seuraus näistä pohdinnoista on, että suuri osa talletuspäön kustannuksista siirtyy tulevien sukupolvien harteille. Tulevien

sukupolvien mieltymyksiä eivät pankit kuitenkaan tällä hetkellä ota huomioon, koska ne kilpailevat muun muassa olemassa olevien sukupolvien talletuksista rahoittaakseen pitkäaikaisia sijoituksiaan. Usein yhteiskunnallisesti ihanteellinen politiikka tällaisessa tilanteessa painottaa toimia, jotka nopeuttavat talouden kasvuvauhtia. Riskien jako olemassa olevien sukupolvien kesken saa sen sijaan vähemmän painoa. Lisäksi tuoreitten teoreettisten tutkimusten valossa näyttää siltä, että sukupolvien väliset ulkoisvaikutukset voivat olla yllättävän suuria siinä mielessä, että vaikka yhteiskunnallinen päättäjä antaa vähän painoarvoa tulevaisuuden hyvinvoinnille, yhteiskunnallisesti ihanteellinen politiikka pyrkii voimakkaasti välttämään tulevia talletuspakoja ja suosii toimia, jotka vähentävät tällaisten epäsuotuisten tapahtumien todennäköisyyttä.

On selvää, että lisätutkimuksia tarvitaan, jotta päästäisiin luotettavaan ja olennaisiin johtopäätöksiin pankkikriisien vaikutuksista talouskasvuun ja jotta mahdolliset politiikkasuositukset olisivat aiempaa vakaammalla perustalla. Toistaiseksi tutkimus ei ole tässä suhteessa vielä riittävän kehittynyt. Tuore, ehkä intuition vastainenkin esimerkki kuvastanee tilannetta hyvin. Jos pankin rahoitusmuodon valinta, esimerkiksi talletussopimus, vaikuttaa mahdollisen talletuspaon todennäköisyyteen, pankki sijoittaa varansa vähemmän likvidisti. Tämä yllättävä tulos perustuu siihen intuitiiviseen ajatukseen, että vähentääkseen talletuspaon todennäköisyyttä pankkien täytyy pienentää paosta odotettua suhteellista tuottoa. Ohjaamalla varoja enemmän investointiprojekteihin – pääomanmuodostukseen – ja vähemmän erityisen likviditeihin sijoituksiin pankit pystyvät kasvattamaan odottamisesta saatavaa tuottoa ja siten kannustamaan aiempaa paremmin asiakkaita pitämään talletuksensa pankissa. Näin ollen vähentämällä sijoitustensa likviditeettiä pankit paitsi pienentävät talletuspakojen todennäköisyyttä myös lisäävät pääomanmuodostusta ja nopeuttavat talouskasvua. Kuten todettua, tätä esimerkkiä pitää varoa yleistämästä liikaa. Lisätutkimuksia tarvitaan varmistamaan tällaisten esimerkkien yleistettävyys sekä parantamaan ymmärrystä rahoitusmarkkinakriisien ja talouskasvun keskinäisestä vuorovaikutuksesta.

Jouko Vilmunen



Italian keskuspankin pääjohtaja
Mario Draghi

Maailmanlaajuisen talouskriisin haasteet makrotaloustieteelle ja kansainväliselle rahoitukselle

Suomen Pankki järjesti yhteistyössä Italian keskuspankin (Banca d'Italia) kanssa kansainvälisen huipputason konferenssin "Challenges of the Global Crisis to Macroeconomic Theory and International Finance" (Maailmanlaajuisen talouskriisin haasteet makrotaloustieteelle ja kansainväliselle rahoitukselle). Tämä Pentti Kourin tieteellisen uran kunniaksi järjestetty konferenssi pidettiin Helsingissä 11.6.2010.

Konferenssissa käsiteltiin kolmea taloustieteen merkittävää erityisaluetta, jotka olivat Pentti Kourin kiinnostuksen kohteena: syvien taantumien makrotaloudellinen analyysi, valuuttakurssien merkitys maailmantalouden sopeutumisessa ja rahoitusjärjestelmän vakauden

merkitys talouskasvun kannalta. Konferenssin lopuksi pidettiin paneeli-keskustelu nykyisistä talouspolitiikan haasteista.

Taloustieteen nobelistin prof. Edmund S. Phelps'n lisäksi konferenssiin osallistui monia muita nimekkäitä kansainvälisiä vieraita, joista osa piti tilaisuudessa esityksen ja osa toimi kommentoijana. Lisäksi mukana oli Pentti Kourin entisiä opiskelutovereita, kollegoja ja tutkimuskumppaneita.

Yhden päivän kestänyt konferenssi jakautui teemojen mukaan kolmeen istuntoon, joissa kussakin oli yksi esitys, kaksi valmisteltua kommenttipuheenvuoroa sekä yleisökommentteja. Lounaspuheen piti Chilen keskuspankin pääjohtaja José De Gregorio makromalleista, talouspolitiikasta ja kriisienhallinnasta.

Syvien taantumien makrotaloudellinen analyysi

Aamupäivän ensimmäisessä alustuksessa *Edmund Phelps* esitteli käsityksiään vuonna 2008 puhjenneseen rahoituskriisiin ja sitä seuranneeseen globaaliin taloustaantumaaan johtaneista syistä. Hänen päähuomionsa kohdistui erityisesti Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden hintakehitykseen. Tukeutuen esitystään varten rakentamaansa teoreettiseen malliin Phelps pyrki selittämään tätä hintakehitystä itsensä toteuttavilla odotuksilla. Tämän mukaisesti asuntomarkkinoiden hinnat nousevat niin pitkään kuin kotitaloudet ja sijoittajat uskovat niiden nousevan. Taloussuhdanteet ja asuntomarkkinoiden voimakkaat hintaliikkeet aiheutuvat selittämättömistä muutoksista taloudenpitäjien odotuksissa. Pessimistisiksi muuttuneet hintaodotukset siis romahduttivat asuntomarkkinoiden hinnat. Nousukaudelta peritty velka osoittautui liialliseksi, jolloin kotitalouksien ja yritysten oli velanhoidon vaikeuduttua pakko leikata kulutusmenoja ja vähentää investointeja, minkä vuoksi taloudellinen toimeliaisuus hiipui. Phelps korosti lisäksi, että rahoitusmarkkinat eivät ole hänen mallissaan erityisasemassa eikä hän oleta odotustenmuodostuksen harhattomuutta, jota hän pitää liian rajoittavana ja epärealistisena oletuksena.

James Galbraith aloitti kommenttipuheenvuoronsa toteamalla Phelps'n olevan tavallaan oikeassa argumentoidessaan, että Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden hintavaihtelut voidaan selittää viittaamatta rahoitustekijöihin. Hänen mukaansa rahoitusmarkkinat ovat kuitenkin olleet niin keskeisessä asemassa viimeaikaisen talouskehityksen kannalta, että niitä ei tulisi sivuuttaa. Galbraithin mukaan jotkin asuntolainamarkkinoilla vallinneista käytännöistä hyödynsivät tehokkaasti lainsäädännön harmaita alueita ja hipoivat laillisuuden rajoja. *Assar Lindbeck* puolestaan keskittyi kommentteissaan kriisin raha- ja finanssipoliittisiin implikaatioihin. Hänen käsityksensä mukaan rahoitusmarkkinoiden vakauden tulisi hintavakauden lisäksi sisältyä rahapolitiikan tavoitteisiin. Toisaalta taloutta elvyttävä finanssipoliittikka voi Lindbeckin mukaan olla mahdollista vain, jos finanssipoliittikka on kurinalaista talouden nousu- ja korkeasuhdanteissa.

Yleisöstä *Björn Wahlroos* esitti oman näkemyksensä rahoitusmarkkinakriisin syistä argumentoimalla, että Yhdysvalloissa lainsäädäntö on 1970-luvulta lähtien kannustanut pankkeja ja muita rahoituslaitoksia lainaamaan pienituloisille kotitalouksille. *Alexander Swoboda* halusi selvittää, että rahoitus- ja asuntomarkkinoilla

esiintyneet (puoli)rikolliset käytännöt saattoivat voimistaa kriisiin johtanutta kehitystä. Laillisuuden rajoja hipova toiminta ei kuitenkaan sinänsä sysännyt kriisiä alkuun. *Bengt Holmström* kiinnitti huomiota rahoitusmarkkinoiden rakenteen ja toiminnan paradoksaalisiin piirteisiin: turvalliselta vaikuttavat järjestelmät ja toimintaympäristö saavat taloudenpitäjät käyttäytymään varomattomammin. Holmström kysyikin, pitäisikö kriisin jälkeen rahoitusjärjestelmään luoda tietty määrä epävarmuutta. *Assar Lindbeck* totesi, että rahoitusjärjestelmään on sisäänrakennettu kannusteongelmia ruokkivia piirteitä, kuten rajoitettu (tappio)vastuu ja uskomukset julkisen vallan hätäavusta ongelmatilanteissa. Aiemmin näiden vastapainona oli tiukka valvontajärjestelmä, jota on kuitenkin vähitellen höllennetty ja purettu.

Valuuttakurssien merkitys maailmantalouden sopeutumisessa

Kokouksen toisessa istunnossa keskityttiin valuuttakursseihin ja maailmantalouden sopeutumiseen. *Giancarlo Corsetti* tarkasteli esityksessään keskuspankin harjoittaman optimaalisen korko-ohjauksen ominaisuuksia pienessä avoimessa taloudessa. Keskuspankin korko-ohjausta on tutkittu paljon, mutta Corsettin päähuomio kiinnittyi kysymykseen, pitäisikö keskuspankin määräämän koron reagoida myös leimallisesti avotalouden tilaa kuvaaviin muuttujiin, kuten reaaliin valuuttakursseihin, vaihtosuhteisiin ja jopa maailmantalouden tasapainottomuuksiin. Nykyään laajalti avotalouden makrokysymysten tutkimisessa käytettyjen makromallien mukaan tällaisen avotalouden informaation käyttö ei paranna keskuspankin korko-ohjauksen tehoa verrattuna suljetun talouden Taylor-sääntöön. Tämän säännön mukaan keskuspankki muuttaa ohjaukorkoaan, kun talouden inflaatiovauhti poikkeaa keskuspankin tavoitteesta tai kun talouden kokonaiskysynnän dynamiikka ei ole tasapainoista. Corsetti pyrki osoittamaan, että nämä perustulokset muuttuvat kolmesta syystä: eri maiden kuluttajien kulutuspreferenssit poikkeavat toisistaan, yhteisten maailmantalouden häiriöiden sijasta taloustoimijoiden on päätöksissään varauduttava maakohtaisiin häiriöihin ja lisäksi rahoitusmarkkinat ovat epätäydelliset, joten taloustoimijoiden riskienhallintamahdollisuudet ovat puutteelliset. Keskuspankin tulisi näin ollen ottaa korkopäätöksissään huomioon myös tämä avotalouden muuttujiin sisältyvä informaatio.

Kommenteissaan *Jorge Braga de Macedo* totesi, että Corsettin tutkimusta voidaan pitää jatkona Pentti Kourin 1970-luvun tutkimuksille. *Ignazio Visco* yhtyi tähän tulkintaan ja pohti mahdollisuutta laajentaa Corsettin mallia niin, että se mahdollistaisi optimaalisen korko-ohjauksen analysoinnin usean sijoituskohteen tapauksessa. Hän myös huomautti, että Corsettin samoin kuin muidenkin tutkijoiden vastaavat tutkimukset tukevat käsitystä keskuspankin mandaatin laajentamisesta niin, että hintavakauden lisäksi keskuspankin tulisi reagoida myös omaisuushintojen muutoksiin ja maailmantalouden epätasapainoon.

Yleisökeskustelussa *Olivier Blanchard* korosti Corsettin analyysin esiin tuomien kysymysten tärkeyttä tutkimuksen ja talouspolitiikan kannalta. Analyysi nostaa esiin haasteita, joiden parissa akateeminen yhteisö ja talouspolitiikan päättäjät askartelevat vastaisuudessa hyvin intensiivisesti. Onko inflaatiotavoite sittenkään oikea rahapolitiikan ohjauksjärjestelmä? Blanchard suhtautui jokseenkin epäileväisesti



Olivier Blanchard, Tor Jacobsson ja Jorma Ollila

mahdollisuuteen soveltaa luontevasti Corsettin ajatuksia suljetussa taloudessa. Jos rahapolitiikalla yritetään hallita erilaisia varallisuusvaikutuksia, keskuspankit näyttäisivät omaksuvan tehtäviä, joita on perinteisesti hoidettu finanssi- ja sosiaalipolitiikan keinoin.

Makromallit, talouspolitiikka ja kriisienhallinta

José De Gregorio esitteli lounaspuheessaan ajatuksiaan maailmantalouden muutosten, makrotaloustieteen ja talouspolitiikan, taloustieteen mallien ja teorioiden sekä kriisien ehkäisemisen ja kriisienhallinnan välisestä vuorovaikutuksesta. De Gregorion puhetta sävytti havainto, että maailmantaloudessa on tapahtunut suuria muutoksia, joiden seurauksena yksittäisten talouksien keskinäinen riippuvuus on lisääntynyt ja joiden ansiosta yksittäiset taloudet ovat aiempaa haavoittuvaisempia. Makrotaloustieteen ja talouspolitiikan tutkimuksen keskeisistä muutoksista De Gregorio nosti esiin rationaaliset odotukset ja dynaamisen kannusteongelman, jotka loivat perustan keskustelulle talouspolitiikan säännöistä ja tapauskohtaisesta harkinnasta sekä joustavien sääntöjen – rajallisen harkinnan – optimaalisuudesta. Hän tarkasteli myös analyttisen täsmällisyyden sekä realismin ja joustavuuden välisiä mahdollisia jännitteitä makrotaloustieteissä. De Gregorion mukaan nimenomaan rahoitustutkimuksen olisi voinut odottaa kykenevän ennakoimaan rahoitusjärjestelmään patoutuneita tasapainottomuuksia, vaikka hän myönsikin, että taloustieteellisillä malleilla on yleisesti ottaen vain rajallinen kyky käsitellä reaali maailman monimutkaisia ongelmia.

Puheensa loppuosan De Gregorio omisti kriisien ehkäisylle ja hallinnalle. Keskeinen sanoma oli, että kriisien aiheuttamisen sijasta talouspolitiikan tehtävä on vahvistaa rahoitusjärjestelmän iskunkestävyyttä ja minimoida kriisistä aiheutuvia kustannuksia. Hän piti myös tärkeänä, että kriisien ennakointijärjestelmiä ja niistä hälyttäviä indikaattoreita kehitetään, vaikka yksiselitteistä informaatiomuuttajajoukkoa onkin mahdotonta löytää. Signaaleja ongelmista – joskaan ei välttämättä kriiseistä – löytyy sellaisista muuttujista kuin itsepiintaiset vaihtotaseen alijäämät, vääristyneet valuuttakurssit, rahoitus- ja yrityssektorin taseiden maturiteettiriskit sekä omaisuushintojen ja luotonannon kestävä kehitys. Indikaattoreiden tarkastelu ei kuitenkaan De Gregorion mukaan riitä. Indikaattoreista on suodatettava riskialtistuksiin liittyvä informaatio, joka on vielä aggregoitava yleiskuvan saamiseksi rahoitussektorin haavoittuvuuksista. Keskuspankit käyttävät vakausraporttejaan tähän tarkoitukseen.

Rahoitusjärjestelmän vakauden merkitys talouskasvun kannalta

Francesco Giavazzi and *Alberto Giovannini* tarkastelivat alustuksissaan rahoitusjärjestelmän merkitystä rahapolitiikan suunnittelun ja toteutuksen kannalta. Giavazzi aloitti esittelemällä Giovanninin kanssa tekemänsä tutkimuksen tuloksia. Tutkimuksessa tarkastellaan rahoitusjärjestelmän haurautta selittäviä tekijöitä sekä rahoitusjärjestelmän haurautta ja rahapolitiikan välistä riippuvuutta. Giavazzin mukaan rahoitusjärjestelmän hauraus on syvemmällä rahoitusjärjestelmän toiminnassa kuin omaisuushintojen kuplina ilmenevien

häiriöiden perusteella voisi päätellä. Hauraus aiheutuu viime kädessä rahoitusjärjestelmän asemasta likviditeettitransformaatioissa. Giavazzi päätti osuutensa esittelemällä yhteistutkimuksen mallianalyysin keskeistä rahapoliittista implikaatiota: mahdollisia likviditeettikriisejä edeltävät ja niiden jälkeiset ohjauskoron muutokset ovat vastakkaismerkkiset. Kriisiä edeltäviä korkeita korkoja tarvitaan hillitsemään pankkien halua rahoittaa toimintaansa liiaksi lyhykestoisella velalla, kun taas kevyttä, matalien korkojen rahapolitiikkaa tarvitaan kriisin puhjettua, jotta kriisistä aiheutuvat vahingolliset reaalityaloudelliset vaikutukset pysyvät mahdollisimman pieninä.

Giovannini korosti omassa puheenvuorossaan likviditeetti-transformaation ja epäsymmetrisen informaation merkitystä rahoituskriisien kannalta. Rahoitusmarkkinoiden kehitys on tuonut mukanaan verkostoja ja vaikutuskanavia, jotka vakuudellisen velan hallinnoinnin ohella voivat ruokkia taloudellisilta vaikutuksiltaan merkittävien likviditeettikriisien syntymistä. Giovannini pohdiskeli myös likviditeetin niukkuuden vaikutuksia talouden reaalkorkoon. Hän korosti, että likviditeetin todellinen (varjo)hinta eli normaali- ja kriisi-aikojen pääoman rajatuottavuuden keskiarvo on näiden vaikutusten kannalta ratkaisevaa. Likviditeetin havaittu (varjo)hinta määräytyy puolestaan pääoman normaaliaikojen rajatuottavuudesta. Aivan loppuksi Giovannini ilmoitti suhtautuvansa suopeasti ajatukseen keskitettyjen vastapuolien käyttämisestä sekä systemaattisen seurantajärjestelmän rakentamisesta osana rahoitusjärjestelmän ja -valvonnan uudistusta.

Ensimmäisessä kommenttipuheenvuorossa *Bengt Holmström* huomautti rahoitusjärjestelmän haurauteen viitaten, että talletusvakuutusjärjestelmä on tehokkaasti estänyt talletuspakojen syntymistä Yhdysvalloissa 1930-luvulta asti ja suojannut erityisesti pientallettajien talletuksia pankeissa. Holmström toisaalta argumentoi, että rahoitusjärjestelmän ajautuminen kriisiin juuri nyt selittyy markkinarahan, erityisesti repomarkkinoiden merkityksen voimakkaalla kasvulla, koska repomarkkinat perimmältään suorittivat samoja tehtäviä kuin talletusvakuutusjärjestelmä. Repomarkkinoista on lisäksi muodostunut valtaiset vakuudellisten talletusten tukkumarkkinat, joilla pieniriskisten vakuuksien kysyntä tyydytetään arvopaperistamisen avulla. Arvopaperistettujen omaisuuserien nopea kasvu kriisiä edeltävänä aikana on sopusoinnussa tämän tulkinnan kanssa. Holmström päätti puheenvuoronsa havaintoihin vaihtoehtoisista keinoista vähentää rahoitusjärjestelmän haurautta. Yksinkertaista reseptiä ei ole hänen mukaansa olemassa, koska turvallisempi rahoitusjärjestelmä paradoksaalisesti ruokkii taloustoimijoiden halua suurempaan riskinottoon. Kriisejä edeltävä sääntely voi parhaimmillaankin olla epätäydellistä, kun taas kriisien puhkeamisen jälkeen hoito- ja ratkaisumekanismit ovat avainasemassa. Vähemmän keskittynyttä pankkisektoria saattaisi olla helpompi hallita.

Philip Lane puolestaan keskittyi kommentteissaan matalien (ohjaus)korkojen ja riskinoton väliseen problematiikkaan. Hän huomautti, että usein rahoituskriisejä edeltää intensiivinen rahoitusnovaatioiden aikakausi. Viimeistä rahoituskriisiä edeltänyt arvopaperistaminen on tästä hyvä esimerkki. Samoin esimerkistä käy rahaliitossa toteutettu euron käyttöönotto, joka lisäsi luoton tarjontaa maasta toiseen Euroopassa. Lanen mielestä tärkein kysymys tässä yhteydessä on rahoitusnovaatioiden vaikutusten hallinnoinnin

kannalta oikea korkotaso. Rahoitusjärjestelmän sääntelyn suhteen Lane korosti vastapuoliriskien minimoointia, systeemisten riskien hallintaa ja pankkitoiminnan rajoituksia.

Yleisökommenteissaan *Björn Wahlroos* väitti, että rahoitus-innovaatioiden vaikutusten hallinnoinnin kannalta todellinen ongelma liittyy keskuspankin ja rahoitusvalvontaviranomaisten rajallisiin mahdollisuuksiin kilpailla alan parhaista osaajista. *Alexander Swoboda* puolestaan piti ajatusta ohjauskoron kriisiä edeltävien ja niitä seuraavien vastakkaismerkkisistä muutoksista mielenkiintoisena ja pohdiskeli tällaisen politiikan symmetrisyyttä. *Assar Lindbeck* sen sijaan punnitsi kysymystä, onko kuplivan omaisuushinnan alentaminen vähemmän vahingollista kuin sen puhkaiseminen.

Paneeli: Nykyiset talouspolitiikan haasteet



Guillermo Ortiz ja Bengt Holmström

Guillermo Ortiz esitti paneelikeskustelun ensimmäisessä puheenvuorossa näkemyksiään tämän hetken politiikkaaasteista. Hän jakoi tarvittavat politiikkatoimenpiteet lyhyen aikavälin elvyttäviin ja pitkän aikavälin kasvuja tukeviin toimenpiteisiin korostaen, ettei näiden tarvitse olla toisistaan riippumattomia. Ortizin mukaan Euroopan suurimmat ongelmat liittyvät suhteellisen hitaaseen kasvuun ja talouksien eritahtiiseen elpymiseen. Euroopan unionin talouspolitiikan kannalta ongelmallista on lisäksi se, että sen talouspoliittiset instituutiot on suunniteltu pääasiassa prosessien hallinnointia eikä niinkään päätöksentekoa varten. Poikkeuksena on Euroopan keskuspankki, jonka mandaatti on kuitenkin tarkkaan rajattu. Euroopan rahoitusmarkkinoiden epävakaus vaikeuttaa osaltaan mantereen talouksien elpymistä. Lisäksi helposti tarttuvat valtioiden velkakriisit ja riittämätön yhteistyö sääntelytoimenpiteissä ruokkivat epävarmuutta tulevasta rahoitusjärjestelmän sääntelystä. Ortiz korosti esityksensä lopuksi tarvetta kansainväliseen yhteistyöhön rahoitusjärjestelmän sääntelystandardien luomisessa, vaikka myönsikin, että tarvittavaa yhteistä poliittista tahtoa ei tällä hetkellä ehkä löydy.

Finanssipolitiikan ja pankkisektorin käyttäytymisen välinen vuorovaikutus muodosti *Patrick Honohanin* paneelipuheenvuoron ytimen. Honohanin mukaan asiaan ei ole kiinnitetty riittävästi huomiota, mutta näiden kahden välinen yhteys selittää joitakin finanssipolitiikan ongelmia ja haasteita Euroopassa. Honohan havainnollisti näitä ongelmia Irlannin kokemuksilla. Irlannin korkotaso aleni voimakkaasti maan liityttyä euroalueeseen, ja matala korkotaso ruokki odotuksia pysyvästi nousevista asuntojen hinnoista. Lisäksi luotonannon ripeä kasvu kiihdytti osaltaan asuntojen hintojen nousuvauhtia. Irlannin kokema luottosykli voimisti Honohanin mukaan verotulojen vaihtelua. Osa verotuloista onnistuttiin Irlannissa rahastoimaan, mutta verojärjestelmään tehdyt muutokset todellisuudessa lisäsivät verotulojen riippuvuutta spekulatiolle alttiista tuloista, kuten sattumanvaraisista pääomavoitoista. Kun omaisuushinnat sitten Irlannissa romahtivat, valtion verotuloihin syntyi suuri vaje. Epävarmuus julkisen talouden kestävydestä kasvoi osaltaan myös sen vuoksi, että epätietoisuus pankkien tulevista tappioista vähensi luottamusta arvioihin pankkituen määrästä. Irlannin keskuspankki on osaltaan pyrkinyt hälventämään näitä epävarmuuksia vaatimalla pankkeja tekemään asianmukaisia stressitestejä ja kasvattamaan pääomapuskureitaan. Kaikkien näiden ongelmien ja

haasteiden pitäisi Honohanin mukaan lisätä tutkijoiden ja päättäjien kiinnostusta finanssipolitiikan ja pankkisektorin käyttäytymisen välisen yhteyden systemaattiseen tutkimiseen.

Olivier Blanchard esitteli omassa puheenvuorossaan laskelmia G20-maiden julkisen sektorin tulevista säästötarpeista, joita näiden maiden julkisen sektorin nopea velkaantuminen on synnyttänyt. G20-maiden julkisen sektorin yhteenlaskettu velkasuhde (julkisen velan osuus ostovoimapariteetilla painotetusta bruttokansantuotteesta) kasvaa 39 prosenttiyksikköä vuosina 2008–2015. Suurin osa tästä velkasuhteen kasvusta, 19,2 prosenttiyksikköä, aiheutuu menetetyistä verotuloista. Nettokorkorasite eli reaalikoron ja bruttokansantuotteen kasvuvauhdin erotus selittää velkasuhteen arvioidusta kasvusta huomattavasti pienemmän osan, noin 7,5 prosenttiyksikköä. Blanchardin mukaan julkisen sektorin arvioitu tuleva säästämistarve – primääriset budjettilyijäämät – on mittava erityisesti, jos arvioiden lähtökohdaksi otetaan oletus velkasuhteen vakioitumisesta 60 prosenttiin. Esimerkiksi Yhdysvalloissa liittovaltion vuotuisten budjettilyijäämien on yhteenlaskettuna kasvettava 11–12 prosenttiin maan bruttokansantuotteesta vuoteen 2020 mennessä. Jo toteutetuilla säästötoimenpiteillä Yhdysvallat kykenee arvioiden mukaan keräämään puolet näistä säästöistä vuoteen 2015 mennessä. Epävarmuus lisäsäästöjen määrästä on kuitenkin suuri. Yhdysvaltain liittovaltion säästötoimenpiteillä on lisäksi globaaleja dynaamisia talousvaikutuksia, jotka osaltaan riippuvat muun maailman, erityisesti nousevien talouksien säästämiskäyttäytymisestä sekä valuuttakurssien muutoksista.

Seppo Honkapohja tarkasteli esityksessään julkisen sektorin vakauttamisen lyhyen ja pitkän aikavälin talousvaikutuksia. Hän korosti aluksi, että julkisen sektorin nopea velkaantuminen nykyisen kaltaisessa tilanteessa liittyy globaalin rahoituskriisin kolmanteen vaiheeseen. Alun rahoitusmarkkinakriisi ja sen leviäminen globaaliksi talous- taantumaksi muodostavat murroksen kaksi ensimmäistä vaihetta. Julkisen sektorin velkaongelman ratkaisemiseen tarvitaan Honkapohjan mukaan talouskasvun lisäksi ylijäämäinen julkinen sektori. Käytävissä olevat arviot julkisen sektorin säästötarpeista eri maissa ovat suuria. Julkisen sektorin vakauttamisen talousvaikutuksia kommentoidessaan Honkapohja huomautti, että lyhyen aikavälin vaikutukset jäävät yleensä pienemmiksi, jos finanssipolitiikan kerroinvaikutukset ovat pieniä ja jos vakauttamistarpeet ovat suuria ja jatkuvat pitkään. Pitkän aikavälin kasvua mahdollisesti nopeuttavat vaikutukset riippuvat osaltaan lähtötilanteen velan määrästä, mutta toteutuvat todennäköisemmin, kun julkisen sektorin vajetta pienennetään leikkaamalla ei-tuotannollisia menoja. Honkapohja päätti puheenvuoronsa toteamalla, että julkisen sektorin vakauttaminen vie yleensä vuosia eikä ole ilmeistä, että julkisen sektorin velkaantuminen vähenee kriisin jälkeen. Vakauttamisen onnistumisen kannalta tärkeää on ankkuroida yksityisen sektorin odotukset ja välttää poliittikkavirheitä prosessin aikana.

Olli Rehn reagoi ensimmäisenä yleisöstä mainitsemalla kolme vastaesimerkkiä Ortizin ajatukselle, että Euroopan yhteisön politiikka-instituutiot on luotu prosessien hallintaan eikä niinkään talouspolitiiseen päätöksentekoon: päätös tukea Kreikan rahoitusmarkkinoita, alkuun saatettu yhteisömaiden julkisen sektorin vakauttaminen ja päätökset valvoa aikaisempaa systemaattisemmin julkisen sektorin

tasapainottomuuksia. *Edmund Phelps* puolestaan huomautti, että päätökset olla vakauttamatta julkista sektoria myös lisäävät taloudellista epävarmuutta. *Tuomas Saarenheimo* halusi täsmennystä uskottavan julkisen sektorin vakauttamisohjelman käsitteeseen. *Assar Lindbeck* puolestaan argumentoi, että kasvu- ja vakaussopimus on puutteellinen ainakin sen vuoksi, että julkisen sektorin alijäämän suuruus ei vaikuta alijäämästä langetettavan sanktion suuruuteen.

Seppo Honkapohja tuki vastauksessaan Phelpsia ja lisäsi, että päätös verojen korottamisesta julkisen sektorin vajeen pienentämiseksi ei sinänsä kerro, mitä veroja pitäisi korottaa. Asia on tärkeä, koska vaihtoehtoiset veroinstrumentit vaikuttavat eri tavoin taloudessa. *Olivier Blanchard* totesi, että julkisen sektorin tasapainottaminen yleensä vaikeutuu julkisen velan kasvaessa ja että uskottavan julkisen sektorin vakauttamisohjelman ongelmaa yritetään ratkoa päivittäin. *Patrick Honohan* väitti, että julkisen sektorin tasapainottamisohjelmien uskottavuus paranee ja ohjelmien suotuisat kasvuvaikutukset ovat yleensä todennäköisempiä, kun vakauttamisesta koituu merkittäviä poliittisia hyötyjä tai kun poliittiset kustannukset vakauttamisesta luopumisesta koetaan liian suuriksi. Myös *Guillermo Ortiz* korosti vakausohjelmiin ankkuroitujen odotusten tärkeyttä suunnitelmien onnistumisen kannalta. *Olli Rehn* puolestaan totesi luottamuksen palauttamisen vievän aikaa.

Jorge Braga de Macedo päätti kokouksen korostamalla, että Pentti Kourilla olisi ollut paljonkin hyödyllistä sanottavaa kaikista kokouksessa keskustelluista teemoista.

Jouko Vilmunen

Venäjän pankkisektori on sekä samanlainen että erilainen



Jouko Vilmunen

Maailmanlaajuinen talouskriisi iski lujasti myös Venäjän talouteen. Viime vuonna Venäjän bruttokansantuote laski 7,9 %. Toisin kuin monissa muissa maissa Venäjällä pankkisektori on selviytynyt taloudellisen aktiviteetin supistumisesta varsin hyvin. Vaikka luotonanto kasvoi hyvin nopeasti viime vuosikymmenen jälkipuoliskolla, pankkien luottokanta ei ehtinyt kasvaa kovin suureksi. Lisäksi myös Venäjällä viranomaiset ovat eri tavoin halunneet turvata pankkisektorin likviditeettiä. Talletussuoja ja joidenkin pienien pankkien nopea sulkeminen ovat tukeneet yleisön luottamusta pankkijärjestelmään. Lisäksi on huomattava, että valtio omistaa edelleen merkittävän osan pankkisektorista.

BOFITissa on viime vuosina tutkittu paljon Venäjän pankkisektoria. Näitä tutkimuksia varten on hankittu hyvin yksityiskohtainen tietokanta venäläisten pankkien tase- ja tuloslaskelmatiedoista. Tutkimuksissa on selvitetty mm. kilpailutilannetta Venäjän pankkijärjestelmässä sekä sitä, miten omistus vaikuttaa pankkien tehokkuuteen ja korkomarginaaleihin. Koska Venäjällä on vuosina 2000–2007 suljettu useita pankkeja, olemme pystyneet myös selvittämään, mikä on markkinarakenteen vaikutus sille todennäköisyydelle, että pankki joutuu ongelmiin.

BOFIT DP 12/2009 (Zuzana Fungáčová – Laurent Weill: How market power influences bank failures: Evidence from Russia) tutkii kilpailun vaikutusta rahoitussektorin vakauteen. Vallitseva käsitys on ollut, että kilpailu lisää pankkisektorin haavoittuvuutta, mutta myös toisenlaisia käsityksiä on esitetty kirjallisuudessa. Tässä keskustelu-aloitteessa tutkitaan ensimmäistä kertaa kilpailun vaikutusta yksittäisten pankkien vararikoihin. Kilpailua mitataan Lernerin indeksillä.

Venäjän pankkisektori on siinä mielessä ainutlaatuinen, että siellä on viime vuosien aikana ollut useita pankkien vararikkoja. Tämän tutkimuksen tulosten mukaan on selvää, että pankkien välinen kilpailu vähentää pankkisektorin vakautta. Tulos säilyy samana, vaikka pankkien markkinavoimaa ja vararikkoa tutkitaan erilaisilla mittareilla.

Työssä käytetään myös erilaisia kontrollimuuttujia sekä testataan, onko muuttujien välinen yhteys epälineaarinen. Näyttää siltä, että pankkien välistä kilpailua lisäävät toimet voivat heikentää rahoitussektorin vakautta. Jos tämä tulos on yleistettävissä myös muihin maihin – etenkin kehittyviin talouksiin talouksiin – sen politiikka-implikaatiot näissä maissa ovat selvät: Finanssisektorin vakauden takia on ehkä siedettävä jonkin verran vähemmän kilpailua.

Uudemmassa BOFIT-tutkimuksessa selvitetään pankkien markkinavoimaan vaikuttavia tekijöitä. BOFIT DP 3/2010 (Zuzana Fungáčová, Laura Solanko and Laurent Weill: Market power in the Russian banking industry) analysoi pankkien välistä kilpailua Venäjällä. Kilpailua ja sen tekijöitä mitataan käyttämällä Lernerin indeksin avulla laskettua markkinavoimaa (market power). Vastaavia tutkimuksia on aiemmin tehty vain kehittyneiden talouksien aineistoa käyttäen, joten tämä tutkimus antaa ainutlaatuisen mahdollisuuden vertailla kehittyvän talouden pankkisektorin kilpailutilannetta kehittyneiden maiden tilanteeseen.

Tulokset osoittavat pankkien välisen kilpailun kiristyneen vain vähän vuosina 2001–2007. Lernerin indeksin arvot Venäjän aineistossa ovat keskimäärin samansuuruisia kuin aiemmissa, kehittyneisiin maihin keskittyneissä tutkimuksissa löydetyt. Valtion omistamien pankkien markkinavoima ei tulosten mukaan eroa yksityisten pankkien markkinavoimasta, ja toisaalta ulkomaalaisomisteisten pankkien markkinavoima ei eroa kotimaisten pankkien markkinavoimasta. Ei siis ole itsestään selvää, että ulkomaisten pankkien tulo markkinoille olisi lisännyt kilpailua Venäjän pankkimarkkinoilla. Aiemman, pankkien riskejä käsitelleen tutkimuksen mukaan, tämä on kuitenkin voinut lisätä Venäjän pankkisektorin vakautta.

Lisäksi tutkimuksessa osoitetaan, että alueellisten markkinoiden keskittyminen, pankkien riskinotto sekä pankin koko määrittävät Lernerin indeksillä mitattua pankkien välistä kilpailua.

BOFITin ekonomistit jatkavat Venäjän pankkisektorin tutkimista, vaikka näkökulmaa ollaan laajentamassa myös muihin kehittyviin talouksiin. Seuraava mielenkiinnon kohde on venäläisten pankkien toiminta ja selviytyminen vuosien 2008–2009 kriisissä. Näitä vuosia käsittelevä yksityiskohtainen aineisto antaa hyvän tilaisuuden tutkia mm., miten julkisen vallan toimet vaikuttavat pankkien käyttäytymiseen kriisiaikoina.

Ilkka Korhonen

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

Suomen Pankin ja Italian keskuspankin järjestivät kesäkuussa tieteellisen konferenssin "Challenges of the Global Crisis to Macroeconomic Theory and International Finance" (Maailmanlaajuisen talouskriisin haasteet makrotaloustieteelle ja kansainväliselle rahoitukselle) Pentti Kourin tieteellisen uran kunniaksi. Tilaisuudessa pidetyt esitykset ovat luettavissa [konferenssisivulta](#).

Lokakuussa järjestetään konferenssi, jossa tarkastellaan kehittyvien maiden rahoitusmarkkinoita, kriisejä sekä kytköksiä muiden maiden talouteen. Konferenssin järjestävät Suomen Pankki (tutkimusyksikkö ja siirtymätalouksien tutkimuslaitos) ja CEPR ([Centre for Economic Policy Research](#), Lontoo). Yhteistyökumppanina on myös Rensselaer Polytechnic Institute, [Lally School of Management & Technology](#) (New York). Ohjelma on luettavissa [konferenssisivulta](#) lähiaikoina.

Tutkimusseminaareja

Keskiviikko 4.8.2010

klo 10.00–11.30

Rauhankatu 19, auditorio

Ph.D. [Jonathan Heathcote](#)

Federal Reserve Bank of Minneapolis

Torstai 2.9.2010

PhD [Erkko Etula](#)

Federal Reserve Bank of New York

Aihe ilmoitetaan myöhemmin.

Torstai 7.10.2010

PhD [Jirka Slacalek](#)

European Central Bank

Aihe ilmoitetaan myöhemmin.

Kaikille avoimet seminaarit pidetään yleensä jokaisen kuukauden ensimmäisenä torstaina klo 13:30–15:00. Ilmoittautuminen edeltävänä päivänä klo 12:een mennessä Marjut Salovuorelle osoitteeseen seminars@bof.fi. Lisätietoja ja seminaarimateriaalia on luettavissa verkkosivulta <http://www.suomenpankki.fi/fi/tutkimus/konferenssit/tutkimusseminaarit>.

BOFIT-seminaareja

Keskiviikko 18.8. klo 10.30

Mingming Zhou

University of Colorado at Colorado Springs ja BOFIT:

Political Connections and Going Public: Do Institutions Matter? (Muut kirjoittajat Bill B. Francis, Iftekhar Hasan ja Xian Sun).

BOFIT-seminaarit pidetään yleensä tiistaisin klo 10:30 alkaen. Seminaareihin ilmoittautumiset Liisa Mannilalle, puh. 010 831 2268, sähköposti Liisa Mannila, etunimi.sukunimi@bof.fi. Lisätietoa seminaareista on saatavissa osoitteesta <http://www.bofit.fi/bofit/tutkimus/seminaarit/tiistai/seminaarit>.

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Kaikki keskustelualoitteet ilmestyvät englanniksi ja sisältävät suomenkielisen tiivistelmän.

Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

13/2010

George W. Evans – Seppo Honkapohja – Kaushik Mitra: [Ovatko velkarahoitteiset budjettialijäämät elvyttäviä, kun taloudenpitäjien odotustenmuodostus ei ole täysin rationaalista?](#)

12/2010

Juha Kilponen – Torsten Santavirta
[Implisiittisten palkkasopimusten tarkastelua yhdistetyllä työntekijä-työnantaja-aineistolla](#)

Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen keskustelualoitteita

14/2010

Asel Isakova: Currency substitution in the Economies of Central Asia: How much does it cost?

13/2010

Aaron Mehrotra – Alexey A. Ponomarenko: Wealth effects and Russian money demand

12/2010

Alexey A. Ponomarenko – Sergey A. Vlasov: Russian fiscal policy during the financial crisis

11/2010

Michael Funke – Hao Yu: The emergence and spatial distribution of Chinese seaport cities

10/2010

Aaron Mehrotra – José R. Sánchez-Fung: China's monetary policy and the exchange rate

9/2010

Allen N. Berger – Iftekhar Hasan – Iikka Korhonen – Mingming Zhou: Does diversification increase or decrease bank risk and performance? Evidence on diversification and the risk-return tradeoff in banking

8/2010

Alexei Karas – William Pyle – Koen Schoors: The effect of deposit insurance on market discipline: Evidence from a natural experiment on deposit flows

7/2010

Vladimir Sokolov: Bi-currency versus Single-Currency Targeting: Lessons from the Russian Experience

6/2010

Yu-Fu Chen – Michael Funke – Nicole Glanemann: Off-the-record target zones: Theory with an application to Hong Kong's currency board

Lähiainkoina ilmestymässä

Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

Patrick M Crowley – Aaron Schultz:

A new approach to analyzing convergence and synchronicity in growth and business cycles: Cross recurrence plots and quantification analysis

Juha-Pekka Niinimäki:

Moral hazard in the credit market when the collateral value is stochastic

Karlo Kauko:

The feasibility of through-the-cycle ratings

Ilmoituksia uusista julkaisuistamme tilattavissa

Suomen Pankin verkkosivulta

http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/sahkoisten_julkaisujen_tilaaminen/index.htm.

SSRN: http://hq.ssrn.com/Pub_Login.cfm?iacm=y.