

Sisällys

Nettovarallisuus ja rahoituksen kohdentuminen	1
Pankin tutkimustoiminnan vahvistaminen: research fellows -sopimuksia ja tieteellisiä neuvonantajia	2
Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja	5
Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja	6
Lähiaikoina ilmestymässä	7



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)
Iikka Korhonen
www.bof.fi/bofit

ISSN 1796-9131 (verkkojulkaisu)

Nettovarallisuus ja rahoituksen kohdentuminen

Taloustieteellisestä kirjallisuudesta löytyy nykyään kohtalaisen paljon tukea käsitykselle, että luotonsaannin vaikeus ja ylipäättään rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyydet voivat voimistaa suhdannevaihteluita. Tuorein rahoitusmarkkinakriisi on entistään motivoinut tutkijoita rakentamaan suhdannevaihteluiden kvantitatiiviseen analyysiin malleja, joissa näillä rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksillä on selvästi erottuvia ja mitattavia vaikutuksia talouden suhdannevaihteluiden ominaisuuksiin.

Vaikka tarvittavien kvantitatiivisten mallien kehittämisessä on edistytty, jäljellä on vielä erittäin suuria haasteita, koska monet relevantit rahoitustutkimuksen mallit korostavat heterogeenisyyden ja erilaisten vääristymien – kuten epäsymmetrisen informaation sekä sopimusten täytäntöönpano- ja valvontaongelmien – merkitystä. Heterogeenisyyttä tarvitaan eniten otto- ja antolainauksen selittämiseen, kun taas informaatiota ja siihen liittyvää kitkaa tarvitaan, jotta pääomarakenteelle saadaan aito rooli. Näillä ominaisuuksilla täydennettyjen suhdannevaihtelumallien rakentaminen ja järkevä kalibrointi ovat osoittautuneet paljon vaikeammiksi kuin vaikkapa makrotutkijoiden käyttämien tavanomaisten dynaamisten makromallien konstruointi ja kalibrointi. Esimerkiksi reaalisten suhdannevaihteluiden perusmalleissa ei ole heterogeenisyyttä tai markkinaepätäydellisyyksiä lainkaan. Toisaalta nimellisillä jäykkyyksillä varustetuissa DSGE-malleissa hintajäykkyyksistä johtuvan heterogeenisyyden vaikutukset itse asiassa yleensä eliminoidaan käyttämällä erityistä rahoitusmarkkinoita hyödyntävää mekanismia, joka palauttaa mallintajan metodologisesti takaisin edustavan taloustoimijan maailmaan.

Kun tunnustetaan, että markkinat voivat mm. agentuuriongelmiensa vuoksi epäonnistua luottojen optimaalisessa allokoinnissa eli niiden kohdentamisessa tuottavimpiin investointiprojekteihin, on selvää, että lainanottajien nettovarallisuudella – tai lainanottajien taseen vahvuudella, kuten ekonomistit myös asian ilmaisevat – on keskeinen merkitys luoton allokoinnissa yrittäjien, yritysten, kotitalouksien, teollisuudenalojen ja kansakuntien kesken. Muutokset talouden varallisuudessa sekä sen jakautumisessa vaikuttavat näin ollen luottojen kohdentumiseen luottomarkkinoiden tasapainossa, millä puolestaan on vaikutusta talouden dynaamiseen investointitasapainoon.

Rahoitusmarkkinoiden ja yritysrahoituksen mikrotaloudellisissa

utkimuksessa 30 viime vuoden aikana saavutetut edistysaskeleet ovat kuitenkin jättäneet jälkeensä hämmentävän määrän erityisiä malleja, jotka näyttävät antavan ristiriitaisia tuloksia. Kasvattavatko rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyydet erilaisten häiriöiden vaikutusaikaa taloudessa vai toimivatko rahoituksen kitkatekijät ainoastaan tai pääasiassa makrotaloudellista volatiliteettia voimistavasti? Jos ne voimistavat kokonaistaloudellista vaihtelua, johtuuko se luoton allokointivirheiden synnyttämästä taantumasta vai siitä, että luoton allokointivirheet johtavat luottosykleihin taloudessa? Onko luottomarkkinoiden toiminnan tehostumisella taipumus vähentää vai lisätä vaihtelua? Vähentääkö vai pahentaako rahoituksen globalisaatio luottomarkkinoiden puutteellisuuksia? Nämä ovat vain esimerkkejä kysymyksistä, joihin tutkijat ovat yrittäneet löytää vastauksia.

Luottomarkkinoiden puutteellisuudet voivat vaikuttaa makrotalouden tasapainoon hyvin monella eri tavalla, joten yksinkertaista vastausta näihin kysymyksiin ei pitäisi olettaa löytyvän. Näiden kokonaistaloudellisten vaikutusten monimuotoisuuteen vaikuttaa se, miten eri taloustoimijoiden ja investointien vuorovaikutus mallinnetaan, mikä puolestaan vaikuttaa talouteen kohdistuvien häiriöiden voimistumis- ja välittymismekanismeihin. Tämä tarkoittaa, että rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien makrovaikutuksia koskevien näkemysten ja johtopäätösten ei oikeastaan pitäisi perustua yksinomaan tietäntyyppisten mallien tuloksiin. Jotta rahoitusmuuttujille saadaan todellinen merkitys suhdannevaihteluiden kvantitatiivisessa analyysissä, näyttää kaiken kaikkiaan siltä, että tutkijoiden on vastaisuudessa keskityttävä yksinkertaisempiin rahoitusrakenteen makrotaloudellista merkitystä selittäviin malleihin, kunnes löytyy konsensus siitä, mitkä rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyydet ovat relevantteja makromallinnuksen kannalta ja siirrettävissä makromallista toiseen. Viime kädessä päämääränä näyttää olevan – ja ehkä pitäisikin olla – rahoitusmarkkinoiden epätäydellisyyksien dynaaminen stokastinen yleisen tasapainon mallinnus, jotta selviäisi, voidaanko rahoitusmarkkinoiden kitkat ja dynaaminen suhdannevaihteluiden mallinnus yhdistää sisäisesti johdonmukaisella tavalla. Edessä näyttää siis olevan hyvin mielenkiintoinen ja haastava tutkimuskenttä.

Jouko Vilmunen

Pankin tutkimustoiminnan vahvistaminen: research fellows -sopimuksia ja tieteellisiä neuvonantajia

Yhä useammassa keskuspankissa pohditaan tutkimustoiminnan merkitystä pankin kokonaisstrategian kannalta, tarkistetaan tutkimusohjelmia niiden kohdistamiseksi nimenomaan keskuspankkitoimintaan ja etsitään aktiivisesti tapoja vahvistaa tutkimusta. Aktiivisten suhteiden rakentaminen akateemiseen maailmaan ja olemassa olevien suhteiden ylläpito näyttävät olevan sitä tärkeämpiä, mitä keskeisempänä keskuspankkien tutkimusohjelmassa pidetään akateemisen tutkimuksen laatuvaatimusten täyttämistä ja etenkin, jos tutkimuksia halutaan julkaista arvostetuissa kansainvälisissä tutkimusjulkaisuissa. Suhteita voi rakentaa ja ylläpitää eri tavoin, esimerkiksi järjestämällä yhteishankkeita, -seminaareja ja -työpajoja sekä ylläpitämällä vierailevien tutkijoiden ohjelmia. Tärkeitä

kanavia ovat toki myös keskuspankkien työntekijöiden ja akateemisten tutkijoiden väliset keskinäiset verkostot.

Suomen Pankki ei ole poikkeus muiden keskuspankkien joukossa. Pankin tutkimusohjelmassa on keskeistä, että tutkimustyö vastaa korkealaatuisia akateemisia vaatimuksia. Vuorovaikutus akateemisten tutkijoiden verkostossa on lisäksi aina ollut tärkeä osa pankin tutkimustoimintaa. Tästä kertoo vierailevien tutkijoiden ohjelma, joka käynnistettiin lähes 15 vuotta sitten, kun pankissa ryhdyttiin tarpeellisiin toimiin tutkimustoiminnan perustan uudistamiseksi. Kolmessa ulkopuolisen arvioijan tekemässä tutkimustoiminnan arviossa, joista tuorein julkistettiin joulukuussa 2009, korostetaan myös pankin tutkimuksen avoimuuden ja akateemisen vaikuttavuuden tärkeyttä. Kahden aiemman arvion tapaan tuoreimmassa arviossa annettiin pankille suosituksia tutkimuksen kehittämiseksi edelleen. Jo aiemmin, vuonna 2008, Suomen Pankissa päätettiin muokata tutkimusorganisaatiota perustamalla research fellow -toimia asemansa vakiinnuttaneille kansainvälisille akateemisille tutkijoille. Research fellow -tutkijat tekevät tutkimustyötä pankin tutkimuksen ydinalueilla ja julkaisevat tutkimustuloksiaan, ja heidän odotetaan edistävän pankin henkilökunnan verkostoitumista lähinnä ulkopuolisten akateemisten tutkijoiden kanssa. Seuraavassa esitellään pankin uudet research fellow -tutkijat ja tieteelliset neuvonantajat, joiden kanssa pankilla on ollut pitkä ja hedelmällinen yhteistyösuhde.



Suomen Pankin tieteellinen neuvonantaja **Iftekhar Hasan** on rahoituksen professori (Cary L. Wellington -professori, Lally School of Management and Technology, Rensselaer Polytechnic Institute). Professori Hasan johtaa myös kansainvälistä rahoitustutkimuskeskusta (International Center for Financial Research), toimii väitöskirjaohjelman toisena johtajana ja kirjanpidon ja rahoituksen aluekoordinaattorina. Hasan on suorittanut maisterin ja tohtorin tutkintonsa Houstonin yliopistossa.

Hasanin tutkimukset käsittelevät kansainvälisiä pankkikysymyksiä, pörssien toimintaa, yksityistämistä kehittyvillä markkinoilla ja uutta yritystoimintaa. Oman tutkimustyönsä ohella Hasan on aktiivisesti mukana useiden tutkimuslaitosten toiminnassa Yhdysvalloissa ja ulkomailla. Suomen Pankin tutkimusosaston tieteellisen neuvonantajan tehtävien lisäksi Hasan on tutkijana New Yorkissa sijaitsevan Stern School of Business -laitoksen Berkley Center for Entrepreneurial Studies -tutkimuskeskuksessa sekä vierailevana tutkijana Atlantan keskuspankissa Georgiassa.

Hasanilta on ilmestynyt yli 200 julkaisua mukaan lukien 120 artikkelia arvostetuissa akateemisissa rahoituksen, kirjanpidon ja talousalan julkaisuissa. Mainittakoon näistä *Journal of Financial Economics*, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, *Journal of Business*, *Journal of Monetary Economics*, *Journal of International Money and Finance*, *Journal of Money Credit and Banking*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Intermediation* ja *European Finance Review*. Hasan on osallistunut useiden kirjojen kirjoittamiseen ja toimittamiseen mukaan lukien laajasti referoitu *Quantitative Methods for Finance and Investment*. Lisäksi hän on jäsenenä useiden julkaisujen toimitusneuvostossa, kuten *Journal of Money Credit and Banking*, *Journal of Banking and Finance* ja *Journal of International Money and Finance*, sekä toimituspäällikkönä julkaisussa *Journal of Financial Stability*.



Martin Ellison on puolestaan ollut marraskuusta 2009 Suomen Pankin research fellow -tutkijana makrotalouden tutkimusohjelmassa. Ellison toimii taloustieteiden professorina Oxfordin yliopistossa ja Michael Cohen -tutkijana Exeter Collegessa. Professori Ellison on rahatalouden kysymyksiin, etenkin suhdannevaihteluiden problematiikkaan keskittynyt makrotaloustieteilijä, jonka kiinnostuksen kohteena ovat erityisesti tilanteet, joissa keskuspankilla ja yksittäisillä taloudenpitäjillä ei ole täyttä tietoa toistensa toimista eikä varmuutta talouden toimintamekanismeista. Professori Ellisonin artikkeleita keskuspankkien ja yksityisten taloustoimijoiden oppimisesta on julkaistu taloustieteen johtavissa kansainvälisissä julkaisuissa, joista mainittakoon *Journal of Monetary Economics*, *Journal of Money, Credit ja Banking* ja *Review of Economic Dynamics*. Tuoreimmassa tutkimuksessaan New Yorkin yliopiston professorin Thomas Sargentin kanssa Ellison hakee tukea ajatukselle, että Yhdysvaltain keskuspankin avomarkkinakomitea on harjoittanut politiikkaa, jossa se on varautunut keskuspankin ekonomistiennustetta huonompaan talouskehitykseen. Ennen nimitystään Oxfordin yliopiston taloustieteiden professoriksi Ellison toimi taloustieteiden professorina Warwickin yliopistossa ja konsulttina Englannin pankissa. Ellison puhuu sujuvasti suomea ja italiaa, sillä hän on opiskellut Oulun yliopistossa ja väitteli tohtoriksi Firenzessä sijaitsevassa European University Institute -oppilaitoksessa.



Research fellow -tutkijan tehtäviä rahoitusmarkkinaohjelmassa hoitaa Helsingin ruotsinkielisen kauppakorkeakoulun Hankenin rahoituksen professori (Aktia Professor) **Timo Korkeamäki**. Korkeamäen kiinnostuksen kohteena on empiirinen yritysrahoitus. Julkaistuissa artikkeleissaan Korkeamäki on tutkinut arvopapereiden suunnitteluongelman yhteyttä yritysten investointikäyttäytymiseen. Hän on myös tutkinut lainsäädännön ja rahoitusmarkkinakäyttäytymisen yhteyksiä ja etenkin Suomen lainsäädännön muutosten vaikutuksia varallisuuden arvostukseen. Meneillään olevissa tutkimuksissaan professori Korkeamäki tarkastelee yritysten osaketuottojen herkkyyttä korko- ja valuuttakurssimuutosten suhteen. Professori Korkeamäki on julkaissut tutkimuksiaan muun muassa seuraavissa kansainvälisissä julkaisuissa: *Journal of Finance*, *Journal of Financial Stability*, *Journal of Corporate Finance* ja *Journal of International Economics and Finance*. Ennen siirtymistään Hankeniin Korkeamäki toimi rahoituksen apulaisprofessorina Gonzagan yliopistossa (Spokane, WA), jossa hän suoritti MBA-tutkinnon vuonna 1996. Korkeamäki väitteli tohtoriksi Etelä-Carolinen yliopistosta (Columbia SC) vuonna 2001. Hän työskenteli vierailevana tutkijana Suomen Pankissa vuonna 2007.

Jouko Vilmunen

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

Suomen Pankin ja CEPR:n 11. konferenssi

Kehittyvien maiden rahoitusmarkkinat (Banking in emerging economies)
7.-8.10.2010

Suomen Pankki (tutkimusyksikkö ja siirtymätalouksien tutkimuslaitos) järjestää yhdessä CEPR:n ([Centre for Economic Policy Research](#), Lontoo) kanssa tieteellisen konferenssin 7.-8.10.2010. Yhteistyökumppanina on myös Rensselaer Polytechnic Institute, [Lally School of Management & Technology](#) (New York). Ajankohtaisessa konferenssissa tarkastellaan uusinta tutkimusta kehittyvien maiden rahoitusmarkkinoista, kriiseistä sekä kytköksistä muiden maiden talouteen. Ohjelma vahvistuu kesäkuun loppuun mennessä, jolloin se on luettavissa [konferenssisivulta](#). Samalta sivulta voi myös lukea tarkemmin konferenssin tavoitteista (Call for papers).

Tutkimusseminaareja

Kutsutut puhujat:

Torstai 6.5.2010

Prof. [Markku Lanne](#)

Helsingin yliopisto

[Optimal Forecasting of Noncausal Autoregressive Time Series](#).

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

Tiistai 4.5.2010

PhD Aseel Isakova

European Bank for Reconstruction and Development

Currency Substitution in the Economies of Central Asia: How Much Does It Cost?

Tiistai 11.5.2010

MSc Markus Eller

Oesterreichische Nationalbank ja BOFIT

What do Russians think about transition?

Keskiviikko 12.5.2010

PhD Zuzana Fungáčová (BOFIT) ja Prof. Laurent Weill (University of Strasbourg ja BOFIT)
Bank Capital, Liquidity Creation and Deposit Insurance

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.bof.fi/bofit/tutkimus/seminaarit/tiistai/seminaarit>.

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Kaikki keskustelualoitteet ilmestyvät englanniksi ja sisältävät suomenkielisen tiivistelmän.

Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

Makrotutkimuksia

12/2010

Juha Kilponen – Torsten Santavirta

[Implisiittisten palkkasopimusten tarkastelua yhdistetyllä työntekijä-työnantaja-aineistolla](#)

11/2010

Efrem Castelnovo – Salvatore Nisticò

[Rahoitusvarallisuuden arvon vaihtelut ja rahapolitiikka Yhdysvaltain taloutta kuvaavassa dynaamisessa makromallissa](#)

6/2010

Patrick M. Crowley

Ovatko Yhdysvaltain talouden pitkät kasvujaksot vain tilastollisten menetelmien synnyttämiä mielikuvia?
[Long cycles in growth: explorations using the new frequency domain techniques using US data.](#)

Rahoitusmarkkinatutkimuksia

10/2010

Hanna Putkuri

[Asuntolainamarginaalit Suomessa](#)

9/2010

Antti J Tanskanen – Petri Niininen – Kari Vatanen

[Sijoitusten riskiperusteinen luokittelu Suomen lakisääteisessä työeläkejärjestelmässä](#)

8/2010

Syed Mujahid Hussain

[Uutisoitujen rahapoliittisten päätösten vaikutukset kansainvälisten osakemarkkinoiden päivänsisäiseen vaihteluun](#)

7/2010

Paavo Miettinen

[Informaation hankinta hollantilaisen huutokaupan aikana](#)

Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen keskustelualoitteita

5/2010

William Pyle and Laura Solanko

[The composition and interests of Russia's business lobbies: A test of Olson's "encompassing organization" hypothesis](#)

4/2010

Allen N. Berger, Iftekhar Hasan, Mingming Zhou

[The effects of focus versus diversification on bank performance: Evidence from Chinese banks](#)

3/2010

Zuzana Fungáčová, Laura Solanko and Laurent Weill

[Market power in the Russian banking industry](#)

2/2010

Laurent Weill

[Do Islamic banks have greater market power?](#)

1/2010

Anatoly Peresetsky

[Bank cost efficiency in Kazakhstan and Russia](#)

Lähiaikoina ilmestymässä

Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

Juha-Pekka Niinimäki

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

Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen keskustelualoitteita

Vladimir Sokolov

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

Yu-Fu Chen, Michael Funke and Nicole Glanemann

Off-the-Record Target Zones: Theory with an Application to Hong Kong's Currency Board

Alexei Karas, William Pyle and Koen Schoors

The Effect of Deposit Insurance on Market Discipline: Evidence from a Natural Experiment on Deposit Flows

Allen N. Berger, Iftekhar Hasan, Iikka Korhonen and Mingming Zhou

Focus – Diversification Strategies and the Risk – Return Tradeoff in Banking: Evidence from Russia

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.

RePec (keskuspankkitutkimuksesta) <http://lists.repec.org/mailman/listinfo/nep-cba>