



TUTKIMUSTIEDOTE 2/2003

Suomen Pankki

12.12.2003

Sisällys

- Pääkirjoitus
- Rahapolitiikan perusteet tutkimuskohteena
- Rahoitusmarkkinoiden muutoksia tutkitaan
- Venäjän kansainvälinen kauppa tarkastelussa
- Tapahtumia
- Tuoreita tutkimusjulkaisuja
- Lähiaikoina ilmestymässä

Voiko rahapolitiikan problematiikasta kertoa yleistajuisesti ja ymmärrettävästi? Tämän alan teoria on nykyisessä muodossaan varsin matemaattista ja asiantuntijallekin vaikeata. Toisaalta ihminen pystyy kyllä muodostamaan hyvin toimivan intuitiivisen kuvan varsin monimutkaisestakin järjestelmästä, jos hän pääsee kokeilemaan sen toimintaa käytännössä. Esimerkiksi jousiampuja oppii harjoittelemalla saavuttamaan hyviä tuloksia aivan riippumatta siitä, tunteeo hän niitä fysiikan lakeja, jotka hallitsevat nuolen lentoa ilman halki. Ehkä rahapolitiikan periaatteista voisikin kertoa tehokkaimmin vuorovaikutteisen pelin avulla?

Suomen Pankin äskettäin avattua rahamuseota varten kehitettiin rahapolitiikan perusongelmia havainnollistava rahapolitiikkapeli, jonka pelaaja oppii nopeasti ainakin alkeet koron, inflaation, inflaatio-odotusten ja talouskasvun välisestä dynaamisesta vuorovaikutuksesta. Se on lyhyessä ajassa saavuttanut suuren suosion. Taloustieteen julkisessa kuvassa on nykyään paljon parantamisen varaa. Ehkä taloustieteilijöiden kannattaisikin kiinnittää selvästi nykyistä enemmän huomiota malliensa vuorovaikutteisten käyttöliittymien rakentamiseen, jotta taloustiede pääsisi lähemmäs suurta yleisöä. Suomen Pankin rahapolitiikkapeli on pelattavissa myös internetissä (sivulla www.rahamuseo.fi)

Rahapolitiikan perusteet tutkimuskohteena

Suomen Pankissa tehtävä rahapolitiikan strategian tutkimus on viime aikoina suuntautunut etenkin politiikan informaatioperustan merkitykseen. Keskuspankit joutuvat säätelemään korkoa ja pyrkimään rahan arvon vakauteen, vaikka niillä ei voi olla täydellistä tietoa talouden rakenteesta eikä siitä, mihin yleisön inflaatio-odotukset perustuvat. Odotuksethan ovat taloudellisten perustekijöiden ohella tärkeimpiä inflaatio- tai deflaatiopaineiden aiheuttajia.

Juha Kilponen tutkii optimaalisen rahapolitiikan suunnittelua tapauksessa, jossa keskuspankin käyttämä talouden malli on epävarma (A positive theory of monetary policy and robust control, SP 18/2003). Robusti säätöteoria on uusi tutkimusalue, jossa ohjaussäännön tarkkuus pyritään pitämään hyvänä mallinruskeudesta huolimatta. Rahapolitiikan tutkimuksessa yleisesti käytetyllä uskottavuusmallilla tehdyt laskelmat osoittavat, että rahapolitiikan tulisi reagoida aktiivisemmin talouteen tuleviin tarjontasokkeihin, jos keskuspankin malli on epätarkka. Samalla talouden rakennetta koskeva epävarmuus

kasvattaa inflaatioharhaa, joka vaikuttaa rahapolitiikassa, jos keskuspankki ei pysty uskottavasti sitoutumaan hintavakauden tavoitteluun. Samalla inflaation ja kokonaistuotannon välinen yhteys tulee rahapolitiikan kannalta epäedullisemmaksi. Tämä kaikki johtaa siihen, että mitä suurempi on talouden rakennetta koskeva epävarmuus, sitä tiukemmin inflaatiovastaiseksi keskuspankin tavoite pitäisi asettaa.

Keskuspankeissa tapahtuvan oppimisen merkitystä inflaatio-odotusten ja optimaalisen rahapolitiikan kannalta tutkii *Eric Schaling* keskustelualoitteessaan Learning, inflation expectations and optimal monetary policy (SP 20/2003). Tutkimuksessa vertaillaan inflaationvastaisen rahapolitiikan toimintaa kahdenlaisissa olosuhteissa. Ensimmäisessä tapauksessa keskuspankilla on täydellinen tietämys yleisön inflaatio-odotusten syntymekanismista. Toisessa tapauksessa keskuspankin on opittava se sääntö, jonka perusteella yleisö muodostaa inflaatio-odotuksensa. Tuolloin tulokset riippuvat siitä, miten keskuspankki oppii säännön. Oppimiseen perustuvalla rahapolitiikalle on ominaista, että politiikassa ei reagoida yleisön inflaatio-odotuksiin aina samalla tavalla, vaan talouden tilan mukaan. Keskuspankin käyttäytymi-

nen siis muuttuu inflaation hidastuessa ja keskuspankin kerätessä lisää informaatiota.

Nykyisin rahapolitiikan vaikutuksia tutkitaan useimmiten niin sanotun uuskeynesiläisen teorian avulla, jossa rahapolitiikan vaikutukset perustuvat taloudessa vaikuttaviin tilapäisiin hintajäykkyyksiin. Raha- ja finanssipolitiikan välinen vuorovaikutus uuskeynesiläisen teorian mukaisessa maailmassa on eräs tärkeimpiä makrotaloustieteen tutkimuskohteita nykyään. *Jukka Railavo* laajentaa tuoreessa tutkimuksessaan uuskeynesiläistä mallia liittämällä siihen finanssipolitiikan vaikutukset kokonaistarjontaan (Effects of the supply-side channel on stabilisation properties of policy rules, SP 34/2003). Railavo tarkastelee tilannetta, jossa verokiila vaikuttaa kansantalouden kokonaistarjontaa supistavasti ja inflaatiopaineita lisäävästi. Railavo käyttää malliaan analysoimaan talouden vakauden edellytyksiä, kun finanssipolitiikalla on sekä kysyntä- että tarjontavaikutuksia.

Työssä osoitetaan, että tarjontavaikutustensa vuoksi finanssipolitiikan on reagoitava budjettialijäämiin ja valtion velkaan jonkin verran aiemmissa tutkimuksissa esitettyä tiukemmin, jotta talous olisi vakaa. Tutkimuksessa todetaan myös, että finanssipolitiikan tarjontavaikutukset aiheuttavat sen, että taloudellisilla häiriöillä ja talouspolitiikan muutoksilla on pysyvämpiä inflaatio- ja tuotantovaikutuksia kuin aiemmin on oletettu. Lisäksi tutkimuksessa vertaillaan eri raha- ja finanssipolitiikan yhdistelmiä ja niiden vaikutusta inflaation ja tuotannon vakauteen.

Inflaation ja valtionvelan dynamiikkaa on tarkasteltu myös *Seppo Honkapohjan ja George Evansin* tuoreessa tutkimuksessa Policy interaction, expectations and the liquidity trap (SP 22/2003). Tutkimuksessa tarkastellaan mahdollisuutta, että talous voisi joutua likviditeettiloukkuun, jossa inflaatio on tavoitetta hitaampi tai jopa negatiivinen, nimelliskorot nollassa ja talouskasvu hidasta. Tutkimuksessa osoitetaan, että likviditeettiloukusta pääsemiseksi voidaan tarvita sekä aktiivista finanssipolitiikkaa että suoraan rahan tarjontaan vaikuttavia rahapolitiikan keinoja.

Rahoitusmarkkinoiden muutoksia tutkitaan

Arvopaperistamisella tarkoitetaan pankkilainojen ”paketoimista” tukkueriksi, jotka voidaan myydä arvopaperimarkkinoilla sijoittajille. Tämän toiminnan odotetaan laajentuvan myös euroalueella, koska näin luottoriskiä voidaan hajauttaa laajoilla, kansainvälisillä markkinoilla ja pankkien pääomat vapautuvat uuden luotonannon harjoittamiseen.

Arvopaperistamisesta on ilmestynyt yleistajuisen A-sarjan julkaisu, jonka ovat kirjoittaneet *Katja Taipalus, Kari Korhonen ja Pertti Pylkkönen* (Arvopaperistaminen, A 104/2003). Siinä selvitetään arvopaperistamistoiminnan lähtökohtia, sen perusrakenteita sekä erilaisten arvopaperistamistapojen eroja pääpiirteissään. Samalla pohditaan myös arvopaperistamistoiminnan motiiveja lähinnä pankkien ja yritysten näkökulmasta. Lisäksi arvioidaan arvopaperistamisen vaikutuksia rahoituksen saatavuuteen ja rahoitusmarkkinoihin. Julkaisussa tarkastellaan myös arvopaperistamista Suomessa sekä arvopaperistamisen mahdollisia esteitä maassamme ja esitellään suomalaisten pankkien ja sijoittajien näkökulmia arvopaperistamiseen.

Euroopan arvopaperimarkkinoiden tehostumisen kannalta olisi tärkeätä, että ne yhdyntäisivät niin, että arvopaperien säilytys- ja toimitusjärjestelmien nykyinen pirstoutuneisuus vähenisi tai että järjestelmien väliset yhteydet tehostuisivat. Viime aikoina arvopaperikeskusten välille onkin perustettu kansainvälisiä linkkejä. *Karlo Kauko* selvittää tutkimuksessaan Interlinking securities settlement systems: A strategic commitment? (SP 26/2003), miksi arvopaperikeskukset perustavat keskinäisiä linkkejä, mutta eivät juuri käytä niitä. Antamalla ulkomaisen arvopaperikeskuksen tarjota palveluita kotimainen keskus hankkii itselleen kilpailijan. Tällä tavoin kotimaassaan monopoliasemassa muuten oleva arvopaperikeskus voi sitoutua siihen, ettei se peri monopolihintoja jälkimarkkinapalveluista (eli kaupankäyntiin liittyvistä arvopaperien siirroista uusille omistajille). Tämän sitoutumisen ansiosta kotimainen arvopaperikeskus on houkuttelevampi paperien liikkeeseenlaskupaikka ensisijaismarkkinoilla ja voi siten periä kalliimpia maksuja ensimarkkinapalveluista kuitenkin karkottamatta liikkeeseen laskijoita ulkomaille.

Samalla kun pankkien riskinoton säätelyä kehitetään ns. Basel II -hankkeella, pankkitoiminnan läpinäkyvyys ja markkinakuri ovat nousseet yhä keskeisempään asemaan pankkisektorin vakauden ylläpitämisessä. *Ari Hyytinen ja Tuomas Takalo* tarkastelevat tutkimuksessaan pankkien avoimuuden merkitystä koko pankkijärjestelmää koskevien kriisien kannalta (Preventing systemic crises through bank transparency, SP 25/2003). Viimeaikaiset pankkien ja vakuutusyhtiöiden väliset yritysyritykset ja luottoriskien siirrot ovat entisestään lisänneet tarvetta saada tietoa rahoituspalvelusektorin yritysten ottamista riskeistä, joista tunnetusti on vaikea saada luotettavaa ja kattavaa kuvaa. Luotettavan tiedon puute voi tehdä pankkijärjestelmistä epävakaita, koska tallettajien epäluottamus pankkijärjestelmää kohtaan altistaa järjestelmät itsensä toteuttaville kriiseille. Tässä tutkimuksessa osoitetaan, että pankeilta

vaadittu avoimuus niiden riskinoton suhteen voi vähentää tämäntyyppisten kriisien syntyä.

David Llewellyn ja David Mayes puolestaan tutkivat keskustelualoitteessaan *The role of market discipline in handling problem banks* (SP 21/2003) kysymystä, millä ehdolla markkinakuri voi tukea viranomaisten aikaista puuttumista (Prompt Corrective Action, PCA) vaikeuksissa olevien pankkien toimintaan. Aluksi tarkastellaan markkinakurin käsitettä ja sen tehokkaan toiminnan edellytyksiä. Sen jälkeen tutkitaan kannustinjärjestelmiä, jotka ovat välttämättömiä, jotta aikaiset viranomaistoimet ja markkinakuri voisivat heikentämisen sijasta vahvistaa toisiaan. Erityisesti tarkastellaan pankkien omistajavalvonnan ja taseen arvostusongelmien markkinakurille asettamia rajoja. Vaikka analyysi lähinnä koskee kehittyneitä talouksia, käsitellään myös kehittyvien markkinoiden erityisongelmia ja sitä, kuinka talletusvakuutusjärjestelmät voivat heikentää viranomaisten toiminnan ja markkinakurin tehoa.

Simulointitekniikka tarjoaa uuden tavan tutkia maksu- ja selvitysjärjestelmien monimuotoisia riippuvuuksia. Suomen Pankki on kehittänyt maksu- ja selvitysjärjestelmäsimulaattorin (BoF-PSS2), jota voidaan käyttää tutkittaessa maksu- ja selvitysjärjestelmien toiminnallisia ongelmia. *Harry Leinosen ja Kimmo Soramäen* tutkimuksessa *Simulating inter-bank payment and securities settlement mechanisms with the BoF-PSS2* (SP 23/2003) kuvataan maksu- ja selvitysjärjestelmien pääelementtejä (rakenteet, riippuvuudet, käsittelyvaiheet, likviditeetin käyttö sekä kustannus- ja riskitekijät) sekä miten nämä voidaan sisällyttää simulointitutkimuksiin. Työssä on myös esimerkkejä simulaattorin käyttösovelluksista.

Venäjän kansainvälinen kauppa tarkastelussa

Vaikka Venäjän talous kasvaakin tällä hetkellä luopaavasti, on se edelleen hyvin riippuvainen energian ja raaka-aineiden viennistä. Tätä problematiikkaa on tarkasteltu Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen BOFITin tutkimuksissa viime aikoina.

Toni Riipinen tarkastelee tutkimuksessaan *Energy market liberalisation in the FSU – simulations with the GTAP Model* (BOFIT Discussion Papers No. 12/2003) entisen Neuvostoliiton maiden energiamarkkinoiden vapauttamista. Analyysi perustuu Global Trade Analysis Project (GTAP) -malliin, joka on yleisen tasapainon malli. Energiamarkkinoiden vapauttamista on käsitelty kirjallisuudessa varsin paljon, mutta yleisen tasapainon malleja ei juuri ole käytetty tähän tarkoitukseen. Tutkimuksen pääosassa suoritetaan kaksi hypoteettista uudistusta. Ensimmäisessä kaikki energiasektorin verot ja tuet poistetaan.

Toisessa simuloidaan Euroopan markkinoille suuntautuvan energianviennin kapasiteetin kasvua. Tuloksien mukaan energiamarkkinoiden vapauttaminen kohentaisi hyvinvointia EU-maissa, mutta heikentäisi sitä entisen Neuvostoliiton maissa. Tulos johtuu lähinnä vaihtosuhteen muutoksista, koska entisen Neuvostoliiton maiden vientihinnat laskisivat.

Merja Tekoniemi puolestaan on pohtinut Venäjän maataloustuotteiden kauppaa (Venäjän maatalous 2000-luvulla – Venäjästäkö viljanviejä?, BOFIT ONLINE 9/2003). Venäjän maataloustuotanto on kasvanut nopeasti vasta vuodesta 1999 alkaen. Tuotannon lähtötaso oli kuitenkin erittäin alhainen, eikä kasvu ole perustunut tuotannon tehokkuuden parantumiseen vaan pikemminkin suotuisiin säihin. Venäjän yllättävä asema nettoviljanviejänä satovuonna 2001–2002 johtui perinteisten viljantuottajien normaalia huomattavasti heikommasta sadosta, mikä tarjosi Venäjälle helpon tilaisuuden päästä markkinoille. Jatkossa paljon ratkaisee kilpailun kireys ja venäläisen viljan hinta-laatusuhde. Venäjän maatalouden suurin uhka on kuitenkin maatalousuudistuksen hitaus, joka jatkuessaan ei voi olla vaikuttamatta maataloustuotannon määrään pitkällä aikavälillä. Hitaat uudistukset eivät myöskään luo pohjaa kestäväälle vientiin suuntautumiselle. Suurten yritysten investoinnit maatalouteen auttavat tiettyä osaa maataloudesta tehostumaan, mutta valtaosa tiloista toimii edelleen kannattamattomasti ja valtiontuen varassa. Uusi maatalousmaalaki tulee toteutumaan eri lailla eri alueilla, mikä jarruttanee alan investointeja.

Tapahtumia

BOFIT järjesti marraskuussa 2003 Baltian maita käsittelevän seminaarin. Seminaari tarkasteli Baltian maiden toteutumassa olevan EU-jäsenyyden vaikutuksia.

BOFIT Workshop on Transition Economics -seminaari siirtymätaloustieteestä järjestetään huhtikuussa 2004. Lisätietoja antaa Jukka Pirtilä (Jukka.Pirtilä@bof.fi).

Toukokuussa 2004 Suomen Pankin tutkimusosasto ja Center for Economic Policy Research (CEPR) järjestävät Helsingissä kansainvälisen seminaarin, jossa käsitellään finanssipolitiikan sääntöjen vaikutusta rahapolitiikkaan.

Syyskuun alussa Suomen Pankin tutkimusosasto ja Cass Business School järjestävät kansainvälisen konferenssin, jossa pohditaan rahoitusmarkkinoiden sääntelyn tarkoituksenmukaista rakennetta.

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

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Timo Iivarinen – Harry Leinonen – Matti Lukka – Veikko Saarinen; Regulation and control of payment system risks – a Finnish perspective, A:106, 2003.

Heikki Koskenkylä; Finnish financial markets 2002, A:105, 2003.

Katja Taipalus – Kari Korhonen – Pertti Pylkkönen; Arvopaperistaminen, A:104, 2003.

Ari Hyytinen – Tuomas Takalo; Investor protection and business creation, 17/2003.

Juha Kilponen; A positive theory of monetary policy and robust control, 18/2003.

Erkki Koskela – Rune Stenbacka; Equilibrium unemployment under negotiated profit sharing, 19/2003.

Eric Schaling; Learning, inflation expectations and optimal monetary policy, 20/2003.

David T. Llewellyn – David G. Mayes; The role of market discipline in handling problem banks, 21/2003.

George W. Evans – Seppo Honkapohja; Policy interaction, expectations and the liquidity trap, 22/2003.

Harry Leinonen – Kimmo Soramäki; Simulating interbank payment and securities settlement mechanisms with the BoF-PSS2 simulator, 23/2003.

Marja-Liisa Halko; Buffer funding of unemployment insurance in a dynamic labour union model, 24/2003.

Ari Hyytinen – Tuomas Takalo; Preventing systemic crises through bank transparency, 25/2003.

Karlo Kauko; Interlinking securities settlement systems: A strategic commitment?, 26/2003.

Guido Ascari; Staggered prices and trend inflation: some nuisances, 27/2003.

Jukka Vauhkonen; Are adverse selection models of debt robust to changes in market structure, 28/2003.

Luis H.R. Alvarez – Erkki Koskela; Irreversible investment under interest rate variability: new results, 29/2003.

Anssi Rantala; Adaptive learning and multiple equilibria in a natural rate monetary model with unemployment persistence, 30/2003.

Risto Herrala; The rigidity bias, 31/2003.

Markus Bunders; The matching function in the Finnish labour market 1988–2002 – regional and occupational differences in the efficiency of the matching process (in Finnish), 32/2003.

Iftekhhar Hasan – Larry D. Wall; Determinants of the loan loss allowance: some cross-country comparisons, 33/2003.

Jukka Railavo; Effects of the supply-side channel on stabilisation properties of policy rules, 34/2003.

Julius Horvath; Optimum currency area theory: A selective review, BOFIT 15/2003.

Jesús Crespo-Cuaresma – Jarko Fidrmuc – Ronald McDonald; The monetary approach to exchange rates in the CEECs, BOFIT 14/2003.

Natalia V. Smirnova; Job search behavior of unemployed in Russia, BOFIT 13/2003.

Toni Riipinen; Energy market liberalisation in the FSU - simulations with the GTAP model, BOFIT 12/2003.

Jörg Rahn; Bilateral equilibrium exchange rates of EU accession countries against the euro, BOFIT 11/2003.

Michael Funke – Holger Strulik; Taxation, growth and welfare: Dynamic effects of Estonia's 2000 income tax act, BOFIT 10/2003.

Laura Solanko; An empirical note on growth and convergence across Russian regions, BOFIT 9/2003.

Michael Funke – Ralf Ruhwedel; Export variety and economic growth in East European transition economies, BOFIT 8/2003.

Lähiaikoina ilmestymässä

Tibor Hlédik; A calibrated structural model of the Czech economy

David G. Mayes; Who pays for bank insolvency in transition and emerging economies?

Martin Ellison – Lucio Sarno – Jouko Vilmunen; Monetary policy and learning in an open economy

David G. Mayes – Juha Tarkka; Transparency in European central banks: The role of forecasts

Heikki Hella; On robust ESACF identification of mixed ARIMA models

Allen N. Berger – Iftekhhar Hasan – Leora F. Klapper; Further evidence on the link between finance and growth: All international analysis of community banking and economic performance

Berthold Herrendorf – Arilton Teixeira; Monopoly rights can reduce income big time

Julkaisija Suomen Pankki ISSN 1457-5809 (painettu julkaisu) ISSN 1457-5817 (verkkojulkaisu)	Päätoimittaja Juha Tarkka	PL 160, 00101 HELSINKI email: research@bof.fi www.bof.fi ja www.bof.fi/bofit
--	------------------------------	---