

TUTKIMUSTIEDOTE 2/2002

Suomen Pankki

30.12.2002

Sisällys

- Pääkirjoitus
- Ajankohtaista

- Siirtymätalouksien tutkimuslaitos
- Tapahtumia
- Tuoreita tutkimusjulkaisuja
- Lähiaikoina ilmestymässä

Rahoitusmarkkinoiden tehokas ja luotettava toiminta vaatii hyvän infrastruktuurin. Tämä koostuu osaksi teknisistä järjestelmistä, kuten markkinapaikkojen kaupankäynti- ja selvitysjärjestelmistä sekä arvopaperirekistereistä, mutta yhtä tärkeä on myös markkinoiden toimintaa tukeva sääntely – lait ja muut normit sekä viranomaisten harjoittama valvonta. Rahoitusmarkkinoiden tulevaisuus nykyisessä globaalistumisen ja tekniikan aiheuttamassa murroksessa riippuu paljon sekä tekniikan että sääntelyjärjestelmän kehityssuunnista.

Suomen Pankissa on jo usean vuoden ajan tutkittu tekniikan merkitystä maksujärjestelmien ja arvopaperikaupan tulevan kehityksen kannalta. Eräs keskeisiä havaintoja on ollut, että kauppojen ja maksujen prosessoinnissa saadaan nykyään erittäin merkittäviä suurtuotannon etuja: kun järjestelmän toimintavolyymi kasvaa esimerkiksi 10 %, kustannukset kasvavat tyypillisesti vain 4–7 %. On selvää, että nämä suurtuotannon edut luovat huomattavia paineita järjestelmien keskitämiseen niin Euroopassa kuin maailmanlaajuisesti. Yhtenä jarruna tässä on kuitenkin sääntelyjärjestelmä, joka yhä perustuu kansallisten markkinoiden ajatukseen.

Toisaalta tutkimuksissa on kiinnitetty huomiota siihen, että tietotekniikka tarjoaa tulevaisuudessa mahdollisuuksia myös avoimiin, verkkomuotoisiin maksujärjestelmäratkaisuihin, joissa suurtuotannon etujen käsite ei enää ole oleellinen – samaan tapaan kuin on käynyt esimerkiksi globaalissa sähköpostijärjestelmässä. Tällaiset ratkaisut pysyisivät myös keskitettyä prosessointia paremmin sietämään erilaisia häiriöitä, kuten attentaatteja tai teknisiä vikoja.

Useat perustekijät viittaavat siihen, että arvopaperimarkkinoiden taloudellinen merkitys Euroopassa kasvaa tulevaisuudessa edelleen: väestön ikääntyminen lisää säästämistä, josta melkoinen osa suuntautuu arvopaperimarkkinoille. Lisäksi yhä useammilla yrityksillä on mahdollisuus halutessaan hankkia rahoitusta arvopaperimarkkinoilta, mikä lisää sijoituskohteiden tarjontaa ja valikoimaa. EU:n laajentuminen lisää entisestään arvopaperikaupankäynnin kasvumahdollisuuksia. Näiden mahdollisuuksien hyödyntäminen edellyttää kuitenkin, että Euroopassa on yhtenäiset ja luotettavasti toimivat markkinat.

EU:n tavoitteena onkin määrätietoisesti yhtenäistää arvopaperimarkkinat alueellaan. Toistaiseksi Euroopan rahoitusmarkkinoiden perusrakenne on kuitenkin hajanainen ja kaukana tästä tavoitteesta, pankkien välisiä lyhyen rahan markkinoita lukuun ottamatta. Siksi on selvää, että rakennemuutos on vasta alussa. Yhdentymisellä tulee väistämättä olemaan laajoja talouspoliittisia vaikutuksia, jotka ulottuvat arvopaperimarkkinoiden sääntelyn ulkopuolellekin, kuten pääomaverotukseen, kuluttajansuojaan ja pankkivalvonnan käytäntöihin.

Ajankohtaista

Rahapolitiikan mallintamista käsittelevän Suomen Pankin tutkimusohjelman tuoreimmissa raporteissa on kiinnitetty huomiota mm. inflaatio-odotusten ja julkisen sektorin velkaantumisen merkitykseen rahapolitiikassa.

Maritta Paloviita on tutkinut inflaatio-odotusten vaikutusta toteutuvaan inflaatiokehitykseen. Paloviidan tutkimusaineisto kattaa alkuperäiset 11 euromaata. Tutkimustulokset osoittavat, että odotuksilla on aivan ratkaiseva merkitys sille, toteutuuko taloudessa hintavakaus vai syntyykö mahdollisesti inflaatiota tai deflaatiota. Ajankohtaisen suhdannetilanteen merkitys inflaatiokehityksen määrääjänä osoittautui tutkimuksen mukaan paljon odotettua vähäisemmäksi.

Paloviidan tutkimuksessa verrataan myös kahta viime aikojen taloustieteellisessä keskustelussa paljon esillä ollutta hypoteesia siitä, missä vaiheessa odotukset tarkkaan ottaen vaikuttavat inflaation muodostumiseen. Tulokset tukevat uudempaa näkemystä, jonka mukaan hintojen ja palkkojen kulloinenkin kehitys riippuu siitä, miten inflaation odotetaan jatkossa etenevän. Vähemmän tukea sai perinteinen teoria, jonka mukaan inflaatio tietyllä hetkellä riippuisi juuri kyseistä hetkeä koskevista, mutta aiemmin muodostetuista inflaatio-odotuksista.

Mika Kortelaisen tuoreessa väitöskirjassa korostetaan odotusten hallinnan kokonaistaloudellista merkitystä. Keskuspankithan pyrkivät hallitsemaan yleisön inflaatio-odotuksia harjoittamalla johdonmukaista rahapolitiikkaa, jonka periaatteet pyritään tehokkaasti saattamaan markkinoiden ja kansalaisten tietoon. Väitöskirjassa kysytään, mitä tapahtuu, jos yleisön inflaatio-odotukset eivät kuitenkaan vastaa keskuspankin rahapoliittisia suunnitelmia. Kortelainen osoittaa, että odotusten systemaattinen harhaisuus suhteessa keskuspankin rahapoliittiseen linjaan aiheuttaisi taloudellisia menetyksiä, koska reaalikorko muodostuisi tällöin korkeammaksi kuin mihin olisi mahdollista päästä, jos rahapolitiikan linja tunnetaan ja sen jatkuvuuteen luotetaan. Jos taas yleisön käsitykset keskuspankin inflaatiotavoitteesta vaihtelevat ajan mittaan, tästä seuraa vastaavia kokonaistaloudellisia vaihteluja ja häiriöitä.

Seppo Honkapohjan ja George Evansin tuoreessa tutkimuksessa kysytään, miten rahapolitiikan strategian määrittelyssä olisi otetta-

va huomioon, että yleisön inflaatio-odotukset määräytyvät tiettyjen oppimisprosessien tuloksena. He toteavat, että kaikki rahapolitiikan strategiat eivät ole yhtä tehokkaasti yleisön opittavissa, mikä vaarantaa talouden tasapainon. He päätyvät suosittelemaan keskuspankeille strategiaa, jossa rahapolitiikka kiinnittää huomiota talouden perustekijöiden lisäksi myös yleisön kulloinkin vallitseviin odotuksiin, sikäli kuin niitä voidaan mitata. Tällainen strategia on heidän mukaansa varmemmin yleisön opittavissa kuin pelkästään talouden perustekijöiden varaan perustuva rahapolitiikka.

Kansainvälinen kokemus osoittaa, että rahapolitiikan kestävyys ja hintavakauteen pyrkivän strategian uskottavuus riippuvat muun muassa siitä, onko valtiontalous kestäväällä pohjalla vai ei. Valtiontalouden ajautuminen rahoituskriisiin on useissa tapauksissa tuhonnut myös rahapolitiikan uskottavuuden – tuoreen esimerkin tästä tarjoaa Argentiina. **Tapio Pohjola** on kesällä ilmestyneessä tutkimuksessa selvitelty sitä, missä olosuhteissa julkinen velkaantuminen uhkaa rahapolitiikan uskottavuutta. Hänen mukaansa teollisuusmaissa kysymys on ennen muuta siitä, että mitä pienempi on julkisen velan taso, sitä suurempia julkistaloutta rasittavia häiriöitä voidaan kestää ilman, että rahapolitiikan strategia vaarantuu.

Väestön ikääntyminen on yksi niistä trendeistä, jotka hallitsevat julkisen velkaantumisen verotuksen problematiikkaa. **Helvi Kinnunen** on tutkimuksessaan ”Väestön vanheneminen, työmarkkinat ja julkisen talouden näkymät” arvioinut Suomen julkistalouden kestävyyttä suurten ikäluokkien tullessa eläkeikään. Samaan aikaan kun eläke- ja hoivamenot kasvavat, suureksi jäänyt rakenteellinen työttömyys ja työvoiman keski-ikä nousu heikentävät julkisten palveluiden rahoitusperustaa lähivuosina. Laskelmat osoittavat, että jos eläkkeelle hakeutumisikä ei selvästi nouse, paineet verotuksen kiristämiseen lähivuosina ovat ilmeiset. Vasta sovittu eläkeuudistus ei riitä purkamaan ikääntymisestä aiheutuvia verotuksen kiristämispaineita. Jos eläkeuudistuksen lisäksi julkisen palvelutuotannon tuottavuuden kasvua saataisiin vauhditettua, ikääntyminen ei kuitenkaan välttämättä johtaisi verotuksen kiristämiseen.

Rahoituspalvelusektorin tulevaisuuteen kohdistuvassa Suomen Pankin tutkimusohjelmassa on jatkettu maksujärjestelmä- ja selvi-

tysteknologian tutkimusta. *Heiko Schmiedelin, Markku Malkamäen* ja *Juha Tarkan* tutkimuksessa on selvitetty arvopaperien selvitysjärjestelmissä ilmeneviä suurtuotannon etuja ja kustannustehokkuutta. Tutkimuksen aineisto kattaa 16 selvityskeskusta eri puolilta maailmaa. Tulosten mukaan selvitystoiminnassa vaikuttavat erittäin merkittävät skaalae-
dut, joten eurooppalaisten selvityskeskusten
pienuus ainakin osittain selittää niiden suhteellisesti korkeita toimintakuluja.

Siirtymätalouksien tutkimus

Useat siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen vuonna 2002 julkaistut tutkimukset käsittelevät Keski- ja Itä-Euroopan maiden valuuttakurssijärjestelmiä. Lisäksi on tutkittu mm. siirtymätalouksien rahoitusjärjestelmiä ja niiden vaikutusta talouskasvuun. Marraskuussa laitos järjesti suomalaiselle yleisölle seminaarin EU-jäsenyyden vaikutuksista Baltian maihin sekä niiden ja Suomen välisiin taloussuhteisiin.

Balázs Égertin tutkimus ”Investigating the Balassa-Samuelson hypothesis in transition: Do we understand what we see?” käsittelee inflaation riippuvuutta talouden sisäisistä tuottavuuseroista Tšekin tasavallassa, Unkarissa, Puolassa, Slovakiassa ja Sloveniassa. Tulosten mukaan teollisuuden tuottavuuden ja reaali-palkkojen nousu kiihdytti palvelusektorin hintojen nousua näissä maissa 1990-luvulla. Tämä vaikutus ei kuitenkaan täysin näy kuluttajahintaindeksissä sen rakenteen takia. Tuottavuuden kasvu ei siten estäisi EU-jäsenyyttä hakeneita maita saavuttamasta Maastrichtin inflaatiokriteeriä. Näiden maiden reaaliset valuuttakurssit ovat vahvistuneet enemmän kuin tuottavuuserot yksin antaisivat odottaa. Tämä saattaa johtua esim. nimellisen valuuttakurssin vahvistumisesta, joka puolestaan saattaa aiheutua suurista ulkomaisista sijoituksista näihin maihin.

John Bonin ja Paul Wachtel käsittelevät tutkimuksessaan ”Financial Sector Development in Transition Economies: Lessons from the First Decade” siirtymätalouksien rahoitussektorien muutosta järjestelmämuutoksen ensimmäisen vuosikymmenen aikana. Muutos on ollut odotettua nopeampi, vaikka harvalla taloudella on vielä tehokkaaseen rahoituksenvälitykseen tarvittavat instituutiot ja markkinat. Useissa maissa rahoitusjärjestelmä perustuu kuitenkin markkinoiden toimintaan,

kun aiemmin toimintaa ohjasi valtion suunnittelujärjestelmä. Järjestelmämuutoksen alussa pankkien yksityistäminen ei useinkaan johtanut todelliseen riippumattomuuteen hallituksesta ja heikoista asiakkaista. Nykyään uskotaan, että ulkomaisten strategisten sijoittajien mukaantulo on erittäin tärkeää. Pääomamarkkinoiden kehittyminen vaatii tuekseen sopivia instituutioita ja valvontajärjestelmiä, jotka eivät kuitenkaan saa estää markkinoiden tehokasta toimintaa. Minkään siirtymätalouden pääomamarkkinat eivät vielä ole institutionaalisesti riittävän kehittyneet.

Tuuli Koivu tarkastelee tutkimuksessaan ”Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries?” rahoitussektorin merkitystä siirtymätalouksien talouskasvun taustatekijänä. Rahoitussektoria näissä maissa hallitsevat yleisesti pankit; pääomamarkkinat ovat lähes merkityksettömiä. Tässä tutkimuksessa selvitetään 25 siirtymätalouksien kattavalla aineistolla, vaikuttaako pankkisektorin kehitys talouskasvuun. Pankkisektorin laadullista kehitystä mitataan korkomarginaalilla eli anto- ja ottolainauskoron erotuksella. Sektorin koosta kertoo yksityiselle sektorille myönnettyjen lainojen määrä suhteessa maan bruttokansantuotteeseen. Tulosten mukaan korkomarginaalin pieneneminen nopeuttaa talouskasvua. Toisaalta yksityiselle sektorille myönnettyjen luottojen määrän kasvulla ei näytä olevan vaikutusta talouskasvuun. Syynä tähän voivat olla sekä siirtymätalouksien läpikäymät pankkikriisit että tiukkojen budjettirajoitteiden puute useissa maissa. Näiden erityispiirteiden vuoksi luottojen kasvu ei aina ole ollut kestäväällä pohjalla, ja se on saattanut jopa johtaa talouskasvun hidastumiseen.

Tapahtumia

Suomen Pankin tutkimusosasto isännöi yhdessä Euroopan keskuspankin ja Center for Financial Studiesin (Frankfurt) kanssa konferenssin aiheesta ”Capital Markets and Financial Integration in Europe” 11.–12.3.2003. Lisäksi järjestetään kansainvälinen workshop aiheesta ”Bank competition, risk, regulation, and market” 29.–30.5.2003.

Siirtymätalouksien tutkimuslaitos järjestää 11.–12.4.2003 jälleen kansainvälisen workshopin, jossa käsitellään siirtymätalouksiin liittyviä kysymyksiä.

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Mika Kortelainen; EDGE: a model of the euro area with applications to monetary policy, E:23, 2002
George W. Evans – Seppo Honkapohja; Adaptive learning and monetary policy design, BOF DP 29/2002
Helvi Kinnunen; Väestön vanheneminen, työmarkkinat ja julkisen talouden näkymät, BOF DP 28/2002
Karlo Kauko; Links between securities settlement systems: An oligopoly theoretic approach, BOF DP 27/2002
Heiko Schmiedel – Markku Malkamäki – Juha Tarkka; Economies of scale and technological development in securities deposit and settlement systems, BOF DP 26/2002
Peik Granlund; Bank exit legislation in US, EU and Japanese financial centres, BOF DP 25/2002
Tuomas Välimäki; Variable rate liquidity tenders, BOF DP 24/2002
Harry Leinonen – Veli-Matti Lumiala – Riku Sarlin; Settlement in modern network-based payment infrastructure – description and prototype of the E-Settlement model, BOF DP 23/2002
Jouko Vilmunen; Dynamics of investment behaviour in Finland: aggregate and firm level evidence, BOF DP 22/2002
Markku Lanne; Nonlinear dynamics of interest rate and inflation, BOF DP 21/2002
Maritta Paloviita; Inflation dynamics in the euro area and the role of expectations, BOF DP 20/2002
Kenneth Leong; Reconciling the New Keynesian model with observed persistence, BOF DP 19/2002
George W. Evans – Seppo Honkapohja; Policy interaction, learning and the fiscal theory of prices, BOF DP 18/2002
Mikko Niskanen; Lender of last resort and the moral hazard, BOF DP 17/2002
Matti Keloharju – Markku Malkamäki – Kjell G. Nyborg – Kristian Rydqvist; A descriptive analysis of the Finnish treasury bond market, BOF DP 16/2002
Iftekhar Hasan – Sudipto Sarkar; Banks' option to lend, interest rate sensitivity, and credit availability, BOF DP 15/2002
Tapio Pohjola; Effects of fiscal policy on the durability of low inflation regimes, BOF DP 14/2002
Pertti Pykkönen; Riskirahastot, BOF DP 13/2002
Jian-Guang Shen; Democracy and growth: An alternative empirical approach, BOFIT DP 13/2002
Alexander Muravyev; Federal state shareholdings in Russian companies: Origin, forms and consequences for enterprise performance, BOFIT DP 12/2002
Antje Hildebrandt; Too many to fail? Inter-enterprise arrears in transition economies, BOFIT DP 11/2002
Juhani Laurila; Transition in FSU and sub-Saharan countries: The role of institutions, BOFIT DP 10/2002
John Bonin – Paul Wachtel; Financial sector development in transition economies: Lessons from the first decade, BOFIT DP 9/2002
Christoph Fischer; Real currency appreciation in accession countries: Balassa-Samuelson and investment demand, BOFIT DP 8/2002
Maurizio Michael Habib; Financial contagion, interest rates and the role of the exchange rate as shock absorber in Central and Eastern Europe, BOFIT DP 7/2002
Balázs Égert; Investigating the Balassa-Samuelson hypothesis in transition: Do we understand what we see? BOFIT DP 6/2002

Lähiainkoina ilmestymässä

Jukka Topi; Effects of moral hazard and monitoring on monetary policy transmission, E-sarja
Hanna Freystätter; Price setting behavior in an open economy and the determination of Finnish foreign trade prices, E-sarja
Peik Granlund; Economic evaluation of bank exit regimes in US, EU and Japanese financial centres, BOF DP
Tanai Khiaonarong; Payments efficiency, policy approaches and the role of central banks, BOF DP
Alfred Günder; Optimal discretionary monetary policy in the open economy: The dilemma of choosing between CPI and domestic inflation as target variables, BOF DP
Anssi Rantala; Endogenous labour market flexibility in a monetary union, BOF DP
Eric Schaling; Learning, inflation expectations, and optimal monetary policy, BOF DP
Harry Leinonen; Restructuring securities systems processing – a blue print proposal for real-time/t+0 processing, BOF DP
Iftekhar Hasan – Heiko Schmiedel; Do networks in the stock exchange industry pay off? European evidence, BOF DP

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