



# TUTKIMUSTIEDOTE 2/2001

Suomen Pankki

17.12.2001

## Sisällys

- Pääkirjoitus
- Ajankohtaista
- Miksi palkkojen osuus kansantulosta on viime vuosina supistunut?
- Rahoitusmarkkinatuotot ennustavat makrotaloutta
- Siirtymätalouksien tutkimuslaitos
- Tapahtumia
- Tuoreita tutkimusjulkaisuja
- Lähiainakoina ilmestymässä

*Talousennusteita on viime kuukausina Suomessa ja muuallakin jouduttu korjaamaan jyrkästi alaspäin. Tämä on virittänyt keskustelua taloudellisesta ennustamisesta yleensä. On epäilty, että ennustevirheet osoittavat taloustieteen epäonnistuneen talouden toiminnan kuvaamisessa.*

*Tässä keskustelussa on jäänyt kokonaan sivuun se, että modernin taloustieteen keskeisten perusteorioiden mukaan taloudellisen kasvun käännteiden pitäisi itse asiassa olla jo periaatteessa-kin täysin mahdottomia ennustaa. Tämä suhdannekehityksen ominaisuus johtuu siitä, että taloudellisessa käyttäytymisessä vaikuttaa vahvoja mekanismeja, jotka aientavat kaikki ennakoitavissa olevat kokonaiskysynnän muutokset nykyhetkeen. Esimerkiksi kuluttajien käsitykset tulojen tulevasta muutoksista heijastuvat kulutuksessa jo tänään, ja vastaavalla tavalla sijoittajien kuva yritysten kannattavuuden tulevasta kehityksestä hinnoitellaan pörssikursseissa jo etukäteen. Siksi ennuste, joka sisältäisi etukäteen tunnetun suhdannekäänteen, olisi sisäisesti ristiriitainen.*

*Ennusteita koskevan teorian näkökulmasta suurin arvoitus on se, että tilastollisten tarkastelujen mukaan suhdannekehitys näyttää kuitenkin jostakin syystä olevan tiettyssä määrin ennustettavissa. Teoreetikot ovat viime vuosina koettaneet löytää kunnollista selitystä sille, miten tämä voisi olla mahdollista. Jonkinlainen paradoksi onkin, että samaan aikaan kun vakava tutkimus asettaa kysymyksensä näin päin, populaarikeskustelussa taloustiedettä kritisoidaan siitä, että teoria kuitenkin suurin piirtein toimii ja suhdannekäänteet siis tulevat yllätyksinä. Osasyllisiä sekaannukseen ovat varmaan ekonomistit itse, jotka julkisuudessa välillä antavat itsestään kuvan ammattikuntana, jonka pitäisi muka pystyä kirjoittamaan uutiset etukäteen.*

*Rahoitusmarkkinat ovat ennustetutkimuksen kannalta erityisen kiinnostava kohde, koska niillä heijastuvat reaaliaikaisesti tuhansien sijoittajien ja rahoituksen tarvitsijoiden tulevaisuuden odotukset. Olennaisia kysymyksiä ovat, missä määrin pörssikursit ja muut markkinanoteeraukset kuvastavat parhaita käytettävissä olevia talousennusteita, ja mikä on niiden suhde aikanaan toteutuvaan talouskehitykseen. Suomen Pankin tutkimusosaston projekteissa on viime aikoina tutkittu mm. juuri näitä kysymyksiä. Tästä työstä kerrotaan lisää jäljempänä tutkimustiedotteen tämänkertaisessa numerossa.*

## Ajankohtaista

Euroopan Keskuspankin aloitteesta perustettiin noin kaksi vuotta sitten rahapolitiikan vaikutuksia tutkiva euroalueen keskuspankkien yhteinen tutkimusverkosto, *Monetary*

*Transmission Network* eli MTN. Verkosto on nyt julkistanut ensimmäiset tuloksensa EKP:n working paper -sarjassa. Niiden joukossa on myös Suomen Pankissa laadittu tutkimus rahapolitiikan vaikutuksista suomalaisten pankkien luotonantoon (Jouko Vilmunen ja Jukka

Topi: Transmission of monetary policy shocks in Finland: evidence from bank level data on loans. ECB Working Paper No. 100).

MTN-verkosto on kerännyt rahaliiton eri jäsenmaista mahdollisimman yhtenäisen mikrotasoisien, pankki- ja yritysکوhtaisen aineiston. Tämän avulla on tutkittu rahapolitiikan vaikutuksia pankkiluottoihin, talletusmarkkinoille ja yritysten investointeihin. Mikrotason aineistolla saatua kuvaa rahapolitiikan välitymisestä on myös verrattu eri maissa käytettyjen kokonaistaloudellisten mallien mukaisiin vaikutuksiin. Verkoston saamia tuloksia tarkasteltiin konferenssissa, joka järjestettiin Frankfurtissa 18.–19.12.2001.

Suomea koskevien tulosten mukaan rahapolitiikan ohjauskoroilla on melko voimakas suora vaikutus pankkien luotonantoon. Esimerkiksi ohjauskoron korotus prosenttiyksiköllä vähentäisi vuoden kuluessa pankkiluottojen kasvua jopa noin 3–4 prosentilla. Tutkimuksessa mitattiin myös pankkien vakavaraisuuden ja maksuvalmiuden vaikutuksia niiden luotonantoon ja havaittiin nämä vaikutukset hyvin merkitseviksi. Niinpä esimerkiksi muita vakavaraisempien pankkien luotonanto kasvaa selvästi nopeammin kuin sellaisten, joiden omat pääomat ovat niukemmat. Tämä merkitsee sitä, että luottotappioilla tai muilla vakavaraisuuteen vaikuttavilla tapahtumilla on tuntuva vaikutus pankkien luotonantoon.

Yritystason aineistolla saadut tulokset rahapolitiikan vaikutuksista erityyppisten investointeihin Suomessa julkaistaan lähitulevaisuudessa. Tutkimuksen tässä osassa tarkastellaan paitsi korkopolitiikan vaikutuksia, myös yritysten rahoitusrakenteen merkitystä erikokoisten yritysten investointien kannalta.

## **Miksi palkkojen osuus kansantulosta on viime vuosina supistunut?**

Palkkojen osuus kansantulosta pysyi Suomessa pitkään varsin vakaana, kunnes 1990-luvulla tapahtui merkittävä käänne: palkkatulojen osuus aleni muutamassa vuodessa noin kymmenen prosenttiyksikköä. Samalla kansantalouden kokonaistuottavuus – pääoman ja työn tuottavuuden summa – kasvoi erittäin nopeasti. Nämä historiallisesti merkittävät muutokset ovat lähtökohtana Antti Ripatin ja Jouko Vilmunen tutkimuksessa 'Declining labour share – Evidence of a change in the

underlying production technology' (Suomen Pankin keskustelualoitteita 10/2001).

Ripatti ja Vilmunen etsivät selitystä Suomessa tapahtuneelle tulojaon muutokselle nykyaikaisen tuotantoteorian ja aikasarja-analyysin avulla. Heidän tulostensa mukaan keskeisenä syynä sekä tapahtuneeseen tulojaon muutokseen että samanaikaiseen kokonaistuottavuuden kasvuun on 1990-luvulla Suomen talouskriisin jälkeen tapahtunut pääoman tuottavuutta lisännyt teknologinen muutos. Samalla suomalaisten yritysten hinnoitteluvoima markkinoilla on kasvanut. Toisaalta työn tuottavuuden kasvu ei ole kiihtynyt vastaavasti. Teknologian muutoksen ja yritysten hinnoitteluvoiman kasvun vaikutukset ovat lisänneet voittojen ja pääomakustannusten osuutta kansantulosta ja vähentäneet taloudellisen kasvun vaatimaa pääomapanosta.

## **Rahoitusmarkkinatuotot ennustavat makrotaloutta**

Lähiaikoina ilmestyy Suomen Pankin keskustelualoitteena Juha Junttilan tekemä tutkimus 'Forecasting the macroeconomy with contemporaneous financial market information in Europe and the US'. Siinä tarkastellaan rahoitusmarkkinatuottojen ja makrotalouden tulevan kehityksen välistä riippuvuussuhdetta ns. taloudellisia muuttujia jäljittävien sijoitus-salkkujen (Economic Tracking Portfolios, ETP) metodologian avulla. Aikaisemmissa sovellutuksissa on todettu nimenomaan otoksen ulkopuolisen ennustekyvyn olevan tässä lähestymistavassa vaatimaton. Junttilan saamien tulosten perusteella kuitenkin näyttäisi siltä, että aikaisemmat heikot tulokset ennustekyvyn suhteen ovat johtuneet tutkimuksissa käytettyjen tuottomuuttujien valinnasta, eli talouskehitystä jäljittävien salkkujen koostumuksista.

Tutkimuksessa käytetään USA:n ja kolmen Euro-alueen 'ydinmaan' eli Saksan, Italian ja Ranskan osakemarkkinoiden yleisindeksin ja valuuttakurssien muutosten (suhteessa USA:n dollariin) avulla muodostettuja tuottomuuttujia yhdessä muutamien ns. kontrollimuuttujien kanssa.

Alustavien tulosten perusteella näyttää siltä, että esim. USA:n tuleva inflaatio ja reaalitalouden kasvu ovat erittäin voimakkaasti yhteydessä osakemarkkinoiden tämänhetkiseen ja menneeseen tuottokehitykseen, mutta

myös siihen, miten euroalueen valuuttakurssit kehittyvät suhteessa USA:n dollariin. Kun verrataan rahoitusmarkkinainformaatioon perustuvien ETP-ennustemallien suorituskykyä perinteisempiin, reaalityaloudelliselle informaatiolle perustuviin aikasarjamalleihin, on ETP-mallien ennustekyky selkeästi parempi kaikissa tarkastelluissa maissa. Lisäksi ETP-mallin etumatka paranee ennustehorisontin kasvaessa.

## Siirtymätalouksien tutkimus

Siirtymätalouksien tutkimuslaitos on uusissa raporteissaan julkaissut uutta tuoretta tietoa EU-kandidaattimaiden talouskehityksestä.

Ilkka Korhonen tarkastelee artikkelissaan 'Some Empirical Tests on the Integration of Economic Activity Between the Euro Area and the Accession Countries' (BOFIT Discussion Papers No 9/2001) lyhyen aikavälin suhdannevaihteluja euroalueella sekä EU-kandidaattimaissa. Tarkoitus on selvittää, kuinka hyvin korreloituneita suhdannevaihtelut ovat, eli voidaanko kandidaattimaiden ajatella muodostavan optimaalisen valuutta-alueen yhdessä euroalueen kanssa. Tutkimuksessa käytetään teollisuustuotannon kuukausi-indikaattoreita.

Kandidaattimaiden suhdannevaihteluiden korreloituneisuus euroalueen vastaavien vaihteluiden kanssa on varsin erilainen. Unkarissa ja Sloveniassa euroalueen tuotannon muutokset voivat selittää suuren osan teollisuustuotannon muutoksista. Myös joissakin muissa edistyneimmissä siirtymätalouksissa euroalueen vaikutus on selvä. Toisissa maissa tätä korrelaatiota ei juuri ole, mikä saattaisi merkitä vaikeuksia, jos maat liittyisivät liian aikaisin rahaliittoon.

Vadim Saraevs käsittelee tutkimukseensa 'Convergence of European transition economies and the EU: What do the data

show?' (BOFIT Discussion Papers No 13/2001) samankaltaista teemaa mutta pidemmän aikavälin näkökulmasta. Hänen työsäään tutkitaan 11 Keski- ja Itä-Euroopan siirtymätalouden reaalityalouden tulojen lähentymistä 15 Euroopan Unionin jäsenmaan kanssa. Julkinen keskustelu ja tutkimus Euroopan Unionin laajentumisesta keskittyvät yleensä normatiivisiin kysymyksiin, ja siten empiiriset tutkimukset muodostavat vain pienen osan olemassa olevaa tutkimustyötä. Tässä empiirissä tutkimuksessa käytetään siirtymätalouksista saatavaa dataa, jota analysoidaan monin eri ekonometrisin menetelmin. Useiden estimointimenetelmien avulla saadut tulokset osoittavat, että tulojen lähentymistä tapahtuu, mutta estimoidut lähentymisvauhdit vaihtelevat huomattavasti.

## Tapahtumia

Suomen Pankin tutkimusosasto järjestää yhteistyössä CEPR:n (Centre for Economic Policy Research, Lontoo) kanssa 25.–26.4. 2002 konferenssin aiheesta 'Asset Prices in Business Cycles'. Osanottajat konferenssiin kutsutaan yliopistoista, tutkimuslaitoksista ja keskuspankeista.

Kevään 2002 aikana Siirtymätalouksien tutkimuslaitos järjestää Suomen Pankissa 'Macroeconomics in transition countries' -workshopin suomalaisille ja ulkomaalaisille aiheesta kiinnostuneille tutkijoille. Call for papers tähän kokoukseen julkaistaan tammi-kuussa 2002.

Suomen Pankin tutkimusosasto ja SUERF (Societe Universitaire Europeenne de Recherches Financieres) järjestävät 5.9.2002 Helsingissä konferenssin aiheesta 'Geography and Banking Finance'.

## Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Tapio Korhonen; Finnish monetary and foreign exchange policy and the changeover to the euro, BOF Discussion Paper 25/2001

Kari Korhonen; Securities market ATSS, Concepts, their roles and related policy issues, BOF DP 24/2001

Tuomas Saarenheimo; Should unemployment benefits decrease as the unemployment spell lengthens? BOF DP 23/2001

Oz Shy – Juha Tarkka; Stock exchange alliances, access fees and competition, BOF DP 22/2001

Heiko Schmiedel; Technological development and concentration of stock exchanges in Europe, BOF DP 21/2001

Maria Antoinette Dimitz; Output gaps and technological progress in European Monetary Union, BOF DP 20/2001

Erkki Koskela; Labour taxation and employment in trade union models: A partial survey, BOF DP 19/2001

Angela Huang – Dimitri Margaritis – David Mayes; Monetary policy rules in practice: Evidence from New Zealand, BOF DP 18/2001

David Mayes – Matti Virén; Financial conditions indexes, BOF DP 17/2001

Juha-Pekka Niinimäki; Should new or rapidly growing banks have more equity? BOF DP 16/2001

Esa Jokivuolle – Samu Peura; A value-at-risk approach to banks' capital buffers: An application to the new Basel Accord, BOF 15/2001

Jan Annaert – Marc J.K. De Ceuster – Nico Valckx; Financial market volatility: informative in predicting recessions BOF DP 14/2001

Nico Valckx; Factors affecting asset price expectations: fundamentals and policy variables, BOF DP 13/2001

Jenni Koskinen; Yksityisasiakkaiden maksuliikepalvelujen hinnoittelu Suomessa, BOF DP 12/2001

Michael Ehrmann – Martin Ellison – Natacha Valla; Regime-dependent impulse response functions in a Markov-switching vector autoregression model, BOF DP 11/2001

Antti Ripatti – Jouko Vilmunen; Declining labour share – Evidence of a change in the underlying production technology? BOF DP 10/2001

Morten L. Bech – Kimmo Soramäki; Gridlock resolution in interbank payment systems, BOF DP 9/2001

Tuomas Välimäki; Fixed rate tenders and the overnight money market equilibrium, BOF DP 8/2001

Vadim Saraevs; Convergence of European transition economies and the EU: What do the data show? BOFIT DP13/2001

Jan Winiecki; The role of the new, entrepreneurial private sector in transition and economic performance in light of the successes in Poland, the Czech Republic and Hungary, BOFIT DP 12/2001

Kari Heimonen; Substituting a substitute currency - the case of Estonia, BOFIT DP 11 /2001

Tuomas Komulainen; Currency crises in emerging markets: Capital flows and herding behaviour, BOFIT DP 10/2001

Iikka Korhonen; Some empirical tests on the integration of economic activity between the euro area and the accession countries, BOFIT DP 9 /2001

Jarko Fidrmuc; The Endogeneity of optimum currency area criteria, intraindustry trade and EMU enlargement, BOFIT DP 8 /2001

Mark De Broeck - Torsten Sløk; Interpreting real exchange rate movements in transition countries, BOFIT DP 7 /2001

Alexei Medvedev; International investors, contagion and the Russian crisis, BOFIT DP 6 /2001

Alessandra Guariglia - Byung-Yeon Kim; The dynamics of moonlighting: What is happening in the Russian informal economy? BOFIT DP 5 /2001

## Lähiainkoina ilmestymässä

Kari Takala; Studies in Time Series Analysis of Consumption, Asset Prices and Forecasting

Harri Lahdenperä; Payment and financial innovation, reserve demand and implementation of monetary policy

Seppo Honkapohja – Kaushik Mitra; Performance of monetary policy with internal central bank forecasting

Risto Herrala; On monetary policy instruments

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

Päätoimittaja  
Juha Tarkka

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)