



TUTKIMUSTIEDOTE 1/2004

Suomen Pankki

21.6.2004

Sisällys

- Pääkirjoitus
- Ajankohtaista
- Talouspolitiikan käytäntö ja teoria
- Tehokkuuden tavoittelua
- Rahoitusmarkkina-tutkimusta
- Venäjän energia-politiikka ja siirtymä-maiden inflaatio tutkimuk-sen kohteina
- Tapahtumia
- Tuoreita Suomen Pankin tutkimus-julkaisuja
- Lähiaikoina ilmestymässä

Euroopan taloudellisen suorituskyvyn heikkous keskusteluttaa tutkijoita yhtä lailla kuin poliitikkojakin. Taloudellinen kasvu EU-alueella on ollut jo pitkään hitaampaa kuin Yhdysvalloissa ja työttömyysaste on juuttunut korkealle. Viimeisin keskustelukierros tutkijoiden piirissä käynnistyi, kun Edward Prescott osoitti, että Euroopan ja Yhdysvaltain työllisyyden erot voidaan selittää yllättävän hyvin jo yhdellä tekijällä, Euroopan kireällä verotuksella. Joissakin myöhemmissä puheenvuoroissa Prescottia on syytetty liiasta yksinkertaistamisesta ja esitetty lisää syitä työllisyyden ja tuottavuuden eroihin Atlantin molemmin puolin.

Pystyykö Eurooppa kuromaan USA:n etumatkaa umpeen? Suomen Pankissa on viime aikoina tutkittu markkinoilla vallitsevien pitkän ajan kasvuodotusten mittaamista. Kasvuodotuksethan heijastuvat siinä, kuinka korkeiksi osakkeiden hinnat markkinoilla muodostuvat suhteessa niiden nykyisiin tuottoihin, ja kasvua koskevilla odotuksilla on rahapolitiikassa keskeinen merkitys. Tutkimustulosten mukaan markkinat odottaisivat Euroalueen talouden kasvavan tulevaisuudessakin vuosittain noin puoli prosenttiyksikköä hitaammin kuin Yhdysvaltain talous. Tämä vastaa suunnilleen väestön kasvuvauhtien eroa, joten odotusten toteutuminen jättäisi USA:n ja Euroalueen välisen henkeä kohti lasketun tulotason eron pitkiksi ajoiksi nykyiselleen, noin 30 prosenttiin.

Mitä Eurooppa voisi tehdä parantaakseen taloutensa suorituskykyä EU:n vuonna 2000 asettaman Lissabonin strategian mukaisesti? Prescottin vastaus raskaan verotaakan aiheuttamiin ongelmiin on radikaali eläkeuudistus. Muutkin tehokkuutta lisäävät uudistukset ovat todennäköisesti tarpeen. Suomen Pankissa vierailleet tutkijat ovat tuoreissa raporteissaan kiinnittäneet huomiota mm. hyödykemarkkinoilla vallitsevan kilpailun ja pankkitoiminnan tehokkuuden merkitykseen taloudellisen kasvun ja korkean työllisyyden edellytyksinä.

Ajankohtaista

Lauri Kajanoja näyttää raportissaan Extracting growth and inflation expectations from financial market data (SP 2/2004), miten valittavia pitkän aikavälin kasvu- ja inflaatio-odotuksia voidaan mitata rahoitusmarkkina-hintoja käyttäen. Odotukset voidaan johtaa tarvittaessa jopa reaaliaikaisesti käyttäen tuoreimpia tietoja koroista ja osakkeiden hinnoista. Menetelmä perustuu teoriaan, jonka mukaan osakkeen hinta on sen odotetun osinkovirran diskontattu arvo. Toinen lähtökohta on kulutuksen kasvun ja odotetun reaalikoron välinen yhteys. Lisäksi menetelmässä olete-

taan, että osinkojen pitkän aikavälin kasvuvauhti on yhteydessä BKT:n pitkän aikavälin kasvuvauhtiin. Osinkojen lyhyen aikavälin kasvuodotuksia mitataan osakeindeksifutuurien avulla. Tutkimuksessa mitataan euroalueen ja Yhdysvaltain kasvu- ja inflaatio-odotuksia. Menetelmän tuloksia on esitelty myös liiteartikkelissa Suomen Pankin uusi-muotoisessa ennusteraportissa Talouden näkymät (Euro & Talous 1/2004).

Talouspolitiikan käytäntö ja teoria

David G. Mayesin ja Matti Virénin tutkimuksessa Asymmetries in the Euro area economy

(SP 9/2004) tarkastellaan rahapolitiikan ja suhdannedynamiikan piirteitä nykyisellä euroalueella vuodesta 1987 alkaen. Rahapolitiikan toiminnassa ilmenee tiettyä epäsymmetrisyyttä: rahapolitiikka on reagoinut voimakkaammin inflaation vaihteluihin oltaessa hintavakaustavoitteen ulkopuolella kuin samansuuruisiin inflaationsokkeihin tavoitevyöhykkeen sisällä. Rahapolitiikka on reagoinut aktiivisesti suurten positiivisten tai negatiivisten tuotantokuilujen uhkaan, mutta jäänyt verraten passiiviseksi pienten poikkeamien suhteen. Tutkimuksen mukaan näyttää siis siltä, että EKP ja sen edeltäjät ovat vältäneet niin sanottua hienosäätöä, mutta reagoineet jyrkästi suuriin kokonaistaloudellisen tasapainon uhkiin. Reaktiot inflaatiopaineisiin näyttävät olleen voimakkaampia kuin deflaatiopaineisiin.

Rahapolitiikan epäsymmetrinen reagointi heijastaa euroalueen talouksien toimintaa. Mayes ja Virén osoittavat, että Euroopassa suurikin työttömyys hidastaa inflaatiota vain heikosti, mutta inflaatio kiihtyy herkästi työttömyyden vähentyessä. Toinen ongelma on, että laskusuhdanteet näkyvät välittömämmin ja pysyvämmiin työttömyyden kasvuna kuin noususuhdanteet työttömyyden vähentymisenä. Tutkijoiden mukaan eurooppalaisen rahapolitiikan havaittu reagointitapa voidaan selittää näillä talouden käyttäytymispiirteillä.

Alijäämien pahetessa Euroopan finanssipolitiikan periaatteet ovat viime aikoina herättäneet paljon keskustelua ja tutkimusta. *Jukka Railavo* tarkastelee raportissaan *Stability consequences of fiscal policy rules* (SP 1/2004) finanssipolitiikan sääntöjen kokonaistaloudellisia vaikutuksia. Hän on kehittänyt käyttämänsä talouden mallia siten, että finanssipolitiikan kysyntävaikutusten lisäksi myös verotuksen vaikutukset työn tarjontaan saadaan esiin. Finanssipolitiikan säännöillä tarkoitetaan tutkimuksessa sitä, kuinka veroasteet riippuvat julkisen sektorin velasta ja/tai alijäämästä. Tämä kytkee tutkimuksen EU:n vakaus- ja kasvusopimuksesta käytyyn keskusteluun.

Tutkimuksessa osoitetaan, että yksinomaan julkiseen velkaan perustuva verosääntö johtaisi tiettyihin vakausongelmiin, kuten veroasteen ja taloudellisen aktiviteetin syklisiin vaihteluihin. Tällaisia ongelmia ei toisaalta näyttäisi liittyvän julkisen sektorin alijäämään perustuvan verosäännön käyttöön. Finanssipolitiikan sääntö voi perustua myös sekä velan että alijäämän yhdistettyyn kontrollointiin.

Tutkimuksesta käy ilmi, että syklisyys sopeutumisessa kansantalouden häiriöihin vaimee, kun alijäämän merkitys tällaisessa yhdistetyssä verosäännössä kasvaa.

Tehokkuuden tavoittelua

Professori *Erkki Koskelan* viime vuonna tapahtunut vierailu Suomen Pankin tutkimusosastolla tuotti raportteja, jotka paneutuvat rakenteellisen työttömyyden syihin. Tutkimuksessaan Rakenteellinen työttömyys ja investoinnit epätäydellisesti kilpailevilla lopputuote- ja työmarkkinoilla (SP 11/2004) *Heikki Kauppi*, *Erkki Koskela* ja *Rune Stenbacka* analysoivat tuotemarkkinakilpailun ja investointien vaikutusta yritysten hinnoitteluun, työmarkkinoiden palkkaneuvotteluihin ja rakenteelliseen työttömyyteen taloudessa, jossa sekä lopputuotemarkkinat että työmarkkinat ovat epätäydellisesti kilpailevia. Tutkimuksessa osoitetaan, että taloudessa, jossa ammattiliitot sopivat palkoista, tuotemarkkinakilpailun kiristyminen vähentää rakenteellista työttömyyttä.

Tutkimuksessa *Unintended convergence – how Finnish unemployment reached the European level* (SP 6/2004) *Erkki Koskela* ja *Roope Uusitalo* erittelevät Suomen työttömyysasteen muutosten syitä. Suomen työttömyys kasvoi 1990 luvun alkupuolella 3 prosentista 18 prosenttiin neljässä vuodessa. Sen jälkeen työttömyys asteittain vähentyi ja on viime aikoina jäänyt 9 % tuntumaan. Raportissa tutkitaan työmarkkinainstituutioiden roolia sopeutumisprosessissa, joka vei työttömyyden eurooppalaiselle keskitasolle. Kirjoittajat päätyvät siihen, että työmarkkinainstituutioita ei voi syyttää työttömyyden kasvusta 1990 luvun alussa, mutta että joustavammat työmarkkinainstituutiot olisivat voineet johtaa nopeampaan työttömyyden vähenemiseen Suomen talouden alkaessa elpyä.

Myös Suomen Pankissa vierailut *Berthold Herrendorf* on tutkinut talouden kilpailullisuuden ja tehokkuuden välistä yhteyttä. Yhdessä *Arilton Teixeiran* kanssa tekemässään raportissa *Monopoly rights can reduce income big time* (SP 7/2004) tarkastellaan kysymystä, missä määrin henkeä kohti lasketun tulotason kansainväliset erot voidaan selittää työmarkkinoiden kilpailun puutteella. Kysymystä lähestytään kasvumallilla, jossa talous on jaettu kahteen sektoriin. Uusi piirre mallissa on, että monopolivoima pääomatavaroita tuottavalla

sektorilla suojaa sitä ulkopuoliselta kilpailulta ja antaa sille mahdollisuuden käyttää tehontekniikkaa tai tehostomia työtapoja. Tulokset osoittavat, että monopolivoima työmarkkinoilla voi johtaa paljon suurempaan tulotason laskuun kuin aiemmin on pystytty osoittamaan. Tulos johtuu siitä, että monopolivoima ei ainoastaan heikennä tuottavuutta vaan myös nostaa pääoman suhteellista hintaa. Pääoman kallistuminen puolestaan supistaa investointeja koko taloudessa. Herrendorf ja Texeira osoittavat kansainvälisen tilastoaineiston tukevan hypoteesiaan.

Iftexhar Hasan on yhdessä *Allen Bergerin* ja *Leora Klapperin* kanssa tutkinut pankkitoiminnan rakenteen vaikutusta taloudelliseen kasvuun. Raportissa *Further evidence on the link between finance and growth: An international analysis of community banking and economic performance (SP 8/2004)* tarkastellaan paikallispankkien merkitystä taloudellisessa kasvussa. Aineistoa on 49 maasta vuosilta 1993–2000. Sekä teollisuusmaiden että kehittyvien maiden aineistojen mukaan kotimaisessa yksityisessä omistuksessa olevien pienten pankkien tehokkuus ja suuret markkinaosuudet ovat yhteydessä nopeaan taloudelliseen kasvuun. Hyöty on sitä suurempi mitä tehokkaampia nämä pankit ovat. Kehitysmaiden aineistossa todetaan myös ulkomalaisomistuksessa olevien pankkien suotuisat ja valtion omistuksessa olevien pankkien epäsuotuisat vaikutukset talouteen.

Rahoitusmarkkinatutkimusta

Pankeille ja vakuutuslaitoksille erikseen asetettujen vakavaraisuusvaatimusten sopivuus finanssiryhmittymien vakavaraisuuden sääntelyyn on noussut tärkeäksi aiheeksi rahoituslaitosten valvonnan suunnittelussa. Ville Mälkösen tutkimuksessa *Capital adequacy regulation and financial conglomerates (SP 10/2004)* finanssiryhmittymien toimintaa tarkastellaan taloustieteellisestä näkökulmasta ja luodaan laaja katsaus ongelmiin, jotka tulisi ottaa huomioon finanssiryhmittymille asetettavissa vakavaraisuusvaatimuksissa. Mälkösen johtopäätöksenä on, että pankki- ja vakuutuslaitosten vakavaraisuusvaatimusten yhtenäistämiseksi finanssiryhmittymissä ei ole vahvoja teoreettisia tai empiirisiä perusteluja.

Venäjän energiapolitiikka ja siirtymämaiden inflaatiotutkimuksen kohteina

Leena Kerkelä tarkastelee tutkimuksessaan ”CGE – analysis on Russian energy markets – costs from distortions and effects of price liberalisation” (BOFIT DP 02/04) Venäjän energiemarkkinoiden reformeja. Venäjän suuret energiavarannot ja kotimaisen kulutuksen säädellyt edut ovat tehneet maasta energia-intensiivisen talouden, joka tuhlaa resurssejaan. Viimeaikaiset ehdotukset energiasektorin tehostamiseksi vaikuttavat energian kotimaiseen hintaan ja sitä kautta myös Venäjän energiahyödykkeiden vientiin. Kerkelän tutkimuksessa arvioidaan aluksi tuetun energiajärjestelmän kustannuksia tehokkaan allokaation näkökulmasta. Sen jälkeen analysoidaan ensimmäisiä toimia, jotka Duuma on hyväksynyt kaasun ja sähkön hinnan nostamiseksi lähemmäksi markkinaehtoista hinnoittelua. Analyysi on toteutettu usean alueen yleisen tasapainon mallilla (GTAP), joka tuo esiin tukipolitiikan ja ehdotettujen uudistusten globaalit vaikutukset. Tulokset osoittavat nykyisten tukien vievän yli 6 prosenttia BKT:stä jättäen Venäjän suhteellisen edun energiahyödykkeissä osittain hyödyntämättä. Säännöstelyn sähkön hinnan 6 prosentin ja kaasun hinnan 10 prosentin korotukset parantavat tehokkuutta vähentämällä vääristäviä tukia ja siirtäen tuotantoa selvästi kotimaisilta markkinoilta vientiin.

Iikka Korhonen ja *Paul Wachtel* käyvät läpi siirtymätalousmaiden dis-inflaatiokokeuksia (BOFIT DP 05/04). Heidän mukaansa siirtymätaloudet ovat olleet hyvin menestyksikkäitä inflaation alentamisessa. Inflaatio nousi yleensä hyvin korkeaksi transition alkuvaiheessa, mutta tällä hetkellä useimpien siirtymätalouksien inflaatio on kehittyneiden teollisuusmaiden tasolla. Korhonen ja Wachtel tarkastelevat keinoja, joilla inflaatio on saatu aisoihin. Finanssi- ja rahapolitiikka sekä valuuttakurssijärjestelmä ovat kaikki olleet osallisina inflaation alentamisessa. Lisäksi EU-jäsenyyden mahdollisuus lienee vaikuttanut instituutioiden ja talouspolitiikan muotoutumiseen useissa maissa. Korhonen ja Wachtel perehtyvät lähemmin inflaation alentumista neljässä siirtymätalousmaassa: Puolassa, Romaniassa, Venäjällä ja Virossa.

Tapahtumia

Suomen Pankin tutkimusosasto järjestää seminaarin ”The Structure of Financial Regulation” yhteistyössä Cass Business Schoolin (Lontoo) kanssa 2.–3. päivä syyskuuta.

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Heikki Hella: On robust ESACF identification of mixed ARIMA models, E:27, 2004

Tibor Hlédik: A calibrated structural model of the Czech economy, 35/2003

Jukka Railavo: Stability consequences of fiscal policy rules, 1/2004

Lauri Kajanoja: Extracting growth and inflation expectations from financial market data, 2/2004

Martin Ellison – Lucio Sarno – Jouko Vilmunen: Monetary policy and learning in an open economy, 3/2004

David G. Mayes: An approach to bank insolvency in transition and emerging economies, 4/2004

Juha Kilponen: Robust expectations and uncertain models – A robust control approach with application to the New Keynesian economy, 5/2004

Erkki Koskela – Roope Uusitalo: Unintended convergence – how Finnish unemployment reached the European level, 6/2004

Berthold Herrendorf – Arilton Teixeira: Monopoly rights can reduce income big time, 7/2004

Allen N. Berger – Iftekhar Hasan – Leora F. Klapper: Further evidence on the link between finance and growth: An international analysis of community banking and economic performance, 8/2004

David G. Mayes – Matti Virén: Asymmetries in the Euro area economy, 9/2004

Ville Mälkönen: Capital adequacy regulation and financial conglomerates, 10/2004

Heikki Kauppi – Erkki Koskela – Rune Stenbacka: Equilibrium unemployment and investment under product and labour market imperfections, 11/2004

Nicolas Rautureau: Measuring the long-term perception of monetary policy and the term structure, 12/2004

Pertti Haaparanta – Tuuli Juurikkala – Olga Lazareva – Jukka Pirttilä – Laura Solanko – Ekaterina Zhuravskaya: Firms and public service provision in Russia, BOFIT 16/2003

Michael Funke – Ralf Ruhwedel: Trade, product variety and welfare: A quantitative assessment for the transition economies in Central and Eastern Europe, BOFIT 17/2003

Balázs Égert: Assessing equilibrium exchange rates in CEE acceding countries: Can we have DEER with BEER without FEER? A critical survey of the literature, BOFIT 1/2004

Leena Kerkelä: Distortion costs and effects of price liberalisation in Russian energy markets: A CGE analysis BOFIT 2/2004

Julius Horvath – Stanislav Vidovic: Price variability and the speed of adjustment to the law of one price: Evidence from Slovakia, BOFIT 3/2004

Pertti Haaparanta – Mikko Puhakka: Endogenous time preference, investment and development traps, BOFIT 4/2004

Paul Wachtel – Iikka Korhonen: Observations on disinflation in transition economies, BOFIT 5/2004

Eugene Nivorozhkin: Financing choices of firms in EU accession countries, BOFIT 6/2004

Lähiaikoina ilmestymässä

Heiko Schmiedel: Performance of international securities markets

Tuomas Komulainen: Essays of financial crises in emerging markets

Jukka Vauhkonen: Issues on financial contracting

Kimmo Virolainen: Macro stress testing with a macroeconomic credit risk model for Finland

Yuko Kinoshita – Nauro Campos: Estimating the Determinants of Foreign Direct Investment Inflows: How Important are Sampling and Omitted Variable Biases? BOFIT

Akram Esanov – Christian Merkl – Lúcio Vinhas de Souza: Monetary Policy Rules for Russia, BOFIT

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