

Sisällys

PÄÄKIRJOITUS:

Kuplat, reaalityalouden resurssien väärä kohdentuminen ja rahoitussektorin koko 1

Suomen Pankki uudistaa tutkimusorganisaationsa 2

Miten ennustaa Kiinan taloutta? 4

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja 6

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja 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)
likka Korhonen
www.suomenpankki.fi/bofit

ISSN 1457-5817
(verkkopainos)

PÄÄKIRJOITUS: Kuplat, reaalityalouden resurssien väärä kohdentuminen ja rahoitussektorin koko

Yksi viimeisimmän rahoituskriisin mahdollisista johtopäätöksistä on, että rahoitussektori kasvoi aivan liian suureksi (Yhdysvalloissa), jotta sen kasvua voitaisiin pitää kestävässä pitkällä aikavälillä.

Rahoitusmarkkinoiden valvonnan kannalta tästä puolestaan seuraa, että rahoitussektorin kokoa on tarkkaan seurattava, jotta merkit kestävästä luottojen ja varallisuushintojen kehityksestä havaittaisiin. Huolenaiheena on, että rahoitussektori kasvaa liian suureksi ja erityisesti, että ammattitaitoista työvoimaa siirtyy rahoitussektorille muusta taloudesta. Tämä käsitys perustuu näkemykseen, jonka mukaan mahdollisuus hyvin ansioihin käymällä kauppaa innovatiivisilla, eksoottisilla ja erittäin monimutkaisilla rahoitustuotteilla johtaa lopulta siihen, että arvokkaat inhimilliset resurssit, varsinkin ammattitaitoinen työvoima, ohjautuvat rahoitustoimintaan eivätkä muuhun tuotannolliseen ja todennäköisesti tehokkaampaan käyttöön. Tästä on jonkin verran empiiristä näyttöä etenkin Yhdysvalloista, jossa rahoitussektori on vetänyt puoleensa paljon ammattitaitoista työvoimaa 1990- ja 2000-luvulla muilla sektoreilla maksettuihin palkkoihin verrattuna suurten bonusten ja muiden palkanlisien ansiosta.

Rahoitussektorin liikakasvu liittyy varsin usein poikkeuksellisen kestävästä kalliisiin varallisuushintoihin. Viimeaikaisessa kirjallisuudessa on tutkittu näiden kahden välistä potentiaalista suhdetta selittäviä vaihtoehtoisia käsityksiä. Yksi kiintoisa vaihtoehto¹ perustuu tavalliseen limittäisten sukupolvien malliin, jossa varallisuusesineet ovat sukupolvien välisen kaupankäynnin kohteena todellista arvoaan kalliimpaan hintaan ja jossa yritysrahoitus ja varallisuusesineiden kauppa edellyttävät erikoistuneita välityspalveluja. Nämä voidaan ottaa mallissa huomioon esimerkiksi olettamalla, että taloudessa on sekä tuotannollinen että rahoitussektori ja että työmarkkinoille tulevat valitsevat haluamansa alan kummaltakin odottamiensa ansiomahdollisuuksien mukaan. Tuottajien tulot

¹ Ks. P. Cahuc ja E. Challe (2009) "Produce or Speculate? Asset Bubbles and Occupational Choice and Efficiency", Centre of Economic Policy Research, DP No 7602.

koostuvat palkoista, kun taas rahoittajat keräävät säästöjä tuottajilta, tekevät arvopaperisijoituksia ja saavat tuloa välityspalkkioista. Tämä mallin jälkimmäinen ominaisuus perustuu olettamukseen, että markkinakitkan takia tuottajilla on rajalliset mahdollisuudet kilpailuttaa eri rahoittajia, mikä vaikuttaa rahoitussektorin tuottoihin. Nämä tuotot vaikuttavat sitten rahoitusalan työpaikoista saatuihin suhteellisiin ansioihin ja tätä kautta siihen, miten talouden työvoimaresurssit kohdentuvat eri sektoreille.

Tästä hämmästyttävän yksinkertaisesta rakenteesta voidaan johtaa monta mielenkiintoista tulosta. Ensinnäkin kuplat yksiselitteisesti suurentavat rahoitussektorin kokoa. Toiseksi varallisuushintakuplien hyvinvointivaikutus riippuu siitä, missä määrin rahoitussektori onnistuu ylijäämien tavoittelussa. Kun ylijäämät jäävät tarpeeksi pieniksi, kuplatasapaino voi olla dynaamisesti tehokas. Kolmanneksi kuplat lisäävät tulojen ja kulutuksen eriarvoisuutta. Tämä vaikutus näyttää olevan yhdenmukainen Yhdysvalloista 1990- ja 2000-luvulla saadun näytön kanssa.

Vaikka tämä malli ei selitä varallisuushintakuplien syntymistä, se esittää kiintoisan mekanismin rahoitussektorin kasvusta hintakuplan myötä ja epäilemättä viittaa siihen sangen merkittävään potentiaaliseen seikkaan, että varallisuushintakuplat vaikuttavat resurssien kohdentumiseen reaalityöelämässä. Hyvinvoinnin näkökulmasta kuplien ei myöskään tarvitse olla tehottomia, ei ainakaan talouksissa, joiden rakennetta voidaan kuvata limittäisten sukupolvien malleilla. Selvää kuitenkin on, että lisätutkimusta tarvitaan, jotta näiden vaikutusten luotettavuuteen voidaan ottaa lopullisesti kantaa.

Jouko Vilmunen

Suomen Pankki uudistaa tutkimusorganisaationsa

Kun Suomen Pankin tutkimustoiminnan ulkopuolinen arviointi oli päättynyt ja arviointiraportti julkaistu joulukuussa 2009, pankin johtokunta asetti tutkimuksesta vastaavan johtokunnan jäsenen Seppo Honkapohjan johdolla asiantuntijaryhmän valmistelemaan konkreettista esitystä pankin tutkimustoiminnan uudistamiseksi. Asiantuntijaryhmä valmisti ehdotuksen kesään 2010 mennessä, ja johtokunta hyväksyi harkinnan jälkeen sille esitellyn ehdotuksen elokuun 2010 kokouksessaan.

Monet uuden tutkimusorganisaation piirteet ovat hyvin linjassa ulkopuolisten arvioijien joulukuussa 2009 jättämän loppuraportin suositusten kanssa. Joihinkin näistä uusista piirteistä kannattaa kuitenkin kiinnittää erityistä huomiota. Ensinnäkin pankin sisäisestä vierailijaohjelmasta tai ns. kiertojärjestelmästä on luovuttu. Tämän järjestelmän kautta pankin ekonomistit, joilla oli vaadittu tutkimuspätevyys, vierailivat tutkimusyksikössä määrääjän eli yleensä 6–12 kuukautta tehdäkseen tutkimustyötä ja julkaistakseen



Maritta Paloviita



Markus Haavio



Karlo Kauko



Juuso Vanhala

tutkimustuloksia ennalta määritellyistä aiheista. Sisäinen vierailijaohjelma ei täysin vastannut sille asetettuja odotuksia, ja ohjelman tutkimushyöty jäi yleensä ulkopuolisten vierailijoiden tutkimusohjelmasta saatua hyötyä heikommaksi. Tämän perusteella ulkopuolisille arvioijille muodostui käsitys, että pankki ei hyötynyt riittävästi sisäisestä vierailijaohjelmastaan.

Pankin sisäinen vierailijaohjelma korvataan uusilla määräaikaisilla mutta aiempaa pidempikestoilla toimeksiannoilla tai tehtävillä tutkimusyksikössä. Vuoden 2010 loppuun mennessä tutkimusyksikkö rekrytoi yksikköönsä pankista neljä tohtoritasoista ja tutkimuksessa pätevoitynyttä ekonomistia tutkijaekonomistin tehtäviin. Tavoitteena on, että nämä tutkijaekonomistit käyttävät keskimäärin 60 % työajasta tutkimukseen ja loppuajan politiikkatyöhön. Poliittikatyö on mahdollisuuksien mukaan tarkoitus sopia ennakolta.

Tutkijaekonomistien tehtävät kestävät neljästä viiteen vuotta. Uudet tutkijaekonomistit valtiot. tri [Maritta Paloviita](#), valtiot. tri [Markus Haavio](#), kauppat. tri [Karlo Kauko](#) ja valtiot. tri [Juuso Vanhala](#) työskentelevät entisten tutkimusohjaajien (3) kanssa. Tutkimusohjaajan nimike on muutettu neuvonantajaksi, ja tutkimusekonomisteja tullaan myöhemmin rekrytoimaan lisää pankin sisältä ja mahdollisesti myös ulkopuolelta.

Kansainvälinen rekrytointi on nyt olennainen osa uutta tutkimusorganisaatiota, ja pankki osallistui Yhdysvalloissa ekonomisten kansainväliseen rekrytointitilaisuuteen Denverissä Coloradossa. American Economic Association järjesti tapahtuman vuosikokouksensa yhteydessä tammikuussa 2011. Tavoitteena on rekrytoida yksi tai kaksi hiljattain tohtoriksi valmistunutta tai pian tohtoriksi valmistuvaa ekonomistia työskentelemään Suomen Pankin tutkimusyksikössä tutkijaekonomistina. Research fellow -tutkijat ovat edelleenkin erittäin tärkeä osa tutkimusorganisaatiota, jopa siinä määrin, että tarkoitus on käyttää tätä mahdollisuutta entistä aktiivisemmin hyväksi tulevaisuudessa.

Kaksi aiempaa tutkimusohjelmaa eli rahapolitiikan mallinnus ja rahoituspalvelusektorin tulevaisuus on nyt sulautettu yhdeksi ohjelmaksi tai tutkimuspainoalueeksi siten, että tutkimustoiminnan painopiste on rahoitusmarkkinoiden ja makrotalouden vuorovaikutuksessa ja vakaudessa. On selvää, että tämä on seurausta viimeisimmästä rahoituskriisistä ja sitä seuranneesta globaalista talouden taantumasta. Tällä pyritään myös kiinnittämään huomiota siihen, että viime kädessä rahoitusmarkkinoita ja makrotaloutta ei tule erottaa toisistaan liian jyrkästi ja että tarvitaan kipeästi entistä systemaattisempaa tutkimusta näiden kahden välisestä vuorovaikutuksesta ja siitä, miten se vaikuttaa makrotalouden ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen. Uudella tutkimusohjelmalla pyritään kehittämään tutkimusresursseja, joilla voidaan vastata tähän erityiseen haasteeseen. Edessä on mielenkiintoinen tutkimuskenttä.

Jouko Vilmunen

Miten ennustaa Kiinan taloutta?



Mikko Korhonen

Kiinan painoarvon maailmantaloudessa kasvaessa myös kiinnostus sen talouden ennustamiseen on lisääntynyt selvästi. Ennusteiden kokoamiseen erikoistunut Consensus Economics raportoi tällä hetkellä lähes 20:n eri kansainvälisen tutkimuslaitoksen ennusteita, jotka koskevat Kiinan tärkeimpiä talousindikaattoreita. Samaan aikaan kuitenkin esitetään epäilyjä, kuinka hyvin kiinalaiset tilastot kykenevät kuvaamaan suuren maan todellista tilannetta. Esimerkiksi Kiinan kansantalouden tilinpidon revisio vuonna 2005 kasvatti bruttokansantuotetta peräti 16,8 %, ja pienempiä muutoksia on tehty myös tämän jälkeen. Tällainen tilanne asettaa tilastojen käyttäjän ja ennustajan vaikeiden valintojen eteen, kun tulevaa kehitystä pitää kuitenkin yrittää ennakoita.

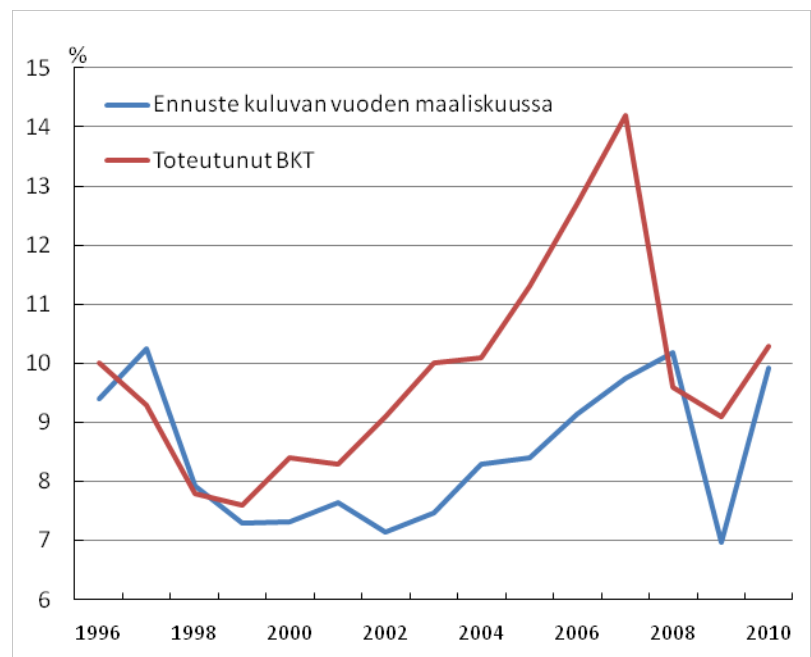
Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) julkaisee kahdesti vuodessa oman Kiina-ennusteensa. Tämän lisäksi BOFITissa on käynnissä useita tutkimushankkeita, jotka käsittelevät Kiinan taloutta koskevia ennusteita ja ennustamista hieman yleisemminkin. Nämä tutkimukset julkaistaan lähitulevaisuudessa BOFIT Discussion Paper -sarjassa. Meneillään olevassa tutkimuksessa Aaron Mehrotra (BOFIT) ja Jenni Pääkkönen (Valtion taloudellinen tutkimuskeskus, VATT) vertaavat Kiinan julkaistuja BKT-tilastoja vaihtoehtoihin makrotalouden indikaattoreihin. Analyysin tarkoituksena on tutkia, onko virallisten BKT-tilastojen kuvailema talouden dynamiikka linjassa muiden ns. samanaikaisten indikaattorien (coincident indicator) kanssa. Mehrotran ja Pääkkösen tutkimuksessa vaihtoehtoiset indikaattorit kootaan yhdistämällä informaatiota laajasta makromuuttuja-aineistosta faktorianalyysin avulla. Estimoituja faktoreita verrataan sitten julkaistuihin BKT:n kasvulukuihin ajanjaksolla 1997–2009. Tälle ajanjaksolle osuvat Aasian talouskriisi 1990-luvun lopussa, globaali talouskriisi vuosina 2008 ja 2009 sekä Kiinan oma voimakas kasvu etenkin 2000-luvun jälkimmäisellä puoliskolla.

Tutkimuksessa havaitaan, että julkaistut BKT:n kasvuluvut ovat pitkälti linjassa vaihtoehtoisten indikaattoreiden kanssa ja että poikkeamat näiden kahden välillä ovat hyvin lyhytaikaisia. Kiinan BKT-luvuissa ei näiden tulosten mukaan siten ole systemaattista virhettä. Eri faktorien merkitys kuitenkin muuttuu ajan mittaan, mikä on todennäköisesti merkki Kiinan talouden rakennemuutoksesta. Tutkimuksessa verrataan myös faktorianalyysin antamaa kuvaa Kiinan taloudesta kahden julkaistun samanaikaisindikaattorin (Kiinan tilastoviranomaisten oma ja yhdysvaltalaisen Conference Boardin indikaattori) dynamiikkaan. Käy ilmi, että näiden kolmen eri indikaattorin antama kuva Kiinan suhdannekehityksestä on hyvin samankaltainen.

Toisessa tutkimuksessa likka Korhonen (BOFIT) ja Maria Ritola (Demos Helsinki) selvittävät, miten erilaisten tutkimuslaitosten BKT- ja inflaatioennusteet toteutuvat suurissa kehittyvissä talouksissa. Näyttää siltä, että useiden maiden tapauksessa bruttokansantuotteen kasvun ns. konsensusennuste (eli kaikkien ennusteiden keskiarvo) on harhaton, eli keskimäärin ennustevirhe on nolla. Kiinan ennusteissa näin ei kuitenkaan ole, vaan Kiinan nopeimman talouskasvun vuosina

ennustajat ovat olleet selvästi liian varovaisia. Toteutuneen kehityksen ja saman vuoden maaliskuussa kerätyn konsensusennusteen välinen ennustevirhe oli noin kaksi prosenttiyksikköä tai jopa selvästi enemmän vuosien 2002 ja 2007 välillä. Ennusteiden tekijät eivät pystyneet ennakoimaan Kiinan talouden hyvin nopeaa kasvua tällä aikavälillä. Toisaalta kansainvälisen talouskriisin aikana ennusteet ovat osuneet keskimäärin paremmin kohdalleen (katso kuvio).

Kiinan BKT-ennusteiden osuvuus



Lähteet: Consensus Economics ja Kiinan tilastoviranomaiset.

Indikaattorimalleista saatujen tulosten mukaan Kiinan kansantalouden tilinpidon luvut antavat oikean kuvan talouskehityksestä. Tällöin systemaattisia ennustevirheitä ei voi selittää tilasto-ongelmilla ainakaan vuosina 2006 ja 2007, jolloin virheet olivat suurimmillaan. Saattaa olla, että ennusteiden tekijät ovat luottaneet liikaa talouspolitiikan mahdollisuuksiin hillitä kasvua ja välttää talouden ylikuumenemistä. Vastaavasti toteutunut inflaatio oli nopeampi kuin vuosien 2007 ja 2008 ennusteissa oli arvioitu.

Liikka Korhonen

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

Kansainvälisessä konferenssissa 22.–23.9.2011 Helsingissä pohditaan riskienhallinnan haasteita tulevaisuudessa (The Future of Risk Management). Konferenssin järjestävät Suomen Pankin tutkimusyksikkö ja CEPR ([Centre for Economic Policy Research](#), Lontoo) sekä SUERF ([Société Universitaire Européenne de Recherches Financières](#)). Yhteistyökumppanina on myös Journal of Financial Intermediation. Esitettäväksi tarjottavien tutkimusten kutsu (Call for papers) on luettavissa konferenssin [verkkosivulta](#). Tarjottavat tutkimukset pyydetään lähettämään 31. maaliskuuta 2011 mennessä.

Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) isännöi 16.–17.5.2011 tutkimusseminaaria, jossa tarkastellaan Kiinan raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa. Seminaarin järjestää vastaperustettu yhteistyöelin ”Central bank-Academia network on the Chinese economy”. Esitettäväksi tarjottavien tutkimusten kutsu (Call for papers) on luettavissa seminaarin [verkkosivulta](#). Tarjottavat tutkimukset pyydetään lähettämään 28. helmikuuta 2011 mennessä.

Avoimia seminaareja

Tutkimusseminaareja

Pe 4.2.2011 klo 14.00–15.30

Rauhankatu 19, Auditorio

Prof. [John B. Taylor](#)

Stanford University

Can a Rule for Monetary Policy Be Legislated?

To 3.3.2011

Prof. [Jagjit Chadha](#)

University of Kent

Roundheads versus Cavaliers: An Early Assessment of Quantitative Easing

To 17.3.2011 klo **10.00–11.30**

Rauhankatu 19, Auditorio

Prof. [Viral Acharya](#)

Stern School of Business, New York University

Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance

Tutkimusyksikön järjestämät seminaarit pidetään yleensä jokaisen kuukauden ensimmäisenä torstaina klo 13.30–15.00. Ilmoittautuminen etukäteen osoitteeseen seminars@bof.fi. Lisätietoja ja seminaarimateriaalia on luettavissa [seminaarien verkkosivulta](#).

BOFIT-seminaareja

Ke 8.2.

Linlin Niu (Xiamen University)

Forecasting Inflation in China with Bayesian Model Averaging

BOFIT-seminaarit pidetään yleensä tiistaisin klo 10.30. Seminaareihin ilmoittautumiset Liisa Mannilalle, puh. 010 831 2268, sähköposti Liisa Mannila, etunimi.sukunimi@bof.fi. Lisätietoa seminaareista on saatavissa [verkkosivulta](#).

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Kaikki keskustelualoitteet ilmestyvät englanniksi ja sisältävät suomenkielisen tiivistelmän.

Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

22/2010

Juha-Pekka Niinimäki:

[Satunnaisesti vaihtelevan lainan vakuusarvon kannustinvaikutukset lainamarkkinoilla](#)

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

21/2010

Pasi Ikonen:

[Rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyyden vaikutus talouskasvuun teknologisten innovaatioiden tehokkaamman hyödyntämisen kautta](#)

(Effect of finance on growth through more efficient utilization of technological innovations)

20/2010

Pentti Pikkarainen:

[Keskuspankkien likviditeettioperaatiot rahoitusmarkkina- ja talouskriisin aikana: havaintoja, pohdintoja ja kysymyksiä](#)

(Central bank liquidity during the financial market and economic crisis: observations, thoughts and questions)

19/2010

Katja Ahoniemi – Markku Lanne:

[Toteutunut volatiliiteetti ja yliyön tuotot](#)

(Realized volatility and overnight returns)

18/2010

Seppo Orjasniemi:

[Kansainvälisen kaupan merkitys pienessä rahaliitossa](#)

(The effect of openness in a small open monetary union)

17/2010

Esa Jokivuolle – Ilkka Kiema – Timo Vesala:

[Luottojen kohdentuminen, vakavaraisuusvaatimukset ja tuotanto](#)

Credit allocation, capital requirements and output

Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen keskustelualoitteita

20/2010

Pierre Pessarossi, Christophe J. Godlewski and Laurent Weill:

[Foreign bank lending and information asymmetries in China](#)

19/2010

Michael Funke and Michael Paetz:

[What Can an Open-Economy DSGE Model Tell Us about Hong Kong's Housing Market?](#)

18/2010

Tuuli Koivu:

[Monetary policy, asset prices and consumption in China](#)

17/2010

Zuzana Fungáčová, Laurent Weill and Mingming Zhou:

[Bank capital, liquidity creation and deposit insurance](#)

Lähiaikoina ilmestymässä

Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

Hanna Freystätter:

Financial factors in the boom-bust episode in Finland late 1980s and early 1990s

Yiwei Fang – Bill Francis – Iftekhar Hasan – Haizhi Wang

Product market relationships and cost of bank loans: evidence from strategic alliances

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.