

Sisällys

PÄÄKIRJOITUS: Valtion luottoriski ja globaalit makrotaloudelliset tekijät	1
Kuinka tärkeä rahoitusmarkkinoiden osallistumisaktiivisuus on optimaalisen rahapolitiikan kannalta?	3
Pankeilla enemmän pääomaa, vähemmän likviditeettiä?	8
Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja	10
Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja	11



Päätoimittaja
tutkimuspäällikkö
Jouko Vilminen
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
(verkkojulkaisu)

PÄÄKIRJOITUS:

Valtion luottoriski ja globaalit makrotaloudelliset tekijät

Euroopassa yhä jatkuva ilmeisen tarttuva julkisen talouden eli valtioiden velkakriisi on kolmas vaihe rahoituskriisissä, joka pääsi toden teolla vauhtiin Lehman Brothersin ajaututtua konkurssiin vuonna 2008. Käsitys, jonka mukaan alun perin maksutase- tai pankkikriisinä tai molempina ilmenevää finanssikriisiä seuraa talouden syvä taantuma, jota puolestaan seuraa julkisen talouden velkakriisi, on varsin vankka, ja sitä tukee myös kriisiajanjaksoilta saatu empiirinen näyttö. Vaikka tällaisiin kriiseihin implisiittisesti liittyvillä yksittäisten valtioiden luottoriskeillä on suuri merkitys rahoitusmarkkinoilla, valtionlainoihin vaikuttavien globaalien makrotaloudellisten riskien potentiaalisia yhteisiä lähteitä on tutkittu systemaattisesti yllättävän vähän. Muutamat johtavat taloustutkijat ovat oikeutetusti todenneet aiheen tärkeyden. Valtion luottoriskin luonteen ymmärtäminen on erittäin tärkeää, koska valtionlainamarkkinat ovat suuret ja kasvamassa nopeasti. Lisäksi valtion luottoriskillä on suora vaikutus siihen, millaiset mahdollisuudet rahoitusmarkkinaosapuolilla on hajauttaa kansainvälisten velkasalkkujen riskejä, ja se voi myös vaikuttaa keskeisesti maiden välisiin pääomavirtoihin ja pääoman hintaan.

Viimeaikainen tutkimus on pyrkinyt selittämään valtion luottoriskin määräytymistä uudesta näkökulmasta. Lyhyesti sanottuna valtion luottoriskin todennäköisiä määräytymistekijöitä voitaisiin selvittää tarkastelemalla valtion joukkovelkakirjatietojen sijasta valtionlainoihin sidottuja luottoriskinvaihtosopimuksia (credit default swaps, CDS) kehittyneissä ja kehittymättömämissä maissa. CDS-luottojohdannaiset ovat vakuutus sopimuksia, joilla sijoittajat voivat ostaa suojauksen valtion selvitystilaa tai sen velkojen uudelleenjärjestelyä vastaan. Valtion joukkolainatietoihin verrattuna CDS-tietojen etuna on, että niiden avulla voidaan saada suoraan tietoa yksinomaan valtion luottoriskin muutoksiin perustuvista sijoitustuotoista.

¹ Ks. erityisesti Longstaff, F. A., Pan, J., Pedersen, L. H. ja Singleton, K. J. "How Sovereign is Sovereign Credit Risk?". *American Economic Journal: Macroeconomics* 3 (huhtikuu 2011): 75–103.

Viimeaikaisten tutkimustulosten² mukaan valtionlainojen korkoerot ovat käyttäytyneet yllättävän *yhtenevästi*. Taustatekijöiden erittelyn perusteella yksi yksittäinen tekijä on selittänyt kaksi kolmasosaa valtionlainojen korkoerojen vaihtelusta useiden maiden otoksessa uuden vuosituhannen ensimmäisen vuosikymmenen aikana. Tämän tekijän vaikutus on ollut vieläkin suurempi vuosina 2007–2009 eli tuoreimman kriisin kolmena ensimmäisenä vuotena. Valtion luottoriskiin näyttävät pikemminkin vaikuttavan globaalit markkinatekijät, riskilisät ja sijoitusvirrat kuin maakohtaiset perustekijät. Vaikka paikallisiin taloustekijöihin sekä globaaleihin rahoitusmarkkinatekijöihin, riskilisämittareihin ja maailmanmarkkinoiden likviditeettitekijöihin perustuvat selitykset vaikuttavat kaikki tilastollisesti merkittäville tekijöiltä selitettäessä valtion luottoriskiä, tärkeimpiä tekijöitä ovat Yhdysvaltain osake- ja suurituottoisten joukkolainojen markkinat, VIX-indeksiin sisältyvä volatiliteettirisikilisyys ja kansainvälisiin korkorahastoihin suuntautuvat sijoitusvirrat. Tutkimustulosten mukaan valtionlainojen tuottoihin liittyy myös merkittäviä riskilisiä. Nämä riskiliset ovat ennen kaikkea korvausta valtionvelkaan vaikuttavien globaaleihin makrotaloudellisiin tekijöihin kohdistuvien riskien kantamisesta. Kun nämä globaalit makrotaloudelliset riskiliset otetaan huomioon, maakohtaiset riskiliset jäävät pieniksi tai jopa olemattomiksi.

Näistä tutkimustuloksista ilmenevät myös ne tärkeät seikat, että markkinoita hallitsevat kansainväliset sijoittajat ja että korkoerojen yhtenevyys on linjassa käsityksiin, että marginaaliset sijoittajat hinnoittelevat riskit kansainvälisen salkun perusteella. Lisäksi globaalin likviditeetin vaikutus markkinoihin vastaa näkemystä, jonka mukaan suurten institutionaalisten sijoittajien rahoitushäiriöt johtavat häiriöihin rahoitusvarallisuuden likvidiydessä. Kaiken kaikkiaan tulokset näyttävät viittaavan näkemykseen, että valtionlainojen korkoerojen yhtenevyys voi johtua siitä, että nämä korkoerot reagoivat herkästi valtionlainamarkkinoilla toimivien suurten sijoittajien rahoitustarpeisiin.

Nämä uudet tulokset ovat hyvin tärkeitä, ja aihetta kannattaa selvästikin tutkia lisää. Uutta näkökulmaa valtion luottoriskiin on varjostanut aiemman tutkimuksen lähes jääräpäinen painottuminen valtioiden velanmaksukannustimiin. Tämäkin aihe on ilman muuta tärkeä, mutta se voi sivuuttaa sen mahdollisesti vieläkin tärkeämmän politiikkanäkökohdan, että todellinen ongelma on jossain muualla.

Jouko Vilmunen

² Ks. Longstaff, F. A. ja muut (viimeksi mainitussa teoksessa).

Kuinka tärkeä rahoitusmarkkinoiden osallistumisaktiivisuus on optimaalisen rahapolitiikan kannalta?

Useat stokastisen yleisen tasapainon mallinnukseen perustuvista moderneista uuskeynesiläisistä dynaamisista makromalleista olettavat, että kotitalouksilla (ja muilla näiden mallien dynaamisista päätöksentekijöistä) on esteetön pääsy hyvin toimiville rahoitusmarkkinoille. Näiden markkinoiden tarjoamien rahoitusvaihtoehtojen avulla kotitaloudet voivat siirtää kulutusresursseja ajankohdasta ja paikasta toiseen. Tavallisesti riskien kaihtajiksi oletetut kotitaloudet suosivat tasaista kulutusvirtaa, ja jos kotitalouksilla ei olisi pääsyä rahoitusmarkkinoille, kotitalouksien kulutusmahdollisuuksien vaihtelut olisivat voimakkaasti sidoksissa niiden käytettävissä olevien tulojen vaihteluihin.

Käytäntö ei kiistatta tue ajatusta kotitalouksien esteettömästä pääsystä rahoitusmarkkinoille. Empiirinen näyttö on toistuvasti viitannut siihen, että monissa maissa näkyvä osa kotitalouksista ei tasoita kulutustaan teorian mukaisesti, mikä saattaa hyvinkin ilmentää sitovia rajoituksia kotitalouksien kyvyille velkaantua. Mankiw ja Zeldes³ esittivätkin tämänkaltaisen näytön perusteella ajatuksen, että esteet, joita on pääsyyssä rahoitusmarkkinoille, vaikuttavat talouden kulutukseen ja rahoitusmarkkinatuottoihin. Ajatus on sittemmin formalisoitu rahapolitiikan mallianalyseissa pääasiassa käytetyissä uuskeynesiläisissä makromalleissa olettamalla, että osa kotitalouksista on velkarajoitteisia. Nämä kotitaloudet eivät voi velkaantua, joten niiden yksittäisen periodin kulutusmenot eivät voi ylittää niiden kyseisellä periodilla käytettävissä olevia tuloja.⁴ Näistä malleista käytetään tuonnempana yhteistä nimitystä rajoitetun osallistumisen (rahapolitiikan) uuskeynesiläiset makromallit.

Näiden rajoitetun osallistumisen makromallien ominaisuuksista ja rahapoliittisista implikaatioista on käyty relevantissa ekonomistikirjallisuudessa paljon keskustelua. Näiden implikaatioiden mallisidonnaisuuden tai yleisyyden kannalta kuitenkin ehkä keskusteluin teema liittyy mallin tasapainon määräytyneisyyteen, kun keskuspankki käyttää yksinkertaista ohjaussääntöä, esimerkiksi korkosääntöä, rahapolitiikan toimeenpanossa. Tasapainon määräyty-

³ Mankiw, N. G. – Zeldes, S. P. (1991) "The Consumption of Stockholders and Nonstockholders". *Journal of Financial Economics*, 29:1, 97–112.

⁴ Gali, J.– López-Salido, D. – Vallés, J. (2004) "Rule-of-Thumb Consumers and the Design of Interest Rate Rules". *Journal of Money Credit and Banking*, 36:4, 739–764. Lähtökohta, jonka mukaan käytettävissä olevat tulot rajoittavat näissä malleissa *sitovasti* kotitalouksien kulutusta, sisältää usein julki lausumattoman oletuksen, ettei kotitalouksilla ole kerättyjä säästöjä, joilla ne voisivat rahoittaa kulutusta, joka ylittää niiden käytettävissä olevat tulot.

neisydessä on tässä yhteydessä kyse niistä rahapolitiikan ominaisuuksista tarkastelevan teoreettisen mallin ominaisuuksista, jotka takaavat mallin yksikäsitteisen (rationaalisten odotusten) tasapainon. Tasapainon määräytyneisyys näyttää riippuvan nyt tarkasteltavissa malleissa myös siitä, mitä niissä oletetaan markkinoillepääsyn esteistä. Tällöin nimittäin rahapolitiikan vaikutukset eivät enää riipu yksinomaan esteettä kulutustaan optimoivien kotitalouksien päätöksistä, vaan myös velkarajoitteisten kotitalouksien kulutuspäätöksistä. Tasapainon määräytyneisyys riippuu tällöin rahapolitiikan vaikutuksiin liittyvien kahden tekijän keskinäisestä suuruussuhteesta. Yhtäältä rahapolitiikan kyky ylläpitää yksikäsitteistä tasapainoa heikkenee, kun rajoittamattomien kotitalouksien suhteellinen lukumäärä pienenee. Toisaalta rahapolitiikan vaikutukset velkarajoitteisten kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kautta voimistuvat.

Kotitalouksien jako arvopaperisijoittajiin ja velkarajoitteisiin on tasapainon määräytyneisyyden kannalta sekä kiinnostava että potentiaalisesti tärkeä malliformuloinnin piirre. Sen seurauksiin kannattaakin syventyä tarkemmin erityisesti sen vuoksi, että jaon myötä rahapolitiikan vaikutukset jakaantuvat uuskeynesiläisen rahapolitiikan analyysin kannalta tavanomaisiin ja epätavanomaisiin. Tavanomaisissa täyden osallistumisen taloutta kuvaavissa malleissa rahapolitiikan kiristäminen – ohjauksen nostaminen – pienentää vallitsevaa kokonaiskysyntää. Arvopapereihin sijoittavat kotitaloudet haluaisivat enemmän työskennellä vallitsevalla reaalipalkalla. Työvoiman kysyntä kuitenkin vähenee, koska hintajäykkyysien vuoksi työvoiman kysyntä riippuu kokonaiskysynnästä. Rahapolitiikan kiristämisen seurauksena talous päättyy siis tasapainoon, jossa kokonaistuotanto, kulutus, tehdyt työtunnit ja reaalipalkka ovat vähentyneet alkuperäiseen tasapainoon verrattuna.

Jos velkarajoitteisten kotitalouksien suhteellinen lukumäärä ei ole liian suuri tai jos työn tarjonta on joustamatonta, rajoitetun osallistumisen taloudessa sen sijaan arvopapereihin sijoittavien kotitalouksien kulutus- ja työn tarjontapäätöksistä aiheutunut reaalipalkkojen lasku voimistaa kokonaiskysynnän kutistumista, koska velkarajoitteisten kotitalouksien reaaliset palkkatulot pienenevät. Työvoiman kysyntä heikkenee näin ollen enemmän kuin vastaavassa täyden osallistumisen taloudessa. Uudessa tasapainossa kokonaistuotanto, kulutus, työtunnit ja reaalipalkka ovat siis vähentyneet enemmän kuin vastaavassa täyden osallistumisen taloudessa. Tästä seuraa, että rahapolitiikan kiristämisen tavanomaiset ”keynesiläiset” vaikutukset vahvistuvat rajoitetun osallistumisen taloudessa.

Jos toisaalta velkarajoitteisten kotitalouksien suhteellinen lukumäärä on suuri, koron nousulla on epätavanomaisia vaikutuksia kokonaiskysyntään. Joustamattoman työn tarjonnan tapauksessa yritysten voitot kasvavat, kun työntekijöiden reaalipalkka pienenee. Näin syntyneet voitot jaetaan osinkoina sijoittajakotitalouksille, mikä osaltaan tukee näiden kotitalouksien kysynnän kasvua. Tämä vaimentaa alkujaan koron noususta aiheutunutta sijoittajakotitalouksien kysynnän heikkenemistä jopa siinä määrin, että niin näiden kotitalouk-

sien kysyntä kuin kokonaiskysyntä itse asiassa kasvavat. Kokonaiskysynnän kasvu puolestaan lisää työvoiman kysyntää, minkä seurauksena työmarkkinat kiristyvät. Työvoiman kysynnän kasvun täytyy olla yhtäältä niin suuri, että velkarajoitteisten kotitalouksien tulojen kasvu lisää kokonaiskysyntää riittävästi, ja toisaalta niin pieni, etteivät yritysten voitot kutistu liikaa. Uudessa, rahapolitiikan vaikutuksiltaan hyvin "ei-keynesiläisessä" tasapainossa näin ollen kokonaistuotanto, kulutus, työtunnit ja reaali-palkka kasvavat.⁵

Edellä tarkastellut kaksi tapausta liittyvät läheisesti vaikutuksiin, joita reaalikoron muutoksella on kokonaiskysyntään. Ne liittyvät myös Taylorin periaatteen⁶ merkitykseen tasapainon määräytyneisyyden kannalta taloudessa, jossa keskuspankki muuttaa ohjauskorkoaan yksinomaan silloin, kun tulevan inflaation odotetaan muuttuvan. Ensimmäisessä, "keynesiläisessä" tapauksessa kokonaiskysyntä aina heikkenee (kasvaa) reaalikoron noustessa (alentuessa), eli kokonaiskysyntä ja reaalikorko korreloivat negatiivisesti. Tällöin talouden tasapaino on määräytynyt, kun keskuspankin korkosääntö toteuttaa Taylorin periaatteen. Jälkimmäisessä, "ei-keynesiläisessä" tapauksessa sen sijaan kokonaiskysyntä ja reaalikorko korreloivat positiivisesti, jolloin reaalikoron nousulla on kokonaiskysyntää kasvattava vaikutus. Tasapainon määräytymisen turvaksi keskuspankin korko-ohjauksen tuli toteuttaa "käänteinen Taylorin periaate".⁷ Tällöin siis vain passiivinen korko-ohjaus, jonka mukaan reaalikorko laskee inflaation kiihtyessä, on sopusoinnussa yksikäsitteisen rationaalisten odotusten tasapainon kanssa.

Toisaalta Taylorin periaate takaa tasapainon määräytyneisyyden myös silloin, kun keskuspankin korko-ohjaus perustuu tavanomaisempaan korkosääntöön. Sen mukaan keskuspankin korkoreaktiot riippuvat (odotetun) inflaation muutosten lisäksi tuotantokuilun eli talouden liikakysyntä- tai kustannuspaineiden vaihteluista. Keskuspankin on kuitenkin tällöin reagoitava riittävän voimakkaasti tuotantokuilun muutoksiin.

Nyt läpi käydyt tutkimustulokset ovat hyvin mielenkiintoisia, koska ne tarjoavat uuden näkökulman esimerkiksi Yhdysvalloissa 1970-luvulla ja 1980-luvun alun jälkeen harjoitettuun rahapolitiikkaan. Ekonomistit ovat usein puntaroineet ajatusta, että Yhdysvaltain keskuspankki ei onnistunut hillitsemään inflaatiota 1970-luvulla, koska sen rahapoliti-

⁵ Ks. esimerkiksi Bilbiie, F. (2007) "Limited asset market participation, monetary policy and (inverted) aggregate demand logic". *Journal of Economic Theory* 140:1, 162–196.

⁶ Keskuspankin korkosääntö toteuttaa Taylorin periaatteen, jos keskuspankki kykenee korkoreaktiollaan nostamaan reaalikoron tasoa (odotetun) hintatason nousuvauhdin eli inflaation kiihtyessä. Keskuspankin on siis korotettava ohjauskorkoaan hintatason nousuvauhtia suuremmalla (prosentuaalisella) määrällä.

⁷ Termi "käänteinen Taylorin periaate" on lainattu Bilbiien (2007) tutkimuksesta.

kan korkoseuraamukset eivät olleet sopusoinnussa Taylorin periaatteen kanssa. Edeltävien tarkastelujen perusteella voitaisiin ajatella, että 1970-luvulle asti velkarajoitteisten kotitalouksien suhteellinen lukumäärä oli Yhdysvalloissa niin suuri, ettei keskuspankin aggressiivinen inflaationvastaisuus – Taylorin periaatteen mukainen rahapolitiikka – ollut oikea strategia inflaation hillitsemiseksi ja talouden tasapainottamiseksi. Kun kotitalouksien ja muidenkin taloustoimijoiden pääsy rahoitusmarkkinoille sääntelyn purkamisen ansiosta helpottui 1970-luvun lopusta alkaen, viranomaiset onnistuivat luomaan taloudellisen toimintaympäristön, jossa aggressiivinen inflaationvastaisuus ja korkohjailu alkoivat tuottaa toivottuja tuloksia inflaation ja talouden vakauden hallinnassa.⁸

Tämä tulkinta Yhdysvaltain menneestä rahapolitiikasta soveltaa kiinnostavalla tavalla edellä mainittujen tutkimusten ajatuksenjuoksua. Tulkinta ei kuitenkaan ole kiistaton. Tässä yhteydessä onkin kiintoisaa viitata Suomen Pankin keskustelualoitesarjassa piakkoin ilmestyvään tutkimukseen "Limited Asset Market Participation: Does it Really Matter for Monetary Policy". Tutkimuksen tekijät G. Ascari, A. Colciago ja L. Rossi tarkastelevat rahapolitiikan strategioita taloudessa, jossa palkkojen ja hintojen sopeutuminen on hidasta ja jossa kotitaloudet jakaantuvat rahoitusmarkkinakauppaan osallistuviin ja osallistumattomiin. Jälkimmäiset kotitaloudet ovat velkarajoitteisia ja kuluttavat jokaisella periodilla palkkatulonsa. Edelliset ovat sen sijaan dynaamisia optimoijia, jotka pyrkivät tasaamaan kulutusvirtaansa elinkaaren hyvinvointia maksimoiden. Tällainen kotitalouksien välinen erilaisuus tarkoittaa, että Ricardon velkanenutraliteettiväittäjä – velkarahoitteiset veronkevennykset ovat "vain" siirrettyä verotusta – ei ole tarkasteltavassa mallitaloudessa voimassa. Ascarin, Colciagon ja Rossin malli on näin ollen riittävän yleinen kattaakseen erikoistapauksina rajoitetun osallistumisen ja täydellisen hinta- ja palkkasopeutumisen mallin sekä täyden osallistumisen ja hitaasti sopeutuvien palkkojen ja hintojen mallin.

Tekijät tarkastelevat mallinsa avulla yleistä optimaalista, yhteiskunnan hyvinvoinnin maksimoivaa rahapolitiikkaa sekä optimaalisia rahapolitiikan sääntöjä. Analyysin keskeisin johtopäätös lienee, että palkkajäykkyyksien tapauksessa rahapolitiikan on välttämättä toteutettava Taylorin periaate, jotta talouden tasapaino olisi määräytynyt. Tekijät osoittavat, että tämä tulos pitää paikkansa, on käytännössä havaittava rahoitusmarkkinoiden osallistumisaste mikä tahansa. Ascari, Colciago ja Rossi osoittavat myös, että rajoitetusta osallistumisesta ei juuri aiheudu lisärajoituksia optimaaliselle rahapolitiikalle ja että optimaalisia rahapolitiikan sääntöjä käyttävän keskuspankin strategia on aggressiivinen inflaatiota kohtaan eli varmistaa, että reaalikorko nousee (odotetun) inflaation kiihtyessä. Ascarin, Colciagon ja Rossin tutkimustuloksista seuraa välittömästi, että edellä

⁸ Ks. esimerkiksi Bilbiie, F. – Straub, R. (2008) "Asset Market Participation, Monetary Policy and the Great Inflation". *Working Paper*, <http://sites.google.com/site/florinbilbiie/home>.

esitelty Bilbiien (2007) tulos ”käänteisestä Taylorin periaatteesta” saattaa olla liiaksi erityisen rahapolitiikan mallin ominaisuus, joka ei yleisty, kun kyseistä mallia tässä tapauksessa muutetaan niin, että palkkojen sopeutuminen työmarkkinoilla hidastuu. Toisaalta Ascarin ja Colciagon analyysistä seuraa myös, että optimaalinen rahapolitiikka ei riipu kriittisellä tavalla rahoitusmarkkinoiden osallistumisasteesta.

Ascarin, Colciagon ja Rossin tulokset perustuvat viime kädessä siihen, että hinta- ja palkkajäykkyys vaimentaa reaali-palkkojen ja siis myös yritysten voittojen vaihtelua. Keskuspankin korkomuutosten epä-tavanomaiset vaikutukset kokonaiskysyntään johtuvat sijoittaville kotitalouksille jaettavien voittojen vaihtelusta ja tästä syntyvästä tulovaikutuksesta. Ascari, Colciago ja Rossi osoittavat, että hinta- ja palkkajäykkyys sulkee tämän vaikutuskanavan, jolloin keskuspankin ohjauksen vaikutukset kokonaiskysyntään ovat tavanomaisia.

Ascarin, Colciagon ja Rossin analyysi on hyvin elegantti ja vakuuttava. Työ on mieluisaa luettavaa myös siksi, että tutkijat selittävät mallin keskeiset vaikutusmekanismit selkeästi ja ymmärrettävästi. Sanomattakin lienee selvää, että tutkimuksen tulokset ovat hyvin tärkeitä. Ascarin, Colciagon ja Rossin teoreettinen lähestymistapa rahapolitiikan analyysiin jättää kuitenkin lukijan valittavaksi, mitä mallin piirteitä voidaan pitää tärkeinä, kun tarkastellaan Yhdysvaltain rahapolitiikan merkitystä 1970-luvun nopean inflaation kannalta sekä 1980-luvun alun inflaatiovauhdin hidastumisen ja hitaaksi vakiintumisen kannalta. Jos palkat ovat kautta aikojen joustaneet Yhdysvaltain taloudessa, maan rahapolitiikan muuttuminen inflaatioon aggressiivisemmin reagoivaksi Volckerin aloittaessa keskuspankin pääjohtajana 1980-luvun alussa selittyy Bilbiien ja Straubin (2008) tulosten mukaan kotitalouksien ja yritysten rahoitusmarkkinoiden osallistumisasteen kasvulla.⁹ Toisaalta Ascari, Colciago ja Rossi eivät pidä Bilbiien ja Straubin selitystä uskottavana. Ascari ja Colciago argumentoivat sen sijaan, että palkkajäykkyyden kaikkien kokonaistaloudellisten vaikutusten ymmärtäminen on keskeisin selittäjä Volckerin uuden rahapolitiikan strategian taustalla 1980-luvun alun Yhdysvalloissa. Tällainen mielenkiintoinen tilanne kilpailevien selitysten välillä takaa, että tutkijat tulevat vastakin julkaisemaan eturintaman makrotaloudellisia tutkimuksia, joissa tarkastellaan tasapainon määräytyneisyyttä (yksinkertaisiin) ohjaussääntöihin perustuvan rahapolitiikan oloissa. Nämä tutkimukset tulevat myös keskusteluttamaan ammattikuntaa siitä, miten suuri merkitys tasapainon määräytyneisyydelle pitäisi antaa eri aikakausina toteutetun rahapolitiikan ymmärtämisen kannalta.

Jouko Vilmunen

⁹ Bilbiien ja Straubin (2008) käyttämä malli ei tosin sulje pois mahdollisuutta, että työn tarjontajoukon kasvu selittäisi Yhdysvaltain rahapolitiikan muutoksia 1970- ja 1980-luvun taitteessa.



Zuzana Fungáčová

Pankeilla enemmän pääomaa, vähemmän likviditeettiä?

Pankit suorittavat taloudessa useita hyödyllisiä tehtäviä. Ne välittävät rahoitusta ja muuntavat riskejä, mutta tämän lisäksi ne tarjoavat muille taloustoimijoille likviditeettiä. Vaikka tätä on tutkittu teoriassa ja vaikka likviditeetin tärkeys talouspolitiikan tasolla on selvää, ensimmäinen empiirinen analyysi pankkien likviditeetin luomisesta oli Bergerin ja Bouwmanin (2009) tutkimus, jossa kehitettiin kattavia mittareita likviditeetin luomiselle. Berger ja Bouwman esittelevät neljä erilaista likviditeettimittaria, joissa otetaan huomioon lainojen erilainen luokittelu sekä myös taseen ulkopuolisia eriä. Pankki luo likviditeettiä, jos se antaa muille taloustoimijoille nopeasti käteiseksi muutettavia omaisuus-eriä ja pitää omassa taseessaan omaisuuseriä, joita ei voida helposti vaihtaa käteiseksi. Pankki esimerkiksi luo likviditeettiä myöntämällä lainoja, mutta vähentää likviditeettiä pitäessään käteistä holveissaan. Berger ja Bouwman käyttävät Yhdysvaltain tilastoaineistoa tutkiakseen, kuinka paljon likviditeettiä pankit ovat luoneet ja millaiset pankit luovat eniten likviditeettiä. He selvittivät myös pääoman merkitystä likviditeetin luomisessa.

Toisessa tutkimuksessa Berger, Bouwman, Kick ja Schaeck (2010) selvittävät saksalaista aineistoa käyttäen rahapolitiikan vaikutusta likviditeetin luomiseen. Tutkimuksessa selvitetään myös, onko finanssi-kriisillä vaikutusta pankkien likviditeetin luomiseen. Rauch, Steffen, Hackethal ja Tyrell (2009) käyttävät saksalaisia säästöpankkeja koskevaa tilastoaineistoa tutkiakseen, miten makrotaloudelliset tekijät vaikuttavat pankkien likviditeetin luomiseen.

Ainoa tutkimus, jossa tähän mennessä on selvitetty likviditeetin luomista kehittyvässä maassa – eli tässä tapauksessa Venäjällä – on tehty BOFITissa. Keskustelualoitteessa BOFIT DP [17/2010](#) (Zuzana Fungáčová, Laurent Weill and Mingming Zhou: Bank capital, liquidity creation and deposit insurance), selvitetään pankkien pääoman ja likviditeetin luomisen välistä yhteyttä. Tässä yhteydessä pankkien vähimmäispääomaan vaikuttava lainsäädäntö on tietenkin tärkeää.

Pankkien oman pääoman ja likviditeetin luomisen välisestä yhteydestä on kaksi teoreettista hypoteesia. Toisen mukaan pääoman lisääminen vähentää pankin riskejä, mikä antaa sille mahdollisuuden tarjota talouteen lisää likviditeettiä. Toisen teorian mukaan pääoman lisääminen itse asiassa vähentää likviditeettiä. Pääoma korvaa pankkien taseessa talletuksia, ja talletusten supistuminen vähentää talouden likviditeettiä.

Myös talletustakuu voi vaikuttaa pankkien pääoman ja likviditeetin luomisen väliseen linkkiin. Venäjä tarjoaa mahdollisuuden testata tätä teoriaa. Tutkimuksessa käytetään kolmea erilaista mittaria pankkien likviditeetin luomiselle, ja teoriaa testataan laajalla venäläisellä pankki-aineistolla. Tulosten mukaan talletussuoja ei muuttanut pankkien pääoman ja likviditeetin välistä negatiivista suhdetta. Pankit, joilla on enemmän pääomaa, tarjoavat vähemmän likviditeettiä talouteen. Tämä tulos on hyvä pitää mielessä etenkin kehittyvien talouksien pankkisääntelyä ja -lainsäädäntöä kehitettäessä. Liian suuret oman pääoman vaatimukset voivat haitata pankkien erästä perustoimintaa eli likviditeetin luomista.

Zuzana Fungáčová

Viitteet:

Berger, Allen N. – Bouwman, Christa H. S. (syyskuu 2009) Bank Liquidity Creation. *The Review of Financial Studies*, Vol. 22, Issue 9, s. 3779–3837.

Berger, Allen N. – Bouwman, Christa H. S. – Kick, Thomas K. – Schaeck, K. (2010) Bank Liquidity Creation and Risk Taking During Distress. *Bundesbank Discussion Paper, Series 2: Banking and Financial Studies*, No 05/2010.

Rauch, Christian – Steffen, Sascha – Hackethal, Andreas – Tyrell, Marcel (15.2.2009) Savings Banks, Liquidity Creation and Monetary Policy. Saatavilla osoitteesta <http://ssrn.com/abstract=1343595>.

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

Suomen Pankki järjestää 200-vuotisjuhlakonferenssin ”Monetary policy under resource mobility” Helsingissä 5.–6.5.2011. Kansainvälisessä konferenssissa käsitellään kolmea keskuspankkitoiminnan keskeistä aluetta: kokemukset maailmantalouden murroksista, rahapolitiikka ja rahoitusmarkkinat. Tilaisuuden lopuksi on paneelikeskustelu, jonka aiheena ovat rahoitustekijät ja talouskasvu. Konferenssiin osallistuu kansainvälisesti tunnettujen keskuspankkijohtajien lisäksi huipputason akateemikkoja.

Konferenssin ohjelma on luettavissa konferenssin [verkkosivulta](#).

Avoimia seminaareja

Tutkimusseminaareja

To 9.6.2011

Prof. [Panu Poutvaara](#)

University of Munich

Preferences for Redistribution among Emigrants from a Welfare State

To 1.9.2011

Ph.D. [Tianxi Wang](#)

University of Essex

[Is the Banking Sector Too Big?](#)

To 3.11.2011

Ass. Prof. [Christian Matthes](#)

Universitat Pompeu Fabra

Aihe tarkentuu myöhemmin.

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 4.5.2011 klo 10.30

Dr [Fuad Aleskerov](#)

National Research University ‘Higher School of Economics’

[Is it so bad that we cannot recognize black swans?](#)

To 26.5.2011 klo 14.00

Zuzana Fungáčová

Like China, the Chinese banking sector is in a class of its own

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

10/2011

Ilkka Kiema – [Esa Jokivuolle](#): **Vähimmäisomavaraisuusaste, luottojen kohdentuminen ja pankkien vakaus** ((Leverage Ratio Requirement, Credit Allocation and Bank Stability)

Työssä osoitetaan, että luottokorot pysyvät käytännöllisesti katsoen ennallaan, jos vähimmäisomavaraisuusaste pysyy nykyisellä Basel III -säännösten mukaisella 3 prosentin tasolla, mutta selvästi korkeampi aste kaventaa luottokorkojen eroja. Tulokset viittaavat myös siihen, että nykyinen aste saattaa olla riittämätön pankkivakauden näkökulmasta, jos riskipainoihin liittyvä ns. malliriski on suuri.

9/2011

[Seppo Honkapohja](#) – Arja H Turunen-Red – Alan D Woodland: **Taloukasvu, odotukset ja investointitavaroiden tuontirajoitukset** ((Growth, expectations, and tariffs)

Tässä työssä tarkastellaan usean avotalouden tapauksessa odotuksiin perustuvan talouden kasvudynamiikan ominaisuuksia ns. endogeenisen kasvun mallilla. Mallin mukaan yksittäiset maat voivat joksikin aikaa kiihdyttää taloukasvuun ja kohentaa hyvinvointiaan rajoittamalla investointitavaroiden kansainvälistä kauppaa. Pitkällä aikavälillä tullien käyttö kuitenkin vaikuttaa epäsuotuisasti vakaan kasvun uraan.

8/2011

George W. Evans – Seppo Honkapohja: **Oppiminen makrotaloustieteen ja rahoituksen rationaalisena perustana** ((Learning as a rational foundation for macroeconomics and finance)

Tässä katsauksessa pohditaan odotusten merkitystä modernissa makrotaloustieteessä. Työssä korostetaan tilastollisia oppimismalleja, joiden mukaan taloustoimijat mukauttavat ennustemallejaan saadessaan uutta tietoa taloudesta. Katsauksessa käydään myös läpi empiirisiä tutkimuksia, joissa oppimismalleja sovelletaan makrotaloudellisiin kysymyksiin.

7/2011

Yiwei Fang – [Iftekhhar Hasan](#) – Katherin Marton: **Markkinoiden institutionaalisten rakenneuudistusten ja lainsäädäntömuutosten vaikutukset pankkien riskinottoon siirtymätalouksissa** (Market reforms, legal changes and bank risk-taking – evidence from transition economies)

Tutkimustulosten mukaan pankkien taloudellinen vakaus on lisääntynyt merkittävästi siirtymätalouksissa tehtyjen institutionaalisten uudistusten jälkeen. Institutionaalisia uudistuksia kuvaavat indikaattorit liittyvät lainsäädännön ja oikeusjärjestelmän muutoksiin, pankkitoiminnan vapauttamiseen, yritystoiminnan rakennejärjestelyihin ja yritysten hallinta- ja valvontajärjestelmien muutoksiin. Institutionaaliset uudistukset vaikuttavat voimakkaammin kotimaisten kuin ulkomaisten pankkien riskinottoon.

6/2011

Arturo Bris – Yrjö Koskinen – Mattias Nilsson: **Euro ja yritysten rahoitus** (The euro and corporate financing)

Tutkimuksessa osoitetaan, että sekä osake- että velkarahoitustaan ovat kontrolliryhmään verrattuna lisänneet yritykset niissä euromaissa, joiden omat valuutat olivat olleet heikkoja ja joissa

rahoitusmarkkinat ovat olleet kehittymättömiä. Lisäksi suuryritykset, joiden teollisuusala on erityisen riippuvainen ulkoisesta rahoituksesta, ovat kasvattaneet velkarahoitustaan muita enemmän.

5/2011

Yiwei Fang – Iftekhar Hasan – Katherin Marton: **Mitä tuoreet tilastot Kaakkois-Euroopasta paljastavat siirtymätalouksien pankkien tehokkuudesta?**

(Bank efficiency in transition economies: recent evidence from South-Eastern Europe)

Kaakkois-Euroopan pankkien kustannustehokkuus on keskimäärin 68 % ja kannattavuus 54 %. Tilastollisen mallin mukaan ulkomaiset pankit ovat kotimaisia pankkeja kannattavampia mutta lievästi kustannustehottomampia, kun sen sijaan valtion omistamien pankkien kannattavuus ei yllä samalle tasolle muiden pankkien kanssa. Ulkomaisten pankkien, kotimaisten yksityisten pankkien ja valtion pankkien väliset tehokkuuserot ovat kuitenkin ajan myötä kaventuneet.

4/2011

Yiwei Fang – Bill Francis – [Iftekhar Hasan](#) – Haizhi Wang: **Onnistuvatko yritykset pienentämään pankkilainan kustannuksia strategisten liittoutumien avulla?**

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

Tutkimustulosten mukaan yritykset, joilla on aktiivinen yhteistyöverkosto, onnistuvat pienentämään pankkilainan kustannuksia. Strategista liittoutumista mitataan liittoutumispyrkimysten yleisyydellä, yhteistyösapuolen asemalla ja kunkin osapuolen suhteellisella sijainnilla yhteistyösuhteet kattavassa verkostossa.

3/2011

[Harry Leinonen](#): **Pankkikorttien siirtohinnot johtavat usein käteisen käyttöä tukevaan ristisubventioon** (Debit card interchange fees generally lead to cash-promoting cross-subsidisation)

Tutkimuksen mukaan siirtohinnan asettaminen pankkikorttitapahtumille johtaa käteisen subventoimiseen ja sitä kautta käteisen – ei korttien – käytön edistämiseen. Siirtohinnot vähentävät kauppiaiden mahdollisuuksia siirtää korttien käytöstä syntyviä kustannussäästöjä asiakkailleen.

2/2011

Marko Melolinna: **Mikä selittää raakaöljyfutuuriin riskipreemioita?**

(What explains risk premia in crude oil futures?)

Työssä selviää, että öljyfutuuriin riskipreemiot ja niitä selittävät mallit riippuvat valitusta ajanjaksosta. Tutkimuksessa myös löydetään futuurimarkkinoiden spekulatiivisiin positioihin perustuva malli, jolla on kykyä ennustaa tulevia öljyn hintoja.

1/2011

[Hanna Freystätter](#): **Rahoitustekijöiden merkitys Suomen 1980-luvun lopun talouden ylikuumenemisessä ja 1990-luvun alun lamassa**

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

Työssä rakennetaan moderni dynaaminen makromalli, jolla simuloidaan kolmea Suomen talouden ylikuumenemisen ja laman kannalta keskeistä tapahtumaa: rahoitusmarkkinoiden vapauttamista, Suomen Neuvostoliiton-kaupan romahdusta ja kiinteän valuuttakurssiregiimin luhistumista.

Siirtymätalousmaita koskevat tutkimukset - [BOFIT Discussion Papers](#)

5/2011

[Aaron Mehrotra](#) – Riikka Nuutilainen – Jenni Pääkkönen: **Changing economic structures and impacts of shocks — evidence from a DSGE model for China**

Tutkimuksessa selvitetään, miten Kiinan talouden rakenteiden uudistaminen vaikuttaa sokkien välittymismekanismeihin. Tutkimuksen päätulos on, että talouden rakenteiden uudistaminen vähentää reaalityalouden herkkyyttä tekniikkasokille. Tulosten mukaan suositus Kiinan talouden kasvumallin muuttamisesta kulutusvetoiseksi näyttää perustellulta.

4/2011

Rajeev K Goel. – Aaron [Mehrotra](#): **Financial settlement modes and corruption: Evidence from developed nations**

Tutkimuksen tulosten mukaan käytetyillä maksutavoilla on merkitystä korruption yleisyyden kannalta eri maissa. Paperipohjaisten tilisiirtojen yleisyys lisää korruptiota, kun taas luottokorttitapahtumien yleisyys vähentää korruptiota. Sekkien käyttö yleensä lisää korruptiota, ei-paperipohjaisten tilisiirtojen merkitys vaihtelee ja suoraveloituksen yleisyydellä ei ole merkitystä korruption kannalta.

3/2011

Sabine Herrmann and Dubravko Mihajek : **The determinants of cross-border bank flows to emerging markets: New empirical evidence on the spread of financial crises**

Tutkimustulosten mukaan kehittyneistä kehittyviin talouksiin kulkevia pankkien lainavirtoja voidaan selittää etenkin globaaleilla ja maakohtaisilla tekijöillä. Keskisen Itä-Euroopan talouksiin kohdistuvien lainojen määrä on pienentynyt vähemmän kuin Aasiaan ja Latinalaiseen Amerikkaan suuntautuvien. Tämä johtuu etenkin Euroopan pidemmälle edenneestä rahoitusalan integraatiosta ja pankkijärjestelmien kohtalaisen hyvästä kunnosta alueella.

2/2011

Marco Lo Duca and Tuomas Peltonen: **Macro-financial vulnerabilities and future financial stress - Assessing systemic risks and predicting systemic events**

Tutkimuksessa luodaan menetelmä, jolla voidaan arvioida ja ennustaa merkittäviä systeemisiä riskejä ja tapahtumia, joihin liittyy finanssimarkkinoiden epävakautta. Monta eri indikaattoria yhtä aikaa huomioon ottava menetelmä ennustaa viimeaikaisen finanssikriisin hyvin ja olisi antanut varhaisen varoitusmerkin Yhdysvalloille ennen rahamarkkinajännitteiden ilmaantumista elokuussa 2007.

1/2011

[Aaron Mehrotra](#) and Jenni Pääkkönen: **Comparing China's GDP Statistics with Coincident Indicators**

Tutkimuksessa tiivistetään useiden makrotalouden indikaattoreiden sisältämä informaatio siten, että saatujen faktorien voidaan tulkita kuvaavan Kiinan talouden suhdannetilannetta. Estimoitujen faktoreiden ja BKT:n dynamiikkaa verrataan muihin, jo olemassa oleviin Kiinan talouden suhdanneindikaattoreihin. Tuotetun indikaattorin ja Kiinan BKT-sarjan liikkeet vastaavat varsin hyvin toisiaan.

Lähiaikoina ilmestymässä

Suomen Pankin keskustelualoitteita

Guido Ascari – Andrea Colciago: Limited asset market participation: does it really matter for monetary policy?

Peter Nyberg – Mika Vaihekoski: Descriptive analysis of Finnish equity, bond and money markets

Matti Virén: Is the housing allowance shifted to rental prices?

Andrea Colciago – Lorenza Rossi: Endogenous market structures and labor market dynamics

BOFIT Discussion Papers

Christophe J Godlewski – Rima Turk-Ariss– Laurent Weil: Do Markets Perceive Sukuk and Conventional Bonds as Different Financing Instruments

Wing Thye Woo: China's Economic Growth Engine

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.