Suomen Pankki
TUTKIMUSTIEDOTE
3 • 2011

Sisällys

PÄÄKIRJOITUS: Vakaa makrotalous edellyttää resurssien liikkuvuutta 1
Rahapolitiikka ja resurssien liikkuvuus: Kokemukset maailmantalouden murroksista 2
Workshop Kiinan raha ja valuuttakurssipolitiikasta 10
Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja 12
Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja 13

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)
Iikka Korhonen
www.suomenpankki.fi/bofit

ISSN 1457–5817
(verkkojulkaisu)

PÄÄKIRJOITUS:

Vakaa makrotalous edellyttää resurssien liikkuvuutta

Hintojen ja palkkojen jäykkyydellä on keskeinen merkitys useimpien modernien dynaamisten stokastisten yleisten tasapainomallien taustalla olevassa uuskeynesiläisessä ajattelussa. Uuskeynesiläiselle ajattelulle on kuitenkin ominaista tehdä melko rajuja olettamuksia siitä, miten nopeasti työvoimaa ja pääomia voidaan siirtää uusiin käyttötarkoituksiin. Uuskeynesiläisessä peruspolitiikkamallissa esimerkiksi eri tuotteita valmistaville yrityksille koituu kustannuksia myyntihintojensa muuttamisesta, mutta työntekijöiden palkkaamiseen ja erottamiseen ei liity minkäänlaisia kuluja, vaan sekä työvoima että pääoma voivat esteettä liikkua yrityksestä toiseen.[1] Tällaisen perusmallin avulla on vaikea selittää toteutunutta kokonaistaloudellista kehitystä. Sen vuoksi toteutunutta suhdannekehitystä selittävissä malliversioissa on useimmiten käytetty myös optimointikäyttäytymiseen liittymättömiä tilapäiselementtejä parantamaan mallien kykyä selittää kokonaistaloudellisille muuttujille ominaista muutoksen hitautta. Kustannukset, jotka estävät työvoiman ja pääoman nopean siirtämisen käytöstä toiseen, tulisi analysoida huolellisesti ja ottaa huomioon malleissa. Vasta sitten pystytään tekemään selkeitä johtopäätöksiä niiden mahdollisesta merkityksestä pyrittäessä ymmärtämään rahapolitiikan vaikutuksia talouden toimintaan. Näiden kustannusten mahdollisten vaikutusten kattava huomioonotto voi osoittautua ratkaisevan tärkeäksi myös arvioitaessa suhdannevaihtelusta aiheutuvia hyvinvointikustannuksia.

Kun tarkastellaan yhden sektorin ja yhden tuotteen kokonaistaloudellista (suljetun talouden) mallia, taloudellisten resurssien siirtymiseen liittyvät potentiaaliset kustannukset on helppo jättää huomiotta. Todellisuudessa taloudet kuitenkin muodostuvat useista eri sektoreista, jotka käyttäytyvät eri tavoin suhdannekierron eri vaiheissa. Etenkin kokonaistalouden kehitykseen liittyvät

[1] Ks. C. Walsh (2011) ”Monetary Policy and Resource Mobility”. Työpaperi, http://people.ucsc.edu/~walshc/, s. 2.

pysyväisluonteiset suhteellisten hintojen tai kysynnän muutokset saattavat edellyttää työvoiman ja pääomien liikkumista sektorilta toiselle. Työvoiman ja pääomien sektorikohtaiset erot voivat tällaisessa tilanteessa aiheuttaa suuria kustannuksia, millä saattaa olla merkitystä kokonaiskysynnän hallintaan tähtäävän politiikan kannalta.

Suomen Pankki järjesti 200-vuotisen taipaleensa kunniaksi Helsingissä 5.–6.5.2011 huipputason kansainvälisen konferenssin *Monetary Policy under Resource Mobility*. Konferenssiin osallistui merkittävien keskuspankkien pääjohtajien lisäksi useita kansainvälisesti tunnettuja tutkijoita. Ennakkoon sovittuja teemoja olivat muun muassa aiempien finanssikriisien opetukset, rahapolitiikka ja resurssien liikkumattomuus, rahapolitiikka ja rahoitusmarkkinat sekä rahoitusmarkkinat ja talouskasvu. Tähän tutkimustiedotteeseen on koottu yhteenveto konferenssissa pidetyistä esityksistä. Koko konferenssin ohjelma, osa esityksistä sekä tarkempia yhteenvetoja on julkaistu Suomen Pankin verkkosivuilla osoitteessa http://www.suomenpankki.fi/en/tutkimus/konferenssit/aiemmat_konferenssit/Pages/BOF200_2011.aspx.

Jouko Vilmunen

Rahapolitiikka ja resurssien liikkuvuus: Kokemukset maailmantalouden murroksista

Osana 200-vuotisjuhlallisuuksiaan Suomen Pankki järjesti Helsingissä 5.–6.5.2011 huipputason kansainvälisen konferenssin *Monetary Policy Under Resource Mobility*, jossa käsiteltiin muun muassa rahapolitiikan ja resurssien liikkuvuuden välistä yhteyttä. Konferenssiin osallistui lähes 200 asiantuntijaa, joihin lukeutui arvostettuja keskuspankkijohtajia ja akateemisten piirien edustajia lähes kaikkialta maailmasta sekä muita osanottajia niin kansainvälisistä kuin kotimaisistakin instituutioista.

Konferenssi koostui neljästä istunnosta, joissa pohdittiin erilaisia keskuspankkitoimintaan liittyviä aiheita ja haasteita. Istunnoista kaksi oli järjestetty siten, että kolme keskuspankin pääjohtajaa keskusteli akateemisen kutsuvieraan esityksestä, kun taas kahdessa muussa istunnossa tilaisuuteen kutsutut keskuspankkien pääjohtajat ja akateemiset vieraat osallistuivat keskusteluun paneelin jäseninä.

Sergey Ignatiev, Miguel Ordóñez, Masaaki Shirakawa, Seppo Honkapohja, Barry Eichengreen

Ensimmäisessä istunnossa käsiteltiin *maailmantalouden murrosvaiheista saatuja kokemuksia.* Siinä **professori Barry Eichengreen** (University of California) keskittyi neljään keskeiseen maailmanlaajuisten murrosten jaksoon viimeksi kuluneiden 600 vuoden aikana: länsimaiden nousu, teollinen vallankumous ja siihen liittynyt Euroopan poikkeuksellisen kehityksen kausi, Yhdysvaltain nousu ja nykyinen siirtymä länsimaista muuhun maailmaan. Eichengreenin mukaan taloudellisen ja poliittisen vallan tasapainon siirtymät aiheuttavat yleensä jännitteitä ja epävakautta. Vallan tasapaino on nyt siirtymässä kehittyneistä talouksista kehittyviin talouksiin, ja maailmanlaajuisia tasapainottomuuksia sekä rahoituskriisiä ja lamaa voidaan pitää oireina siirtymän taloudellisista jännitteistä ja epävakaudesta. Nykyiset entistä paremmat monenkeskisen yhteistyön instituutiot eivät sinänsä vähennä jännitteitä ja takaa vakautta. Yhteistyö edellyttää ongelmien yhteistä määrittelyä, ja talouden ohjausjärjestelmien uudistukset ovat tarpeen kansainvälisten instituutioiden legitimiteetin varmistamiseksi.

P**ääjohtaja Masaaki Shirakawa** (Japanin keskuspankki) viittasi kommenteissaan Japanin muutokseen nopeasti kasvavasta ”kehittyvästä taloudesta” täysin kehittyneeksi taloudeksi sekä siihen, mitä opetuksia Japanin kehitys tarjoaa nykyisille nopeasti kasvaville talouksille. Tulee välttää kuplia ja varoa liiallista itsevarmuutta, tulee olla valmis tarkistamaan omia toimintamallejaan, vaikka ne vaikuttaisivatkin onnistuneilta, ja tulee valmistautua demografiseen muutokseen. **Pääjohtaja Sergey Ignatiev** (Venäjän keskuspankki) puolestaan tarkasteli Suomen Pankin ja Venäjän keskuspankin yhteistä historiaa ja yhteistyön jatkumista ja totesi molempien keskuspankkien historian kuvastavan myös yleisempää poliittista ja taloudellista kehitystä. **Pääjohtaja Miguel Ordóñez** (Espanjan keskuspankki)

korosti loppukommenteissaan, että moninapaisella maailmalla on myös omat etunsa, joskin maailmanlaajuisiin murroksiin liittyvät riskit on pidettävä mielessä. Ordóñez niin ikään peräänkuulutti tarvetta monenkeskiseen talouden ohjaukseen moninapaisessa maailmassa.

Professori Eichengreen vastasi yleisökysymyksiin, jotka koskivat Yhdysvaltain asemaa tämän päivän maailmassa ja protektionismin vähäisyyteen nykyisen laman aikana. Eichengreen totesi, että Yhdysvalloilla on tiettyjen indikaattorien mukaan edelleen hallitseva asema maailmantaloudessa, ja viittasi Maailman kauppajärjestön WTO:n kaltaisiin mekanismeihin, jotka vähentävät protektionismin todennäköisyyttä nykymaailmassa.

Agustin Carstens, Mark J. Carney, Athanasios Orphanides, Jens Weidmann, Carl E. Walsh

Rahapolitiikkaan painottuneessa toisessa istunnossa **professori Carl Walsh** (University of Santa Cruz) korosti pitämänsä pääpuheen alussa, miten tärkeää on ymmärtää resurssien liikkuvuutta ja sen suuria kustannuksia. Esimerkiksi Yhdysvalloissa se, miten työvoima on kohdentunut uudelleen eri sektoreille, voi auttaa ymmärtämään, onko viimeaikainen huomattava työttömyys luonteeltaan rakenteellista. EU:ssa sen sijaan on tarvetta ymmärtää, miten potentiaaliset kitkatekijät resurssien jakautumisessa jäsenmaiden kesken vaikuttavat EU:n laajuiseen makrotaloudelliseen kehitykseen.

Esityksensä loppupuolella Walsh puuttui kahteen keskeiseen kysymykseen resurssien liikkuvuuden dynaamisista makrotaloudellisista vaikutuksista:

1. Miten tärkeää resurssien liikkuvuus on rahapolitiikan välittymismekanismin kannalta?
2. Miten tärkeää resurssien liikkuvuus on rahapolitiikan tavoitteiden kannalta?

Walsh esitti resurssien liikkuvuudella olevan yleensä merkitystä sekä rahapolitiikan välittymisen että sen tavoitteiden kannalta. Walsh selvensi asiaa tarkastelemalla tekijöitä, jotka aiheuttavat kitkaa työvoiman liikkuvuudessa. Hän tarkasteli ensin työvoiman sektoreittaisen uudelleenkohdentumisen ja kokonaistyöttömyyden välistä suhdetta sitä koskevan tutkimusaineiston valossa ja sitten työvoiman sopeutusta sekä sen kustannuksia neljässä eri mallissa.

Malleissa otetaan huomioon työvoiman sopeutuksen (kvadraattiset) kustannukset, työnhaku yhden ja kahden sektorin mallissa ja työnhaku erilaisten ammatillisten valmiuksien perusteella.

Pääjohtaja Mark J. Carney (Kanadan keskuspankki) kommentoi ensimmäisenä professori Walshin esitystä ja totesi, että on vähemmän selvää, miten työvoiman liikkumattomuus vaikuttaa rahapolitiikan tavoitteisiin. Työmarkkinoiden kireyden ja työllisyyden muutosten merkitys näyttää olevan melko pieni, ja keskuspankin tehokkuustappiot ovat alttiita työmarkkinakitkojen vaihteluille. Carneyn mukaan päättäjät tarvitsevat luotettavia malleja, joiden oletukset ovat mielekkäitä, paljon (mikro- ja makrotason) tietoja ja hyvää arvostelukykyä.

Pääjohtaja Athanasios Orphanides (Kyproksen keskuspankki) puolestaan esitti kommenttipuheenvuorossaan, että sektorien heterogeenisuus voitaisiin tulkita epävarmuudeksi rakenteellisen työttömyysasteen luonnollisesta tasosta ja talouteen kohdistuvien sokkien välittymisestä. Kun sokkien välittymiseen liittyvä epävarmuus lisääntyy, eri sektoreihin kohdistuvat sokit voivat muuttaa rakenteellista työttömyysastetta. Tällöin inflaatiotavoitteen ensisijaisuutta suhteessa muihin rahapolitiikan strategioihin joudutaan arvioimaan uudelleen.

Viimeisenä osanottajana professori Walshin esityksen pohjalta käydyssä keskustelussa **pääjohtaja Augustin Carstens** (Meksikon keskuspankki) muistutti, että täydellisiä malleja ei ole olemassa ja että yksinkertaiset mallit näyttävät toimivan paremmin. Samankaltaiset periaatteet soveltuvat talouspolitiikan tekoon, ja Carstens painotti tätä kehottamalla ”pysymään perusasioissa ja olemaan matkimatta Maradonaa maalien teossa”. Hän myös huomautti, että muut (kuin rahapolitiikan) instrumentit saattavat olla tehokkaampia pyrittäessä selvittämään ongelmia, jotka johtuvat resurssien epätäydellisestä liikkuvuudesta. Carstensin mukaan analyysia rahoitussektoriin kohdistuvien sokkien makrotaloudellisista vaikutuksista on lisättävä. Tämä voi itse asiassa edistää resurssien kohdentumista uudelleen talouden eri sektoreille.

Professori Walshille esitetyssä yleisökysymyksessä haluttiin tietää, muuttuvatko Yhdysvaltain työmarkkinat Euroopan työmarkkinoiden kaltaisiksi. Professori Walsh vastasi olevan ehkä ennenaikaista ottaa asiaan ehdotonta kantaa. On kuitenkin tärkeää, miten työmarkkinoiden sopeutuskustannuksia mitataan. Lisäksi viimeaikaisen sokin laajuus on saattanut olla esteenä työmarkkinoiden sopeutumiselle uudelleen Yhdysvalloissa.

Stefan Ingves, Christian Noyer, Yves Mersch, Bengt Holmström

Kolmannen istunnon puheenjohtaja, **pääjohtaja Christian Noyer** (Ranskan keskuspankki) avasi *rahoitusmarkkinoihin* keskittyneen paneelin palauttamalla mieliin viime vuosien keskeiset ongelmat. Kehitys eri markkinoilla, myös arvopaperistettujen subprime-lainojen ja valtionlainojen markkinoilla, on ollut ennennäkemätöntä. Keskustelut sääntelystä G20-maiden kokouksissa ja muilla foorumeilla korostavat istunnossa käsiteltävien asioiden ajankohtaisuutta.

Alankomaiden keskuspankin **pääjohtaja Nout Wellink**, joka on Baselin pankkivalvontakomitean puheenjohtaja, kertoi ensimmäisenä panelistina Basel III -prosessista. Uuden sääntelykehikon valmistelut ovat edenneet nopeasti, koska eri maiden päättäjät ovat yhtä mieltä uudistuksen kiireellisyydestä. Basel III -sääntelyn oikea-aikainen toteutus on myös ratkaisevaa. Basel III -sääntely vahvistaa pankkien kokonaispääoma-asemaa ja myös parantaa pääoman laatua. Pankit voivat hankkia uutta pääomaa joko laskemalla liikkeeseen osakkeita tai kartuttamalla voittovaroja. Lisäksi otetaan käyttöön uudet likviditeettivaatimukset. On todennäköisesti vaikeampaa asettaa täsmällisiä likviditeettivaatimuksia kuin kehittää niiden takana olevien perusajatuksia. Tarkoitus on muuttaa sekä kannustimia että käyttäytymistä samoin kuin vähentää maturiteettiepätasapainoa. Wellink katsoi myös, että pankkien tulee laajentaa sijoittajapohjiaan pystyäkseen lisäämään pitkäaikaisten arvopapereiden emissioita.

Pääjohtaja Yves Mersch (Luxemburgin keskuspankki) huomautti paneelipuheenvuorossaan, että rahoitusmarkkinoiden merkitys on entisestään lisääntynyt ja makrovakauspolitiikkaan liittyvät kysymykset ovat sen myötä tulleet erittäin ajankohtaisiksi. Mersch totesi, että avoimia kysymyksiä on nykyisin valitettavasti enemmän kuin hyviä vastauksia. On vain muutamia puhtaasti makrovakauden valvontaan soveltuvia politiikkavälineitä, ja päättäjien on monissa tapauksissa luotettava mikrovakauden valvonnan instrumentteihin. Mersch kuitenkin korosti, että politiikkavälineistöllä on puututtava ongelmien ytimeen eikä niiden pintapuolisiin ilmentymiin. Merschin mukaan ehdotettujen uusien politiikkatyökalujen vaikutuksia koskevaa systemaattista analyysia on lisättävä. Hän katsoi, että Basel III -säännöstö saattaa ”rangaista” Euroopan rahoitusjärjestelmää

pankkien keskeisen aseman vuoksi. On myös tunnustettava, että asioiden ymmärtäminen on rajallista, mikä puolestaan pakottaa lähestymään näitä vaikeita kysymyksiä asianmukaisen nöyrästi.

Istunnon kolmas panelisti, **pääjohtaja Stefan Ingves** (Ruotsin keskuspankki) katsoi rahoitusmarkkinoiden keskinäisten sidosten olevan niin tiiviit, että sääntelyn lisääminen ja muut parannukset ovat välttämättömiä. Ingves piti Basel III -sääntelyä kompromissina ja pohti, tarvitsevatko systeemisesti merkittävät rahoituslaitokset erilaista kohtelua sääntelyssä. Hän myös huomautti, että vaikka valuuttalainaus ei ole ollut keskeinen teema viimeaikaisissa kansainvälisissä sääntelyyn liittyneissä keskusteluissa, se on silti ajankohtainen asia pienillä valuutta-alueilla. Keskuspankki voi esimerkiksi toimia viime käden lainanantajana oman maan valuutan ollessa kyseessä, mutta myös ulkomaanvaluutan määräisen likviditeetin järjestäminen voi tulla välttämättömäksi. Koska valtiot edelleen takaavat oman maansa pankkeja, valtioilla tulee olla valtuudet päättää tarvittavasta pääomituksesta. Puheensa lopussa Ingves nosti esiin kiintoisan ajatuksen, että koska valtionvelkaa ei enää voida aina pitää täysin riskittömänä, vaarana on menettää käytössä ollut mittapuu. Ingves päätti puheenvuoronsa kehottamalla päättäjiä selvittämään nämä kysymykset, jotta voitaisiin luoda entistä vakaampi ja luotettavampi rahoitusjärjestelmä. Tehtiinpä nyt mitä tahansa, uusia ”mustia joutsenia” on kuitenkin vastassa myös tulevaisuudessa.

Istunnon viimeisen panelistin **professori Bengt Holmströmin** (MIT) mukaan pankkitoimintaan liittyviin peruskysymyksiin on vastattava, jos viimeaikaista kehitystä halutaan ymmärtää. Hänen mukaansa kriisin ytimessä on pankkijärjestelmä siinä mielessä, että järjestelmälle tapahtui jotakin, ja se on ymmärrettävä. 1) Miksi pankkijärjestelmä oli (Yhdysvalloissa) 70 vuoden ajan vakaa? 2) Miksi pankkijärjestelmä kaatui? 3) Miksi se kaatui juuri nyt? Viimeinen kysymys antaa ymmärtää, että odottamattomuus on tärkeä tekijä. Vastatessaan näihin tärkeisiin kysymyksiin Holmström viittasi talletussuojajärjestelmään, ongelmiin pankkien välisillä markkinoilla ja varjopankkijärjestelmän rooliin. Erityisesti Holmström keskittyi varjopankkijärjestelmään ja totesi, että julkiset vaatimukset pankkien läpinäkyvyyden lisäämiseksi eivät saisi estää näkemästä, että pankkien läpinäkymättömyydellä – pankkien antaman tiedon vähäisyydellä – on tarkoituksensa. Holmström katsoi, että jos velka on ongelma, markkinaosapuolten tulisi hakeutua osakemarkkinoille, joilla riskit on varallisuusesineiden hinnoitteluteorian mukaan hajautettu. Velkaa siis käytetään, koska siihen ei liity erityisiä informaatiotarpeita. Tämä puolestaan tarkoittaa, että likviditeetti on informaation symmetriaa tai yhteinen näkemys. Holmström päätteli, että pankit pysyvät läpinäkymättöminä säilyttääkseen informaation symmetrian ja että velka ei ole kovin herkkä informaation suhteen. Jos vakuuksia on yli tarpeen, ei tarvitse huolehtia siitä, onko toisten velanotto liiallista.

Siten informaation ja näkemysten yhteisyys on ratkaisevaa likviditeetin kannalta. Läpinäkyvyys voi murtaa yhteisen näkemyksen ja näin pahentaa informaation asymmetriaa.

Martin Hellwig, Philippe Aghion, Stanley Fisher, Steve Liesman, Janet L. Yellen

Viimeisen istunnon alun kutsuvieraspuheessaan *rahoitusmarkkinoita ja kasvua* koskeneessa paneelissa **varapuheenjohtaja Janet Yellen** (Yhdysvaltain keskuspankin johtokunta) keskittyi erityisesti globaalin pääoman liikkuvuuden hyötyihin ja siihen, missä määrin maiden tulisi avata rahoitusmarkkinoitaan. Vaikka rahoitusmarkkinoiden rajoitukseton avoimuus on paikoin kyseenalaistettu ja pääomanliikkeiden rajoituksia puolustettu, Yellen sanoi uskovansa, että avoimet pääomamarkkinat tarjoavat merkittäviä hyötyjä tehokkuuden paranemisen ja elintason kohenemisen kautta ja että nämä ovat tavoitteita, joihon päättäjien tulisi jatkuvasti sitoutua. Jotkin perusedellytykset, kuten vakaat oikeudelliset ja institutionaaliset rakenteet ja luotettava vakavaraisuusvalvonta ja -sääntely, ovat kuitenkin välttämättömiä. Näiden tavoitteiden saavuttaminen vie aikaa ja edellyttää tilapäisiä politiikkatoimenpiteitä, mikä ei kuitenkaan tarkoita, että rahoitusmarkkinoiden avoimuuden tavoitteesta tulisi luopua.

Vaikka avoimuuden puolesta puhuvat perusteet ovat vahvat, Yellen viittasi joihinkin käytännön haasteisiin. Pääomavirrat voivat vaihdella voimakkaasti ja aiheuttaa kotimaanmarkkinoilla vääristymiä, kuten maturiteettiepätasapainoa ja agentuuriongelmia. Näitä ongelmia syntyy erityisesti, jos maalla ei ole kykyä välittää suuria pääomavirtoja. Rahoitusmarkkinoiden avoimuuden lisääntyminen voi myös voimistaa maiden altistumista tartuntojen ja rahoitusmarkkinasokkien leviämiselle muista maista. Näitä vääristymiä onkin esiintynyt viime vuosikymmeninä. Yellen kuitenkin huomautti, että pääomavirtojen hallintaan liittyvistä käytännön vaikeuksista huolimatta pääoman liikkeiden rajoittaminen ei ole paras ratkaisu.

Yellen päätti osuutensa korostamalla, että saadakseen täyden hyödyn rahoitusmarkkinoiden avoimuudesta kaikkien maiden tulisi parantaa rahoitusjärjestelmiensä kestävyyttä. Näihin toimiin kuuluvat muun muassa valvonnan tehostaminen ja rohkaiseminen markkinoiden läpinäkyvyyteen. Rahoitusmarkkinoiden riittävän politiikkaohjauksen luominen vie aikaa ja resursseja. Tehokas sääntely ja valvonta eivät

ole patenttiratkaisuja, mutta ne lisäävät mahdollisuuksia hyödyntää rahoitusmarkkinoiden avoimuutta. Perusteet rahoitusmarkkinoiden avoimuuden lisäämiseksi ovat todellakin monimutkaisia, ja sopivan politiikkaohjauksen toteuttaminen vie aikaa. Vaikka pääomavirtojen hallintaan käytettävien välineiden suhteen tulisi olla pragmaattinen, mielessä olisi pidettävä ne pitkän aikavälin hyödyt, jotka rahoitusmarkkinoiden avoimuus mahdollistaa.

Professori Philippe Aghion (Harvard University) käsitteli paneelipuheenvuorossaan rahoitusmarkkinoiden kehityksen ja kasvun välistä suhdetta ja esitti kysymyksen, miten makrotalouden volatiliteettia voidaan vähentää kasvun edistämiseksi, kun rahoituksen saantiin liittyy rajoitteita. Aghion esitti ”schumpeteriläisen näkemyksen”, jossa vastasyklinen makrotalouspolitiikka auttaa rahoitusvaikeuksissa olevia yrityksiä ylläpitämään kasvua tukevia investointeja suhdannesyklin yli. Aghionin näkemyksen mukaan vastasyklinen finanssi- ja rahapolitiikka on tarkoituksenmukaista innovatiivisten investointien tukemiseksi. Vaikka elvytyspaketit ovat perusteltuja laman aikana, näkemys eroaa kuitenkin selvästi keynesiläisiin kerroinvaikutuksiin pohjautuvasta ajattelusta (julkisen kulutuksen ei-syrjivä lisääminen). Aghion korosti, että pitkän aikavälin kasvuvaikutukset toteutuvat lähinnä talouden tarjontapuolen kautta, kun taas kerroinvaikutukset painottavat lyhyen aikavälin kysyntävaikutuksia.

Pääjohtaja Stanley Fischer (Israelin keskuspankki) kysyi puolestaan, onko kehittyneempi rahoitusjärjestelmä yhteydessä kasvun nopeutumiseen. Vaikka tällä alueella tehdyn tutkimuksen tulokset voittopuolisesti viittaavat siihen, että vastaus on myönteinen, Fischer esitti, että tehokas rahoitusjärjestelmä ei ole nopean kasvun välttämätön edellytys. Esimerkiksi Kiina kasvoi erittäin nopeasti paljon ennen kuin sen rahoitusjärjestelmä vakiintui. Myöskään vahva rahoitusjärjestelmä ei ole riittävä kasvun edellytys, kuten puolestaan Etelä-Afrikan esimerkki osoittaa. Maalla on hyvin kehittynyt ja tehokas rahoitusjärjestelmä, mutta talouden kasvu on suhteellisen hidasta. Tämän ymmärtämiseksi on huomattava, että rahoitusjärjestelmä on moniulotteinen ja että jotkin rahoitusjärjestelmän piirteet ovat hyvin todennäköisesti välttämättömiä kasvun kannalta, kun taas toiset eivät ole. Fischer käsitteli myös toista keskeistä varapuheenjohtaja Yellenin esille ottamaa teemaa eli maiden, kuten esimerkiksi Israelin, ponnisteluja maahan lyhyellä aikavälillä virtaavan pääoman hallitsemiseksi. Fischer katsoi, että vaikka tällaisia toimia on yleensä vaikea ja ikävä toteuttaa, on maan, johon lyhyellä aikavälillä virtaa paljon pääomaa, ehkä pakko käyttää näitä toimia pyrkiessään estämään valuuttansa liiallisen arvonnousun.

Pääjohtaja Fischerin jälkeen oli vuorossa **professori Martin Hellwig** (Max Planck Institute for Research on Collective Goods), jonka mukaan kestävä kasvu edellyttää innovatiivisuutta ja teknistä

kehitystä. Rahoitussektori voi vaikuttaa tähän kehitykseen kahdella tapaa. Ensinnäkin se vaikuttaa varojen kohdentumiseen innovatiivisiin instrumentteihin. Toiseksi se kilpailee muiden sektoreiden kanssa inhimillisestä pääomasta ja älyllisistä resursseista. Onko tehokasta, että fyysikko tekee pankkien kvantitatiivisia riskimalleja eikä työskentele nanoteknologian parissa? Periaatteessa markkinoiden uskotaan ratkaisevan asian. Markkinoilla syntyy kuitenkin vääristymiä, jos esimerkiksi liian suuri kaatumaan -periaatteen mukainen suojaus merkitsee valtionapua rahoitussektorille. Vääristymiä syntyy myös, jos rahoitussektori keskittyy enemmän resurssien uudelleenjakoon kuin niiden uudelleenkohdentamiseen. Jos vääristymät ovat tätä luokkaa, erittäin suuri rahoitussektori voisi itse asiassa haitata talouskasvua.

Paneelikeskustelun puheenjohtaja, **johtava taloustoimittaja Steve Liesman** (CNBC) kysyi yleiskeskustelussa panelisteilta, mihin puhdasoppisuus asettuu markkinoiden avoimuutta koskevassa kysymyksessä. Fischer vastasi, että kyse on hyvästä taloudenpidosta ja työnsä tekemisestä kunnolla, mutta että kukaan ei tee niin. Yellenin mukaan 1990-luvulla puhdasoppisuus merkitsi liberalisointia ja markkinoiden avoimuutta, mutta nykyisin se merkitsee markkinoiden avoimuutta paitsi, jos on parempia vaihtoehtoja.

Jouko Vilmunen

Iikka Korhonen

Workshop Kiinan raha- ja valuuttakurssipolitiikasta

Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) järjesti 16.-17.5. kansainvälisen tieteellisen workshopin, jossa käsiteltiin Kiinan raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa. Workshopin osanottajat edustivat sekä keskuspankkeja että akateemista maailmaa. Kokouksen aiheita käsiteltiin monista näkökulmasta, mikä on tietenkin luonnollista ottaen huomioon niiden monimutkaisuuden.

Osa kokouksessa esitellyistä tutkimuksista käsitteli Kiinan rahapolitiikan välittymistä ja sen kotimaisia tavoitteita. Koska Kiinassa säännöstellään mm. pääomaliikkeitä ja pankkien toimintaa monin tavoin, ei ole lainkaan itsestään selvää miten rahapolitiikka välittyy esimerkiksi pankkien luotonantoon. Lisäksi suuri osa Kiinassa tapahtuvasta rahoituksen välityksestä tapahtuu pankkijärjestelmän ulkopuolella, mikä tekee rahapolitiikan vaikutusten arvioinnista entistä

vaikeampaa. Kiinan keskuspankin **Xuechun Zhang** kuvaili keskuspankissa kehitettyjä rahoitussektorin tilanteen indikaattoreita. Hänen mukaansa lopullisena tavoitteena on rahoitusmarkkinoiden liberalisointi, mutta ennen sitä keskuspankki joutuu käyttämään enemmän mm. pankkikohtaisia reservivaatimuksia säädelläkseen luotonkasvua.

Osassa papereita käsiteltiin kysymystä Kiinan valuuttakurssin arvostuksesta. Vaikka monien mielestä näyttää siltä, että juan on hieman aliarvostettu tasapainotasoonsa verrattuna, **Yin-Wong Cheung** (University of California, Santa Cruz) osoitti esityksessään, kuinka herkkiä erilaiset arvostuslaskelmat ovat pelkästään tilastoaineiston revisioille. Lisäksi keskustelussa korostettiin sitä, että Kiinan ulkomaankaupan rakenteen takia valuuttakurssimuutokset vaikuttavat hyvin vähän ulkomaankaupan tasapainoon.

Workshopissa esitetyt paperit julkaistaan BOFIT Discussion Paper -sarjassa.

Iikka Korhonen

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

The Future of Risk Management

Suomen Pankki, CEPR (Center for Economic Policy Research) ja SUERF (European Money and Finance Forum) järjestävät riskien hallinnan kehitystä koskevan konferenssin *The Future of Risk Management* yhteistyössä Journal of Financial Intermediation -lehden kanssa. Konferenssi pidetään Helsingissä 22.–23.9.2011. Journal of Financial Intermediation julkaisee konferenssin pohjalta erikoisnumeron.

Frequency Domain Research in Macroeconomics and Finance

Lokakuussa järjestetään Suomen Pankin työpaja taajuusalueen menetelmin hyödyntämisestä makrotalouden ja rahoituksen tutkimuksessa (*Frequency Domain Research in Macroeconomics and Finance*). Yhteistyökumppaneina ovat Texas A&M University Corpus Christi, University of East London ja the International Network of Economic Research (INFER).

Työpajan tavoitteena on tarkastella taajuusalueen menetelmiä soveltavaa innovatiivista makrotutkimusta ja luoda edellytyksiä alan ekonomistien väliselle yhteistyölle. Samalla tarkoituksena on osoittaa taajuusalueen menetelmien hyödyllisyys ja edistää niiden käyttöä.

Avoimia seminaareja

Tutkimusseminaareja

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

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

15/2011
Guido Ascari – Andrea Colciago – Lorenza Rossi:
Onko rahoitusmarkkinoiden osallistumisaktiivisuudella merkitystä rahapolitiikan kannalta?
(Limited asset market participation: does it really matter for monetary policy?)
Lataa julkaisu

14/2011
Peter Nyberg – Mika Vaihekoski:
Suomen osake-, joukkolaina- ja rahamarkkinoiden tuottojen kuvaileva analyysi
(Descriptive analysis of Finnish equity, bond and money market returns)
Lataa julkaisu

13/2011
Patrick M. Crowley – Andrew Hughes Hallett:
Suuri vakauden kausi suurennuslasin alla: vain lyhyen aikavälin kasvun vaihtelut vaimentuivat Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa
(The great moderation under the microscope: decomposition of macroeconomic cycles in US and UK aggregate demand)
Lataa julkaisu

12/2011
Andrea Colciago – Lorenza Rossi:
Yrityskuolemat, uudet yritykset ja työttömyyden suhdannedynamiikka
(Endogenous market structures and labour market dynamics)
Lataa julkaisu

11/2011
Matti Virén:
Siirtyykö asumistuki vuokriin?
Does housing allowance feed through into rental prices?
Lataa julkaisu

Siirtymätalousmaita koskevat tutkimukset – BOFIT Discussion Papers

15/2011
John Knight and Wei Wang:
China's Macroeconomic Imbalances: Causes and Consequences
Lataa julkaisu

14/2011
Mikael Mattlin, Matti Nojonen:
Conditionality in Chinese bilateral lending
Lataa julkaisu

13/2011
Yu-Fu Chen, Michael Funke, Aaron Mehrotra:
What drives urban consumption in mainland China? The role of property price dynamics
Lataa julkaisu

12/2011
Jesús Crespo Cuaresma, Markus Eller, Aaron Mehrotra:
The Economic transmission of fiscal policy shocks from Western to Eastern Europe
Lataa julkaisu

11/2011
Olena Havrylchuk:
The effect of foreign bank presence on firm entry and exit in transition economies
Lataa julkaisu

10/2011
Andrei Yakovlev :
State-business relations in Russia in the 2000s: From the capture model to a variety of exchange models?
Lataa julkaisu

9/2011
Juan Carlos Berganza and Carmen Broto:
Flexible inflation targets, forex interventions and exchange rate volatility in emerging countries
Lataa julkaisu

8/2011
Wing Thye Woo:
China's economic growth engine: The likely types of hardware failure, software failure and power supply failure
Lataa julkaisu

7/2011
Petr Jakubik :
Households' response to economic crisis
Lataa julkaisu

6/2011
Christophe J. Godlewski, Rima Turk-Ariss and Laurent Weill:
Do markets perceive sukuk and conventional bonds as different financing instruments?
Lataa julkaisu

Lähiaikoina ilmestymässä

Suomen Pankin keskustelualoitteita

Meri Obstbaum: **The Role of Labour Markets for Fiscal Policy Transmission**

BOFIT Discussion Papers

Dong He and Honglin Wang: **Dual-track interest rates and the conduct of monetary policy in China**

Changsheng Chen, Eric Girardin and Aaron Mehrotra: **Provincial Phillips curves in China: The role of openness**

Yin-Wong Cheung and Eiji Fujii: **Exchange rate misalignment estimates – Sources of differences**

Zhichao Zhang, Nan Shi, Xiaoli Zhang: **China's New Exchange Rate Regime, Optimal Basket Currency and Currency Diversification**

Yanbing Zhang, Xiuping Hua, Lian Zhao: **Monetary policy and housing prices - a case study of Chinese experience in 1999–2010**

Duo Qin, Xinhua He, Yimeng Liu: **Exchange rate misalignments: A comparison of China today against recent historical experiences of Japan, Germany, Singapore and Taiwan**

Peter Sarlin, Tuomas A. Peltonen: **Mapping the State of Financial Stability**

Elena Deryugina, Alexey Ponomarenko: **Identifying structural shocks behind loan supply fluctuations in Russia**

Vladimir Mau: **The State and Creation of a Market Economy in Russia**

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.