

Sisällys

PÄÄKIRJOITUS 1

Finanssipolitiikka ja valtion luottoriski: velkaantumisrajan lähestyminen lisää valtionvelan laiminlyönnin todennäköisyyttä 1

Valtion luottoriski, eurooppalainen kriisinratkaisupolitiikka ja joukkolainojen korot 4

Venäjällä on alueellisia eroja 9

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja 10

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja 12



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

Finanssipolitiikka ja valtion luottoriski: velkaantumisrajan lähestyminen lisää valtionvelan laiminlyönnin todennäköisyyttä

Vielä vähän aikaa sitten ajateltiin yleisesti, että valtionlainojen laiminlyönti on mahdollista vain kehittyvissä maissa. Viimeisin rahoituskriisi on muuttanut radikaalisti ajattelutapaa valtionvelan laiminlyöntiin liittyvien riskien toteutumisesta. Kehittyneissä maissa ollaan nyt sellaisten finanssipoliittisten haasteiden edessä, joita ei ole aiemmin historiassa koettu. Monissa näistä maista julkinen talous on heikkenemässä ja aiheuttaa huolta julkisen velan kestäväydestä. Yksi osoitus julkisen velan kestävyteen liittyvistä huolista on, että luokituslaitokset ovat viime vuosina heikentäneet useiden kehittyneiden maiden valtionlainojen luokitusta. Vaikka kehittyneitä maita on tunnetusti usein rangaistu siitä, että ne eivät ole kyenneet rauhoittamaan valtionvelkaan liittyvien riskien kasvua pelkääviä sijoittajia, on kiinnostavaa havaita, että esimerkiksi luokituksiltaan heikennetyt lainat ovat suuruudeltaan olleet sangen erilaisia.¹

Kehittyneiden talouksien valtionvelan laiminlyöntiä käsittelevä akateeminen kirjallisuus on selvästi ajastaan jäljessä, ja aihetta koskevaa tutkimusta on vasta hiljattain alettu julkaista. Yksi syy tähän näyttää olevan, että akateeminen kirjallisuus on perinteisesti suuntautunut kehittyvien talouksien kokemusten kartoittamiseen.² Normaalioloissa on ehkä vaaratonta olettaa, että kehittyneet maat maksavat aina velkansa takaisin, mutta viimeaikainen finanssikriisi on ilmeisesti kyseenalaistamassa tämän oletuksen. Koska BKT:hen suhteutetun valtionvelan arvioidaan kehittyneissä talouksissa kasvavan

¹ Ks. tarkemmin Huixin Bi (2012) Sovereign default risk premia, fiscal limits and fiscal policy. *European Economic Review* 56, s. 389–410.

² Huixin Bi ja Eric Leeper (2012) Analyzing fiscal sustainability. *Working paper*, <http://mypage.iu.edu/~eleeper/>.

vuoden 2007 noin 73 prosentista suunnilleen 108 prosenttiin vuonna 2015³, voidaan yleisesti väittää, että monet näistä maista ovat lähestymässä *velkaantumisrajaansa*, ts. sitä velan enimmäismäärää, jonka valtio pystyy hoitamaan.⁴

Velkaantumisrajat määräytyvät normaalisti koko sen poliittisen ja taloudellisen ympäristön perusteella, jota muovaavat finanssipolitiikkaa koskevat odotukset, eksogeeniset häiriöt ja yksityisten toimijoiden käyttäytyminen. Yksityisiä toimijoita puolestaan ohjaavat odotukset ja ennakoiva tulevaisuuden suunnittelu. Koska moniin talouksiin kohdistuvat tavanomaiset sokit ovat pysyviä, velkaantumisrajat perustuvat myös näiden talouksien kulloiseenkin tilaan, jota kuvaavat esimerkiksi tuottavuuden taso ja BKT-osuutena laskettujen julkisen sektorin menojen kehitys. Toisaalta talouden jokaisessa tilassa on enimmäismäärältään vaihtelevaa velkaa, jonka valtio kykenee hoitamaan sen mukaan, millaisia sokkeja talouteen vastaisuudessa kohdistuu. Velkaantumisraja ei siis ole pelkästään talouden tilasta riippuvainen vaan myös stokastinen.⁵ Siksi sokit tuottavat talouden *velkaantumisrajan jakauman*.

Tätä aihetta käsittelevässä viimeaikaisessa kirjallisuudessa on esitetty, että velkaantumisrajat eivät ole erittäin tärkeitä pelkästään talouden dynaamisen toiminnan ja erilaisten politiikkatoimien vaikutusten vaan myös sellaisten toimien luonteen kannalta, joilla pyritään estämään velkaantumisrajan saavuttamisen kasvava todennäköisyys taloudessa.⁶ Ensinnäkin rutiininomaisten raha- ja finanssipoliittisten vakauttamistoimien dynaamiset vaikutukset voivat olla hämmästyttävän erilaisia, kun talous on lähellä velkaantumisrajaansa tai velkaantumisrajallaan; tällöinhän laiminlyönnin todennäköisyys on huomattava suhteessa tilanteeseen, jossa valtionvelka on vähäinen. Esimerkiksi rahapolitiikan tilapäinen kiristäminen lähellä velkaantumisrajaa vähentää tuotantoa suhteellisesti enemmän samalla, kun se hidastaa inflaatiota vain ohimenevästi ennen kuin aiheuttaa inflaation pysyvän nopeutumisen keskipitkällä aikavälillä. Myös valtion menojen kasvu on yleensä inflatorisempaa lähellä velkaantumisrajaa.⁷

Toiseksi kaikki, mikä muuttaa valtion tulevan budjettilyijäämän odotettua nykyarvoa, muuttaa talouden velkaantumisrajan jakauman muotoa tai siirtää jakaumaa. Esimerkiksi potentiaalisesti räjähdysmäisesti kasvavat valtion menot voivat talouden joissakin tulevilla tiloilla pitää julkisen talouden ylijäämän erittäin pienenä pitkän aikaa, minkä vuoksi velkaantumisrajan jakauman alapää muuttuu tavanomaista paksummaksi. Muiden tekijöiden pysyessä muuttumattomina tämä puolestaan merkitsee, että talouden velkaantumisrajan saavuttamisen todennäköisyys kasvaa.

³ Huixin Bi (2012) s. 391.

⁴ Turvautumatta inflatoriseen rahoitukseen, olisi todennäköisesti tähän haluttu lisäys.

⁵ Huixin Bi (2012) s. 391.

⁶ Seuraava tarkastelu perustuu pitkälti Huixin Bin (2012) aineistoon.

⁷ Ks. erityisesti Huixin Bi, Eric Leeper ja Campbell Leith (2010) Stabilization vs Sustainability: Macroeconomic Policy Tradeoffs. *Working paper*, <http://mypage.iu.edu/~eleeper/>.

Kolmanneksi laiminlyönnin riskilissä riippuu epälineaarisesti valtionvelan tasosta. Riskilissä syntyy, kun talous lähestyy velkaantumisrajan jakauman alapäätä. Kiinnostavaa lienee myös, että koska velkaantumisrajan jakauma riippuu talouden tilasta, talouden laskukausi voi pahentaa julkisen talouden kriisiä merkittävästi. Valtion verotulojen väheneminen esimerkiksi tuottavuuden kasvun hidastumisen myötä pakottaa valtion ottamaan enemmän lainaa ja siirtää velkaantumisrajan jakaumaa alemmaksi. Näin laiminlyönnin todennäköisyys kasvaa, vaikka valtionvelka pysyisikin samana. Joukkolainojen riskipreemioiden itseään ruokkiva kasvu voi siten johtua valtionvelan kasvun ja velkaantumisrajan madaltumisen yhteisvaikutuksesta, joka lisää valtion lainakustannuksia.

Finanssipolitiikkaan liittyvien odotusten ankkuroiminen on näin ollen erittäin tärkeää, jotta maa voi välttyä saavuttamasta velkaantumisrajaansa. Epälineaariset mallisimulaatiot viittaavat siihen, että julkisen talouden vakauttamiseen lyhyellä aikavälillä tähtäävät ankarat finanssipoliittiset toimet eivät muuta yksityisten toimijoiden odotuksia pitkän aikavälin finanssipolitiikasta. Vaikka budjettileikkaukset olisivat mittaviakin, tällaisilla lyhyen aikavälin toimilla ei siten pystytä hillitsemään riskipreemioiden kasvua. Uskottava pitkän aikavälin finanssipoliittisten uudistusten suunnitelma ankkuroi osaltaan yksityisen sektorin odotukset tulevasta finanssipolitiikasta tavalla, joka voi hidastaa riskipreemioiden kasvua ja myös auttaa maata välttymään edellä mainitulta mahdollisesti itseään ruokkivalta riskipreemioiden kasvulta.

Kehittyneiden talouksien valtionvelan laiminlyöntiä tarkastelevaa kirjallisuutta on vasta alkanut ilmestyä. Kvantitatiiviset analyysit hyödyntävät dynaamisia stokastisia yleisen tasapainon malleja, joita ratkaistaan epälineaaristen tekniikoiden avulla. Suomen Pankilla on jonkin verran kokemusta näiden mallien käytöstä julkisen talouden kestävyyyteen liittyvien kvantitatiivisten analyysien tuottamiseksi. Asiaa koskeva kirjallisuus näyttää lisääntyvän. Koska aihe on lisäksi erittäin mielenkiintoinen ja ajankohtainen ja siihen liittyvät ongelmat ovat sekä politiikan että taloustieteen näkökulmasta haastavia, tämän kiintoisan tutkimuslinjan jatkamiseen tarvittavan osaamisen kartuttaminen on erittäin hyödyllistä.

Jouko Vilmunen

Valtion luottoriski, eurooppalainen kriisinratkaisupolitiikka ja joukkolainojen korot

Syvä taantuma aiheuttaa yleensä intensiivisen ja kiihkeän keskustelun kahden ekonomistiryhmän ja ehkä myös poliittisten päättäjien välillä. Toinen ryhmä vaatii talouden huomattavaa elvyttämistä, kun taas toinen ryhmä karttaa elvyttävää finanssipolitiikkaa ja vaatii sen sijaan kurinalaisuutta julkiseen talouteen sekä valtiontaloutta vakauttavia toimia. Keskustelussa on perimmiltään kyse mahdollisesta kompromissista vakauttamispolitiikan ja julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyuden välillä. Julkisen politiikkakeskustelun luonteessa ja kehityksessä on huomattavia maakohtaisia eroja. Tutkijat Huixin Bi ja Eric Leeper ovat tarkastelleet viimeaikaisessa tutkimuksessaan kahta esimerkkiä, jotka poikkeavat jyrkästi toisistaan.

Ruotsissa finanssipoliittinen infrastruktuuri – jonka yksi osa on finanssipoliittisen neuvosto (Fiscal Policy Council) – institutionalisoi finanssipoliittisen keskustelun. Finanssipoliittisia päätöksiä ohjaavat selkeät säännöt ja riippumaton finanssipoliittinen neuvosto, jolla on yhteys eduskuntaan, luovat Ruotsissa erityisen hedelmällisen maaperän rakentavalle keskustelulle. Toisaalta Yhdysvalloissa finanssipoliittista keskustelua hallitsee politiikka, eikä keskustelussa esitettyjä väitteitä juuri tueta vakavasti otettavalla talouspoliittisella analyysillä. Yhdysvaltojen finanssipoliittista päätöksentekoa eivät ohjaa mitkään ilmiselvät taloustieteeseen perustuvat säännöt, ja mahdollisia "sääntöjä" on helppo kiertää poliittisen prosessin tai kirjapitokikkailun avulla.

Bin ja Leeperin mukaan nämä finanssipolittikan suuret infrastruktuurierot johtuvat mm. siitä, että Yhdysvalloissa – toisin kuin Ruotsissa – ei ole tuoreessa muistissa julkisen talouden kriisejä, jotka kyseenalaistivat valtionvelan "riskittömyyden". Yhtenä luonnollisena kysymyksenä nousee tässä yhteydessä esiin Bin ja Leeperin (2010) analysoima mahdollinen kompromissi vakauttamispolitiikan ja julkisen velan kestävyuden välillä tilanteessa, jossa käsitykset valtionvelan riskeistä riippuvat osaksi vallitsevasta finanssipoliittisesta ympäristöstä.

Tämän kompromissin yksi kriittinen osatekijä on julkisen velan kehitys ja etenkin valtionvelan määrä suhteessa valtion havaittuun velkaantumisrajaan, jonka yli menevää velan määrää valtio ei pysty enää hoitamaan. Velkaantumisrajan käsitteeseen liittyy mielenkiintoinen mahdollisuus: poliittisten rajoitteiden vuoksi valtio saattaa esim. saavuttaa velkaantumisrajansa ennen kuin sen verokertymää kuvaava Lafferin käyrä saavuttaa huippunsa. Velkaantumisrajan lähentyminen viittaa joka tapauksessa siihen, että (tilapäiset) vakauttamistoimet saattavat vaikuttaa talouteen radikaalisti eri tavalla kuin vakauttamistoimet, joita toteutetaan, kun valtionvelka on pienempi. Lisäksi valtionlainojen riskilisiä saattaa kasvaa voimakkaasti, kun valtio saavuttaa velkaantumisrajansa.

Euroalueen finanssipoliittinen ympäristö perustuu itsenäisten valtioiden väliseen koordinaatioon, ja vaikka koordinaatiota on lisätty vuosien varrella – erityisesti viimeisimmän rahoituskriisin puhkeamisen jälkeen – finanssipolitiikka on edelleen hajautettua ja kansallinen

politiikka vaikuttaa siihen huomattavasti. Tällaisessa finanssipoliittisessa ympäristössä yhdenkin jäsenmaan valtionvelkaongelmat saattavat helposti levitä maasta toiseen, kuten viimevuotiset tapahtumat ovat osoittaneet. Valtionlainojen riskilisten kasvaessa tartuntariskin alaiset maat saattavat huomata, että niiden velkaantumisraja lähestyy paljon odotettua aikaisemmin. Tämä lisää epävarmuutta euroalueen julkisen talouden kestäväydestä. Julkisen talouden vakauttaminen koordinoituihin finanssipoliittisiin toimiin on osoittautunut vaikeaksi tällaisessa hajautetussa finanssipoliittisessa ympäristössä, mikä on lisännyt yhteiseen rahapolitiikkaan kohdistuvaa painetta rauhoittaa rahoitusmarkkinoita.

Euroopan keskuspankki on viime vuosina toteuttanut useita eri politiikkatoimia rahoitusmarkkinoiden vakauttamiseksi ja rahapolitiikan välittymismekanismien toiminnan turvaamiseksi euroalueella. Onkin näin ollen luonnollista kysyä, onko näillä politiikkatoimilla onnistuttu vaikuttamaan euroalueen rahoitusmarkkinoihin yleensä ja valtionlainojen korkoihin erityisesti. Hiljattain julkaistussa Suomen Pankin keskustelualoitteessa *Sovereign risk, European crisis resolution policies and government bond yields* (nro 22/2012) Juha Kilponen, Helinä Laakkonen ja Jouko Vilmunen tarkastelevat 10 vuoden valtionvelkakirjojen korkoja sekä euroalueen hallitusten ja EKP:n päättämiä ja toteuttamia velkakriisin hallintaan liittyviä politiikkatoimia varsin kattavien päivähavaintojen perusteella. Päivähavainnot on kerätty aikaväliltä 1.1.2007–21.3.2012. Tarkastelu sisältää lisäksi kontrollimuuttujia, joiden on relevantissa taustatutkimuksessa todettu olevan tärkeitä pitkien valtionlainakorkojen muutoksia (ja muutoksien havaittua riskisyyttä) selittäviä tekijöitä.



Helinä Laakkonen



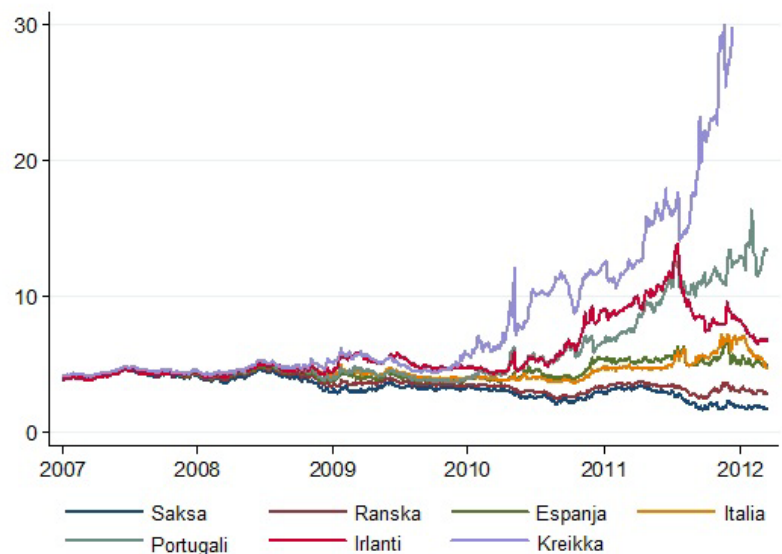
Juha Kilponen

Lyhyessä rahaliiton historiaa koskevassa katsauksessaan Kilponen, Laakkonen ja Vilmunen toteavat, että rahaliiton perustamisen (vuonna 1999) jälkeen euroalueen valtioiden lainakorkojen erot alkoivat nopeasti kaventua, mikä todennäköisimmin kuvasti inflaatio- ja valuuttakurssiriskien poistumista yksittäisten maiden velkakirjoista. Korkoerojen kaventumista tuki myös valtionlainojen "riskittömyys" – niiden riskipaino oli nolla – vakavaraisuussäännöksissä ja EKP:n vakuuskäytännöissä. Korkoerojen kaventumista seurasi muutaman vuoden jakso, jolloin valtionlainojen korot pysyivät vakaina ja matalina siitä huolimatta, että euroalueen maiden makrotalouden ja julkisen talouden kehitys poikkesivat toisistaan.

Sijoittajien huomio kiinnittyi valtionvelkojen riskeihin uudestaan pian Lehman Brothersin kaatumisen jälkeen syyskuussa 2008 knightilaisen epävarmuuden lisääntyttyä. Kun rahoituskriisi kärjistyi ja uhkasi reaalityalouden vakautta, valtioiden paineet tukea maan omaa pankkisektoria kasvoivat Euroopan maissa. Hallitukset myös elvyttivät talouttaan finanssipoliittisiin toimiin. Makrotalouden perusta heikkeni joissakin maissa nopeammin kuin toisissa. Kriisiä edeltäneen näennäisen vakaan jakson aikana kertyneistä alijäämistä tuli nopeasti ongelma maissa, joissa finanssipoliittikan liikkumavara oli pitkään jatkuneiden budjettialijäämien vuoksi hyvin pieni. Valtionlainojen korot alkoivatkin nousta maissa, joiden makro- ja valtiontalouden tila oli heikentynyt tai joiden pankkisektorin altistuminen kansainvälisille rahoitusmarkkinasokeille oli kriittisen suurta. Kun näiden maiden

markkinaehtoinen rahoitus lopulta tyrehtyi, maiden oli turvaututtava Euroopan kriisimekanismien ja Kansainvälisen valuuttarahaston apuun.

Kuvio. Eräiden euroalueen maiden 10 vuoden valtionvelkakirjojen tuotot



Luottoriskin pienentämisessä julkisen talouden vakaus on keskeisellä sijalla

Tarkasteltuaan ensin lyhyesti relevanttia taustatutkimusta valtionvelkakirjojen korkoihin vaikuttavista tekijöistä Kilponen, Laakkonen ja Vilmunen rakentavat empiirisen mallin valtion 10 vuoden velkakirjan lainakoron ja 10 vuoden euro swap -koron erotuksen muuttamisen mittaamiseksi. Kirjoittajat toteavat, että valtionlainojen korkoihin vaikuttaa empiirisen tutkimuksen mukaan pääasiassa kolme tekijää: luottoriski, likviditeettiriski ja yleinen riskinottohalukkuus tai epävarmuus. Tästä syystä Kilposen, Laakkosen ja Vilmusen malli sisältää mittarit näiden kontrollimuuttujien määrittämiseksi: luottoriskiä mitataan valtion 10 vuoden luottoriskinvaihtosopimuksen markkinahinnalla, likviditeettiriskiä 10 vuoden velkakirjan osto- ja myyntikorkojen välisellä erotuksella, globaalien markkinoiden yleistä riskinottohalukkuutta VIX-indeksillä ja riskitunnelmaa Euroopan velkamarkkinoilla iTraxx Europe -indeksillä.

Näiden kontrollitekijöiden lisäksi kirjoittajat esittävät listauksen otantajakson kuluessa Euroopassa tehdyistä politiikkapäätöksistä velkakriisiin taltuttamiseksi päivämäärineen. Poliittikkapäätöksiä on 50, ja niitä kutakin varten luodaan dummy-muuttuja. Dummy-muuttujien suuren määrän vuoksi politiikkapäätökset on jaoteltu yhteentoista kategoriaan multikollineaarisuusongelmien välttämiseksi. Näitä

kategorioida ovat esimerkiksi EKP:n korkopäätökset (koron nosto / koron lasku), EKP:n likviditeettitukitoimet, Euroopan vakausmekanismia (EVM) koskevat päätökset ja Euroopan talouden elvytysuunnitelma (European Economic Recovery Plan, EERP). Lisäksi valtionlainakorkojen välisiä potentiaalisia tartuntavaikutuksia pyritään kuvaamaan sisällyttämällä kunkin yksittäisen maan estimointiyhtälöön kaikkien maiden valtionlainakorkojen viivearvot. Kuten tutkijat oikeutetusti toteavat, päivähavaintoihin sisältyy kohinaa, joten tartuntavaikutusten tunnistaminen on haasteellista. Valittua lähestymistapaa on siksi pidettävä ensimmäisenä arviona.

Empiirisen mallin estimointi pienimmän neliosumman menetelmällä osoittaa, että Kilponen, Laakkonen ja Vilmunen onnistuvat havaitsemaan joitakin malleja valtionlainojen korkojen reagoinnissa sekä kontrolli- että dummy-muuttujiin. Ensiksi luotto- ja likviditeettiriski vaikuttavat valtionlainojen korkoihin pääosin odotetusti, eli niin luottoriskinvaihtosopimuksen markkinahinnan kuin valtionlainojen osto- ja myyntikorkojen välisen eronkin estimoidut vaikutukset valtionvelkakirjojen korkoihin ovat positiivisia. Irlanti ja Portugali ovat poikkeuksia siinä mielessä, että osto- ja myyntikorkojen välisen eron estimoitu vaikutus korkoihin on negatiivinen. Tutkijat esittävät alustavan päätelmän, että tämä vaikutus johtuu EKP:n tekemistä likviditeettinlisäysinterventioista Irlannin ja Portugalin valtionlainojen jälkimarkkinoilla. Likviditeetin katoaminen (kasvattaa osto- ja myyntikorkojen välistä eroa ja) aiheuttaa valtionlainojen korkojen nousupaineita. Lisäämällä likviditeettiä jälkimarkkinoilla onnistuneiden interventioiden avulla EKP kykenee hillitsemään valtiolainojen korkojen nousua.

Yleisen riskinottohalukkuuden indikaattoreista VIX-indeksin estimoidut vaikutukset ovat huomattavan negatiivisia kaikkien maiden osalta. Kilponen, Laakkonen ja Vilmunen tulkitsevat tämän viittaavan siihen, että VIX-indeksi ei sittenkään kuvaa hyvin epävarmuuden dynaamista kehitystä rahoitusmarkkinoilla tarkastelujakson aikana: VIX-indeksin vaihtelu ilmentää muutoksia osakemarkkinoilla havaitussa epävarmuudessa tai riskisyydessä. Koska indeksi oli korkeimmillaan juuri finanssikriisin alkuvaiheessa, on mahdollista, että valtionlainamarkkinat tarjosivat tuolloin kohtalaista tuottoa pienemmäksi havaitulla riskillä. Valtioiden velkakirjamarkkinat toimivat tavallaan (väliaikaisesti) turvallisena sijoituskohteena. Sen sijaan iTraxx Europe -indeksin vaikutus osoittautui merkitseväksi ainoastaan Saksan (negatiivinen) osalta, ja Irlannin osalta sen vaikutus oli heikko (positiivinen). Lisäksi tartuntaa koskevat estimointitulokset ovat ristiriitaisia ja, kuten tutkijat toteavat, niitä on vaikeaa tulkitä merkiksi tartunnan systemaattisesta kehityksestä eri maissa.

Kilposen, Laakkosen ja Vilmusen raportoimat eri politiikkapäätösten vaikutusten estimointitulokset osoittavat ensiksikin, että EKP:n korkopäätökset vaikuttavat pitkien valtionlainojen korkoihin vain heikosti. Mallissa tarkastellaan koronnostojen ja -laskujen vaikutusta erillisinä ryhminään, ja koronlaskuilla näyttää olleen tilastollisesti merkitsevä negatiivinen vaikutus pitkien valtionlainojen korkoihin joissakin maissa.

Toiseksi tutkimustulokset osoittavat, että vaikka EKP:n

likviditeettituella ja katettujen joukkolainojen osto-ohjelmalla ei näyttäisi olleen vaikutusta pitkien valtionlainojen korkoihin, ilmoituksella arvopaperimarkkinoita koskevasta ohjelmasta (Securities Markets Programme, SMP) näyttää olleen merkitsevä ja varsin suuri vaikutus kaikissa otantaan sisältyvissä maissa. Tätä tulosta on kuitenkin tulkittava varoen, koska SMP-ohjelman ilmoittamispäivänä (10.5.2010) tehtiin myös 750 miljardin euron tukipakettipäätös.

Tukipakettipäätöksillä näyttää olleen tilastollisesti merkitsevä – joskin ristiriitainen – vaikutus pitkien valtionlainojen korkoihin: tukea saaneiden valtioiden velkakirjojen korot ovat laskeneet, mutta Espanjassa ja Italiassa korot ovat nousseet. Tämä voi olla merkki tartuntavaikutuksesta, mutta kuten tutkijat toteavat, se voi myös ilmentää taloudellisiin tukipaketteihin liittyviä riskienjaon näkökulmia. Euroopan vakausmekanismia (EVM) ja Euroopan rahoitusvakausvälinettä (ERVV) koskevilla päätöksillä on ollut vastakkaiset vaikutukset pitkien valtionlainojen korkoihin euroalueella. EVM:n perustamispäätös näyttää nostaneen pitkiä korkoja ja erityisesti Saksan valtion 10 vuoden lainan korkoja, kun taas ERVV:n toimintaa koskevat päätökset ovat kaiken kaikkiaan laskeneet pitkiä korkoja varsinkin Irlannissa ja Kreikassa sekä mahdollisesti myös Saksassa ja Espanjassa. Tuloksista voitaneen päätellä alustavasti, että ERVV:n perustamispäätöksellä on onnistuttu hillitsemään valtioiden pitkäaikaisen rahoituksen kustannuksia lyhyellä aikavälillä, kun taas EVM:ää koskeva päätös kuvastaa luultavasti mekanismin riskienjaon näkökulmia.

Euroopan talouden elvytysuunnitelman (EERP) estimoidut positiiviset vaikutukset pitkien valtionlainojen korkoihin voivat ilmentää havaittua kompromissia talouden lyhyen aikavälin vakautuksen ja julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyysvälin välillä. Vaikka Kilponen, Laakkonen ja Vilmunen tuovat tämän esiin mahdollisena selityksenä, he myös huomauttavat, että tutkimukseen kuuluneiden pienten avoimien talouksien – Irlannin ja Portugalin – tapauksessa estimoitu vaikutus on negatiivinen. Yksi mahdollinen selitys tähän on se, että lyhyen aikavälin vakauttamistoimista hyötyvät eniten Irlanti ja Portugali, joiden vientisektorit saavat euroalueen laajuisen kokonaiskysynnän kasvusta riittävästi uutta potkua, jotta pelot julkisen talouden pitkän aikavälin kestävydestä näissä maissa tosiasiallisesti pienenevät.

Empiirisen analyysinsä lopussa Kilponen, Laakkonen ja Vilmunen esittävät tutkimustulosten kestävästä useista robustisuustesteistä, kuten heteroskedastisuus- ja epälineaarisuustestit. Parametrien epävakaus voi kuitenkin olla ongelmallista silloin, kun estimointijakso sisältää useampia havaintoja otannan loppupäästä. Tutkijat esittävät, että parametrien epävakaus johtuu mielenkiintoisesta yleisestä tekijästä: epävarmuuden muutosten epälineaarisesta vaikutuksesta.

Kilposen, Laakkosen ja Vilmusen empiirinen tutkimus on hyvin mielenkiintoinen ja ajankohtainen. Vaikka analyysissä on useita jatkotyöstöä vaativia ekonometrisiä haasteita, sen mukaan joillakin politiikkatoimilla on ollut halutunkaltaisia myönteisiä lyhyen aikavälin vaikutuksia valtioiden joukkolainamarkkinoilla. Kuten tutkijat kuitenkin oikeutetusti huomauttavat päätelmäosassa, on hyvin tärkeää ymmärtää, mikä osuus korkojen noususta johtuu odotuksista talouden

perustekijöiden muuttumisesta ja mikä riskinottohalukkuudesta. Mikäli tuottoja ajaa pääasiassa luottoriskin kasvu, korot todennäköisesti pysyvät korkealla pitkään. Tällöin markkinoiden rauhoittelu ja likviditeetin tarjoaminen eivät riitä, koska valtioiden velkakirjamarkkinoiden vakauttaminen edellyttää julkista taloutta koskevien odotusten ankkurointia uskottavilla finanssipoliittisilla uudistuksilla.

Jouko Vilmunen

Venäjällä on alueellisia eroja



likka Korhonen

Vaikka BOFITissa harjoitettavan tutkimuksen painopiste on pitkälti makrotaloudessa, toisinaan on hyödyllistä tarkastella alueellisia eroja – esimerkiksi Venäjällä. Tästä lähentymistavasta voi olla hyötyä myös arvioitaessa laajempia kansallisen tason trendejä. Itsestään selvää on, että sekä Venäjällä että Kiinassa yksistään maiden maantieteellisestä koosta aiheutuu alueellisia eroja. Lisäksi viime vuosikymmeninä tehtyjen eri uudistusten ajoitus on vaikuttanut esimerkiksi eri alueiden institutionaaliseen kehitykseen. Venäjän tapauksessa myös neuvostoajan kokemukset ovat voineet vaikuttaa alueisiin merkittävästi.

BOFIT on äskettäin julkaissut useita tutkimusaloitteita, joissa tarkastellaan alueiden taloudelliseen ja institutionaaliseen kehitykseen liittyviä tekijöitä. Yhdessä näistä (Berkowitz, Hoekstra ja Schoors: "Does finance cause growth? Evidence from the origins of banking in Russia", BOFIT DP 10/2012) arvioidaan, miten Neuvostoliiton loppuaikoina perustetut erityispankit (spetsbank) ovat vaikuttaneet alueelliseen pankkikehitykseen myöhemmin siirtymäkauden Venäjällä. Tulokset osoittavat, että yksikin spetsbank alueella lisää miljoonaa asukasta kohden kasvatti 2000-luvun alussa antolainausta yksityisyrityksille ja -henkilöille 14–26 %, eli varsin merkittävästi. Sillä, oliko alueella spetsbank vai ei, ei kuitenkaan ollut vaikutusta investointeihin tai asukasta kohden laskettuihin tuloihin. Toisaalta näyttää siltä, että erityispankit lisäsivät kasvua alueilla, joilla ne eivät olleet tiukasti sidoksissa hallitukseen, sekä alueilla, joilla omistusoikeudet olivat paremmin suojattuja. Tulokset siis osoittavat vahvasti, että pankkien alkuperä, poliittiset sidokset ja omistusoikeudet ovat tehokkaan rahoituksen merkittäviä selittäjiä.

Toisessa tutkimusaloitteessa (Belousova, Goel ja Korhonen: "Causes of Corruption in Russia: A Disaggregated Analysis", BOFIT DP 31/2011) havaitaan, että myös korruptio on sidoksissa useisiin paikallistason muuttujiin. Mielenkiintoista on, että yksityisyritysten määrä kasvattaa havaittua korruptiota, mutta ei vaikuta tosiasialliseen korruptioon. Tästä syystä uusien yritysten luontia kannustavat toimet voivat olla epäsuosittuja, ainakin aluksi. Korruption aluetason vaihteluun Venäjällä vaikuttavat useat samat tekijä, joilla on todettu olevan merkitystä myös kansainvälisissä vertailuissa. Esimerkiksi hyvinvoivilla alueilla on vähemmän korruptiota, vaikka suurimmat

kaupungit – Moskova ja Pietari – näyttävät olevan korruptoituneempia kuin niiden tulotason perusteella voisi odottaa. Korruption suuri aluetason vaihtelu Venäjällä osoittaa myös, että kansallisten keskiarvojen vertailu ei välttämättä riitä esimerkiksi päätettäessä investoinneista Venäjälle.

Ilkka Korhonen

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

Financial and Macroeconomic Stability: Challenges ahead

4.–5.6.2012, Istanbul

Turkin ja Brasilian keskuspankin sekä Journal of Financial Stability -lehden kanssa järjestettiin rahapolitiikkaa ja rahoitusjärjestelmän vakautta koskeva konferenssi "Financial and macroeconomic stability: Challenges ahead" 4.–5.6.2012 Istanbulissa. Konferenssissa pidetyt esitykset ovat luettavissa verkkosivulta http://www.tcmb.gov.tr/yeni/konferans/fms/Home_files/ProgramPrelim.pdf.

Search Frictions and Aggregate Dynamics

18.–19.10. 2012, Helsinki

Helsingissä pidettävässä konferenssissa keskitytään etsintäkitkoihin ja koko talouden dynamiikkaan. Kun etsintä- ja kohtaantokitkat ulotetaan dynaamisissa makromalleissa koskemaan työmarkkinoiden lisäksi luottomarkkinoita, voidaan parantaa ymmärtämystä makrotalouden ja rahoitusmarkkinoiden dynaamisesta vuorovaikutuksesta. Etenkin viimeaikainen finanssikriisi on tuonut esiin tarpeen kehittää malleja, jotka yhdistävät nämä kaksi, perinteisesti erilaista tutkimussuuntausta. Tätä teemaa tarkastellaan tutkimusyksikön isännöimässä konferenssissa, jossa yhteistyökumppaneina ovat CEPR (Centre for Economic Policy Research, Lontoo) ja Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Konferenssin alustava ohjelma ja siihen liittyvä Call for papers on luettavissa verkkosivulta http://www.suomenpankki.fi/en/tutkimus/konferenssit/tulevat_konferenssit/Pages/CEPR_2012.aspx.

China's Financial System and Internationalization of the Renminbi

17.–18.9.2012, Helsinki

Kiinnostus Kiinan rahoitussektoriin on lisääntynyt maan taloudellisen merkityksen kasvaessa. Pääomaliikkeiden vapautuminen ja juanin kansainvälistyminen merkitsevät laajoja muutoksia Kiinan rahoitusjärjestelmään. Näitä kysymyksiä pohditaan siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen (BOFIT) isännöimässä konferenssissa. Toisena järjestävänä tahona on Kiinan talouteen keskittyvien akateemisten ja keskuspankkitutkijoiden verkosto (Central bank-Academia Network on the Chinese economy), joka on BOFITin ja Chinese Economic Associationin (Europe) yhteishanke. Konferenssiin liittyvä Call for papers on luettavissa verkkosivulta http://www.suomenpankki.fi/bofit/bofit/ajankohtaista/tapahtumat/Pages/cfp_china2012.aspx.

CEEI 2012 – Conference on European Economic Integration: 26–27.11.2012, Helsinki

Suomen Pankki järjestää yhteistyössä Itävallan keskuspankin kanssa kansainvälisen konferenssin "Conference on European Economic Integration 2012" 26.–27.11.2012 Helsingissä. Vuosittain järjestettävät CEEI -konferenssit tuovat yhteen korkean tason akateemisia tutkijoita, politiikan tekijöitä

sekä liike-elämän edustajia keskeisten Keski- ja Kaakkois-Euroopan maiden talouskehitykseen liittyvien teemojen äärelle.

Tänä vuonna konferenssin erikoisteema on tasapainoisen kasvun saavuttaminen Keski- ja Kaakkois-Euroopan maissa. Viime vuosien taluskriisit ovat korostaneet kestäväen talouspolitiikan ja vahvojen instituutioiden merkitystä pitkän aikavälin kasvuille. Monissa maissa talouden ja politiikan rakenteiden heikkoudet ovat kärjistäneet kansainvälisen rahoitusmarkkinakriisin tuomia ongelmia ja johtaneet vakaviin vaikeuksiin uuden, tasapainoisen ja kestäväen talouskasvun saavuttamisessa. Kaikkialla Euroopassa tasapainoisen kasvun saavuttamiseen liittyy suuri joukko kysymyksiä pankkisektoreiden kestävydestä kansainvälisten epätasapainojen korjaantumiseen. Konferenssin esitykset tarkastelevat näitä kysymyksiä monipuolisesti niin tutkimuksen kuin käytännön kokemusten kautta.

Vahvistettuja puhujia ovat mm.

- pääjohtaja Marek Belka, Narodowy Bank Polski
- pääjohtaja Ardo Hansson, Eesti Pank
- professori Florencio López-de-Silanes, EDHEC Business School

Lisätietoja konferenssista on luettavissa BOFITin verkkosivulta http://www.suomenpankki.fi/bofit_en/tutkimus/tyopajat/Pages/CEEI2012.aspx.

Avoimia seminaareja

Tutkimusseminaareja

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

Ti 4.9.2012

Liping Lu, Tilburg University

[Informal or Formal Financing? Or Both? First Evidence on the Co-Funding of Chinese Firms](#)

Ke 19.9.2012 klo 10.30

Xiaoqing (Maggie) Fu, University of Macau

Bank Competition and Financial Fragility in Asia

BOFIT-seminaarit pidetään yleensä tiistaisin klo 10.30. Seminaareihin ilmoittautumiset Liisa Mannilalle (etunimi.sukunimi@bof.fi). Lisätietoa on saatavissa seminaarien [verkkosivulta](#).

Suomen Pankin tutkimuksen ja Bofitin yhteinen kesäworkshop 6.8.2012



Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Kaikki keskustelualoitteet ilmestyvät englanniksi ja sisältävät suomenkielisen tiivistelmän.

Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

26/2012

Yiwei Fang – Bill Francis – Iftekhar Hasan: [Yrityksen ylimmän johdon sosiaalinen verkosto ja yrityksen arvo: monipuolisuus on laajuutta tärkeämpi \(More than connectedness – Heterogeneity of CEO social network and firm value\)](#)

25/2012

Martin Ellison – Thomas J. Sargent: [Kulutuksen yksilötason riskit kasvattavat suhdannevaihteluiden hyvinvointikustannuksia \(Welfare cost of business cycles in economies with individual consumption risk\)](#)

24/2012

Timo Korkeamäki – Tuomas Takalo: [Innovaatioiden arvottaminen: tapaustutkimus iPhonesta \(Valuation of innovation: The case of iPhone\)](#)

23/2012

Andrés Fernández – Adam Gulan: [Rahoitusmarkkinoiden kitkatekijät selittävät korkojen vastasyklisyyttä kehittyvissä talouksissa \(Interest rates and business cycles in emerging economies: The role of financial frictions\)](#)

22/2012

Juha Kilponen – Helinä Laakkonen – Jouko Vilmunen: [Valtionlainojen riskit, Euroopan velkakriisin hoitoon liittyvät politiikkapäätökset ja valtionlainojen tuotot \(Sovereign risk, European crisis resolution policies and bond yields\)](#)

Siirtymätalousmaita koskevia tutkimuksia - BOFIT Discussion Papers

16/2012

Qianying Chen, Michael Funke and Michael Paetz: Market and Non-Market Monetary Policy Tools in a Calibrated DSGE Model for Mainland China

15/2012

Niko Korte: Predictive power of confidence indicators for the Russian economy

14/2012

Yin-Wong Cheung, Menzie D. Chinn and Xing Wang Qian: Are Chinese Trade Flows Different?

13/2012

Xi Chen and Michael Funke: The dynamics of catch-up and skill and technology upgrading in China

12/2012

Irina Andrievskaya: Measuring systemic funding liquidity risk in the Russian banking system

Lähiaikoina ilmestymässä

Suomen Pankin keskustelualoitteita

Bill B. Francis – Iftekhar Hasan – Xian Sun: Does Relationship Matter? The Choice of Financial Advisors
Bill B. Francis – Iftekhar Hasan – Xian Sun: Home Preference at Selecting Financial Advisors in Cross-Border M&As

Iftekhar Hasan – Jong Chool Park – Qiang Wu: The Impact of Earnings Predictability on Bank Loan Contracting

Iftekhar Hasan – Chih-Yung Lin – Chung-Hua Shen: The Policy Role of Government Banks: Do Institutional Factors Matter?

BOFIT Discussion Papers

José R. Sanchez-Fung: Examining the role of monetary aggregates in China

Pierre Siklos: No coupling, no decoupling, only mutual inter-dependence: business cycles in emerging vs. mature economies

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.