Suomen Pankki
TUTKIMUSTIEDOTE
2 • 2014

## Sisällys

PÄÄKIRJOITUS: Likviditeettiloukku vai turvallisuusloukku? 1
Rahapolitiikan epätavanomaiset toimet vaikuttavat myös nouseviin talouksiin 3
Tapahtumia 5
Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja 7

Päätoimittaja
tutkimuspäällikkö
Jouko Vilmunen
Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto
Tutkimusyksikkö
research@bof.fi
www.suomenpankki.fi/fi/tutkimus

Suomen Pankki
PL 160
00101 Helsinki
Puhelin 010 8311

Tutkimuspäällikkö (BOFIT)
Iikka Korhonen
www.suomenpankki.fi/bofit

ISSN 1457–5817
(verkkojulkaisu)

# PÄÄKIRJOITUS: Likviditeettiloukku vai turvallisuusloukku?

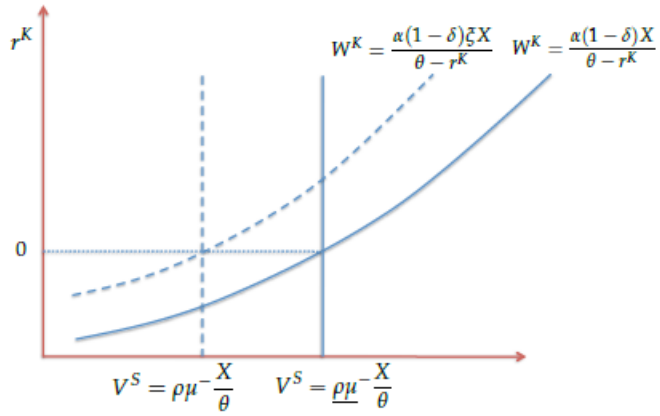
Monet akateemisen ja keskuspankkiyhteisön edustajat ovat taipuvaisia kuvaamaan useimmissa kehittyneissä talouksissa vallitsevaa tilannetta – jossa ohjauskorot ovat alarajallaan (nollassa) – keynesiläiseksi likviditeettiloukuksi. Erityisesti keynesiläisen taloustieteen näkökulmasta nykytilanteessa tosiaan näyttää olevan monia keynesiläisen likviditeettiloukun piirteitä: keskuspankin yksityisiin pankkeihin ohjaamalla käteisellä on vain rajallinen vaikutus korkoihin, joten (perinteinen) rahapolitiikka on tehotonta. Käytännössä ns. vapaasta tuhlattavuudesta johtuva nolla-alaraja estää nimelliskorkoja laskemasta negatiivisiksi. Keskeinen taloutta likviditeettiloukkuun ajava makrotaloudellinen tekijä on kokonaiskysynnän huomattava heikentyminen. Tällainen kokonaiskysyntäsokki useimmiten joko leviää tai syntyy finanssikriisin vaikutuksesta. Kun otetaan huomioon nimelliskorkojen nolla-alaraja sekä hidas toteutunut ja odotettu inflaatiovauhti, jotka molemmat tavallisesti luonnehtivat likviditeettiloukun kaltaisia tilanteita, sekä laajahko yksimielisyys loukusta pääsyn vaikeudesta, näyttää siltä, että reaalinen korkotaso on edelleen liian korkea suhteessa tasapainokorkoon. Näin ollen talouden inflatointi eli inflaatio-odotusten tilapäinen kasvattaminen rahapolitiikan avulla reaalisen korkotason alentamiseksi vaikuttaisi asianmukaiselta strategialta. On selvää, että tästä voi aiheutua keskuspankeille vakava ongelma, sillä ainakin teoriassa inflaatio-odotusten kasvattaminen rahapolitiikan keinoin saattaa olla äärimmäisen vaikeaa, ja voimakkaammat inflaatio-odotukset – vaikka niitä aluksi pidettäisiinkin tilapäisinä – voivat kyseenalaistaa keskuspankkien uskottavuuden hintavakauden tavoittelussa. Viimeinen huomio on erityisen tärkeä, sillä se kuvaa sitä, että keskuspankit eivät toimi tyhjiössä: finanssi- ja rahapolitiikan toimintaympäristöt ja niihin liittyvän politiikan keskinäiset vaikutukset määrittävät viime kädessä rahapolitiikan liikkumavaran ja mahdollisuudet.

Viimeaikaisessa kirjallisuudessa[1] on esitetty likviditeettiloukkuun liittyvä vaihtoehtoinen näkemys siitä, mitkä tekijät keskeisesti ajavat

[1] Ks. Caballero, R. – Farhi, E. (2014) ”The Safety Trap”, keskustelupaperi http://economics.mit.edu/faculty/caball/papers. Tutkimuksen keskeinen näkökulma on turvallisten omaisuuserien (maailmanlaajuinen) vaje, ja sen alkuperäinen ajatus perustuu keskustelupaperiin Caballero, R. – Farhi, E. – Gourinchas, P.-O. (2005) ”An Equilibrium Model of ’Global Imbalances’ and Low Interest Rates”, joka on ilmestynyt artikkelina (2008) julkaisussa *American Economic Review* 98:1, s 358-393. Ks. myös Caballero, R. (2006) ”Macroeconomics of Asset Shortages”. Teoksessa *The Role of Money: Money and Monetary Policy in the Twenty-First Century. The Fourth European Central Banking Conference, 9.–10. marraskuuta 2006. Andreas Beyer and Lucrezia Reichlin (toim.), s. 272–283.*

talouden korkojen nolla-alarajalle ja pitävät sen siellä. Näkemys pohjautuu turvallisuusloukun (safety trap) käsitteeseen, joka puolestaan perustuu seuraavaan päättelyyn.[2] Yksi maailmantalouden keskeisistä rakenteellisista piirteistä viime vuosina on näyttänyt olevan turvallisten omaisuuserien vaje. Turvallisten omaisuuserien ylikysyntä oli subprime-kriisin taustalla olleiden rahoitusinnovaatioiden ja rahoitusmarkkinoiden ”insinööritoiminnan” keskeisin makrotaloudellinen ajuri ja pääasiallinen varainhankintakustannuksia lisännyt tekijä euroalueen ongelmamaissa. Lisäksi tämä vaje on asettanut uusia rajoitteita raha- ja finanssipolitiikalle.

Figure 1: Safety trap.




Kuva 1. Turvallisuusloukku. Caballero – Farhi 2014, s. 11

Akuuteimmassa muodossaan turvallisten omaisuuserien vaje voi johtaa varsin samankaltaisiin makrotaloudellisiin tulemiin kuin likviditeettiloukun kaltaiset mallit, kuten syvät taantumat ja niin matalat (riskittömät) korot, että joukkovelkakirjalainoista ja rahasta tulee toistensa täydellisiä substituutteja (arvon säilyttäjänä). Caballero ja Farhi (2014, s. 2) huomauttavat, että yhtäläisyyksistä huolimatta likviditeetti- ja turvallisuusloukkujen välillä on keskeisiä eroja. Nämä erot vaikuttavat erilaisten talouspolitiikkojen suhteelliseen tehokkuuteen ja taustalla olevien ongelmien mahdollisiin markkinaratkaisuihin. Ensinnäkin rahapolitiikan ennakoiva viestintä eli sitoutuminen korkojen pitämiseen matalina talouden elpyessä on yleensä määrällistä elvytystä tehokkaampaa tavanomaisen likviditeettiloukun yhteydessä, mutta turvallisuusloukun yhteydessä tilanne on päinvastainen. Määrällinen elvytys – esimerkiksi vaihtamalla riskipitoisia yksityisiä omaisuuseriä turvalliseen julkiseen velkaan – vähentää turvallisten omaisuuserien ylikysyntää.

Toisaalta sekä varallisuusarvokuplat (markkinaratkaisut) että julkinen velka ovat tehokkaita likviditeettiloukussa, mutta turvallisuus-

[2] Teksti mukailee tiiviisti teosta Caballero – Farhi (2014).

loukussa vain jälkimmäinen on tehokas. Oivalluksena tässä on, että turvallisten omaisuuserien vähäisyys vastaa erityisen omaisuuden, nimittäin turvallisen omaisuuden, vähäisyyttä tai vajetta. Jos julkishallinnolla ei ole finanssipoliittiseen liikkumavaraan liittyviä rajoitteita, sillä on kilpailuetu turvallisten omaisuuserien tarjonnassa. Käytettävissä oleva finanssipoliittinen liikkumavara on kriittinen tekijä, sillä se määrittää, minkä verran julkista velkaa hallitus voi uskottavasti taata hoitavansa siinä tilanteessa, että talouden kokonaiskysyntä heikkenee tulevaisuudessa merkittävästi. Ennakoiva rahapolitiikan viestintä ja varallisuusarvokuplat lopulta kasvattavat riskipitoista varallisuutta, eivätkä ne siten pysty elvyttämään turvallisuusloukussa olevaa taloutta, koska riskilisien kasvu yleensä eliminoi niiden vaikutuksen.

Kuten Caballero ja Farhi toteavat (2014, s. 3–4), heidän turvallisuusloukkumallinsa liittyy moniin taloustieteen ja rahoituksen tärkeisiin ongelmiin: turvallisten omaisuuserien vajeen tunnistaminen keskeisenä makrotaloudellisena seikkana (koko talouden likviditeettiä käsittelevän kirjallisuuden kautta), valtion (lyhytaikaisten) arvopaperien hinnoittelu tavanomaisilla sijoituskohteiden hinnoittelumalleilla, lyhytaikainen velka ja systeemiset tasapainottomuudet sekä likviditeettiloukkuja koskeva kirjallisuus. Kiinnostava mietiskelyn aihe on, että likviditeetti- ja turvallisuusloukut täydentävät toisiaan siten, että ankarimmissa kriisivaiheissa ja syvissä taantumissa turvallisuusloukun piirteet ovat hallitsevia, mutta ne muuttuvat asteittain likviditeetin puutteeksi tai likviditeettiloukuksi sitä mukaa kuin talous vaivoin elpyy.[3] Toinen pohtimisen arvoinen ajatus erityisesti makrovakausvalvonnan kannalta on, että turvallisten omaisuuserien maailmanlaajuinen vaje saattaa kasvaa, koska taloudellisten toimijoiden täytyy sijoittaa entistä suurempi osa varallisuudesta riskittömiin kohteisiin, ellei globaali rahoitusjärjestelmä kehity siten, että näiden omaisuuserien tarjontaa voidaan kasvattaa oikea-aikaisesti.

***Jouko Vilmunen***

## Rahapolitiikan epätavanomaiset toimet vaikuttavat myös nouseviin talouksiin

Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) isännöi 9.–10.6.2014 Asian Economic Panel -tilaisuutta yhteistyössä mm. University of Californian (Davis) kanssa. Asian Economic Panel sisältää yleensä sekä puhtaan tieteellisiä että suoraan erilaisiin politiikkakysymyksiin liittyviä esityksiä. Myös tällä kertaa tilaisuuden sisältö oli samankaltainen, ja lisäksi ensimmäisen päivän päätti paneelikeskustelu rahapolitiikan epätavallisista toimenpiteistä ja näiden toimenpiteiden vähentämisestä. Paneelikeskustelun puheenjohtajana toimi

[3] Caballero – Farhi (2014, s. 32).

professori Wing Thye Woo (University of California, Davis), ja panelisteina olivat Suomen Pankin johtokunnan jäsen Seppo Honkapohja, professori Kiyohiko G. Nishimura (Tokyo University, Japanin keskuspankin entinen varapääjohtaja) sekä Chalongphob Sussangkarn (Thailand Development Research Institute, Thaimaan entinen valtiovarainministeri).

Vasemmalta oikealle:: Seppo Honkapohja, Kiyohiko G. Nishimura, Chalongphob Sussangkarn ja Wing Thye Woo sekä Michael Plummer, Yuan Yangzhou ja Zhichao Zhang.

Paneelikeskustelun puheenaiheina olivat mm. seuraavat asiat: Paljon huolta herätti suurten talousalueiden eritahtisen rahapolitiikan vaikutus pääomanliikkeisiin sekä mahdollisesti valuuttakursseihin. Nämä huolet ulottuvat myös nouseviin talouksiin, joiden on varmistuttava, että niillä on tarpeeksi tehokkaita talouspolitiikan työkaluja vastatakseen mahdolliseen pääomanliikkeiden lisääntymiseen. Viimeisen vuoden aikana on nähty, että pelkät odotukset mm. Yhdysvaltain rahapolitiikan muutoksista riittävät suuntaamaan pääomia uudelleen.

Asian Economic Panel -kokouksessa käsiteltiin Aasian eri talouksia varsin monipuolisesti. Muun muassa Jan Fidrmuc (Brunel University) esitteli tutkimusta Kiinan työllisyyden muutosten yhteydestä bruttokansantuotteen muutoksiin, toisin sanoen tutkimusta, miten Okunin laki toteutuu. Tutkimustulokseksi on saatu, että työllisyyden ja tuotannon välinen yhteys noudattaa suurin piirtein Okunin lakia niillä alueilla, jotka ovat edenneet pidemmälle talousuudistuksissaan ja joiden elintaso on jo korkeampi. Deunden Nikomborirak (Thailand Development Research Institute) käsitteli ASEAN-maiden taloudellista integraatiota useasta eri näkökulmasta. Kunnianhimoisista suunnitelmista huolimatta maiden integraatio ei ole edennyt kovinkaan nopeasti. Näyttää myös siltä, että tulevina vuosina kehitys on hidasta. Osaltaan tätä saattaa selittää se, että kaikille ASEAN-maille mm. Yhdysvallat ja Kiina ovat tärkeämpiä kauppakumppaneita kuin toiset ASEAN-maat.

Asian Economic Panelin ohjelma löytyy osoitteesta http://www.suomenpankki.fi/bofit/bofit/ajankohtaista/uutiset/Pages/AEP2014.aspx.

***Iikka Korhonen***

## Tapahtumia

### Expectations in Dynamic Macroeconomic Models
7–8.8.2014, Helsinki

Suomen Pankin tutkimusyksikkö sekä kaksi alansa asiantuntijoina tunnettua professoria, Bruce McGough (University of Oregon) ja Bruce Preston (Monash University), järjestivät elokuussa tieteellisen konferenssin, jossa teemana olivat odotukset dynaamisissa makromalleissa. Ohjelma ja esitetyt tutkimukset on päivitetty konferenssin verkkosivulle http://www.suomenpankki.fi/en/tutkimus/konferenssit/konferenssit_tyopajat/Pages/BoFCEPR2014.aspx

### Entrepreneurial finance, innovation and growth
23–24.10.2014, Helsinki

Suomen Pankin tutkimusyksikkö ja CEPR (Centre for Economic Policy Research) järjestävät lokakuussa säännöllisen yhteisen kaksipäiväisen konferenssin, jossa tänä vuonna teemana on nuorten kasvuyritysten rahoitus, innovaatiot ja kasvu. Lisätietoa saa konferenssin verkkosivulta http://www.suomenpankki.fi/en/tutkimus/konferenssit/konferenssit_tyopajat/Pages/BoFCEPR2014.aspx

### Conference on China's financial market liberalization
18–19.9.2014, Helsinki

Siirtymätalouksien tutkimuslaitos BOFIT, City University of Hong Kong (Department of Economics and Finance) ja Research Center for International Economics järjestävät Helsingissä konferenssin, jossa tutkijat tarkastelevat Kiinan rahoitusmarkkinoiden sääntelyn purkamista ja vapautumisen kehitysnäkymiä.

### Banking in Emerging Markets: Challenges and Opportunities
3.10.2014 Moskova

Siirtymätalouksien tutkimuslaitos BOFIT on mukana Moskovassa lokakuun alussa järjestettävässä vuotuisessa konferenssissa, jonka organisoi The Center for Institutional Studies, National Research University Higher School of Economics (CInSt HSE). Tilaisuudessa tutkijat tarkastelevat kehittyvien maiden rahoitusmarkkinoita.

## Tutkimusseminaareja

| | | |
|---|---|---|
| 2.10.2014 | Luca Gambetti (Universitat Autònoma de Barcelona) | Noisy news in business cycles |
| 4.9.2014 | Riccardo Masolo (Bank of England) | Monetary policy with ambiguity averse agents |

Tutkimusyksikön järjestämät seminaarit pidetään yleensä jokaisen kuukauden ensimmäisenä torstaina klo 13.30–15.00. Ilmoittautumisohje, lisätietoja ja seminaarimateriaalia on luettavissa seminaarien verkkosivulta.

## BOFIT-seminaareja

| | | |
|---|---|---|
| 23.9.2014 | Iikka Korhonen (BOFIT) | Meta-analysis of China's business cycle correlation |
| 22.9.2014 | Joshua Aizenman (University of Southern California) | Real estate valuation in the open economy: Lessons from the past, questions for the future |
| 16.9.2014 | Yanrui Wu (The University of Western Australia) | Local government debt and economic growth in China |
| 9.9.2014 | Ville Kaitila (ETLA) | GDP growth in Russia: Different capital series and the terms of trade |
| 4.9.2014 | Nauro Campos (Brunel University) | On the non-economic benefits of economic integration: Synthetic counterfactual evidence from regional data from the 1995 Scandinavian enlargement of the European Union |
| 2.9.2014 | Simone Giansante (University of Bath & Reserve Bank of India) | Systemically important financial institutions in BRIC countries |

BOFIT-seminaarit pidetään yleensä tiistaisin klo 10.30. Seminaareihin ilmoittautumiset etukäteen (bofit@bof.fi). Lisätietoa on saatavissa seminaarien verkkosivulta.

# Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

## Tutkimusyksikön keskustelualoitteita

Kaikki keskustelualoitteet ilmestyvät englanniksi ja sisältävät suomenkielisen tiivistelmän.

Iftekhar Hasan – Krzysztof Jackowicz – Oskar Kowalewski – Lukasz Kozlowski: Keskustelualoite 22/2014: Pankkien omistusrakenteen merkitys pienen ja keskisuuren yritystoiminnan lainoituksen ja paikallisten luottomarkkinoiden kannalta (Bank ownership structure, SME lending and local credit markets)

Fabio Verona – Manuel M. F. Martins – Inês Drumond: Keskustelualoite 21/2014: Rahoitusmarkkinahäiriöt ja optimaaliset rahapolitiikan säännöt (Financial shocks and optimal monetary policy rules)

Iftekhar Hasan – Emmi Martikainen – Tuomas Takalo: Keskustelualoite 20/2014: Hyvin toimiva vähittäismaksujärjestelmä parantaa eurotalouksien tehokkuutta (Promoting efficient retail payments in Europe))

Bill Francis – Iftekhar Hasan – Lingxiang Li: Keskustelualoite 19/2014: Tuotannollisen toiminnan ja tuloksen manipulointi kasvattaa yrityksen osakkeen hinnan romahtamisriskiä tulevaisuudessa (Abnormal real operations, real earnings management, and subsequent crashes in stock prices)

Manthos D. Delis – Iftekhar Hasan – Efthymios G. Tsionas: Keskustelualoite 18/2014: Rahoituksenvälityksen riskit (The risk of financial intermediaries)

Bill Francis – Iftekhar Hasan – Xian Sun – Maya Waisman: Keskustelualoite 17/2014: Kansainvälisillä yrityskauppojen markkinoilla oppii havainnoimalla (Can firms learn by observing? Evidence from cross-border M&As)

Bill Francis – Iftekhar Hasan – Qiang Wu – Meng Yan: Keskustelualoite 16/2014: Malttia yrityksen verosuunnitteluun: nainen rahoitusjohtajaksi (Are female CFOs less tax aggressive? Evidence from tax aggressiveness)

Bill Francis – Iftekhar Hasan – Qiang Wu: Keskustelualoite 15/2014: Miten johtokuntien professorijäsenet vaikuttavat yritysten hallintojärjestelmiin ja menestymiseen (Professors in the boardroom and their impact on corporate governance and firm performance).

Patrizio Lainà – Juho Nyholm – Peter Sarlin: Keskustelualoite 14/2014: Systeemisten pankkikriisien indikaattoreita: Suomi EU-maiden paneeliaineistossa (Leading indicators of systemic banking crises: Finland in a panel of EU countries)

Seppo Orjasniemi: Keskustelualoite 13/2014: Rahaliiton jäsenmaan optimaalinen kansallinen finanssipolitiikka (Optimal fiscal policy of a monetary union member)

Topias Leino – Jyrki Ali-Yrkkö: Keskustelualoite 12/2014: Kuinka hyvin ulkomaiset suorat sijoitukset mittaavat ulkomaisten yritysten tekemiä reaali-investointeja? (How well does foreign direct investment measure real investment by foreign-owned companies? – Firm-level analysis)

Bruce A. Ramsay – Peter Sarlin: Keskustelualoite 11/2014: Ylivelkaantumisen hillitseminen: Velan ja kassavirran suhde systeemiriskien mittana (Ending over-lending: Assessing systemic risk with debt to cash flow)

Peter Nyberg – Mika Vaihekoski: Keskustelualoite 10/2014: Kuvaileva analyysi Suomen osakemarkkinoista: osa II (Descriptive analysis of the Finnish stock market: Part II)

**Siirtymätalousmaita koskevia tutkimuksia - BOFIT Discussion Papers**

Boris Blagov – Michael Funke: BOFIT Discussion Paper 15/2014: The credibility of Hong Kong's currency board system: Looking through the prism of MS-VAR models with time-varying transition probabilities

Thorsten Beck – Hans Degryse – Ralph De Haas – Neeltje van Horen: BOFIT Discussion Paper 14/2014: When arm's length is too far. Relationship banking over the business cycle

Carsten A. Holz: BOFIT Discussion Paper 13/2014: Wage determination in China during the reform period

Qing He – Chang Xue – Chenqi Zhu: BOFIT Discussion Paper 12/2014: Financial development and patterns of industrial specialization: Regional evidence from China

Anna Krupkina – Elena Deryugina – Alexey Ponomarenko: BOFIT Discussion Paper 11/2014: Estimating sustainable output growth in emerging market economies

Zuzana Fungácová – Laurent Weill: BOFIT Discussion Paper 10/2014: Understanding financial inclusion in China

Chun-Yu Ho: BOFIT Discussion Paper 9/2014: Switching cost and deposit demand in China

John Bonin – Iftekhar Hasan – Paul Wachtel: BOFIT Discussion Paper 8/2014: Banking in transition countries

Christian Dreger – Tongsan Wang – Yanqun Zhang: BOFIT Discussion Paper 7/2014: Understanding Chinese consumption: The impact of hukou

**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.