

### Sisällys

#### Pääkirjoitus

Suurten avotalouksien makroteoriaa: vaihtotasedynamiikka ja talouspolitiikan koordinaatio

#### Pankkien

luottopäätökset ja osakemarkkinatuotot

Voidaanko valuuttakursseilla pienentää Kiinan kauppataaseen ylijäämää?

#### Tieteellisiä kokouksia

#### Tuoreita

Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

#### Lähiaikoina

ilmestymässä

#### Päätoimittaja

Jouko Vilmunen

#### Julkaisija

Suomen Pankki

ISSN 1457-5809

(painettu julkaisu)

ISSN 1457-5817

(verkkojulkaisu)

PL 160,

00101 Helsinki

#### Sähköposti:

research@bof.fi

www.bof.fi ja

www.bof.fi/bofit

## Pääkirjoitus

Yhdysvaltain suureksi kasvanut vaihtotaseen alijäämä on viime aikoina hallinnut sekä taloudellista uutisointia että merkittävää osaa kansainvälisen makrotalouden tutkimusta.

Vaikka monet ovat sitä mieltä, että

Yhdysvaltain alijäämä on eri tavalla haasteellinen kuin esimerkiksi Latinalaisen Amerikan

1980-luvun vaihtotaseen alijäämät ja

velkaantuminen, useat talouspolitiikan

päättäjät ja ekonomistit ovat pitäneet

Yhdysvaltain alijäämää liian suurena.

Erityisesti on pelätty suurten alijäämien

valuuttakurssivaikutuksia, vaikka myön-

täänkin, että integroituneiden kansainvälisten

rahoitusmarkkinoiden syvyys mahdollistaa

nykyään entistä suurempien vaihtotaseen

alijäämien rahoituksen ilman, että valuutta-

kurssien vakaus vaarantuu. ”Globaalit

tasapainottomuudet”, ”epävakaas” ja

”haavoittuvuus” ovat termejä, joilla monet

ilmaisevat huolestumisensa nykymenon

jatkumisesta. Viimeaikaisessa tutkimuksessa

on korostunut kansainvälisten hyödykemark-

kinoiden – ei niinkään rahoitusmarkkinoiden

– integroituneisuuden merkitys vaihtotaseen

alijäämien valuuttakurssivaikutusten kannal-

ta. Tämä on mielenkiintoista ja tärkeää,

koska hyödykemarkkinat ovat rahoitusmark-

kinoita selvästi heikommin kansainvälisesti

integroituneet. Tästä seuraa, että hyödyke-

markkinoiden (hinta)sopeutuminen on

hitaampaa kuin rahoitusmarkkinoiden. Eroa

sopeutumisnopeudessa voidaan pitää

merkittävänä riskitekijänä: jos kansainväliset

rahoitusmarkkinat mahdollistavat sen, että

kansantalouksien tulojen ja menojen välille

kehittyy suuria eroja, luovat ne samalla uhkan

suurista piilevistä valuuttakurssiliikkeistä,

jotka puolestaan voivat synnyttää voimakas-

ta, jopa paniikkimaista liikehdintää kansain-

välisissä pääomavirroissa. Monet haluavat

nähdä näissä uhkakuvissa perusteet talous-

poliittisille toimenpiteille, joilla Yhdysvaltain

vaihtotaseen alijäämää pyritään pienentä-

mään. Ekonomistien keskuudessa on parhail-

laan käynnissä vilkas keskustelu tällaisen

julkisen intervention tarpeellisuudesta ja

siihen liittyvistä raha- ja finanssipoliittisista

toimenpiteistä sekä niiden keskinäisestä

tehokkuudesta.

*Jouko Vilmunen*

## Suurten avotalouksien makroteoriaa: vaihtotasedynamiikka ja talouspolitiikan koordinaatio

Kärjistäen voitaisiin väittää, että Yhdysvaltain

alijäämien kasvuun suhtaudutaan kahdella eri

tavalla sen mukaan, kuinka suotavana julkista

interventiota pidetään alijäämien kasvun

hillitsemiseksi. Sikäli kuin vaihtotaseen

alijäämät ovat seurausta taloudenpitäjien

optimaalisista säästämis- ja investointipäätök-

sistä vääristymättömissä markkinaolosuhteis-

sa, julkiseen interventioon ei ole tarvetta eikä

taloudellista perustetta. Näin ilmaisten kyse

on oikeastaan hyvinvointiteorian ensimmäisen

teoreeman muotoilusta uudelleen. Desentrali-

soitu kilpailevien markkinoiden tasapaino

maksimoi yhteiskunnan hyvinvoinnin.

Toisaalta kokonaistalouden vakautta korosta-

van näkemyksen mukaan alijäämät ovat

taloudenpitäjien optimaalisesta säästämis- ja

investointikäyttäytymisestä huolimatta kasvaneet liiallisiksi, koska markkinoiden tehokasta toimintaa vääristävät erinäiset tekijät. Julkisen sektorin interventio vaihtotaseen alijäämien pienentämiseksi on näin ollen toivottavaa. Millaisista vääristymistä on tarkkaan ottaen kysymys ja voidaanko niillä perustella talouspoliittisia toimenpiteitä alijäämien pienentämiseksi, jäävät valitettavan usein näkemyksen puoltajilta tarkentamatta. Teoreettinen perusta julkisen sektorin interventiolle samoin kuin optimaalinen talouspolitiikan keinovalikoima riippuvat kuitenkin vääristymän olemassaolosta ja sen täsmällisestä luonteesta.

Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän tutkimiseksi tuntuisi siis periaatteessa järkevältä olettaa, että alijäämä liittyy yksityistalouksien – yritysten ja kotitalouksien – optimaalisiin investointi- ja säästämissäpäätöksiin. Tästä lähtökohdasta voidaan sitten kysyä, onko Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämä kestäväällä pohjalla ja mitkä investointi- ja säästämissäpäätösten ominaisuudet ovat kestävyuden kannalta ratkaisevia. Entä minkälainen talouspolitiikka on tehokkainta kestävä vaihtotasedynamiikan kannalta? Mika Kortelainen tarkastelee näitä kysymyksiä Suomen Pankin keskustelualoitteena julkaistavassa tutkimuksessaan ”Adjustment of the US current account deficit”. Vaihtotasedynamiikan analysoimiseksi Kortelainen konstruoi kahden suuren kansantalouden dynaamisen yleisen tasapainon mallin, jonka hän estimoii bayesiläistä estimointitekniikkaa käyttäen euroalueen ja Yhdysvaltain neljännesvuosihavainnoista koostuvalla aikasarja-aineistolla. Kortelainen on tutkimuksessaan laajentanut Suomen Pankissa kehitetyn euroalueen dynaamisen yleisen tasapainon mallin, EDGEn, kahden suuren avotalouden malliksi. Modernien dynaamisten yleisen tasapainon mallien rakennusperiaatteiden mukaisesti tässäkin mallissa kotitalouksien ja yritysten käyttäytyminen perustuu intertemporaaliseen optimointiin. Hinta- ja palkkajäykkyudet sen sijaan tuovat malliin uuskeynesiläisiä piirteitä.

Varallisuuden dynamiikka on näissä dynaamisen yleisen tasapainon malleissa hyvin keskeisessä asemassa, minkä vuoksi malleja voidaan periaatteessa pitää lähes ideaalisina työkaluina vaihtotasedynamiikan tutkimisessa.

Hyvin tunnettu tosiasia kuitenkin on, että näitä malleja on vaikea saada yhteensopivaksi havaintojen kanssa. Kortelainen sovitaa malliaan havaintoaineistoon kalibroimalla ensin joitakin mallin parametreja, minkä jälkeen hän estimoii mallin stokastisten häiriöiden jakaumaominaisuudet sekä talouspoliittisten ohjaussääntöjen ja sopeutumiskustannusfunktioiden parametrit bayesiläisellä estimointitekniikalla. Lopuksi Kortelainen vertaa mallin keskeisten makromuuttujien jakaumien momentteja vastaaviin empiirisiin momentteihin. Tässä yhteydessä mallin kipupiste näyttäisi olevan sen muuttujien välisten ristikorrelaatioiden ja niiden empiiristen vastineiden heikko vastaavuus.

Kortelainen tekee estimoidulla mallillaan mielenkiintoisia simulointeja. Oletettuaan, että puolet Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämästä ei ole kestäväällä pohjalla, Kortelainen tarkastelee neljää vaihtoehtoista skenaariota Yhdysvaltain vaihtotaseen liiallisen alijäämän eliminoimiseksi eli yhdysvaltalaisen kotitalouksien säästämisasteen nousua, dollarin riskilisän kasvua sekä Yhdysvaltain finanssipolitiikan koordinoimattomuutta ja koordinoitua kiristymistä. Simulointitulosten mukaan yhdysvaltalaisen kotitalouksien säästämisasteen – diskonttotekijän – nousu samoin kuin dollarin riskilisän kasvu ovat liiallisen vaihtotaseen eliminoimisen kannalta tehokkaita. Intuitiivisesti tämä on ymmärrettävää, koska molemmissa tapauksissa kotitaloudet myöhentävät kulutustaan. Päinvastaisten korkovaikutusten vuoksi investoinnit maassa sen sijaan kasvavat edellisessä ja vähenevät jälkimmäisessä tapauksessa. Nämä kaksi skenaariota eivät kuitenkaan ole simulointitulosten mukaan täysin ongelmattomia, koska deflaatiouhkavie edellisessä skenaariossa Yhdysvaltain ja jälkimmäisessä muun maailman nollakorko-

loukkoon. Jos Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämää yritetään kutistaa finanssipoliittisilla toimenpiteillä, välttyvät maat Kortelaisen simulointitulosten mukaan nollakorkoloukolta. Finanssipoliitiikka voi kuitenkin osoittautua riittämättömäksi Yhdysvaltain vaihtotaseen liiallisen alijäämän eliminoimiseksi. Toisaalta erityisesti koordinoitulla finanssipoliitiikalla eli kiristämällä finanssipoliitiikkaa Yhdysvalloissa ja keventämällä muualla maailmassa, alijäämä kutistuukin melkoisesti. Mielenkiintoista on lisäksi se, että yksityisen kulutuksen muutokset ovat kansainvälisesti koordinoitujen finanssipoliitiikan tapauksessa pienempiä kuin koordinoimattoman finanssipoliitiikan tapauksessa. Tämä näyttäisi tukevan ajatusta, että kansainvälisesti koordinoitu finanssipoliitiikka Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän eliminoimiseksi olisi kotitalouksien hyvinvoinnin kannalta suotavaa. On kuitenkin pidettävä mielessä, että kotitalouksien hyvinvointia maksimoiva optimaalinen finanssipoliitiikka ei välttämättä tässä yhteydessä tarkoita finanssipoliitiikan kiristämistä tai keventämistä. Asiaan liittyvä muu tutkimus näyttäisi pikemminkin viittaavan siihen, että optimaalisen finanssipoliitiikan tulisi keskittyä Kortelaisenkin mallissa mukana olevien hintajäykkyyksien vaikutusten hallintaan. Yhtä kaikki, Kortelaisen tutkimus on metodologisesti ja sisällöllisesti kunnianhimoinen. Se liittyy vakiintuvaan käytäntöön, jossa keskuspankit käyttävät dynaamisia yleisen tasapainon malleja politiikkasimuloinneissa ja keskeisten taloudellisten kysymysten analysoinnissa.

## Pankkien luottopäätökset ja osakemarkkinatuotot

Viime aikojen innovaatiot luottojohdannaisien markkinoilla ovat kiistatta parantaneet luotonantajien mahdollisuuksia siirtää luottoriskiä muiden instituutioiden kannettavaksi ilman, että laina-asiakassuhteita menetetään. Rahoitusmarkkinavalvojat ja päättäjät ovat yleisesti suhtautuneet varovai-

sen myönteisesti näihin innovaatioihin. Riskien hajauttamiseen liittyviä etuja pidetään merkittävänä, vaikka niiden suuruuden mittaaminen ei välttämättä ole helppoa. Näistä yleisesti tunnistetuista ja hyväksytyistä eduista huolimatta monet päättäjät suhtautuvat luottojohdannaisiin varauksellisesti, koska niiden pelätään ruokkivan epäsymmetriseen ja piilotettuun informaatioon liittyviä kannustinongelmia. Asiaan liittyvässä tutkimuksessa on korostettu näitä kannustinongelmia kahdesta näkökulmasta. Ensinnäkin kannustinongelma voi syntyä, jos luotonantaja ostaa suojauksen lainanottajan toiveiden vastaisesti tai informoimatta lainanottajaa. Tässä yhteydessä luotonantajan ostama suojaus voi saattaa luotonottajan epäedulliseen valoon viestittämällä epäilyjä tämän ominaisuuksista.

Toisaalta kannustinongelma voi liittyä luotonottajiin. Jos taloudessa ei ole toimivia luottoriskien siirtomarkkinoita, luotonantajien intressissä on valvoa luottoasiakkaitaan ja pakottaa nämä valitsemaan ja toteuttamaan vain taloudellisilta ominaisuuksiltaan parhaita projekteja. Tällainen pankkien sertifiointi informoi markkinoita luotonottajan ominaisuuksista, ja sen avulla luotonottajan on mahdollista yhdistää kalliimpi luototus edullisempaan arvopaperirahoitukseen. Jos luotonottajan osakkeilla käydään kauppaa, osakkeiden arvon tulisi nousta sertifiointiin liittyvän signaalin seurauksena. Jos luottoriskien siirtomarkkinat taloudessa kuitenkin toimivat, sertifiointin arvo laskee, jos suojauksen hankkineiden luotonantajien harjoittama valvonta vähentyy. Luotonottajat eivät tässä tapauksessa välttämättä halua maksaa pankeille preemiota luottosertifiointista ja toteuttaa ainoastaan parhaita projekteja, vaan sen sijaan laskea liikkeeseen arvopapereita ja harjoittaa taloudellisilta ominaisuuksiltaan myös vähemmän tuottavaa liiketoimintaa. Alan tutkimuksissa on toisaalta myös esitetty, että luottoriskien siirtäminen voi vahvistaa luotonantajan kannustimia valvoa luottoasiakkaitaan. Luottoriskien siirtomahdollisuuden vuoksi pankit voivat esimerkiksi toimia aiempaa

päättäväisemmin. Ne voivat myös käyttää luottoriskin siirtomahdollisuuksia vähentääseen altistumista niiden yhteiselle lähteelle ja keskittyä jäljelle jäävien idiosynkraattisten riskien hallintaan. Pankit keräävät tuloja seuraamalla näitä riskejä, joihin sitoutuu vähemmän pankin pääomia, koska luottoriskin yhteinen lähde on poistettu. Pääoman määrän ollessa vakioinen luottoasiakkaiden seurannan myötä vahvistuneen luotonannon tulisi teorian mukaan tällöin kasvaa, mikä on myös sopusoinnussa luottoasiakkaiden seuranta ja pankin luotoantoa koskevien havaintojen kanssa.

Empiirisessä tutkimuksessaan ”The effect of lenders’ credit risk transfer activities on borrowing firms’ equity returns” (SP 31/2006) Ian Marsh tarkastelee, missä määrin luotonottaja hyötyy pankin sertifioinnista, kun pankilla on mahdollisuus käyttää luottoriskin siirtoinstrumentteja. Metodologisesti Marshin tutkimus kuuluu tapaustutkimuksiin, ja havaintoaineistona Marshilla ovat Factiva-tietokannasta poimitut lehdistötiedotteet niiden yritysten uusista luotoista tai pankkien myöntämiä uusia luottoja koskevista ilmoituksista, joiden osakkeita kaupataan New Yorkin pörssissä vuosien 1999 ja 2005 välisenä aikana. Lehdistötiedotteita on karsittu eri syistä, minkä jälkeen tutkimuksessa käytetty aineisto koostui 217 ilmoituksesta, jotka liittyvät puhtaasti luottopäätökseen. Luottopäätösten osakkeiden hintavaikutuksia tutkivaa kirjallisuutta mukailleen Marsh testaa, vaikuttaako luotonantajan toiminta luottoriskin siirtomarkkinoilla osakemarkkinoiden reaktioihin, jotka koskevat luotonantajan myöntämiä uusia lainoja. Tulosten mukaan luottoriskiään siirtävän pankin luottopäätösten ilmoitukset eivät synnytä tilastollisesti merkittäviä osakemarkkinoiden hintareaktioita.

Jos yritys on kuitenkin saanut uuden lainan muutoin samanlaiselta pankilta, jonka luottoriskiä ei ole siirretty, kyseisen yrityksen kaupattavien osakkeiden hinta nousee

tulosten mukaan tilastollisesti merkitsevästi. Marshin tutkimustulokset näyttävät siis selkeästi tukevan ajatusta, että osakemarkkinat eivät nähtävästi arvosta luottopäätöksiä, joita tekevät pankit siirtävät luottoriskiä pois taseestaan. Tulos on erittäin mielenkiintoinen ja tukee käsitystä, jonka mukaan osakemarkkinat uskovat luottoriskin arvopaperistamisen heikentävän pankkien kannustimia seurata luottoasiakkaidensa riskejä. Pankkien valvontakannustimien heikentyminen ja luottoriskiä arvopaperistavien pankkien muita pankkeja nopeampi luotonannon kasvu, josta löytyy näyttöä alan tutkimuksista, voivat ruokkia sellaista epävakaa rahoitusmarkkinadynamiikkaa, josta mm. taloushistorioitsija Charles Kindleberger on kirjoittanut: ”holtiton ja puutteellisesti valvottu luotonannon kasvu voi uhmata rahoitusjärjestelmän vakautta jouduttamalla rahoitusmarkkinamanian syntymistä, joka puolestaan johtaa pakokauhuun ja markkinoiden romahdukseen.” On selvää, että Marshin tutkimustulokset sekä luottoriskin siirtomarkkinoihin liittyvä tutkimustoiminta ovat keskuspankkien ja valvontaviranomaisten kannalta erittäin tärkeitä. Relevanttia tutkimuspanostusta tarvitaan jatkossakin.

## Voidaanko valuuttakurssilla pienentää Kiinan kauppataseen ylijäämää?

Kiinan merkitys maailmantaloudessa on kasvanut selvästi viime vuosina. Nopea talouskasvu on lisännyt Kiinan osuutta maailmankaupasta, ja Kiinan kauppataseen ylijäämä on myös kasvanut nopeasti. Tämän takia Kiinaa on vaadittu sallimaan valuuttansa vahvistuminen, ja heinäkuussa 2005 Kiina revalvoikin juanin ulkoisen arvon noin 2 prosentilla. Siitä lähtien juan on vahvistunut suhteessa dollariin, tosin hyvin hitaasti. Yhdysvaltain dollarin heikentyminen on kuitenkin heikentänyt juania esimerkiksi

euroon nähden. Lisäksi Kiinan inflaatio on ollut varsin vaimea, eli reaalinen efektiivinen valuuttakurssi on ollut suhteellisen vakaa jo lähes kymmenen vuotta. On kuitenkin huomattava, että vaikka useat kauppakumppanit ovat vaatineet Kiinan valuutan revalvoimista kauppataseen ylijäämän pienentämiseksi, valuuttakurssin vaikutusta Kiinan vientiin ja tuontiin on tähän mennessä tutkittu varsin vähän.

Tämän takia Alicia García-Herreron ja Tuuli Koivun tuore tutkimus (Can the Chinese trade surplus be reduced through exchange rate policy?, BOFIT DP 7/2007), jossa he analysoivat valuuttakurssin vaikutuksia Kiinan ulkomaankauppaan, on varsin tärkeä. Tutkimuksessa tarkastellaan, miten reaalinen efektiivinen valuuttakurssi vaikuttaa Kiinan vienti- ja tuontivirtoihin. Reaalisen kauppapainoisen valuuttakurssin vaikutusten löytämiseksi yhtälöissä kontrolloidaan myös muiden vientiä ja tuontia selittävien tekijöiden vaikutusta. Näihin tekijöihin kuuluvat Kiinan teollisuustuotannon kasvu, maailmankaupan kehittyminen, Kiinan viennilleen asettamat verokannustimet ja tuonnille määräämät tullit sekä ulkomaisten yritysten Kiinaan tekemien investointien määrä. Tutkimuksen tulosten mukaan sekä Kiinan vienti että tuonti reagoivat muutoksiin valuuttakurssissa. Odotusten mukaisesti juanin vahvistuminen vähentää Kiinan vientiä. Nettovaikutuksia kauppataseen ylijäämään rajoittaa kuitenkin se, että myös tuonti Kiinaan vähenee valuutan vahvistuessa. Tämän oletetaan johtuvan Kiinan vahvasta asemasta kansainvälisissä tuotantoketjuissa. Useat yritykset tuovat

Kiinaan komponentteja muista maista, ja näistä komponenteista koottuja tuotteita sekä puolivalmisteita viedään Kiinasta ulkomaille. Jos näiden lopputuotteiden hintakilpailukyky vähenee valuutan vahvistumisen takia, myös komponenttien tuonti Kiinaan vähenee.

Tämän vaikutuskanavan selvittämiseksi García-Herrero ja Koivu estimoivat vienti- ja tuontiyhtälöt erikseen myös Kiinan tärkeimmille kauppakumppaneille. Tuonnissa maittaiset tulokset vaihtelevat huomattavasti. Kun Kiinan valuutta vahvistuu, vähenee tuonti niistä Aasian maista, jotka vievät Kiinaan lähinnä osia ja komponentteja jatkojalostussektoria varten. Toisaalta esimerkiksi tuonti Saksasta koostuu enemmän Kiinan kotimarkkinoille suunnatuista tuotteista, ja niiden tuonti Kiinaan kasvaa juanin vahvistumisen myötä. Tulos on sama myös muiden euroalueen maiden tapauksessa. Yhdysvaltojen ja Japanin vienti Kiinaan koostuu puolestaan jatkojalostussektorille vietävistä komponenteista ja koneista sekä muista huipputekniikan tuotteista, joille Kiinassa ei ole korvaavaa tuotantoa. Näiden maiden vienti Kiinaan ei reagoi merkittävästi muutoksiin valuuttakurssissa.

Tulosten mukaan valuuttakurssin muutosten nettovaikutukset kauppavirtoihin näyttävät olevan Kiinassa pienemmät kuin useimmissa muissa maissa, mikä selittyy Kiinan asemalla kansainvälisissä tuotantoketjuissa. Jotta valuuttakurssimuutoksilla olisi nopeita ja merkittäviä vaikutuksia Kiinan ulkoiseen tasapainoon, juanin olisi revalvoiduttava varsin paljon.

## Tieteellisiä kokouksia

Tutkimusyksikkö järjestää toukokuun 2007 alussa kaksipäiväisen työpajan dynaamisten yleisen tasapainon makromallien käytöstä keskuspankkien ennustetyössä. Työpaja on kutsutilaisuus.

Kesäkuussa tutkimusyksikkö järjestää konferenssin yhteistyössä professori Iftekhar Hasanin (Lally School of Management and

Technology, Rensselaer Polytechnic Institute) ja Journal of Financial Stability (JFS) -aikakauslehden kanssa. Konferenssin aiheena on Financial Instability, Supervision and Central Banks.

BOFIT järjestää yhteistyökumppaniensa kanssa joulukuussa 2007 tieteellisen seminaarin, jossa käsitellään Venäjän ja Kiinan integroitumista maailmantalouteen.

## Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

### Suomen Pankin keskustelualoitteita

Benedikt Goderis – Ian W Marsh – Judit Vall Castello – Wolf Wagner: Bank behaviour with access to credit risk transfer markets. BOF DP 4/2007.

Ilmo Pyyhtiä: Why is Europe lagging behind? BOF DP 3/2007.

Aaron Mehrotra: A note on the national contributions to euro area M3. BOF DP 2/2007.

Timo Korkeamäki – Yrjö Koskinen – Tuomas Takalo: Phoenix rising: Legal reforms and changes in valuations in Finland during the economic crisis. BOF DP 1/2007.

Jesús Crespo Cuaresma and Tomas Slacik: An “almost-too-late” warning mechanism for currency crises. BOFIT DP 4/2007.

Barry Harrison and Yulia Vmyatnina: Currency substitution in a de-dollarizing economy: The case of Russia. BOFIT DP 3/2007.

A.A. Peresetsky, A. M. Karminsky, S. V. Golovan: Russian banks’ private deposit interest rates and market discipline. BOFIT DP 2/2007.

Yuqing Xing: Foreign direct investment and China’s bilateral intra-industry trade with Japan and the US. BOFIT DP 1/2007.

### BOFIT Discussion Papers

Balázs Égert and Carol S. Leonard: Dutch disease scare in Kazakhstan: Is it real? BOFIT DP 9/2007.

Ilkka Korhonen and Tuuli Juurikkala: Equilibrium exchange rates in oil-dependent countries. BOFIT DP 8/2007.

Nienke Oomes and Katerina Kalcheva: Diagnosing Dutch disease: Does Russia have the symptoms? BOFIT DP 7/2007.

Alicia García-Herrero and Tuuli Koivu: Can the Chinese trade surplus be reduced through exchange rate policy? BOFIT DP 6/2007.

Andrei V. Vernikov: Russia’s banking sector transition: Where to? BOFIT DP 5/2007.

## Lähiaikoina ilmestymässä

### Suomen Pankin keskustelualoitteita

Mika Kortelainen: Adjustment of the US current account deficit. BOF DP.

Juha Kilponen –Torsten Santavirta: When do R&D subsidies boost innovation? Revisiting the inverted-U shape. BOF DP.

Mikael Bask: Instrument and targeting rules in monetary policy when heterogeneity in currency trade. BOF DP.

David G Mayes – Maria J Nieto – Larry Wall: Multiple safety net regulations and agency problems in the EU: Is Prompt Corrective Action partly the solution? BOF DP.

Mikael Bask – Carina Selander: Robust Taylor rules in an open economy with heterogeneous

expectations and least squares learning. BOFIT DP.

#### **BOFIT Discussion Papers**

Iikka Korhonen – Aaron Mehrotra: Money demand in post-crisis Russia: De-dollarisation and re-monetisation. BOFIT DP.

Ian Babetskii – Nauro F. Campos: Does Reform Work? An Econometric Examination of the Reform-Growth Puzzle. BOFIT DP.

Pertti Haaparanta – Tuuli Juurikkala: Bribes and local fiscal autonomy in Russia. BOFIT DP.

Aaron Mehrotra – Jouko Rautava: Do sentiment indicators help to assess and predict actual developments of the Chinese economy? BOFIT DP.

Mikael Mattlin: The Chinese government's new approach to ownership and financial control of strategic state-owned enterprises. BOFIT DP