



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

TUTKIMUS TIEDOTE

1/2008

Sisällys

Pääkirjoitus

Luottorajoitukset, talouden sokit ja asuntojen hintakehitys: näkökohtia limittävistä sukupolvien mallista

Analyysi pankkien likviditeettinäkökohtien, luottoriskien valvonnan ja talletuspakojen välisestä suhteesta

Venäjän ja Kiinan taloudellinen integraatio

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Lähiaikoina ilmestymässä

Päätoimittaja Jouko Vilmunen

Julkaisija Suomen Pankki

ISSN 1796-9131 (verkkojulkaisu)

PL 160, 00101 Helsinki

Sähköposti: research@bof.fi

www.bof.fi ja www.bof.fi/bofit

Pääkirjoitus

Menipä nykyään minne tahansa, niin aina on puhe asuntomarkkinoista. Tämä lienee täysin ymmärrettävää, sillä asuntomarkkinoiden kehitys voi vaikuttaa merkittävästi talouden toimintaan. Monissa maissa asuntojen hintojen voimakas nousu on herättänyt huolta siitä, mitä nousun taantuminen saattaisi tuoda tullessaan. Etenkin Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden viimeaikainen kehitys ja melko yleiset pelot tämän kehityksen epäsuotuisista vaikutuksista maan talouteen ja laajemmin koko maailmantalouteen ovat saattaneet osaltaan vaikuttaa siihen, että keskustelu asuntomarkkinoista ei ota laantuakseen. Yhdysvalloissa keskustelu asuntomarkkinoiden ongelmista on johtanut yleiseen käsitykseen, että asuntosektori näyttää olevan syynä kolmeen erilliseen mutta toisiinsa liittyvään ongelmaan. Ensimmäinen näistä on asuntojen hintojen jyrkkä lasku ja sen myötä asuntorakentamisen väheneminen. Toisaalta asuntomarkkinoiden kehityksellä saattaa olla epäsuotuisia vaikutuksia luottomarkkinoihin. Tästä osoituksena on subprime-asuntolainamarkkinoiden ongelma, jonka seurauksena rahoitusmarginaalit ovat kauttaaltaan kasvaneet tuntuvasti ja luottomarkkinat ovat paljolti jähmettyneet. Asuntosektorin ongelmat ovat myös asuntolainojen ja niiden rahoituksen supistumisen taustalla, minkä vuoksi kulutuskysyntä saattaa supistua odotettua enemmän. Todennäköisesti jokainen näistä syistä voisi yksistään olla riittävän voimakas aiheuttaakseen taloudellisen taantumman. Koska asuntomarkkinoilla on keskeinen merkitys taloudessa, ne kuuluvat monissa maissa päättäjien päällimmäisiin huolenaiheisiin. Hintavakauden ja mahdollisesti myös vakaan ja kestävä talouskasvun edistämisen kannalta rahapolitiikasta päättävien on hyvä parasta mahdollista politiikkavaihtoehtoa valitessaan ymmärtää asuntomarkkinoiden

merkitys rahapolitiikan välittymisprosessissa. Asuntomarkkinoita koskeva tutkimus viittaa siihen, että on erittäin tärkeää ottaa huomioon, mikä merkitys mahdollisilla luottorajoituksilla on kotitalouksien asuntopäätöksiin. Luonnollisesti tällaisten luottorajoitusten olemassaolo riippuu kriittisesti siitä, miten hyvin asuntorahoitusjärjestelmät toimivat. Tämä puolestaan riippuu uuden empiirisen näytön perusteella lainanottajien ja lainanantajien laillisten oikeuksien vahvuudesta, luottotietojärjestelmien toimivuudesta ja taloudellisen toimintaympäristön vakaudesta. Toisaalta asuntovarallisuuden vaikutukset kotitalouksien kulutukseen perustuvat pakostakin asuntojen hintakehitykseen. Viimeaikainen tutkimus viittaa mielenkiintoisesti siihen, että luottorajoitusten vaikutus asuntojen hintakehitykseen määräytyy sen mukaan, vaikuttavatko kotitalouksien tuloihin tai talouden korkoihin kohdistuvat sokit ensisijaisesti asuntojen hintojen muutoksiin. Luottorajoitusten vuoksi asuntojen hintakehityksessä on merkittäviä eroja suurten positiivisten ja negatiivisten tuloihin kohdistuvien sokkien välillä. Tämä on seurausta siitä, että luottorajoituksia kokevien kotitalouksien osuus muuttuu sen mukaan, miten suuria ja minkä tyyppisiä tuloihin kohdistuvat sokit ovat. Nämä ovat erittäin merkittäviä ja kiintoisia tuloksia, ja niiden tulisi rohkaista niin ekonomisteja kuin päättäjiäkin panostamaan aiempaa enemmän asuntomarkkinoiden dynamiikan ymmärtämisen lisäämiseen.

Jouko Vilmunen

Luottorajoitukset, talouden sokit ja asuntojen hintakehitys: näkökohtia limittäisten sukupolvien mallista

Asuntovarallisuus on käytännössä kotitalouksien tärkein varallisuuden muoto. Vaikka tuoreet tutkimukset ovat osoittaneet, että kotitalouksien ikääntyessä asuntovarallisuuden suhteellinen osuus kotitalouksien kokonaisvarallisuudesta pienenee, kun kotitaloudet sijoittavat entistä enemmän rahoitusvarallisuuteen, asuntovarallisuuden taloudellista merkitystä kotitalouksien kannalta ei kuitenkaan voi jättää huomiotta. Koska asuntovarallisuuden kehitys riippuu olennaisesti asuntojen hintakehityksestä, on ilmeisen tärkeää ymmärtää, miten asuntojen hinnat vaikuttavat talouteen ja mitkä tekijät puolestaan vaikuttavat asuntojen hintakehitykseen. Tarve ymmärtää asuntomarkkinoiden tasapainoa ja sen muutosten vaikutuksia johtuu pitkälti yhtäältä yleisestä huolesta, miten varallisuushintojen alenemisen vaikuttaa talouteen, sekä toisaalta siitä, millaisia mahdollisia varallisuusvaikutuksia erityisesti asuntovarallisuuden arvon alentumisella on kulutukseen ja sitä kautta kokonaiskysyntään. Näitä varallisuusvaikutuksia ei kuitenkaan tulisi pitää itsestään selvinä. Asuntovarallisuudella on kvantitatiivinen merkitys kotitalouksien kannalta, mutta myös toinen tärkeä merkitys. Useimmat kuluttajat asuvat omistusasunnoissa ja arvostavat tähän suoraan liittyviä asumispalveluita. Näin ollen asuntojen hintojen nousun hyötyjä tasoittaa asumispalveluiden vaihtoehtoiskustannusten kasvu. Asuntojen hintojen nousun myötä eivät kotitalouksien kulutusmahdollisuudet yleensä kasva. Tämän vuoksi ei ole ilmeistä, että asuntovarallisuuden muutoksilla on perinteinen varallisuusvaikutus samassa mielessä kuin varallisuusvaikutuksen ajatellaan kumpuavan kotitalouksien rahoitusvarallisuuden muutoksesta.

Asuntojen hinnat ja kulutus voivat kehittyä samansuuntaisesti monestakin syystä.

Yksi niistä on se, että molempien muutokset voivat johtua samasta sokista, esimerkiksi odotetusta tulotason muutoksesta. Asuntojen hinnat voivat myös vaikuttaa suoraan kulutukseen luottomarkkinoiden vaikutusten kautta. Asuntojen hintojen nousu tarjoaa asunnonomistajille aiempaa enemmän vakuuksia, mikä taas voi rohkaista heitä ottamaan lisää lainaa rahoittaakseen haluamansa kulutuksen ja asuntoinvestoinnit. Vaikka tämän luottokanavan tutkimista voi perustella monin eri käytännön esimerkein, tällaisten esimerkkien esittämisen sijaan voi yksinkertaisesti argumentoida, että asuntojen rahoitusjärjestelmän tai yleisemmin rahoitusmarkkinoiden informaatio-ongelmat ovat keskeisiä tämän kanavan olemassaoloon vaikuttavia tekijöitä. Tämä puolestaan tarkoittaa, että etenkin kotitalouksien luotonottoon kohdistuu kulutus- ja asuntoinvestointipäätöksissä mahdollisesti sitovia rajoituksia. Nämä rajoitukset voivat olla monenlaisia, kuten vakuuksia tai myönnettävän luoton määrää koskevia selkeitä rajoituksia taikka käsirahaa koskevia vaatimuksia. Sen lisäksi, että pohditaan, miten luotonottoa koskevat rajoitukset vaikuttavat kotitalouksien optimaalisiin kulutus- ja sijoituspäätöksiin, esiin nousee kiinnostava, mutta paljon vähemmän tutkittu kysymys, miten nämä rajoitukset vaikuttavat asuntojen hintakehitykseen. Tätä kysymystä tutkijat Essi Eerola ja Niku Määttänen pohtivat lähiaikoina ilmestyvässä Suomen Pankin keskustelualoitteessa "On the importance of borrowing constraints on house price dynamics". He ovat rakentaneet ja kalibroineet limittäisten sukupolvien eli ns. OLG-mallin analysoidakseen luotonoton rajoituksista sitä, miten käsirahaa koskevat vaatimukset vaikuttavat asuntojen hintakehitykseen. Omistusasumista koskevassa OLG-mallissa nuorten kotitalouksien täytyy ottaa lainaa rahoittaakseen kulutuksensa, ja kotitalouksien kokoerot voivat vaikuttaa suuresti niiden velkaantuneisuuteen verrattuna toisiin samanikäisiin kotitalouksiin. Mallin avulla esitetään ratkaisu asuntojen hintakehitykseen kahdessa

eri skenaarioissa, kun oletetaan, että talouteen kohdistuu tuloihin ja korkotasoon vaikuttava sokki. Kotitalouksien luotonottoa sitovat rajoitukset poikkeavat näissä kahdessa skenaariossa toisistaan. Ensimmäisessä skenaariossa rajoituksia ei ole, mutta toisessa skenaariossa kotitaloudet voivat lainata vain määrän, joka vastaa suuruudeltaan tiettyä osaa asunnon arvosta. Tutkijoita kiinnostavat erityisesti tilanteet, joissa asuntojen hintojen huomattava lasku pienentää voimakkaasti velkaantuneiden kotitalouksien nettovarallisuutta.

Selvittääkseen tarkemmin luotonoton rajoitusten vaikutuksia Eerola ja Määttänen tekevät muutamia yksinkertaistettuja mallinusoletuksia, jotka mahdollistivat paitsi hyvin tarkan ratkaisun täysin epälineaarille hintakehitykselle myös analyttisen kuvauksen luotonoton rajoitusten vaikutuksista asuntojen kokonaiskysyntään. Tutkijat ovat myös perustaneet mallinsa oletukseen täydellisestä ennakkotietämyksestä sekä kaupankäyntikustannusten ja muiden markkinahäiriöitä mahdollistavien tekijöiden puuttumisesta kotitalouksien hyvinvoinnin maksimointiongelma. Eerola ja Määttänen ovat kalibroineet mallin suomalaisen aineiston mukaan ja vertaavat mallilla simuloitua hintadynamiikkaa Suomen asuntomarkkinoiden viimeaikaiseen kehitykseen. Suomi onkin erityisen kiinnostava testitapaus maan lähihistorian kahden suuren sokin takia: luottomarkkinoiden vapauttaminen 1980-luvun lopulla ja vakava taantuma 1990-luvun alussa. Molemmissa tapauksissa asuntojen hinnat muuttuivat voimakkaasti. Niinpä laskemalla asuntojen hintakehitys malliin rakennettujen samanlaisten sokkien perusteella sekä vertaamalla tulosta toteutuneeseen asuntojen hintakehitykseen saadaan sopivasti testattua mallin kvantitatiivinen asianmukaisuus. Eerolan ja Määttäsän teoreettisen mallin sekä kalibroituharjoituksen tulokset ovat varsin kiinnostavia. Ensinnäkin malli selittää suuren osan asuntojen hintojen noususta, joka osui samaan aikaan luottomarkkinoiden vapauttamisen kanssa. Havaittua asuntojen hintojen

nousua voidaan siis pitää tasapainon mukaisena reaktiona empiirisesti uskottavalle luottorajoitusten lieventämiselle. Tämä viittaa myös siihen, että mallissa pääosin näkyy luottorajoitusten todellinen merkitys asuntomarkkinoiden kysyntään. Tutkijat huomasivat myös, että jäljelle jääneet luottorajoitukset voivat joissakin tilanteissa vaikuttaa merkittävästi asuntojen hintadynamiikkaan. Tarkemmin sanoen luottorajoitusten merkitykseen vaikuttaa voimakkaasti se, mihin asuntojen hintakehitys perustuu, ja etenkin, ohjaavatko asuntojen hintojen muutoksia lähinnä kotitalouksien tuloihin vai talouden korkoihin vaikuttavat sokit. Luottorajoitusten takia asuntojen hintakehitys on lisäksi ollut huomattavan eritahtista kotitalouksien tuloihin vaikuttavien suurten tuloja lisäävien ja niitä alentavien sokkien aikana. Tulokset selittyvät osittain sillä, että niiden kotitalouksien osuus, joiden luotonotolle on rajoituksia, muuttuu hintakehitykseen vaikuttavan sokin mukaan. OLG-mallin rakenteen perusteella on luontevaa ajatella, että Eerolan ja Määttäsän saamat tulokset pätevät asuntojen hintojen pitkäaikaisiin vaihteluihin. Analyysi on joka tapauksessa selkeä ja tulokset hyvin kiinnostavia. Eerolan ja Määttäsän tutkimuksen pitäisi innostaa tutkijoita jatkamaan tämän todella tärkeän asian tutkimista.

Analyysi pankkien likviditeettinäkömien, luottoriskien valvonnan ja talletuspakojen välisestä suhteesta

Menneisyydestä löytyy monia rahoitusjärjestelmän haavoittuvuudesta kertovia esimerkkejä, joissa koko talouden kannalta katsottuna pienet häiriöt ovat kuitenkin vaikuttaneet rahoitusjärjestelmään merkittävästi. Kulluisassa kirjassaan ”Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises” (1978, s. 107–108) Kindleberger esimerkiksi toteaa, että rahoituskriisin välitön syy voi olla mikä tahansa: jokin mitätön seikka, kieltäyty-

minen luotonannosta joillekin lainanottajille tai näkemysten muuttuminen markkinoilla. Tästä voi seurata, että joku merkittävä toimija alkaa myydä sijoituksiaan. Hän kuvaa edelleen, miten rahoituskriisi leviää ympäriinsä ja pyrkii vahvistumaan itseään ruokkivan prosessin tavoin. Rahoituskriisissä erityisesti hinnat laskevat, odotukset muuttuvat päinvastaisiksi ja alkuun päässyt kehityskulku voimistuu entisestään. Mikäli keinottelijat toimivat velkarahalla, niiden on hintojen laskun myötä toimitettava lisää vakuuksia tai käteistä ja omaisuuserien realisointi kiihtyy. Kun hinnat edelleen laskevat, pankkilainat jäävät maksamatta ja yksi tai useampi pankki menee konkurssiin. Maksuvalmiusongelmia on mahdollisesti muillakin rahoitusmarkkinaosapuolilla ja myös laajemmin taloudessa. Koko luottojärjestelmä tuntuu järkkävän, ja likviditeetistä kilpaillaan. Monien maiden, myös Suomen, kokemukset riittävät osoittamaan, että rahoituskriisit voivat tulla kalliiksi. Kuten viimeaikaisessa tutkimuksessa on korostettu, rahoituskriisien yhteiskunnalliset kustannukset liittyvät kuitenkin omaisuuserien tehottomaan realisointiin ja epätäydelliseen riskinjakoon eivätkä niinkään itse kriiseihin. Makrotaloudellisessa tutkimuksessa on usein keskitytty siihen, että julkisen talouden politiikkavirheet ovat perimmäisiä syitä rahoituskriiseihin, kun taas mikrotaloudellinen lähestymistapa korostaa rahoitusjärjestelmän toimintatavan ja toiminnan tarkoituksen selvittämistä ja pitää kriisejä rahoitustoiminnan yhtenä aspektina.

Mikä rooli tässä on pankeilla tai rahoituksenvälittäjillä? Aiheeseen liittyvässä viimeaikaisessa tutkimuksessa korostuu pankkien pääomarakenteen haavoittuvuus. Pankit myöntävät lainaa rahaa tarvitseville lainanottajille ja maksavat pyydettyä tallettajien varat takaisin. Näiden kahden toiminnon välillä näyttää olevan perustavanlaatuinen ristiriita siinä mielessä, että tallettajien nostopyynnöt voivat tulla sopimattomaan aikaan ja siten pakottaa pankit epälikvidien varojen realisointiin. Koska tallettajia lisäksi palvelaan toinen toisensa pe-

rään, realisoinnin mahdollisuus voi nopeuttaa talletuspakojen itseään toteuttavana prosessina. Useat tutkimukset ovat korostaneet, että pankit voivat ratkaista nämä suorasta lainoituksesta johtuvat likviditeettiongelmat. Tällöin tallettajat voisivat nostaa varansa pienin kustannuksin ja yritykset voisivat suojautua sijoittajien likviditeettitarpeilta. Jotta pankki pystyisi hoitamaan nämä tehtävänsä, sen pääomarakenteen oltava haavoittuva ja siis altis talletuspaoille. Toisin sanoen pankin on valittava pääomarakenne, joka laukaisee rahoituskriisin, jos pankki yrittää saada tallettajilta myönnytyksiä tai jos on ennakoitavissa, että pankki ei täytä maksusitoumuksiaan. Tässä yhteydessä nousee luonnollisesti esiin kysymys, millainen suhde pankin likviditeetin ja sen luottoriskin ottokannustimien välillä on ja miten pankin likviditeettinäkömien ja riskinottokäyttäytymisen välinen yhteys – edellyttäen, että sellainen on – vaikuttaa talletuspakoihin ja yleisesti rahoituskriiseihin. Tulevassa Suomen Pankin keskustelualoitteessaan ”Bank runs, liquidity and credit risk” Jukka Topi käsittelee näitä kysymyksiä teoreettisen pankkimallin avulla. Mallin avulla voidaan analysoida pankin likviditeettinäkömien ja luottoriskin ottokannustimien välistä vuorovaikutusta ja arvioida, kuinka näiden kahden välinen yhteys voi vaikuttaa talletuspakoihin. Topin analyysin keskeinen havainto on, että etenkin pankin hyvät likviditeettinäkömät voivat vaikuttaa epäsuotuisasti pankin kannustimiin valvoa luottoriskejä. Analyysissä pankkien päätökset luottoasiakkaiden luottoriskien valvonnasta sisällytetään malliin, jossa pankeilla on likviditeettiongelmia ja ne kärsivät luottotappioita. Mallissa keskitytään tapauksiin, joissa talletuspakojen (likviditeettikriisien) syinä voivat olla joko yksistään likviditeettihäiriöt tai likviditeettihäiriöiden ja luottotappioiden yhteisvaikutus aina sen mukaan, mikä talouden tila on. Näin ollen mallissa otetaan erityisesti huomioon mahdollisuus, että koko rahoitusjärjestelmään kohdistuvat likviditeettihäiriöt aiheuttavat talletuspakojen luomalla varallisuushintoihin

liian suurta vaihtelua samalla kun talouden perustekijät mahdollisesti ovat heikot. Topin analyysissä yhdistetään ja laajennetaan monia viimeaikaisia, etenkin Allenin ja Galen, teoreettisia tutkimuksia. Allen ja Gale ovat tehneet aktiivisesti rahoituskriisejä, rahoituksenvälitystä, likviditeettiä ja varallisuushintoja koskevaa tutkimusta.

Topin analyysin tulokset ovat erittäin mielenkiintoisia. Niistä ilmenee ensinnäkin, että jos pankit ajautuvat vakaviin likviditeettiongelmiin, niiden kannustimet valvoa luottoasiakkaitaan ovat yleensä heikot. Siis epäsuorasti tulkiten suurten pankkikohtaisten likviditeettihäiriöiden aiempaa suurempi todennäköisyys rohkaisee pankkeja lisäämään valvontaa. Toiseksi pankkeja ei kannusta valvontaan sellaisten epäsuotuisten likviditeettihäiriöiden entistä suurempi todennäköisyys, jotka kohdistuvat koko rahoitusjärjestelmään ja jotka ovat riittävän laajoja aiheuttamaan varallisuushintojen huomattaviakin laskuja. Tausta-ajatus tässä on se, että pankkien omatoiminen valvonta ei pysty suojaamaan pankkeja suurilta epäsuotuisilta koko rahoitusjärjestelmään kohdistuvilta likviditeettihäiriöiltä, jotka vaikuttavat varallisuushintojen romahtamisen kautta. Etukäteisvalvonta epäsuotuisten koko järjestelmään kohdistuvien likviditeettihäiriöiden varalta on siten vähemmän houkuttelevaa. Kun systeemi-kriisin todennäköisyys pankkien näkemysten mukaan kasvaa, pankkien kannustimet valvoa luottoasiakkaitaan saattavat heiketä. Tämä puolestaan voi nopeuttaa kriisin puhkeamista. Topin analyysissään tekemä ero pankkikohtaisten ja koko rahoitusjärjestelmään kohdistuvien likviditeettihäiriöiden välillä on erityisen tärkeä, koska nämä häiriöt vaikuttavat päinvastaisesti pankkien valvontakannustimiin. Epäsuotuisa pankkikohtainen likviditeettihäiriö vahvistaa pankkien valvontakannustimia, kun taas negatiivinen koko rahoitusjärjestelmään kohdistuva likviditeettihäiriö heikentää niitä. Topin analyysistä pystytään vetämään poliittikkajohtopäätöksiä pankkien riskinottokäyttäytymisestä erilaisissa likviditeettitilanteissa, mikä korostaa

entisestään analyysin merkitystä. Esimerkiksi arvopaperistamisprosessissa pankkien varat ovat muuttuneet aiempaa likvideimmiksi, mikä vähentää pankkien tarvetta myydä epälikvidejä varoja likviditeettisitoumustensa täyttämiseksi. Topin analyysissä esitetäänkin, että arvopaperistaminen heikentää pankin kannustimia luottoriskien valvontaan. Analyysin johtopäätösten kannalta on tarpeen korostaa tekijän tavoin, että talletuspaot johtuvat lähinnä likviditeetti- ja luotto-ongelmien yhteisvaikutuksesta. Tämä oletus ei vaikuta millään tavoin epäuskottavalta tai vaistonvastaiselta, mutta lisätutkimusta aiheesta tarvitaan. Topin analyysi tuo epäilemättä merkittävän panoksen tutkimukseen, ja sen tulokset ovat ehdottoman kiinnostavia. Tämä tutkimus kannustaneekin tutkijoita seuraamaan esimerkkiä.

Jouko Vilmunen

Venäjän ja Kiinan taloudellinen integraatio

Joulukuussa 2007 Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT) järjesti kansainvälisen seminaarin, jossa käsiteltiin Venäjän ja Kiinan integraatiota maailmantalouteen. Seminaari järjestettiin 11.–12.12.2007 ja siinä käsiteltiin taloudellista integraatiota useasta eri näkökulmasta.

Olga Garaninan (University of Grenoble) ja Minoru Yasudan (University of Birmingham) tutkimuksissa tarkasteltiin Venäjän ulkomaankaupan rakenteita sekä vaikutuksia talouden eri sektoreihin. Olga Garaninan tulosten mukaan Venäjä käy hyvin erilaista kauppaa esimerkiksi EU- ja IVY-maiden kanssa. Venäjä vie erittäin vähän teollisuustuotteita EU-maihin ja Kiinaan, mutta IVY-maissa sen tuotteilla on edelleen kysyntää. Näyttää kuitenkin siltä, että myös IVY-maissa Venäjä on menettämässä markkinoita esimerkiksi kiinalaisille tuotteille. Raaka-aineiden viennin arvo on moninkertainen teollisuustuotteiden vientiin verrattuna.

Minoru Yasudan tulokset täydentävät tätä kuvaa siten, että Venäjän sisälläkään ei näytä olevan suurta kysyntää venäläisille teollisuustuotteille. Sen sijaan kotimaisen kysynnän kasvu lisää tuontia useimmilla sektoreilla. Näiden tutkimusten tulokset kertovat siitä, että Venäjän taloudellinen integraatio on ollut tähän mennessä jossain määrin yksipuolista. Raaka-ainesektorin kauppa muun maailman kanssa on kasvanut nopeasti, samoin kuin investointi- ja kulutustuotteiden tuonti Venäjälle. Tähän mennessä venäläinen tehdasteollisuus ei ole pystynyt kehittämään tuotteita, joilla olisi laajaa kysyntää maailmanlaajuisilla markkinoilla.

Jarko Fidrmuc (University of Munich), Iikka Korhosen (Suomen Pankki) ja Ivana Bátorován (Comenius University) tutkimus käsittelee suhdannevaihteluiden samankaltaisuutta Kiinan ja muiden maiden välillä. Tulosten mukaan Kiinan suhdannevaihtelut ovat edelleen hyvin erilaisia kuin OECD-maissa, joskin Korea näyttää olevan poikkeus tästä säännöstä. Vaikuttaa siltä, että edes Kiinan kanssa käytävän kaupan kasvu ei ole vielä lisännyt suhdannevaihteluiden samankaltaisuutta. Samassa tutkimuksessa näytetään kuitenkin, että OECD-maiden välillä keskinäisen kaupan lisääntyminen kasvattaa suhdannevaihteluiden yhdenmukaisuutta. Tähän mennessä Kiinan taloudellinen integraatio näyttää siis edenneen eri tavalla, mikä johtuu ehkä Kiinan ainutlaatuisesta asemasta kansainvälisissä tuotantoketjuissa. Yannick Bineau (Université de Lille I)

mukaan Aasian talouksien ulkomaankaupan rakenne on edelleen niin erilainen, että ulkoiset sokit vaikuttavat niihin hyvin eri tavoin. Toisaalta Aaron Mehrotra (Suomen Pankki) ja Tomasz Kozluk (OECD) osoittavat, että Kiinan rahapolitiikan muutoksilla on selvä vaikutus ainakin pienemmissä Kaakkois-Aasian maissa, kuten Singaporessa ja Hongkongissa, eli integraatio saattaa olla lisääntymässä.

Tuuli Koivu (Suomen Pankki) ja Alicia García-Herrero (Bank for International Settlements) estimoivat Kiinan vientiä ja tuontia koskevia yhtälöitä ja päätyvät siihen, että Kiinan renminbin tuntuvakaan revalvoiminen ei merkittävästi pienentäisi maan kauppataseen ylijäämää. Merkittävä osa Kiinan tuonnista on vientituotteiden valmistukseen tarvittavia osia ja raaka-aineita, joiden tuonti supistuisi, jos vienti vähenisi. Valuutan vahvistumisen vaikutus olisi kuitenkin erilainen eri maiden taloudessa, koska maat käyvät kauppaa Kiinan kanssa varsin erilaisilla tuotteilla. Tämä tutkimus antaa aiheen olettaa, että vaikka Kiinan keskuspankki antaisi valuutan vahvistua nykyistä nopeammin, sillä olisi varsin vähän vaikutusta useimpien maiden alijäämäiseen kauppaan Kiinan kanssa.

Seminaarin täydellinen ohjelma on nähtävissä osoitteessa http://www.bof.fi/bofit_en/tutkimus/tyopajat/russia_china_2007/. Seminaarin esitykset julkaistaan lähikuukausina BOFIT Discussion Paper -sarjassa.

Iikka Korhonen

Tieteellisiä kokouksia ja seminaareja

Rahoitusmarkkinoiden innovaatioita ja immateriaalioikeuksia koskeva tieteellinen konferenssi pidetään lokakuussa 2008. Tutkimusyksikkö järjestää konferenssin yhdeksättä kertaa yhdessä CEPR:n (Centre for Economic Policy Research, Lontoo) kanssa. Yhteistyökumppanina on tällä kertaa myös Federal Reserve Bank of Philadelphia. Konferenssiin liittyvä Call for papers on lähipäivinä luettavissa osoitteesta http://www.bof.fi/en/tutkimus/konferenssit/tulevat_konferenssit/index.htm

Tutkimusyksikkö järjestää tänä vuonna myös kaksi työpajatyypistä tilaisuutta kutsutuille osallistujille. Toukokuussa keskitytään rahoitusmarkkinoiden käsittelyyn yleisen tasapainon malleissa. Työpajan toisena organisoijana on Simon Gilchrist (Boston University). Elokuussa pienessä työpajassa tarkastellaan taajuusalueen menetelmien käyttöä ja sovelluksia rahapolitiikan tutkimuksessa. Yhteistyökumppanina on Patrick Crowley (Texas A&M University).

Avoimia tutkimusseminaareja keväällä:

To 7.2.2008, Paolo Zagaglia, Stockholm University. The term structure of interest rates and the monetary transmission mechanism.

To 6.3.2008, Giacomo Carboni, Euroopan keskuspankki.

To 3.4.2008, Gyöngyi Lóránth, University of Cambridge.

To 8.5.2008, Charles M. Kahn, University of Illinois at Urbana-Champaign & Bank of England.

Tutkimusyksikön järjestämät seminaarit pidetään jokaisen kuukauden ensimmäisenä torstaina 13.30–15.

Ilmoittautuminen etukäteen Marjut Salovuorelle osoitteeseen seminars@bof.fi. Lisätietoja ja seminaarimateriaalia on

luettavissa verkkosivulta <http://www.suomenpankki.fi/fi/tutkimus/konferenssit/tutkimusseminaarit>.

Avoimia BOFIT-seminaareja:

Ti 5.2.2008 klo 10.30. Jan Fidrmuc, Brunel University. Money can't buy me growth: Making change happen in post-communist countries?

Ti 4.3.2008 klo 10.30. Zuzana Fungacova ja Laura Solanko, BOFIT. Risk taking by Russian banks

Ilmoittautumiset Liisa Mannilalle, puh. 010 831 2268, sähköposti Liisa Mannila, etunimi.sukunimi@bof.fi.

Lisätietoa seminaareista on saatavissa osoitteesta <http://www.bof.fi/bofit/tutkimus/seminaarit/tiistai/seminaarit>

Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

Suomen Pankin keskustelualoitteita

Juha Kilponen – Alistair Milne: The lending channel under optimal choice of monetary policy, BOF DP 33/2007.

George W Evans – Seppo Honkapohja: Expectations, learning and monetary policy: an overview of recent research, BOF DP 32/2007.

George W Evans – Seppo Honkapohja: Robust learning stability with operational monetary policy rules, BOF DP 31/2007.

Michal Kempa: What determines commercial banks' demand for reserves in the interbank market?, BOF DP 30/2007.

Juha Tervala: The international transmission of monetary policy in a dollar pricing model, BOF DP 29/2007.

Harri Hasko: 'Some unpleasant fiscal arithmetic': the role of monetary and fiscal policy in public debt dynamics since the 1970s, BOF DP 28/2007.

Laura Vajanne: Integration in euro area retail banking markets – convergence of credit interest rates, BOF DP 27/2007.

Esa Jokivuolle – Juha Kilponen – Tero Kuusi: GDP at risk in a DSGE model: an application to banking sector stress testing, BOF DP 26/2007.

Mikael Bask: A case for interest rate smoothing, BOF DP 25/2007.

Mikael Bask: Optimal monetary policy in a hybrid New Keynesian model with a cost channel, BOF DP 24/2007.

Helinä Laakkonen: Exchange rate volatility, macro announcements and the choice of intraday seasonality filtering method, BOF DP 23/2007.

Mikael Bask: Instrument rules in monetary policy under heterogeneity in currency trade, BOF DP 22/2007.

Mikael Bask: Optimal monetary policy under heterogeneity in currency trade, BOF DP 21/2007.

Mikael Bask: Measuring potential market risk, BOF DP 20/2007.

Mikael Bask: Long swings and chaos in the exchange rate in DSGE model with a Taylor rule, BOF DP19/2007.

BOFIT Discussion Papers

Declan Curran – Michael Funke – Jue Wang: Economic growth across space and time: subprovincial evidence from Mainland China, BOFIT DP 21/2007.

Michael Funke – Marc Gronwald: The undisclosed renminbi basket: Are the markets telling us something about where the renminbi-US dollar exchange rate is going? BOFIT DP 20/2007

Lähiaikoina ilmestymässä

Suomen Pankin keskustelualoitteita

József Molnár: Market power and merger simulation in retail banking.

Essi Eerola – Niku Määttänen: On the importance of borrowing constraints for house price dynamics.

Jukka Topi: Bank runs, liquidity and credit risk.

Peik Granlund: Regulatory choices in global financial markets – restoring the role of aggregate utility in the shaping of market supervision.

Tuomas Takalo: Consumer awareness and the use of payment media: Evidence from young Finnish consumers.

Patrick Crowley: One money, several cycles? Evaluation of European business cycles using model-based cluster analysis.

Heli Huhtala: Along but beyond mean-variance: Utility maximization in a semimartingale model.

BOFIT Discussion Papers

Michael Funke – Marc Gronwald: The Undisclosed Renminbi Basket: Are The Markets Telling Us Something About Where The Renminbi – US Dollar Exchange Rate Is Going?

Declan Curran – Michael Funke – Jue Wang: Economic Growth Across Space And Time: Subprovincial Evidence From Mainland China.

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.

RePec (keskuspankitutkimuksesta) <http://lists.repec.org/mailman/listinfo/nep-cba>.