



EUROJÄRJESTELMÄ  
EUROSYSTEMET

# TUTKIMUS TIEDOTE

4/2009

## Sisällys

### Pääkirjoitus

Rahoitustekijät ja makrotaloudellinen vaihtelu

Rahapolitiikkasäännöt kehittyvissä talouksissa

### Tapahtumia

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

Luottolamalla (englanniksi credit crunch tai myös credit squeeze, financial crunch taikka jopa credit crisis) tarkoitetaan luoton saatavuuden heikkenemistä yleensä tai pankkien ja rahoituslaitosten lainaehtojen yhtäkkistä tiukkenemistä. Luottolamaan liittyy siten tavallisesti luoton saatavuuden heikkeneminen koronnoususta riippumatta. Tämä puolestaan merkitsee, että tällaisessa tilanteessa luoton saatavuuden ja korkojen välinen suhde on – ehkä tuntemattomasta syystä – muuttunut siten, että joko luoton saatavuus heikenee tietyn virallisen korkotason vallitessa tai korkojen ja luoton saatavuuden välinen selkeä suhde häviää. Viimeksi mainitussa tapauksessa on pohjimmiltaan kyse luoton säännöstelystä.

Sen jälkeen kun rahoituskriisi yli vuosi sitten alkoi, luottolamasta on tullut yksi yleisesti käytetyistä keskeisistä termeistä. Aihetta käsitellään mediassa lähes päivittäin. Luottolama on yksi niistä harvoista taloudellisista ilmiöistä, joilla on syvälekkäviä heijastusvaikutuksia talouden toimijoihin kaikkialla maailmassa, erityisesti myös instituutioihin ja päättäjiin. Kun päättäjät ovat ymmärrettävistä syistä toimineet ja edelleenkin toimivat aktiivisesti luottolaman torjumiseksi ja sen jälkivaikutuksiin, ekonomistit ja tutkijat kaivautuvat yhä syvemmälle ymmärtääkseen entistä perusteellisemmin niitä keskeisiä osatekijöitä, jotka vaikuttavat luottolaman syntymiseen. Vaikka luottolaman merkitys makrotalouden kannalta samoin kuin sen dynaamiset kokonaistaloudelliset vaikutukset ymmärretään melko hyvin, ilmiön alkusyitä tunnetaan huonommin, ja tämän tietovajeen täyttäminen edellyttää huomattavaa panostusta tutkimukseen. Tarkkaan harkitut politiikkatoimet perustuvat siihen, että luottolaman kehittyminen ja maailmanlaajuisten rahoitus- ja pääomamarkkinoiden tämänhetkiset trendit ymmärretään

hyvin ja että nähdään, mitkä tekijät edistävät rahoitusalan innovaatioita ja millaisia ominaisuuksia innovaatioiden tuloksena syntyvillä uusilla tuotteilla on.

Luottolaman olemassaoloa ei ole lainkaan helppo osoittaa edes huolellisen ja hyvin toteutetun empiirisen analyysin keinoin eikä kvantifoida sen vaikutusta esimerkiksi tämänhetkiseen (maailmanlaajuiseen) talouden taantumaa. Analyysin kannalta keskeistä on, miten luottomarkkinoiden tasapaino muuttuu. Koska luottolamaa useimmiten seuraa taantuma, vaikeutena on erottaa luotonannon tarjontapuolen häiriöt kysyntäpuolen häiriöistä: ei ainoastaan luotonannon kokonaistarjonnan uskota muuttuvan epäsuotuisaan suuntaan ja vähentävän luottojen saatavuutta luotonantoon liittyvän taantumaa dynaamisen kehityksen myötä, vaan myös luottojen kysynnän uskotaan vähenevän. Kaikki ongelmat eivät kuitenkaan ole empiirisiä. Järkevä teoria voisi mahdollisesti antaa lisävalaistusta käsitykseen, että epäsuotuisa rahoitusmarkkinahäiriö vaikuttaa ensin luotonannon tarjontaan, mutta myöhemmin – kun luottolaman orastavat makrotaloudelliset vaikutukset on havaittu – luottojen kysynnän väheneminen puolestaan vaikuttaa luottomarkkinoiden dynamiikkaan. Tämä aihealue ja yleisemmin rahoitukseen ja makrotalouteen liittyvät kysymykset kaipaavat selvästi lisätutkimusta. Tavoitetta pyrittiin edistämään konferenssissa ”Credit Crunch and the Macroeconomy”, jonka Suomen Pankki ja Centre for Economic Policy Research (CEPR) järjestivät 10. kerran Helsingissä 15.–16.10. 2009. Tällä kertaa konferenssin järjestämiseen osallistui myös Cass School (Lontoo). Puolentoista päivän konferenssissa keskityttiin rahoitusmarkkinoiden, I kokonaistaloudellisten vaihteluiden ja kriisien väliin suhteisiin ja pyrittiin erityisesti saamaan aiempaa selvempi käsitys luottolaman syistä. Ekonomisteille haluttiin myös näin tarjota tilaisuus kartuttaa

tietojaan ja keskustella siitä, missä tämän alan uusi ja ajankohtainen tutkimus tällä hetkellä on, ja yleensäkin mahdollisuus tulevan tutkimuksen vauhdittamiseen. Tilaisuudessa esitettyjen ja käsiteltyjen kahdeksan tutkimuksen lisäksi konferenssin ohjelmaan sisältyi kolmen kansainvälisen asiantuntijan johtama paneelikeskustelu tämänhetkisen kriisin keskeisistä vaikutuksista politiikan ja tutkimuksen näkökulmasta. Tässä tutkimustiedotteessa on lyhyt yhteenvedo konferenssin esitelmistä.

Jouko Vilmunen

## Rahoitustekijät ja makrotaloudellinen vaihtelu

Menossa oleva rahoitusmarkkinoiden kriisi aiheuttaa todennäköisesti lisää paineita makrotalouden tutkijoille, joiden täytyy aktiivisesti etsiä tapoja yhdistää rahoitusmarkkinoilla kitkaa aiheuttavat tekijät ja rahoitusmarkkinoiden puutteellisuudet vallitseviin makrotaloudellisiin malleihin. Suomen Pankki ja Centre for Economic Policy Research (CEPR) järjestivät 10. kerran vuotuisen yhteiskonferenssin, jonka teemana oli *Credit Crunch and the Macroeconomy* ja jonka järjestelyihin osallistui tällä kertaa myös Cass School (Lontoo). Konferenssin tavoitteena oli osaltaan tukea aiheeseen liittyviä tutkimusponnistuksia. Kokouksessa keskityttiin rahoitusmarkkinoita koskeviin ajankohtaisiin kysymyksiin ja erityisesti rahoitustekijöitä sekä kokonaistaloudellista vaihtelua käsittelevään problematiikkaan ja etenkin luottolamaa koskevaan tutkimukseen. Puolitoistapäiväiseen konferenssiin saapui tutkijoita eri maiden tutkimuslaitoksista keskustelemaan konferenssin teemaan liittyvistä ajankohtaisista kysymyksistä. Tässä tiedotteessa esitetään yhteenvedo konferenssissa kuulluista esitelmistä sekä sen päätteeksi käydystä paneelikeskustelusta.

**Mariassunta Giannetti** (Stockholm School of Economics) ja **Andrei Simonov** (Michigan State University) ovat tutkineet Japanin pankkikriisiä ja esittävät empiiriseen

tutkimukseen perustuvassa esitelmässään *On the Real Effects of Bank Bailouts: Micro-Evidence from Japan*, että heikkojen pankkien julkisen (uudelleen)pääomittamisen vuoksi tällaisten pankkien asiakkaiden tuotot ovat epätavallisen suuria. Pääomapohjan vahvistamisen jälkeen pankit myöntävät entistä suurempia lainoja olemassa oleville laina-asiakkailleen, ja jotkin pankkitukea saaneisiin pankkeihin yhteydessä olevat yritykset lisäävät investointeja, mutta eivät luo enempää työpaikkoja kuin muut vastaavanlaiset yritykset. Tutkimuksessa tuli tärkeimpänä seikkana esille, että pääomapohjan vahvistamisen jälkeen pankit voivat myöntää entistä suurempia lainoja niin huonoille kuin hyvällekin yrityksille, ja huonojen yritysten tuotot ovat suurentuneet enemmän kuin muiden yritysten sen jälkeen, kun ne ovat ilmoittaneet lainoittajapankkinsa saamasta pankkituesta.

Tutkimuksessaan *Deposit Insurance and Money Market Freezes* Max Bruche (CEMFI) ja **Javier Suarez** (CEMFI) ovat kehittäneet helposti muokattavan yleisen tasapainon mallin, jossa rahamarkkinat edistävät varojen allokointumista uudelleen pankkien kesken eri alueilla. Bruche ja Suarez osoittavat, että talletussuojajärjestelmässä vastapuoliriskien suurentuminen voi johtaa pankkien välisten rahamarkkinoiden jäätymiseen. Vastapuoliriskit luovat epäsymmetriaa eri alueiden pankkien välille, koska säästämistä poikkeavat näillä alueilla. Alueellisesti vakuutetut talletukset ovat korkean säästämistä alueilla pankkien marginaalinen rahoituksen lähde, kun sen sijaan matalan säästämistä alueilla olevat pankit joutuvat maksamaan suurta riskilisää pankkien välisiltä rahamarkkinoilta hankkimastaan rahoituksesta. Tämä epäsymmetria vääristää luottojen kohdentumista taloudessa ja voi kokonaiskysynnän ulkoisvaikutusten vuoksi johtaa suuriin tuotantotappioihin. Tutkimus tarjoaa myös lisävalaistusta siihen, mitkä tekijät johtavat rahoitusmarkkinoiden jäätymiseen ja mitä jäätymisestä seuraa. Kirjallisuudessa on pohdittu erilaisia syitä,

kuten maturiteettien epätasapainoa, tallettajien tai lainanantajien pakoa, haitallisen valikoitumisen vaikutuksia, halpamyyntiä ja katevaatimuksia, mutta Bruche ja Suarez kiinnittävät huomion talletussuojajärjestelmiin liittyviin vääristymiin. Heidän tutkimuksensa tulokset viittaavat etenkin siihen, että tällaiset vääristymät voivat olla sekä käsitteellisesti että määrällisesti relevantteja. Ne myös viittaavat siihen, että tukitoimet, joilla hallitus tai keskuspankki on ottanut kantaakseen pankkikonkurssiin liittyvän riskin – tällaisia toimenpiteitä on toteutettu vuosien 2007–2009 pankkikriisissä – saattavat parantaa pääomien kohdentumista vähentämällä tehokkaasti eri talletusmäärillä toimivien pankkien välisiä epäsymmetrisyyksiä.

Andrew Rose (University of California) ja Mark Spiegel (Federal Reserve Bank of San Francisco) ovat laatineet kiinnostavan tutkimusraportin *Cross-Country Causes and Consequences of the 2008 Crisis: Early Warning*. He ovat käyttäneet ns. Multiple Indicator Multiple Cause (MIMIC) lähestymistapaa mallintaakseen vuoden 2008 rahoitusmarkkinakriisin syitä ja ilmentymiä. Rose ja Spiegel keskittyvät analyysissään kriisiin kansallisiin syihin ja seurauksiin ja jättävät huomiotta kriisin leviämisen vaikutukset maasta toiseen. He yhdistävät kriisin kohdistumista kuvaavassa mallissaan muutokset BKT:n määrässä, osakemarkkinoilla, maiden luottoluokituksissa sekä valuuttakursseissa vuonna 2008 ja tutkivat kriisin vaikutuksia näihin sekä kriisin mahdollisia syitä vuotta 2007 edeltävältä ajalta. Rosen ja Spiegelin tutkimuksessa esitetään kriisiin yli 60 mahdollista syytä, kuten rahoitusjärjestelmän tila sekä ohjaus- ja sääntelypolitiikka, varallisuushintojen nousu, kansainväliset tasapainottomuudet, makrotalouspolitiikka sekä institutionaaliset ja maantieteelliset tekijät. Tutkijoiden keskeisin johtopäätös on kielteinen, eli he eivät pysty selittämään kriisin vaikutuksia eri maissa useimpien yleisesti esitettyjen kriisin syiden avulla. Tulostensa perusteella Rose ja Spiegel suhtautuvat epäillen varhaisten varoitusmerkkien kykyyn

ennakoida tulevia mahdollisia kriisejä, sillä indikaattoreiden pitää myös ennustaa kriisien ajoitus.

Fiorella de Fiore (EKP), Pedro Teles (Banco de Portugal) ja Oreste Tristani (EKP) esittävät tutkimuksessaan *Monetary Policy and the Financing of Firm* kysymyksen, millä tavoin rahapolitiikan pitäisi reagoida rahoitusolojen muutoksiin. He rakentavat tutkimuksessaan yksinkertaisen mallin, jossa yritykset altistuvat idiosynkraattisille sokeille, jotka voivat saada nämä laiminlyömään velanhoitonsa. Mallissa myös oletetaan, että yritysten varat ja vastuut ovat rahamääräisiä ja niiden arvot määräytyvät ennen sokkien esiintymistä. Näin ollen rahapolitiikka voi vaikuttaa tuotannon rahoittamiseen käytettävien varojen reaaliarvoon sekä lainojen ja talletusten korkoihin. Tutkimuksen tulosten mukaan hintavakauden ylläpitäminen kaikissa tilanteissa ei ole optimaalista. Optimaalinen tapa reagoida haitallisiin rahoitusmarkkinasokkeihin on kiihdyttää inflaatiota joksikin aikaa, jos ohjauskorot ovat nollassa eikä niitä voida laskea enempää. Muut korkosäännöt, kuten Taylorin sääntö, voivat johtaa allokaatioihin, joilla on päinvastaiset suhdanneominaisuudet täysin optimaalisiin sääntöihin verrattuna.

Yunus Aksoy (Birkbeck College), Henrique Basso (Uppsala University) ja Javier Goto-Martinez (City University of London) esittelevät tutkimuksessaan *Lending Relationships and Monetary Policy* yksinkertaisen lähestymistavan jossa suhteellisen tavanomaista dynaamista stokastista yleisen tasapainon mallia täydennetään yritysten ja pankkien välisillä lainasuhteilla. Lisäksi mallissa yritykset määräävät hinnat porrastetusti ja rahapolitiikan vaikutukset välittyvät kustannuskanavan kautta. Tutkimuksen tulokset ovat uusia ja mielenkiintoisia. Ensiksi, pankkien korkomarginaalit (otto- ja antolainauskorkojen ero) kehittyvät suhdannevaihtelun vastaisesti ja vahvistavat näin ollen tuotannon lyhyen aikavälin vaihteluita. Toiseksi korkomarginaalien muutokset ovat tärkeitä rahapoliittisessa päätöksenteossa jopa

silloin, kun keskuspankki soveltaa tavanomaista Taylorin sääntöä. Lisäksi korkomarginaalien sopeutumisen sisällyttäminen rahapolitiikan ohjaussääntöön edistää sokkien vakauttamista ja lisää taloudenpitäjien hyvinvointia verrattuna sääntöihin, jotka reagoivat ainoastaan tuotantokuiluun ja inflaatioon. Lopuksi pankkien hyvin läheiset laina-asiakassuhteet voivat johtaa ongelmiin talouden hintatasapainon määräytymisen kannalta, jolloin keskuspankkien on reagoitava aggressiivisesti korkomarginaalien muutoksiin.

Empiirisessä analyysissään *Unnatural Selection At Work: An Analysis of Bank-Firm Relationships in Italy After Lehman* Ugo Albertazzi (Banca d'Italia) ja Domenico Marchetti (Banca d'Italia) tutkivat rahoituskriisin vaikutusta luoton tarjontaan Italiassa Lehman Brothersin konkurssin jälkeen. He käyttävät tarkasteluissaan hyvin yksityiskoh- taista aineistoa pankkien ja yritysten välisistä asiakassuhteista ja löytävät näyttöä luotto- lamasta, jossa luoton tarjonnan supistuminen liittyy pankkien vähäiseen pääomitukseseen. Vieläkin merkittävämpi tulos on, että pankit, joilla ei ole riittävästi pääomaa, voivat olla halukkaita myöntämään luottoja vaikeuksiin joutuneille asiakasyrityksilleen välttääkseen tappioiden realisoinnin taseissaan. Albertazzin ja Marchettin mukaan tämä tulos on osoitus epäluonnollisesta valikoitumisesta luotonannossa, mihin analyysin otsikkokin viittaa. Tutkijat löytävät myös näyttöä ns. evergreening-käyttäytymisestä (lainojen myöntämisestä konkurssikypsille yrityksille), joka estimoituu tilastollisesti merkitseväksi vaihtoehtoisissa mallin täsmennyksissä ja käytettäessä eri identifiointimenetelmiä. Näyttöä tästä ei juuri löydy kuin Japanin 1990-luvun aineistosta.

Tor Jacobson (Sveriges Riksbank), Rikard Kindell (Svenska Handelsbanken), Jesper Lindé (Federal Reserve Board) ja Kasper Roszbach (Sveriges Riksbank) tarkastelevat mikroaineistoon perustuvassa empiirisessä tutkimuksessaan *Firm Default and Aggregate Fluctuations* suhdannevaihtelu-

jen ja yritysten maksukyvyttömyyden välistä riippuvuussuhdetta. Tutkimuksen tekijöillä on vahvaa näyttöä siitä, että makrotaloudelliset vaihtelut vaikuttavat merkittävästi yritysten maksukyvyttömyyteen. Suhdannevaihteluiden ja yritysten maksukyvyttömyyden välinen riippuvuus on lisäksi tulosten mukaan vakaa ja estimoidut makrovaikutukset vaihtelevat toimialoittain taloudellisesti intuitiivisella tavalla. Lisäksi otoksen ulkopuoliset ennuste- vertailut viittaavat selkeästi siihen, että tutkimuksen lähestymistapa on ylivoimainen makroinformaation poissulkeviin malleihin ja tilastollisesti parhaisiin yksinkertaisiin ennustemalleihin nähden. Tutkimuksen tekijät -toteavat analyysinsä lopuksi, että yritys- kohtaiset tekijät ovat hyödyllisiä arvioitaessa yritysten suhteellista riskisyyttä. Makro- taloudelliset tekijät ovat sen sijaan välttämät- tömiä absoluuttisen riskitason muutosten mittaamisessa.

John Driffill (Birkbeck College) ja Marcus Miller (University of Warwick) laajentavat teoreettisessa tutkimuksessaan *Liquidity Constraints and Non-market Clearing: A Recipe for Recessions?* Kiyotakin ja Mooren <sup>1</sup> (2008) joustavien hintojen raha- ja likviditeettimallia ja osoittavat, että jos hinnat eivät ole riittävän joustavia taataksaan markkinoiden jatkuvan hakeutu- misen tasapainoon, luottolama voi johtaa taantumaa. Tutkijat esittävät, että muutos joustavien hintojen hyödyke- ja työmarkki- noista kiinteiden hintojen markkinoihin voi johtaa kokonaisuusromahdamiseen likviditeettisokin jälkeen. Lyhyesti sanottuna mallissa, jossa yhdistetään elementtejä reaalisten suhdannevaihteluiden tutkimukses- sa käytetystä intertemporaalisesta optimoin- nista keynesiläiseen kiinteiden hintojen oletukseen, rahoitustekijöillä saattaa olla voimakas vaikutus talouden kokonaisuus- syntään samoin kuin tarjontaankin.

Konferenssi päättyi paneelikeskusteluun, jossa kolme osallistujaa – Laura Kodres (IMF), Alistair Milne (Cass School) ja Javier

<sup>1</sup> Kiyotaki N. ja Moore J. (2008) Liquidity, Business Cycles, and Monetary Policy. Working paper.

Suarez (CEMFI) – esittivät mielipiteensä tuoreimman finanssikriisin tärkeimmistä opetuksista. Kriisihän vaikutti voimakkaasti myös maailmantalouteen ja useiden maiden kasvuun. Laura Kodres esitti, että haasteena on pienentää systeemiriskiä vaikuttamatta kielteisesti rahoitusjärjestelmän innovaatioprosessiin ja riskinsiirtoon: sääntelyjärjestelmän pitäisi perustua kannustimiin, joilla saadaan rahoituslaitokset sisäistämään toimintansa mahdolliset ulkoisvaikutukset. Alistair Milne keskittyi arvopaperistamiseen, joka on hänen mielestään pikemminkin rahoitusta kuin riskinsiirtoa koskeva kysymys. Hän myös huomautti joidenkin uusien rahoitustuotteiden monimutkaisuudesta. Javier Suarez totesi puolestaan, että ennen kriisiä rahoitusmarkkinoiden toimintaa katsottiin lähes yksinomaisesti tehokkaiden markkinoiden näkökulmasta ja korostettiin riskien hajauttamisen hyödyllisyyttä. Hänen mukaansa erityisesti markkinoiden epätäydellisyttä ja informaatiokitkaa tähdentävä nykyaikainen pankkiteoria jäi liian vähälle huomiolle. Seurauksena oli, että ns. luo ja hajauta -malli hyväksyttiin liian kriitikittömästi. Hän halusi myös kiinnittää osallistujien huomion siihen, että talletussuojajärjestelmät voivat aiheuttaa epävakautta kansainvälisillä pankkien välisillä markkinoilla kriisin aikana.

Jouko Vilmunen

## Rahapolitiikkasäännöt kehittyvissä talouksissa

Kehittyvissä talouksissa rahapolitiikan toteuttaminen ei aina vaikuta olevan linjassa virallisesti ilmoitetun rahapolitiikkastrategian kanssa. Tämä voi johtua yksinkertaisista syistä: keskuspankin rahapoliittinen itsenäisyys saattaa olla rajallista, käytössä olevien instrumenttien määrä on pieni tai rahamarkkinat ovat kehittymättömät. Empiiristä tutkimusta voidaan kuitenkin käyttää selvittämään, miten keskuspankit ovat implisiitisti reagoineet talouden kehitykseen. Monet

kehittyvät markkinat ovat myös merkittävästi parantaneet instituutioitaan 1990-luvun kriisien jälkeen. Tämän vuoksi on mielenkiintoista tutkia, voidaanko kehittyvien talouksien rahapolitiikan analysointiin käyttää samankaltaisia rahapolitiikkasääntöjä kuin kehittyneiden talouksien.

Tällä hetkellä siirtymätalouksien tutkimuslaitoksessa käynnissä olevassa tutkimuksessa Aaron Mehrotra (BOFIT) ja José R. Sánchez-Fung (Kingston University, London) tutkivat rahapolitiikkakäyttäytymistä kehittyvissä talouksissa. He estimoivat rahapolitiikkasääntöjä kahdellekymmenelle maalle. Tutkittujen maiden maatiieteellinen jakauma on monipuolinen: tutkimuksessa on maita Euroopasta, Latinalaisesta Amerikasta, Aasiasta ja Afrikasta. Maiden ilmoittamat rahapolitiikkastrategiat ovat myös eronneet toisistaan. Suurin osa maista on omaksunut inflaatiotavoitteeseen perustuvan strategian, mutta jotkin maista asettavat tavoitteita rahanmäärälle tai valuuttakurssille. Tutkimuksessa selvitetään maiden tarkat rahapoliittiset instituutiot (mukaan lukien operatiiviset instrumentit ja inflaatiotavoitteet), minkä jälkeen estimoitavat rahapolitiikkasäännöt valitaan ja spesifoidaan näiden yksityiskohtien perusteella.

Tutkimuksessa estimoidaan perinteisen Taylorin rahapolitiikkasäännön lisäksi McCallumin rahapolitiikkasääntö ja näiden kahden reaktiofunktion variantteja. Taylorin säännössä nimelliskorko reagoi inflaatio- ja tuotantokuiluihin. McCallumin säännössä keskuspankin instrumenttina on perusraha, jota keskuspankki sääntelee nimellisen tulokuilun (nominal income gap) vaihtelujen mukaan. Lisäksi tutkitaan nimellisen palautesäännön (nominal feedback rule) hyödyllisyyttä kehittyvien markkinoiden ollessa kyseessä. Estimoitaessa nimellistä palautesääntöä, johon sisältyy implisiittinen keskuspankin inflaatiotavoite, ei tarvita reaalitylousmuuttujia. Tämä voi olla etu talouksissa, jossa reaalitylouden tilastot ovat saatavissa vain pitkällä viiveellä tai joissa tilastojen laatu on heikko. Kaikissa tutkimuksessa analysoita-

vissa säännöissä sallitaan myös keskuspankin reaktio valuuttakurssin muutoksiin, mikä voi olla erityisen tärkeää, kun kyseessä ovat pääosin pienet avotaloudet.

Tutkimustulosten mukaan inflaatiotavoitetta käyttävien maiden rahapolitiikkaa kuvaa perinteistä Taylorin sääntöä paremmin ns. hybridi McCallumin – Taylorin sääntö, jossa korkoinstrumentti reagoi nimelliseen tulokui-luun. Niissä maissa, joiden tapauksessa tutkimuksessa käytetään McCallumin rahapolitiikkasääntöä, rahapolitiikka nojaa usein tuulta vastaan (leaning against the wind), ts. rahapolitiikka on stabilisoivaa. McCallum-tyyppisten sääntöjen tulemat riippuvat kuitenkin siitä, miten nimellinen tulokui luu määritellään. Sekä Taylor- että McCallum-tyyppisten sääntöjen tapauksissa instrumenttien tasoittaminen on tärkeää, eli edellisen periodin politiikkainstrumentin taso selittää merkittävästi tämänhetkisen periodin instrumentin tasoa. Kun kyseessä ovat maat, joiden tapauksessa estimoidaan nimellinen pa-lautesääntö, tulokset viittaavat enimmäkseen tuuleen nojaavaan rahapolitiikkakäyttäytymiseen (leaning with the wind), jossa politiikka mukautuu todellisen inflaation ja valuutta-kurssin muutoksiin. Tulokset ovat robusteja erilaisista estimointimenetelmistä riippumatta.

Aaron Mehrotra

#### Viitteet

Dueker, Michael, and Fischer, Andreas M. (1998) A guide to nominal feedback rules and their use for monetary policy, Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 80, July-August, 55–63.  
 McCallum, Bennett T. (1988) Robustness properties of a rule for monetary policy, Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, 29, 53–84.  
 Taylor, John B. (1993) Discretion versus policy rules in practice, Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy, 39, 195–214.

## Tapahtumia

### Avoimia tutkimusseminaareja

Torstai 5.11.2009, klo 13.30–15.00

Prof. Kjell Nyborg

University of Zurich, Swiss Banking Institute  
 Money and liquidity in financial markets.

Torstai 3.12.2009, klo 13.30–15.00

Academy Research Fellow Pauli Murto

Helsinki School of Economics

Exit Options and Dividend Policy under  
 Liquidity Constraints

Tutkimusyksikön järjestämät seminaarit pidetään yleensä jokaisen kuukauden ensimmäisenä torstaina klo 13.30–15.00.

Ilmoittautuminen etukäteen Marjut

Salovuorelle osoitteeseen seminars@bof.fi.

Lisä-tietoja ja seminaarimateriaalia on luettavissa verkkosivulta

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

### Avoimia BOFIT-seminaareja

Tiistai 3.11.2009, klo 10.30

Jan Hanousek (CERGE-EI) ja Pavel Dvořák (EBRD)

Paying for banking services: What determines the fees?

Tiistai 19.11.2009, klo 14.00

Alexander Popov

European Central Bank

Cross-border banking and the international transmission of financial distress

BOFIT-seminaareihin ilmoittautumiset Liisa

Mannilalle, puh. 010 831 2268, sähköposti

Liisa Mannila, etunimi.sukunimi@bof.fi.

Lisätietoja seminaareista on saatavissa osoit-

teesta <http://www.bof.fi/bofit/tutkimus/seminaarit/tiistai/seminaarit>.

## Tuoreita Suomen Pankin tutkimusjulkaisuja

### Suomen Pankin keskustelualoitteita

Jukka Vauhkonen: Bank safety under Basel II capital requirements (Basel II -vakavaraisuusvaatimusten vaikutus pankkien riskillisyyteen), BOF DP 29/2009.

Juha Tervala: Export pricing and the cross-country correlation of stock prices (Vientihinnoittelu ja osakkeiden hintojen korrelaatio maiden välillä), BOF DP 28/2009.

Laura Vajanne: Inferring market power from retail deposit interest rates in the euro area (Markkinavoimien mittaaminen pankkien talletuskoroista euroalueella), BOF DP 27/2009.

Esa Jokivuolle – Matti Viren – Oskari Vähämaa: Transmission of macro shocks to loan losses in a deep crisis: the case of Finland (Makrotaloudellisten sokkien vaikutus luottotappioihin kriisien aikana), BOF DP 26/2009.

Alistair Milne – Mario Onorato: Risk-adjusted measures of value creation in financial institutions (Riskisopeutettujen tuottojen käyttö rahoituslaitosten arvonluonnin mittaamisessa), BOF DP 25/2009.

George W Evans – Seppo Honkapohja: Expectations, deflation traps and macroeconomic policy (Odotukset, deflaatioansat ja talouspolitiikka), BOF DP 24/2009.

Esa Jokivuolle – Ilkka Kiema – Timo Vesala: Credit allocation, capital requirements and procyclicality (Luottojen kohdentuminen, vakavaraisuusvaatimukset ja suhdannevaihtelut), BOF DP 23/2009.

Mari Komulainen – Tuomas Takalo: Does State Street lead to Europe? The case of financial exchange innovations (Viekö State Street Eurooppaan?)

Arvopaperimarkkinakeksintöjä koskeva tapaus tutkimus), BOF DP 22/2009.

Peter Nyberg – Mika Vaihekoski: A new value-weighted total return index for the Finnish stock market (Uusi markkina-arvoilla painotettu tuottoindeksi Suomen osakemarkkinoille), BOF DP 21/2009.

Efrem Castelnuovo: Testing the structural interpretation of the price puzzle with a cost channel model (Selittääkö yritysten rahoituskustannusten vaihtelu rahapolitiikan epätavalliset hintavaikutukset?), BOF DP 20/2009.

Juha-Pekka Niimäki: Screening in the credit market when the collateral value is stochastic (Lainanhakijoiden erottelu lainamarkkinoilla vakuuksien arvon vaihdellessa), BOF DP 19/2009.

Markku Lanne – Pentti Saikkonen: Noncausal vector autoregression (Ei-kausallinen vektori-autoregressiivinen malli), BOF DP 18/2009.

David G Mayes: Early intervention and prompt corrective action in Europe (Varhainen väliintulo ja korjaavat toimenpiteet pankkien valvonnassa Euroopassa), BOF DP 17/2009.

### BOFIT Discussion Papers

Martin T. Bohl – Michael Schuppli – Pierre L. Siklos: Stock return seasonalities and investor structure: Evidence from China's B-share markets, BOFIT DP 20/2009.

Chun-Yu Ho: Market Structure, Welfare, and Banking Reform in China, BOFIT DP 19/2009.

Aaron Mehrotra – Tomáš Slačák: Evaluating inflation determinants with a money supply rule in four Central and Eastern European EU member states, BOFIT DP 18/2009.

Julan Du – Yi Lu – Zhigang Tao: China as a regulatory state, BOFIT DP 17/2009.

Simo Leppänen – Mikael Linden – Laura Solanko: Firm behavior under production uncertainty: Evidence from Russia, BOFIT DP 16/2009.

Jenni Pääkkönen: Are there industrial and agricultural convergence clubs in China? BOFIT DP 15/2009.

Michael Funke – Michael Paetz – Ernest Pytlarczyk: Stock market wealth effects in an estimated DSGE model for Hong Kong, BOFIT DP 14/2009.

Ilkka Korhonen – Maria Ritola: Renminbi misaligned - Results from meta-regressions, BOFIT DP 13/2009.

Zuzana Fungáčová – Laurent Weill: How

market power influences bank failures:

Evidence from Russia, BOFIT DP 12/2009.

Jarko Fidrmuc – Iikka Korhonen: The impact

of the global financial crisis on business cycles

in Asian emerging economies, BOFIT DP

11/2009.

Michael Funke – Hao Yu: Economic growth

across Chinese provinces: in search of

innovation-driven gains, BOFIT DP 10/2009.

## Lähiaikoina ilmestymässä

### Suomen Pankin keskustelualoitteita

Martin T Bohl – David G Mayes – Pierre L

Siklos: The quality of monetary policy and

inflation performance: globalization and its

aftermath.

Leonardo Becchetti – Andrea Carpentieri –

Iftekhar Hasan: The determinants of option

adjusted delta credit spreads: a comparative

analysis on the United States, the United

Kingdom and the euro area.

Efrem Castelnuovo – Paolo Surico: Monetary

policy, inflation expectations and the price

puzzle.

Patrick M Crowley: How do you make a time

series sing like a choir? Using the Hilbert-

Huang transform to extract embedded

frequencies from economic or financial time

series.

Patrick M Crowley – Tony Schildt: An analysis

of the embedded frequency content of

macroeconomic indicators and their

counterparts using the Hilbert-Huang

transform.

## Ilmoituksia uusista julkaisuistamme tilattavissa

Suomen Pankin verkkosivulta [http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/sahkoisten\\_julkaisujen\\_tilaaminen/index.htm](http://www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/sahkoisten_julkaisujen_tilaaminen/index.htm).

SSRN: [http://hq.ssrn.com/Pub\\_Login.cfm?iacm=y](http://hq.ssrn.com/Pub_Login.cfm?iacm=y).

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