

Väitöskirja inflaatio-odotuksista ja koroista

KAJAL LAHIRI

Professori

New York State University at Albany

Tarkasteltava väitöskirja lisää merkittävästi ymmärtämystämme suomalaisten rahoitusmarkkinoiden toiminnasta, ja erityisesti siitä, mikä vaikutus rahapolitiisilla toimenpiteillä on rahoitusmarkkinoilla. Suomalaista kuukausihavaintoaineistoa käyttävä analyysi inflaation ja korkojen välisestä suhteesta aikavälillä 1987–1996 on erityisen hyödyllistä, kun tarkastellaan tuoretta suomalaisen monetaarisen järjestelmän liittymistä osaksi Euroopan talous- ja rahaliiton (EMU) kolmatta vaihetta. Yksi tärkeimmistä väitöskirjassa saaduista tuloksista on kuuluisan Fisher-hypoteesin paikkansapitävyys, koskien nimelliskorkojen ja inflaatio-odotusten välistä suhdetta, kun tietyt kansainvälisten markkinoiden vaikutukset otetaan huomioon. Sen lisäksi, ns. Markovin ketjuihin perustuvan regiimimuutosmallin innovatiivisessa sovellutuksessa tekijä hahmottaa havaitsemattomat rahapolitiikan tila-aikasarjat tiukan ja löysän rahapolitiikan tiloiksi, jotka ovat liitoksissa rahamarkkinoiden korkoerojen käyttäytymiseen eri maturiteeteilla. Kaiken kaikkiaan, tekijä tuo esille suomalaisella aineistolla täysin uudella tavalla toisaalta rahapolitiikan hyvät vaikutusmahdollisuudet lyhyellä tähtäyksellä, ja toisaalta sen neutraalisuuden pitkällä tähtäyksellä.

Liittyessään EMU:un Suomi menetti lyhyen tähtäyksen inflaation hallintamahdollisuuden. Toisaalta, johtuen Suomen rahamarkkinoiden voimakkaasta yhteydestä Saksan, Ruotsin ja

muiden pääasiallisten kauppakumppaneiden markkinoiden kehitykseen, kyseinen rahapolitiikan hallinnan menetys saattaa olla harhaa. Mikäli maakohtaiset kokonaistaloudelliset shokit kyetään synkronoimaan, voi Euroopan keskuspankin rahapolitiikka olla uskottavampaa ja tehokkaampaa myös yksittäisiin jäsenvaltioihin nähden.

Tarkasteltavassa väitöskirjassa käytetään laajasti uusimpia aikasarja-analyttisiä tutkimusmenetelmiä, lähtien yksikköjuuri- ja yhteisintegroituvuusteistä vektoriautoregressiivisessä kehikossa, siirtyen poikkeavien havaintojen ja rakennemuutosten analyysiin ja sekä lineaarisiin että epälineaarisiin suodatusmenetelmiin. Näitä ekonometrisia tekniikoita on sovellettu ammattimaisesti ja asianmukaisesti.

Väitöskirjassa on viisi lukua, joista kolme sisältää merkittäviä uusia kontribuutioita. Ensimmäinen, johdantoluku, määrittelee tutkimusaiheen, sen tärkeyden, ja sisältää kattavan kirjallisuuskatsauksen. Viimeisessä luvussa analysoidaan päätuloksia sekä niiden makrotaloudellisia politiikkaimplikaatioita ja esitetään jatkotutkimusaiheita.

Luku kaksi sisältää ensimmäisen vahvan panoksen. Luvussa kehitetään yhden muuttujan aikasarja-analyttinen malli kuukausi-inflaatiolle, ja erityistä painoa pannaan mahdollisten rakennemuutosten analysointiin toteutuneen inflaation aikasarjassa. Havaittujen rakennemu-

tosten todetaan olevan mielekkäitä. Rekursiivisesti estimoituun malliin perustuvia ennusteita käytetään kuvaamaan havaitsemattomia inflaatio-odotuksia, ja vertaamalla näitä tiettyihin kotimaisiin kyselytutkimuksiin tekijä osoittaa generoitujen inflaatio-odotussarjojen olevan luotettavia.

Luvussa kolme testataan Fisher-hypoteesin toimivuutta rahamarkkinakoroilla tilanteessa, jossa ns. kattamattomaan korkopariteettiin ja valuuttakurssimuutosten täydellisen ennakkotietämyksen oletukseen perustuen lisätään testausyhtälöön ulkomaisia korko- ja valuuttakurssimuuttujia. Yhteisintegroituvuusanalyysia sovelletaan useisiin eri spesifikaatioihin, ja ajassa muuttuvat virheenkorjausmallit estimoidaan käyttäen rekursiivista Kalman-suodin algoritmia. Yhtenä tuloksena tekijä havaitsee, että enakoimaton markan kellutuspäätös syyskuussa 1992 aiheutti rakenteellista epästabiilisuutta Fisher-relaatiossa nimenomaan lyhyen aikavälin dynamiikan suhteen, mutta ei pitkän aikavälin riippuvuussuhteissa. Sen lisäksi, positiivinen yksi yhteen riippuvuus nimelliskoron ja inflaatio-odotusten suhteen havaittiin, kun ulkomaisien markkinoiden vaikutukset otettiin huomioon. Tämä on erittäin tärkeä havainto, jolla on implikaatioita EMU:n tulevia toimintamahdollisuuksia ajatellen.

Luvussa neljä edellisten kahden luvun analyysia laajennettiin koskemaan tilannetta, jossa tulevaa inflaatiota eri aikahorisonteilla ennus-

tettiin vastaavilla HELIBOR-korkojen eroilla eri maturiteeteilla. Kuten tähän aiheeseen liittyvät aikaisemmatkin tutkimukset, tekijä piti edelleen kiinni kiinteän reaalikoron oletuksesta. Tässä tutkimuksessa kirjoittaja kuitenkin menestyksekkäästi sovelsi markovilaista regiminmuutosmallia karakterisoimaan korkoeroja, ja luokitteli tässä havaintoaineistossa aikavälin 1987–1996 'tiukan' ja 'löysän' rahapolitiikan tiloihin. Tämän luokittelun todettiin selittävän inflaatioennusteita paremmin kuin itse korkerot, ja edeltävän ns. rahapolitiikan tilaindikaattorin (Monetary Conditions Index, MCI) kehitystä 2–3 kuukautta etukäteen.

Loppupäätelmänä tekijä toteaa, että Suomen Pankki on menestyksekkäästi kyennyt hallitsemaan inflaatiota ainakin vapautuneiden rahoitusmarkkinoiden ajanjaksolla vuodesta 1987 lähtien. Tärkeä kysymys tästä eteenpäin onkin, kuinka tehokkaasti Euroopan keskuspankki kykenee vaikuttamaan maakohtaiseen, esim. Suomen inflaatioon, ja Suomen talouden kehitykseen tulevaisuudessa. Tämän väitöskirjan empiiriset tulokset ovat merkittävästi lisänneet tietämystämme makrotaloudellisista yhteyksistä kansallisen ja kansainvälisen talouden välillä. Tulokset mahdollistavat mm. sen, että suomalaisilla ekonomisteilla on käytössään ja seurattavanaan soveltuvia makrotalouden indikaattoreita myös EMU:ssa. Tämä ei ole mikään vähäinen saavutus väitöskirjatutkimuksessa.