

Väitöskirja valuuttakriiseistä ja valuuttakurssiiodotuksista¹

Philippe Bacchetta

Professori, Lausannen yliopisto
Johtaja, Study Center Gerzensee

Lauri Kajanojan väitöskirja koostuu empiirisistä tutkimuksista, joissa tarkastellaan Suomen ja joidenkin muiden Euroopan maiden viimeaikaisia valuuttakriisejä. Väitöskirja laajentaa olemassa olevaa tieteellistä kirjallisuutta useilla kiinnostavilla tavoilla. Väitöskirja käsittää neljä osaa. Ensimmäinen luku on kirjallisuuskatsaus, ja lisäksi siinä esitetään tiivistelmät seuraavista kolmesta luvusta. Kirjallisuuskatsaus on hyvin tasapainoinen, ja se on ajan tasalla. Se on myös rakenteeltaan optimaalinen siten, että lukija näkee hyvin selvästi, miten väitöskirja sijoittuu alan kirjallisuuteen.

Väitöskirjan toisessa luvussa pyritään selittämään Suomen 1990-luvun alun valuuttakriisejä rakenteellisella mallilla, joka perustuu ensimmäisen sukupolven valuuttakriisimalleihin. Perusmallia kuitenkin laajennetaan siten, että hinnat sopeutuvat hitaasti ja interventiot ovat steriloituja. Kyseessä on empiirinen tutkimus, mutta se tehdään sisäisesti ristiriidattoman teo-

reettisen mallikehikon puitteissa. Tulokset osoittavat, että tuotannon supistuminen ja työttömyyden lisääntyminen selittävät merkittäväällä tavalla kriisien todennäköisyyttä. Tätä analyysiä täydentää toinen tutkimus, jossa käydetään erilaista empiiristä lähestymistapaa. Siinä kriisejä selitetään käyttämällä kvalitatiivisen valinnan malleja. Tällä lähestymistavalla saadut tulokset tukevat ensimmäintun lähestymistavan antamia tuloksia.

Väitöskirjan kolmas luku lähtee liikkeelle siitä oletuksesta, että kattamaton korkoparieteetti ei päde ja että ulkomaanvaluutan riskipremio vaihtelee ajassa. Tämä riskipremio perustuu valuuttakurssin määräytymistä käsitteleviin portfoliotasapainomalleihin, joita kehitettiin lähinnä 1980-luvulla. Tässä lähestymistavassa riskipremio määräytyy sen mukaan, mikä on eri valuuttamääräisten sijoituskohteiden tarjonta. Lähestymistavan kiinnostavuus seuraa tässä siitä, että sen mukaan korkoerot eivät välttämättä ole hyvä mittari valuuttakurssien muutosodotuksille. Lisäksi tässä kontekstissa steriloiduilla interventioilla on oma merkityksensä, joka on riippumaton avomarkkina-

¹ *Lauri Kajanoja: Essays on Currency Crises and Exchange Rate Expectations. Kansantaloustieteen laitoksen tutkimuksia, No. 88:2001. Helsingin yliopisto.*

operaatioilla toteutettavasta rahapolitiikasta. Luvussa 3 esitetään ensin pieni malli, joka esittelee lähestymistavan perusajatuksen. Sen jälkeen esitetään yksityiskohtaisempi viitekehys, jota sovelletaan empiirisesti. Tulokset tukevat voimakkaasti hypoteesia ajassa vaihtelevasta ulkomaanvaluutan riskipreemiosta. Tulosten mukaan se supistui selvästi ennen valuuttakriisejä. Korokoero oli siten harhaanjohtava mittari valuuttakurssiodotuksista.

Väitöskirjan viimeinen luku tarkastelee empiirisesti monikäsitteisiä tasapainoja valuuttakriisien selitystapana. Viimeaikaisen valuuttakriisit ovat osoittaneet, että kriisejä on usein vaikea liittää empiirisesti talouden perustekijöihin. Kriisi voi siten olla seurausta odotuksissa tapahtuvissa muutoksissa. Luvussa 4 käytetään regime switching -malleja empiiriseen tutkimukseen koskien tällaisia odotuksissa tapahtuvia muutoksia. Tutkimuksessa tarkastellaan muun muassa useita EMS:n valuuttakurssimekanismien kuuluneita valuuttoja. Tulokset osoittavat, että kolmea valuuttaa koskevissa odotuksissa mahdollisesti tapahtui muutoksia ilman, että niitä koskevat talouden perustekijät sanottavasti muuttuivat.

Kaiken kaikkiaan Lauri Kajanojan väitöskirja on erinomaista työtä ja täyttää suurimman osan niistä odotuksista, joita väitöskirjalle voi asettaa. Väitöskirjalla on neljä hyvää ominaisuutta, joita voi erityisesti korostaa. Ensiksi, väitöskirja on erittäin hyvin kirjoitettu, ja erittäin hyvä on myös sen kieliasu. Toiseksi, väitöskirjan tutkimukset esitetään hyvin tiiviissä muodossa, mikä tekee ne lukijalle erityisen helppoksi lähestyä. Väitöskirjan kolmas hyvä ominaisuus on sen aihe. Valuuttakriisit ovat luonnollisesti hyvin tärkeä asia sekä akateemisen

tutkimuksen että talouspoliittisen keskustelun näkökulmasta. Lisäksi Suomi on erityisen kiinnostava tutkimuskohde, sillä se on kehittynyt teollisuusmaa, mutta sen valuuttakriisikokemuksissa on nähtävissä samanlaisia piirteitä kuin viimeaikaisissa kehittyvien maiden kokemissa kriiseissä. Lopuksi, väitöskirjassa esitetty tutkimus on hyödyllinen kontribuutio alan kirjallisuuteen. Useat tutkimustuloksista ovat sopusuunnassa kirjallisuudessa aiemmin saatujen tulosten kanssa, kun taas toiset valaisevat valuuttakriisejä sellaisilla uusilla tavoilla, jotka ovat hyödyksi kriisien ymmärtämisessä.

Kolmessa suhteessa väitöskirjaa olisi kuitenkin mielestäni voinut parantaa, tai ainakin kyseiset asiat olisi voitu ottaa huomioon väitöskirjan lukuja kirjoitettaessa. Ensiksi, herkkyyssanalyysien puute vähentää joidenkin tulosten vakuuttavuutta. Kaikissa kolmessa osatyössä olisi erityisesti voinut tarkastella vaihtoehtoisia muuttujia ja otoksia. Työn toinen heikko puoli on se, että pääomanliikkeiden merkityksestä ei keskustella. Väitöskirjan kaikissa tutkimuksissa oletetaan pääoman vapaa liikkuvuus. Kuitenkin monissa EMS-maissa ja erityisesti Suomessa pääomanliikkeille oli asetettu rajoituksia varsinkin varhaisimpina ajanjaksoina, joita väitöskirjassa käsitellään. Näiden rajoitusten myöhempi poistaminen on voinut vaikuttaa tuloksiin, ja siitä olisi pitänyt keskustella. Työn kolmas puute on rahoitustekijöihin kohdistetun huomion vähäisyys. Yhtäältä niiden tarkastelu on keskeisessä asemassa viimeaikaisessa valuuttakriisikirjallisuudessa. Toisaalta huomattavat muutokset rahoitusmarkkinoiden toiminnassa ja niitä koskevat tasapainottomuudet edelsivät Suomenkin valuuttakriisejä. □