

Kehittyvät rahoitusmarkkinat, poliittiset instituutiot ja kehityserot

Heikki Lehkonen

Kehittyvillä talouksilla tarkoitetaan maita, jotka eivät ole saavuttaneet vielä samaa taloudellisen kehittyneisyyden tasoa kuin ns. kehittyneet maat. Käyttäen Maailmanpankin luokittelua matala-, keski- ja korkeatuloisiin maihin kehittyvät taloudet voidaan määritellä käsittävän asukaskohtaisilta tulotasoiltaan matala- ja keskitason maat. Suuri osa maailman maista onkin juuri kehittyviä talouksia ja ne sisältävät lähes 74 % maan pinta-alasta ja lähes 87 % sen asukkaista.

Viimeisimpien vuosikymmenten aikana yksi merkittävimpiä ilmiöitä maailmantaloudessa on ollut kehittyvien maiden kokema voimakas talouskasvu, jonka moottorina voidaan pitää talouksien omaksumia kasvuun tähtääviä makrotaloudellisia ja institutionaalisia uudistuksia. Yksi näkyvimmistä muutoksista tapahtui 1980- ja 1990-lukujen taitteessa, kun useat kehittyvät taloudet avasivat rahoitusmarkkinoitaan ja sallivat kotimaisten sijoittajien sijoittamaan ulkomaille ja ulkomaalaisen pääoman virrata omille markkinoilleen. Kehittyvien rahoitusmarkkinoiden tärkeys maailmanlaajuisessa kontekstissa onkin kasvanut huomattavasti sijoittajien

rynnäessä avautuneille markkinoille korkeiden tuotto-odotusten ja hajautushyötyjen perässä.

Väitöskirja tarkastelee kehittyvien osake-markkinoiden käyttäytymistä keskittyen niiden makrotaloudelliseen ja poliittiseen ympäristöön sekä eroihin kehittyneisiin maihin nähden. Johdantoluku antaa yleiskuvan kehittyvistä markkinoista ja niihin liittyvästä tutkimuksesta ja luo näin taustaa varsinaisille tutkimusartikkeleille. Neljässä tutkimusartikkelissa tarkastellaan markkinoiden käyttäytymistä useasta eri näkökulmasta. Osa artikkeleista tarkastelee laajaa maajoukkoa perustavanlaatuisten kysymysten äärellä, osa taas keskittyy vain muutamiin markkinoihin pureutuen hieman syvemmälle tutkimuskohteeseensa.

1. Kehittyvät rahoitusmarkkinat, rahoitusmarkkinoiden integraatio ja maailmanlaajuinen talouskriisi

Kansainvälisellä sijoittamisella haetaan usein korkeita tuottoja uusien sijoituskohteiden mukana, mutta ehkä jopa tärkeämpänä osana on pidetty sen roolia riskin hallinnassa. Kehittyvät

Tämä kirjoitus esittelee Jyväskylän yliopistossa taloustieteen oppiaineessa 11.4.2014 tarkastetun väitöskirjan ”Essays on Emerging Financial Markets, Political Institutions and Development Differences”. Väitöskirjan esitarkastajina olivat professori Mika Vaihekoski (Turun yliopisto) ja professori Campbell R. Harvey (Duke University). Vastaväittäjänä oli professori Mika Vaihekoski (Turun yliopisto) ja kustoksena professori Kari Heimonen (Jyväskylän yliopisto). Heikki Lehkonen (heikki.lehkonen@ju.fi) toimii yliopistonopettajana Jyväskylän yliopiston kauppa- ja talousakademian opettajana.

markkinat onkin nähty erinomaisena hajautuslähteenä. Ne tarjoavat paitsi houkuttelevia sijoituskohteita tuottojen hakijalle myös keski-vertoa paremman hajauttamishyödyn, ollessaan vähemmän korreloituneita kehittyneiden markkinoiden liikkeiden kanssa (Bekaert ja Harvey 2003). Vastapainona sijoittaja tosin joutuu hyväksymään suuremmat riskit. Kehittyvien markkinoiden on havaittu olevan kehittyneitä maita herkempiä poliittiselle epävakaudelle ja heikompi institutionaalinen ympäristö voi ruokkia esimerkiksi korruptiota sekä sisäisiä ja ulkoisia konflikteja.

Markkinoiden kehittymättömyys selittää osaltaan sen, miksi useat kehittyvät maat kärsivät talouskriiseistä 1990-luvulla. Kun nämä kriisit levisivät maasta toiseen, alettiin puhua kriisien tarttumisesta, mitä pidettiin pitkään vain kehittyvien markkinoiden erityispiirteenä. Vuosien 2007 ja 2009 välinen ennennäkemätön kriisi kuitenkin osoitti, että kriisit tarttuvat myös kehittyneisiin maihin. Ennennäkemättömäksi kriisiä ei tehnyt niinkään sen syvyys, vaan ennemmin sen laajuus. Yhdysvalloista alkanut kriisi levisi nopeasti maailmanlaajuisiksi aiheuttaen niin talouden hidastumista kuin suuria sijoitustappioitakin. Kehittyviä markkinoita kriisi puri erityisen pahasti, sillä niiden makrotaloudelliset olosuhteet, institutiot ja poliittiset päätökset eivät vakuuttaneet sijoittajia, vaan nämä vetäytyivät turvallisemmille vesille kehittyneisiin maihin.

Yhtenä suurimpana syynä kriisin nopeaan leviämiseen nähtiin markkinoiden välisen integraation kasvaminen. Yleensä integraatioon liitetään positiivisia ja talouskasvua tukevia seikkoja, mutta kriisin iskiessä sitä alettiin myös pitää uhkana, joka mahdollisti ulkoisten häiriöiden leviämisen kotimaisille markkinoille

ja näin nopeutti globaalin rahoitusmarkkina-kriisin leviämistä.

Väitöskirjan ensimmäinen essee tarkastelee rahoitusmarkkinoiden integraation vaikutusta kriisin leviämiseen, sen dynamiikkaa kriisin aikana sekä integraatioon vaikuttavia tekijöitä (Lehkonen 2014). Aikaisemman kirjallisuuden perusteella integraatio altistaa maat maailmanlaajuisille shokeille (Berger ja Pukthuanthong 2012), mutta globaalin rahoitusmarkkinakriisin syvyyteen sillä ei ollut merkitystä (Bekaert, Ehrmann, Fratzscher ja Mehl 2014). Tutkimusta varten rahoitusmarkkinoiden integraation taso mitattiin vuosille 1987–2011 kaikkiaan 23 kehittyneille ja 60 kehittyville markkinoille. Tässä sovellettiin Pukthuanthongin ja Rollin (2009) määrittelemää mittaria, jonka mukaan maan osakemarkkinat ovat sitä integroituneemmat, mitä enemmän kansainväliset muutujat selittävät niiden käyttäytymistä.

Tulosten mukaan kriisin aikana rahoitusmarkkinoiden integraatio heikkeni kehittyneissä maissa, mutta kasvoi kehittyvillä markkinoilla. Lisäksi tulokset myös osoittavat, että integraatio toimi kriisin levittäjänä alkuvaiheessa, mutta ei varsinaisesti vaikuttanut lopulliseen kriisin syvyyteen. Itse integraation tasoon löydetään useita vaikuttavia tekijöitä. Kehittyvien markkinoiden tapauksessa pääomamarkkinoiden avoimuus sekä taloudellinen, teknologinen että sosiaalinen kehittyminen ja poliittisten riskien pieneminen ovat tärkeimmät tekijät rahoitusmarkkinoiden integraation syvenemiselle. Kehittyneiden maiden tapauksessa taas sijoitusympäristön institutionaalinen laatu sekä markkinoiden tehokkuuteen liittyvät tekijät houkuttelevat kansainvälisiä sijoittajia markkinoille. Kansainvälisistä muuttujista ainoastaan luottoriskiä kuvaavan muuttujan havaittiin vaikuttavan integraatioon. Huomattavaa on myös,

että toisin kuin aikaisemmat tutkimukset väittävät, rahoitusmarkkinoiden kehittymisellä on ollut vain pieni rooli integraation tasoon.

2. Demokratia, poliittiset riskit ja osaketuotot

Rahoitusmarkkinakriisiä seurannut maailmanlaajuinen taantuma aiheutti ja aiheuttaa vieläkin levottomuutta kansallisella tasolla. Esimerkiksi Etelä-Euroopan massatyöttömyys velkasaneeraatuissa valtioissa heijastuu vielä pitkään nykynuorten elämään. Lähi-idässä vuosi 2011 alkoi suurilla mellakoilla, kun haaveet demokraattisimmista valtioista ajoivat ihmiset kaduille osoittamaan mieltään vanhoja valtarakenteita vastaan. Lähi-itä ei ole ainoa seutu, jossa heikko demokratian taso on johtanut valtakamppailuun. Muun muassa Thaimaassa maan johtajuus on vaihdellut eri puolueen kannattajien välillä ilman virallisia vaaleja tapahtuvaa vallan vaihtoa. Viimeisimmät esimerkit heikon demokratian ja epävakaan poliittisen tilanteen välisestä yhteydestä ovat tarjonneet Ukraina ja Venäjä.

Väitöskirjan toinen tutkimusartikkeli, joka on kirjoitettu yhdessä Kari Heimosen kanssa, tarkastelee demokratian roolia poliittisten riskien ilmenemisessä kehittyvillä markkinoilla ja pyrkii selvittämään, onko niillä ollut vaikutusta osakemarkkinakäyttäytymiseen. Tutkimuksessa esitetään, että demokratiatason ja poliittisen riskin suhde on käänteisen U-käyrän muotoinen pikemmin kuin lineaarinen. Tämä tarkoittaa, että kaikkein demokraattisimmat ja autokraattisimmat maat ovat poliittisesti vakaimpia, kun taas maat, joiden demokratiataso on jossain ääripäiden välissä, kärsivät korkeammista poliittisista riskeistä. Tarkasteluun käytetään vuositaso paneeliaineistoa 38 kehittyvästä markkinasta vuosilta 2000–2010. Tulosten mu-

kaan maan osaketuotot suurenevat, kun sen demokratiataso ylittää tietyn kynnyksen. Lisäksi löydetään, teorian vastaisesti, että poliittisen riskin pieneneminen johtaa korkeampiin tuottoihin. Tämä ilmiö on tosin ollut havaittavissa ainakin Venäjän markkinoilla, jotka ovat kärsineet huomattavasti Ukrainan kriisin aiheuttamasta poliittisesta epävakaudesta.

3. Kehityserot, dynaaminen korrelaatio ja osakekuplat

Väitöskirjan kolmas ja neljäs tutkimusartikkeli keskittyvät vertailemaan eri markkinoiden kehitystasojen eroja ja niiden vaikutuksia. Kolmannessa artikkelissa vertaillaan ns. BRIC-maiden (Brasilia, Venäjä, Intia ja Kiina) ja useiden kehittyneiden maiden osakemarkkinoiden yhteisliikettä Yhdysvaltojen markkinoiden kanssa eri aikaskaaloilla (Lehkonen ja Heimonen 2014). Hyödyntämällä väredekompositiota (*wavelet multiresolution decomposition*) ja dynaamista ehdollista korrelaatiota (*dynamic conditional correlation*) voidaan tarkastella niin aikaskaalasta riippuvaa kuin myös ajassa muuttuvaa korrelaatiota. Tällöin voidaan tutkia, onko markkinoiden yhteisliike muuttunut ajan myötä, ja havaita myös poikkeavuuksia eri aikaskaalojen välillä, jolloin tuloksia voidaan hyödyntää suunniteltaessa hajautettuja osakeportfolioita eripituisille sijoitushorisonteille.

Tulosten mukaan markkinoiden yhteisliike riippuu niin maantieteellisistä seikoista, taloudellisesta kehitymisestä kuin aikaskaalastakin. Siinä missä matalammilla aikaskaaloilla markkinat voidaan ryhmitellä Aasian, Euroopan ja Amerikan markkinoihin, korkeammilla aikaskaaloilla talouskehitys alkaa dominoida ja kehittyneiden markkinoiden yhteisliike on suurempaa kuin kehittyvien markkinoiden. Lisäk-

si havaitaan, että korrelaatio on suurempaa korkeammilla aikaskaaloilla.

Viimeinen luku keskittyy Kiinan osakemarkkinoihin ja siihen, esiintyykö niillä rationaalisia kuplia ja voidaanko Manner-Kiinan segmentoituja osakemarkkinoita verrata Hongkongin markkinoihin osakekuplien esiintymisen suhteen (Lehkonen 2010). Tutkimuksessa tarkastellaan kuukausi- ja viikkoaineistolla Manner-Kiinasta niin Shanghaiin kuin Shenzhenin osakemarkkinoiden A- ja B-osakkeita sekä Kiinaan liittyviä osakeindeksejä Hongkongista ja käytetään duraatoririippuvuustestiä kuplien olemassaolon tutkimiseen.

Tulosten mukaan Kiinan sisäisille, vielä kehittyville markkinoille kehittyi kuplia herkemmin kuin Hongkongin kehittyneemmille markkinoille. Kiinan sisämarkkinoiden segmentaatiolla taas ei havaita olevan vaikutusta kuplien olemassaoloon. Kuplatulokset kuitenkin poikkeavat toisistaan viikko- ja kuukausiaineistolla. Kun viikkodatan perusteella Manner-Kiinan markkinoilla on kuplia, kuukausidatasta ei vastaavaa piirrettä löydy. Näiden tulosten perusteella voidaan duraatoririippuvuustestin todeta olevan sensitiivinen datan valinnalle. □

Kirjallisuus

- Bekaert, G., Ehrmann, M., Fratzscher, M. ja Mehl, A. (2014), “Global crises and equity market contagion”, *Journal of Finance*, tulossa.
- Bekaert, G. ja Harvey, C.R. (2003), “Emerging markets finance”, *Journal of Empirical Finance* 10: 3-55.
- Berger, D. ja Pukthuanthong, K. (2012), “Market fragility and international market crashes”, *Journal of Financial Economics* 105: 565-580.
- Lehkonen, H. (2010), “Bubbles in China”, *International Review of Financial Analysis* 19: 113-117.
- Lehkonen, H. (2014), “Stock market integration and the global financial crisis”, *Review of Finance*, tulossa.
- Lehkonen, H. ja Heimonen, K. (2014), “Timescale-dependent stock market co-movement: BRICs vs. developed markets”, *Journal of Empirical Finance* 28, 90-103.
- Pukthuanthong, K. ja Roll, R. (2009), “Global market integration: An alternative measure and its application”, *Journal of Financial Economics* 94: 214-232.