

BOFIT Online

2004 • No. 10

Tapio Korhonen

Kiinan rahoitusjärjestelmän
nykytila ja näkymät



Suomen Pankki
BOFIT – Siirtymätalouksien tutkimuslaitos

Suomen Pankki
BOFIT – Siirtymätalouksien tutkimuslaitos

PL 160
00101 Helsinki
Puh. 010 831 2268
Fax: 010 831 2294
bofit@bof.fi
www.bof.fi/bofit

BOFIT Online
Päätoimittaja *Tuomas Komulainen*

ISSN 1456-811X (online)
29.10.2004

Helsinki 2004

Tässä julkaisussa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajan omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa.

Sisällys

Tiivistelmä.....	3
1 Taustaa.....	4
1.1 Pääpiirteitä.....	4
1.2 Suunnitelmataloudesta markkinatalouteen.....	6
2 Kiinan talouden pääsektoreiden rahoitustasapaino.....	9
2.1 Ulkomaankauppa ja vaihtotase.....	9
2.2 Säästäminen ja investoinnit.....	10
2.3 Sektoreiden velkojen ja saatavien kehityksen pääpiirteitä.....	11
2.4 Julkisen talouden rahoitus.....	12
2.5 Ulkomaiset pääomanliikkeet.....	13
2.6 Vakuutussäästäminen.....	15
2.7 Arvopaperimarkkinat.....	15
3 Rahoitusmarkkinat ja rahapolitiikka.....	17
3.1 Pankkitoiminta.....	17
3.2 Pankkien hoitamattomat luotot ja kannattavuus.....	19
3.3 Pääomanliikkeiden säännöstely.....	21
3.4 Kiinan valuuttakurssipolitiikka.....	24
3.5 Kiinan keskuspankki, sen ohjeet ja operaatiot.....	27
3.6 Markkinakorot sekä pankkien korot.....	29
4 Kiinan rahapolitiikan arviointia ja näkymiä.....	31
4.1 Keskuspankin tämän hetken rahapolitiikka.....	31
4.2 Rahapolitiikan vaikutuskanavat.....	32
4.3 Kiinan rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden säännöstely hämärtää tulkintoja.....	33
4.4 Talouden epävarmuudet ja riskipreemiot.....	34
4.5 Kiinan talouden suuri kansainvälinen merkitys.....	35

Tapio Korhonen

Kiinan rahoitusjärjestelmän nykytila ja näkymät

Tiivistelmä

Kiina on noussut nopeasti tärkeäksi tekijäksi maailmankaupassa ja maailman rahoitusmarkkinoilla. Maan nopea kasvu perustuu erittäin korkeaan säästämis- ja investointiasteeseen. Pankkisektori on hyvin suuri. Kiinan kehityksen arviointia vaikeuttaa se, että maan talous ja rahoitusjärjestelmä ovat hankalasti arvioitavassa muutoksen tilassa. Talousjärjestelmässä on yhä vahvoja suunnittelutalouden ja säännöstelyn jäänteitä, mutta toisaalta Kiinan viranomaiset ovat kehittäneet rahoitus- ja valuuttamarkkinoita vakaasti vapaiden markkinoiden suuntaan. Viime aikoina Kiinan rahoituskysymyksistä ovat olleet esillä erityisesti Kiinan kiinteän valuuttakurssin politiikka ja siihen liittyneet suuret valuuttainterventiot sekä maan pankkisektorin heikkoudet. Kiinan rahoitusjärjestelmän ongelmat ovat kuitenkin paljon laajemmat.

Asiasanat: Kiina, rahoitusjärjestelmä, pankit, rahapolitiikka, valuuttapolitiikka

1 Taustaa

1.1 Pääpiirteitä

Kiinan kansantasavallan talous on kehittynyt niin suureksi ja avoimeksi, että Kiinan rahoitusmarkkinat liittyvät jo oleellisena osana maailmanlaajuisiin rahoitus- ja valuuttamarkkinoihin. Kiinan talous on vallitsevilla hinnoilla ja valuuttakursseilla tosin yhä vain 3-4 prosenttia maailmantaloudesta (nimellisesti se on vallitsevalla valuuttakurssilla suunnilleen Englannin luokkaa), mutta ostovoimakorjattuna IMF:n mukaan se kattaa jo 13 prosenttia maailmantaloudesta. Se on melkein euroalueen kokoinen, joka on vajaat 16 prosenttia. Yhdysvaltain osuus on 21 prosenttia.

Viime vuosina Kiinan rahoituskysymyksistä ovat olleet esillä erityisesti Kiinan kiinteän valuuttakurssin politiikka ja siihen liittyneet suuret valuuttainterventiot sekä maan pankkisektorin heikkoudet. Kiinan rahatalouden ongelmat ovat kuitenkin paljon laajemmat.

Kiinan kehityksen ja maan rahoitusmarkkinoiden vakauden arvioinnin tekee erityisen vaikeaksi se, että maan talousjärjestelmä on epämääräisessä muutoksen tilassa.¹ Kiina on edelleen yhden puolueen ohjaama ja vailla länsimaista demokratiaa. Maassa on kuitenkin jo vanhan suunnittelutalouden piirteiden ohella osin voimakkaitakin markkinatalouden, itse asiassa hyvin kovan markkinatalouden piirteitä. Työmarkkinoilla, sosiaaliturvassa ja koulutusjärjestelmässä on länsimaisittain katsoen vakavia puutteita. Tuloero rikkaimman, Shanghaiin, ja köyhimpien maakuntien välillä on moninkertainen. Näin on lähinnä maaseudun erittäin alhaisen tulotason vuoksi. Nopean kasvun tuomat ympäristöongelmat ovat suuret.

Viime vuosina talouden suunnittelua ja säännöstelyä on purettu, ja samalla on julkaistu hyvin paljon yrityksiä sekä rahoitustoimintaa ja -laitoksia koskevia uusia säädöksiä. Yksityisen omistusoikeuden suoja ja sijoittajien oikeuksia on vahvistettu. Nopeiden muutosten toteuttaminen voi kuitenkin olla käytännössä monilta osin hankalaa.

Puolueen poliittinen ote on yhä vahva (millä on talouden kannalta epäilemättä sekä hyviä että huonoja puolia), mutta nopeiden muutosten vuoksi on jo epävarmaa, kuinka tiukasti nimenomaan talouselämä on enää keskushallinnon viranomaisten ohjattavissa. Kiina on hyvin laaja ja moni-ilmeinen 1 300 miljoonan asukkaan maa. Maakuntien asema on vahva. Niiden viranomaiset mm. voivat yhä vaikuttaa valtakunnallisten valtion pankkien paikalliseen toimintaan, tosin ilmeisesti jatkuvasti vähenevässä määrin. Julkista hallintoa pidetään laajasti korruptoituneena, mikä vaikeuttaa säännöstelytoimenpiteiden ja muunkin talouspolitiikan tehokkuuden arviointia.

Kiinan talous jakautuu yhä varsin selvästi erillisiin osiin, joista suurimpia voi erottaa lähinnä kolme; ensinnäkin Kiinan laaja ja köyhä maaseutu, toiseksi paljolti vanha ja tehoton valtion yritystoiminta ja kolmantena nykyaikainen pääasiassa ulkomaalaisten omistama vientiteollisuus. Ulkomaankauppaa hallitsee viimemainittu, ja sen nykyaikaisuus peittää sen, että maan perinteinen talous on paljolti vasta suuren markkinahakuksen rakennemuutoksen alkumetreillä. Tämä hajanaisuus vaikeuttaa epäilemättä suuresti talouspolitiikkaa,

¹ Myös Kiinan taloutta koskeva tilastoaineisto on puutteellista, se ilmestyy usein jopa vuosien viipeellä ja sen sisältö osin epäselvää. Tämä koskee sekä kansantalouden tilinpitoa (erityisesti kysyntä- ja tuloerien arvoja ja määriä), julkista taloutta että osin myös rahoitusmarkkinoita ja maan ulkomaisia eriä. Monista muuttujista näkyy erilaisia lukuja ilmeisesti erilaisista määrittelyistä johtuen. Tämä muistio perustuu pääosin alkuperäiseen kiinalaiseen tilastoaineistoon ja Kiinan taloutta koskeviin erilaisiin raportteihin. Lähteitä ei ole tekstissä systemaattisesti esitetty, mutta joiltakin osin lähde tai sen tehnyt instituutio on mainittu. Pääosin muistio perustuu Kiinan keskuspankin julkaisuihin. Tulkinnoista vastaan tietenkin itse.

varsinkin markkinaehtoista talouspolitiikkaa, sillä talouden eri osat vaatisivat ehkä aivan erilaisia toimenpiteitä.

Kiinan rahatalouden merkitystä korostaa se, että kotimaiset rahoitusmarkkinat ovat kansantalouteen suhteutettuna hämmästyttävän laajat, ilmeisesti maailman laajimpiin kuuluvia. Niiden koko on suhteellisesti Japanin rahatalouden luokkaa. Taustalla ovat paljolti samat syyt kuin Japanissakin, eli erittäin korkea yksityinen säästämisaste ja pitkään jatku-
nut hintavakaus, jopa ajoittainen deflaatio.

Kun säännöstely on estänyt varojen sijoittamisen ulkomaille, rahoituksen runsaus on purkautunut kotimaiseen kysyntään, paljolti jopa tuottavuudeltaan kyseenalaisiin investointeihin. Näitä ja näiden rahoitusta on toteutettu paljolti paikallisten viranomaisten hallinnollisin päätöksin, eikä usein aidoin pankkien luototuskriteerein. Löysä rahankäyttö on aiheuttanut pankeille laajamittaisen ja vakavan hoitamattomien luottojen ongelman. Toisaalta näin luotu kysyntä on ylläpitänyt Kiinan nopeaa talouskasvua, ja se on hillinnyt Kiinan muodostumista Japanin tapaiseksi, rahoitusylijäähän kautta deflaatiota maailmantalouteen aiheuttavaksi taloudeksi.

Kiinan kehittyminen avoimeksi markkinaehtoiseksi taloudeksi riippuu paljon pankkien velkaongelman hoitamisesta. Ilmeisesti perusongelma ei ole niinkään pankeissa – vaikka nekin vaativat perusteellisen uudistamisen – vaan lähinnä juuri valtion yhtiöissä ja niiden rahoittamisessa. Nämä yhtiöt olisi saneerattava markkinakuntoisiksi, mikä on tietenkin mm. työttömyysongelmien vuoksi vaikeaa. Pankit eivät kuitenkaan voi tervehtyä, ellei niiden asiakkailta ole edellytyksiä hoitaa vastuullisesti raha-asioitaan. Heikkojen yritysten tukemisessa tulisi siirtyä avoimiin tulonsiirtoihin (sikäli kuin WTO-sopimus ym. kansainväliset sopimukset sen sallivat). Löysän luotonuksen ja pehmeiden rahoitusrajoitteiden ajan pitäisi olla ohi. Rahoitusmarkkinat on saatava toimimaan sitovien sopimusten pohjalta.

Kiinan talouspolitiikan eräs keskeinen ankkuri viimeisten vajaan 10 vuoden aikana on ollut maan valuutan renminbin eli juanin² kiinnitys Yhdysvaltain dollariin. Kytkentä on tuonut vakautta, mutta se ei ole ollut ongelmaton. Aasian kriisin aikana 1998 junaan kohdistui vahva heikkenemispaine, mutta viime vuosina juan on pyrkinyt vahvistumaan. Kiinan keskuspankki³ on ostanut runsaasti valuuttaa, lähinnä dollarivaateita, mikä on lisännyt Kiinan rahamarkkinoiden likviditeettiä.

Rahoitusväljyyttä on lisännyt myös voimakas pankkiluottojen kasvu. Kiinan talous on muutenkin ajautunut ylikuumentuneisuuden tilaan. Rahoituskasvua on yritetty hillitä yhä ensisijaisesti sääntelyn keinoin. Hallitus on leikannut yritysten luottobudjetteja ja investointeja, ja pankkien vakautta säätelevät viranomaiset ovat antaneet luotoannon kasvua rajoittavia määräyksiä ja ohjeita. Myös keskuspankki antaa yhä varsin yksityiskohtaisia luottopoliittisia ohjeita, mutta se on käyttänyt myös markkinapohjaisia välineitä. Keskuspankki on nostanut pankkien varantovelvoitteita ja käyttänyt avomarkkinaoperaatioita likviditeetin sitomisessa.

² Useimmissa maissa maan rahan yleisnimi on sama kuin rahan perusyksikön nimi, mutta Kiinassa näillä on eri nimet. Kiinan keskuspankkilaissa todetaan: "Kiinan kansantasavallan laillinen maksuväline on renminbi." "Renminbin yksikkö on juan ja alayksiköt jiao ja fen." Renminbi tarkoittaa kansanrahaa. Renminbi-nimeä käytetään virallisesti Kiinan kansantasavallan rahasta, mutta markkinoilla – ja ilmeisesti muutenkin lisääntyvästi – Kiinan rahasta puhutaan yleisesti juanina. Noudatan tässä muistiossa viime mainittua käytäntöä. Rahan virallinen lyhenne on RMB mutta markkinoilla CNY.

³ Kiinan kansantasavallan keskuspankki on englanniksi The People's Bank of China. The Bank of China on yksi neljästä valtion suuresta liikepankista, ja sillä on ollut keskeinen asema ulkomaisissa toiminnoissa. Taiwanin keskuspankki on puolestaan englantilaiselta nimeltään The Central Bank of China.

Kiinan pankkien korot ovat olleet reaalisina 1990-luvun alkupuolen inflaatiovaiheen jälkeen pääosin suhteellisen korkeita. Vuoden 2002 alkupuolelta ne on kuitenkin pidetty nimellisesti kiinteinä, ja viime aikoina 5 prosentin tasolle noussut inflaatio on vienyt luottojen reaalikoron lähes nolnaan. Pankkien mahdollisuuksia poiketa keskuspankin asettamista viitekoroista on hiljalleen väljennetty. Koron nostoa on yleisesti odotettu. Kiinan säännöstelyssä ja aitoon luottotalouteen tottumattomassa järjestelmässä korkopolitiikan vaikutukset eivät kuitenkaan välttämättä vastaa vapaiden markkinoiden reaktioita. Vaikutukset voivat olla osin yllättäviä ja vapaiden markkinoiden vaikutuksiin nähden jopa vastakkaisia.

Kiina koki vuositasolla runsaan 20 prosentin inflaationsysäyksen 1990-luvun alkupuolen ylikuumenemisessa, mutta sen jälkeen kustannustaso on pitänyt olosuhteisiin katsoen hyvin. Useiden vuosien mittainen hintavakauden, jopa pienen deflaation kausi on viimeksi kuluneen vuoden aikana kääntynyt noin 5 prosentin inflaatioksi. Osin inflaatio johtuu ruuan hinnan tilapäisestä noususta, ja mahdollisesti kiihtyvään inflaatioon ei jouduta.

Kohtuullinen hintavakaus johtuisi ennen kaikkea siitä, että erittäin suuri työvoiman tarjonta ei johtane palkkakustannusten ryöstäytymiseen. Kiinan palkkataso pysyy varmaan pitkään erittäin matalana, vaikka joissakin rannikon keskuksissa tapahtuukin liukumaa. Viime aikoina on myös ilmennyt, ettei työvoiman raju muuttoliike sisämaasta rannikoille suju kitkattomasti. Jatkossa ulkomaiset sijoittajat joutuvat kasvavassa määrin suuntaamaan investointinsa sisämaan keskuksiin.

Erityisesti juuri Kiinan, ja jatkossa enenevästi myös Intian palkkakilpailu on länsimaiden ja koko maailmantalouden lähivuosien ja vuosikymmentenkin suuria kysymyksiä. Aasian halvat palkat painavat sekä monien teollisuustuotteiden hintoja että näiden toimialojen palkkakustannuksia alas myös kehittyneissä, korkean palkkatason maissa. Tämä aiheuttaa kehittyneiden maiden talouspolitiikalle uusia vaatimuksia.

1.2 Suunnitelmataloudesta markkinatalouteen

Puhemies Mao kuoli vuonna 1976, ja sen jälkeen Kiina omaksui vähittäisen siirtymisen "sosialistiseen markkinatalouteen" kommunistisen puolueen johdolla. Maonkaan aikana yksityistä pienyritystoimintaa ei ollut täysin lopetettu, ja tämä yritystoiminta alkoi hänen jälkeensä nopeasti laajentua.

Merkittävä on 1970-luvun lopulla tapahtunut maatalouden kansankommuunien hajottaminen ja maan jakaminen pieninä vuokrapalstoina viljelijöille (ei omistusoikeudella). Viljelijät saivat pitää ja myydä tuotannon, joka ylitti valtiolle myytäväksi määrätyn osuuden. Tämä vauhditti maataloustuotantoa, joskin sen kannattavuus on ollut heikko mm. raskaiden verojen vuoksi. Maaseudun varallisuus on imetty teollistuvien kaupunkien hyväksi ja näin on samalla ylläpidetty maaseutuväestön halukkuutta siirtyä suurin joukoin kaupunkiin. Viime aikoina on tosin näkynyt merkkejä myönteisemmästä suhtautumisesta maaseutuun.

Kiina on saanut jonkin verran kehitysapua ulkomailta, mutta tärkeämpi talouden kehityksen kannalta on ollut viimeisten kymmenen vuoden aikana jatkunut ulkomaisten yritysten suorien sijoitusten virta maahan. Se on luonut Kiinaan vahvan vientiin suuntautuneen teollisuuden. Ulkomaalaisten omistamat yritykset tuottavat jo kolmanneksen Kiinan teollisuustuotannosta, ja Kiinassa on tultu osin huolestuneiksi oman teollisuuden asemasta. Hankala tehtävä on ollut valtion suuryritysten saattaminen kansainvälisesti kilpailukykyiseksi. Kansainvälisesti hyvin tunnettuja kiinalaisia yrityksiä tai tuotteita ei juuri ole tai on vasta ilmaantumassa. Näkyvimpiä ovat pienyritysten tuottamat pikku tavarat länsimaiden halpamyymälöissä.

Markkinatalouteen siirtymistä ovat vauhdittaneet myös ulkomaisten kauppakumppanien vaatimukset. Kiina on joutunut uudistamaan talouttaan vuonna 2001 solmimansa WTO-sopimuksen ehtojen mukaisesti, ja parhaillaan se pyrkii saamaan keskeisiltä kauppakumppaneiltaan markkinatalousmaan aseman. Aasian maat ovat tämän myöntäneet mutta länsimaat eivät.

WTO-sopimuksen vaatimukset tulevat voimaan asteittain. Sopimus rajoittaa Kiinan mahdollisuuksia tukea valtionyhtiöitään, se pakottaa valtion taloushallinnon uudistamiseen suunnitteluun painottuvasta markkinaohjaukseen painottuvaksi, se vaatii taloutta koskevien säädösten muuttamista kilpailun kannalta tasapuolisiksi, se lisää taloutta koskevien säädösten julkisuutta jne. Eräänä esimerkkinä hallinnon viimeaikaisista uudistuksista on suunnitelu-sanan poistaminen valtion laitosten nimistä. Esimerkiksi keskeisestä valtion suunnittelukomissiosta on tullut valtion kehitys- ja uudistuskomissio.

WTO-sopimukseen kuuluu oleellisena osana myös ulkomaankaupan sääntelyn vähentäminen, tullien vähittäinen alentaminen ja Kiinan markkinoiden avaaminen myös palvelu-aloille, mm. ulkomaisille rahoituslaitoksille vuoden 2007 alusta. Tullien taso ei ole sinänsä enää erityisen korkea. Se on enää keskimäärin noin 10 prosentin tasolla, neljänneksessä 1990-luvun alun lukemista.

Markkinatalousmaan aseman saavuttaminen vähentäisi Kiinan riskiä joutua kärsimään kauppakumppaniensa taholta erilaisista rangaistustulleista ym. kaupan esteistä, joita perustellaan vastavetoina Kiinan mahdollisille valtion tukiaisille ja muille ulkomaankaupan kohdistuville hallinnollisille toimille. Tosiasiassa Kiinassa näyttää sekä Yhdysvaltain että EU:n selvitysten mukaan yhä olevan niin paljon valtion säätelyä, ettei markkinatalousmaan aseman saavuttaminen näytä vielä mitenkään selvältä.

Keskeinen kysymys Kiinan uudistumisessa on valtion yhtiöiden valmius markkinatalouteen. Tästä on ilmeisesti vaikea saada kokonaiskuvaa, ja esimerkiksi valtion yrityksistä julkaistu tilastoaineisto on puutteellista. Yritysten kannattavuudestakin on ristiriitaista tietoa. Ilmeistä on kuitenkin, että kannattavuus vaihtelee erittäin paljon. Osalla suunnitelmatalouden aikana luoduista yrityksistä ei ole toimintaedellytyksiä, osa tekee merkittäviä voittoja, näistä jotkut aidosti, toiset paikallisten monopolietujen turvin.

Valtion yritysten kokonaismäärästä näkyy erilaisia lukuja, kymmenistä tuhansista satoihin tuhansiin. Kaiketi määrä riippuu määritelmästä. Yritysten juridinen muoto ja toiminnan itsenäisyys vaihtelevat. Vasta osa niistä on yhtiömuotoisia. Ilmeisesti melko väljän määritelmän mukaan ei-yhtiömuotoisia yrityksiä on noin 150 000, joista 90 prosenttia on maakuntien hallinnoimia. Monien yritysten toiminta-ajatus on epäselvä, ja niillä on ydin-toiminnan ohella toissijaisia tehtäviä, myös paikallisia sosiaalisia tehtäviä, ne mm. ylläpitävät sairaaloita ja kouluja.

Toista tuhatta valtion yritystä on noteerattu Shanghaiin ja Shenzhenin osakepörsseissä, ja muutamia maan ulkopuolellakin. Ne ovat siten jo osakeyhtiöitä, joskin niiden omistus on sallittua pääosin vain kiinalaisille. Yhtiöiden omistajina ovat laajasti toiset valtionyhtiöt, mitä pidetään mm. osakekurssien tulkinnan kannalta ongelmallisena.

Valtion yritysomistuksen organisointi on muutosvaiheessa. Ilmeisesti valtion yritykset ovat yhä pääosin eri ministeriöiden, maakuntien ym. alaisia toimialansa ja sijaintinsa mukaan. Julkisen vallan omistuksen organisointia on kuitenkin kehitetty, ja on mm. perustettu erityisiä elimiä hallinnoimaan yhtiöitä irrallaan välittömästä julkisesta hallinnosta. Vuonna 2003 siirrettiin vajaan 200 valtion suuren yrityksen hallinnointi erityiselle komissiolle (SASAC, State-owned Assets Supervision and Administration Commission).

Kiinassa ei ole toteutettu sellaista lähes kertarysäyksellä tehtyä yksityistämistä kuin Venäjällä. Yksityistämistä koskevat periaatteet eivät ole selvät, ja ilmeisesti yksityistämisessä – kuten näköjään Kiinassa yleisesti muussakin hallinnollisessa sääntelyssä – tehdään laajasti irrallisia tapauskohtaisia ratkaisuja. Tällaisessa järjestelmässä on sen joustavuuden

ohella vakavia puutteita; se on mm. hyvin altis hallinnolliselle mielivallalle ja korruptiolle. Yritysten yksityistämiseen ja myyntiin markkinoille onkin liittynyt epäselvyyksiä (alihinnottelua johdolle ja ulkopuolisillekin). Sekä puolueen että keskus- ja paikallishallinnon eri byrokraatit puuttuvat tietyvästi edelleen häiritsevästi sekä valtion yritysten että yksityistettyjen yritysten toimintaan. Yrityksiin on pyritty saamaan mukaan ulkomaisia osapuolia, mutta ilmeisesti yhteisyritysten kehitys on vielä ollut heikkoa.

Yritysten jo laajamittaisella rationalisoinnilla on ollut vakava käänköpuolensa työntekijöiden kannalta. Vajaan 10 vuoden aikana on yksityistetyistä ja rationalisoiduista yrityksistä irtisanottu noin puolet työntekijöistä, eli kymmeniä miljoonia. Lisäksi lukuisat kaatuneet (usein kyseenalaisesti varoista tyhjennetyt) yritykset ovat jättäneet suuria määriä palkkarästejä maksamatta. Samoin on käynyt laajasti pankkilainoille.

Kiinan lainsäädäntöä on kehitetty viime vuosina voimakkaasti kansainvälisten mallien mukaan. Silti esimerkiksi markkinaehtoisien rahoitustoiminnan kannalta keskeistä konkurssilainsäädäntöä pidetään yhä puutteellisena. Suuri kysymysmerkki liittyy Kiinan poliittisen järjestelmän autoritaarisuuteen. Markkinoiden kannalta aivan oleellinen tiedonkulun vapaus puuttuu. Salailun takana pesivät helposti tuhlailu ja väärinkäytökset, kuten hallinnollinen mielivalta, sisäpiiritiedon väärinkäyttö ja lahjonta.

Vaikka lakien avulla on markkinoita ja hallintoa kehitetty, on ilmeistä, että Kiinan talouspolitiikan välineet painottuvat yhä heikosti markkinataloudessa käytettäviin. Keskeiset korot, ulkomaisten pääomaliikkeiden virrat ja paljolti kotimaiset rahoitusvirratkin perustuvat säännöstelyyn tai ainakin lievemmanasteiseen sääntelyyn. Hallitus ohjailee edelleen rahoituspäätöksiä. Monilta osin päätöksentekojärjestelmä ja vastuunkanto näyttävät epäselviltä, mm. koska maakuntien viranomaisten asema on vahva. Sinänsä vahva paikallishallinto on Kiinan tapaisessa valtavan suuressa maassa varmaan perusteltua, kunhan sen asema on selkeä. Vaikeaksi ongelmaksi voi osoittautua se, miten sekä julkinen hallinto että talouselämä saadaan joustavasti siirtymään markkinapohjaisten talouspolitiikan välineiden käyttöön.

Kiinan raha- ja valuuttapolitiikka on yhä vahvasti puolueen ja hallituksen ohjaamaa. Keskuspankki tekee yksityiskohtaiset korkojärjestelmää ja korkoja koskevat ratkaisut. Keskuspankkilain 5 pykälässä tämä on avoimesti todettu: "Kiinan Kansanpankin tulee esittää valtioneuvostolle hyväksyttäväksi ennen niiden täytäntöönpanoa päätökset, jotka koskevat vuotuista rahamäärää, korkotasoa, valuuttakurssia ja muita valtioneuvoston täsmen-tämiä tärkeitä asioita. Kiinan Kansanpankki voi itse toteuttaa ja panna välittömästi täytäntöön rahapoliittiset päätökset, jotka koskevat muita asioita kuin edellä mainittuja, edellyttäen, että se saattaa ne tiedoksi valtioneuvostolle."

Keskuspankilla on laajat valtuudet valvoa pankkien toimintoja, mutta rahoituslaitosten vakavaraisuutta valvomaan perustettiin vuonna 2003 erityinen virasto "China Banking Regulatory Commission" (CBRC). Arvopaperimarkkinoita valvoo China Securities Regulatory Commission (CSRC). Valuutansäännöstelyä varten Kiinassa on samoin erillinen virasto "State Administration of Foreign Exchange" (SAFE), joka toimii ilmeisesti yhteistyössä keskuspankin kanssa. Kiinassa on yhä voimassa varsin kattava ja yksityiskohtainen sekä monilta säädöksiltään mutkikas valuutansäännöstely, joskin sitä on varovasti väljennetty.

2 Kiinan talouden pääsektoreiden rahoitustasapaino

2.1 Ulkomaankauppa ja vaihtotase

Kiinan talouden rahoitustasapaino vaihtotaseen kehityksellä arvioituna on pysynyt suhteellisen vakaana viime vuosina. Vaihtotase on ollut 1-3 prosenttia BKT:sta ylijäämäinen, eli noin 20-30 mrd. dollaria vuosittain. Kauppataseen ylijäämä on ollut hiukan vaihtotaseen ylijäämää suurempi. Vuoden 2004 alkupuoliskolla kauppatase kääntyi alijäämäiseksi.

Kiinan vaihtotasetta tukee lähes yhteen prosenttiin BKT:sta nouseva tulonsiirtojen virta, joka on pääosin ulkomailla asuvien ja työssä olevien kiinalaisten lähettämiä tuloja. Toisaalta maalla on jonkin verran alijäämää palvelujen ja tuotannontekijäkorvausten taaseissa. Vaikka Kiinaan on tehty merkittävästi suoria sijoituksia, ulkomaalaisille kuuluvat tuotannontekijäkorvaukset jäävät yhä bruttomääräisestikin vain pariin prosenttiin BKT:sta.

Kiinan ulkomaankauppa on kasvanut erittäin nopeasti, viime vuosina jopa 30-40 prosentin vuosivauhtia. Kiina on jo noussut maailman suurimpien viejien joukkoon.⁴ Yli 30 prosenttiin noussut viennin osuus BKT:sta on korkea, kun otetaan huomioon talouden suuri koko. Toisaalta viennin tuontipanos on yleisesti myös suuri – eli Kiinassa tapahtuu paljon tuotteiden kokoamista –, jolloin ulkomaankaupan merkitys arvonlisäyksen kannalta on merkittävästi pienempi. Kiinan ulkomaankaupan jakaumaa tarkastellaan myöhemmin valtuuttapolitiikan käsittelyn yhteydessä.

Kiinan viennissä ulkomaalaisten omistamilla yrityksillä on hallitseva asema. Kiinan perinteinen valtion yhtiöiden tuotanto ei ole ilmeisesti erityisen kilpailukykyistä laatuongelmien ja raskaan kustannusrakenteen vuoksi, mutta viennissä niiden osuus on kuitenkin vielä runsas neljännes. Kiinan kevyt teollisuus on jo täyttänyt kehittyneen maailman halpamyymälät erilaisella pikkutavaralla, ja on todennäköistä, että tämän tuotannon jalostusaste nousee nopeasti. Samaan tapaanhan Japaninkin vienti alkoi leikkikalusta 1950-luvulla, mutta jo 1960-luvulla siirryttiin korkealaatuisiin kameroihin, autoihin ym. Kiina muistuttaa Japania myös sikäli, että se joutuu tuomaan kasvavia määriä energiaa ja raaka-aineita. Toisaalta Japanin kasvustrategia oli erilainen sikäli, että uudistukset ja vienti perustuivat kotimaisiin yrityksiin, eivät ulkomailta saatuihin suoriin sijoituksiin.

Koska Kiinan vaihtotase on ollut pitkään ylijäämäinen, maa on nettovelkoja (vaikkaakaan Kiina ei näytä julkaisevan kattavia tilastoja maan ulkomaisista veloista ja saamisista). Kiinan maksutaseen tuotannontekijäkorvaukset suuntautuvat siitä huolimatta netto ulkomaille päin. Tämän selittyy paljolti suorien sijoitusten ulkomaalaisille kuuluvilla suurilla tuotoilla. Toisaalta Kiinan saamiset ovat ilmeisesti valtaosin lyhytaikaisia, nykyisin hyvin matalakorkoisia sijoituksia. Muun muassa Kiinan keskuspankki on sijoittanut runsaasti Yhdysvaltain valtion matalakorkoisiiin papereihin, joista sen saamat korkotulot ovat suhteellisen pienet. Dollarin lyhytaikaisen koron nousu lisää Kiinan korkotuloja voimakkaasti.

Kiinan ulkomaankauppa ja muut vaihtotaseen erät vapautettiin säännöstelystä 1990-luvulla. Vuonna 1996 Kiinan valuutta tuli vaihdettavaksi valuutaksi vaihtotaseen osalta IMF:n artikla VIII mukaisesti. Vaikka varsinaista valuuttapoliittista vaihtotaseen säännöstelyä ei ole, Kiinan talous perustuu osin yhä vahvaan valtion ohjaukseen, ja ulkomaisen toiminnan rajoituksia, mm. raaka-aineita koskevaa kiintiöintiä tulee tätä kautta. Monissa Aasian maissa ja epäilemättä Kiinassakin harrastetaan erityisesti kotimaan kaupan piirissä tuontihyödykkeiden syrjimistä.

⁴ Vuonna 2003 maailman suurin viejä oli dollareissa laskettuna Saksa, noin 750 mrd. dollaria, Yhdysvallat jäi runsaaseen 720 mrd. dollariin. Koko vuoden luvuissa Japanin vienti, noin 470 mrd. dollaria, ylitti vielä Kiinan 440 mrd. dollarin viennin ulkomaille, mutta loppuvuonna Kiinan vientiluvut olivat jo suurempia. Entisten trendien jatkuminen pitäisi Kiinan vientimaana vielä muutamia vuosia Saksan ja Yhdysvaltain jäljessä. Tuojana Kiina oli kolmas, 410 mrd. dollaria, selvästi Japania, 380 mrd. dollaria, suurempana.

Kiinan kauppapolitiikkaan kohdistettu kritiikki lienee siten monilta osin aiheellista, vaikkakin amerikkalaiset varmaan liioittelevat syytellessään Kiinaa sen protektionismista. Toinen Kiinan tuontia ja näin myös vaihtotaseen heikkenemistä rajoittava tekijä on ollut pääomanliikkeiden säännöstely, joka on rajoittanut ulkomaankaupan rahoitusta. Tätä käsitellään enemmän valuutansäännöstelyn yhteydessä.

2.2 Säästäminen ja investoinnit

Kiinan säästämis- ja investointiasteet ovat nousseet viime aikoina tavattoman korkeiksi, joskin ne kävivät samoilla tasoilla myös kymmenen vuotta sitten. On lähes uskomatonta, että Kiinassa sijoitetaan reaali-investointeihin jokseenkin saman verran kuin kotitaloudet käyttävät kulutukseen. Tämä kertoo voimakkaasta säästämisestä mutta myös varsinkin maaseudun vähäisistä kulutusmahdollisuuksista. Ehkä kysymys on myös siitä, että osa ylimitoitetuista julkisista rakennusinvestoinneista voisi kuulua pikemminkin (kerska)kulutukseen kuin investointeihin.

Ilmeisesti korkeat säästämis- ja investointiastelukemat ovat, tosin vain pienessä määrin, seurausta myös tilastointiongelmista. On mahdollista, että nimittäjä, siis BKT:n arvo, on jonkin verran aliarvioitu. Ainakin viime aikoina kysyntäerien kautta laskettu BKT on ollut parin prosentin verran suurempi kuin tuotannon kautta laskettu BKT, joka esitetään virallisissa tilastoissa.

Kiinan (brutto)säästämisaste oli vuonna 2003 noin 46 prosenttia (brutto)kansantuotteesta ja (brutto)investointiaste vajaan 43 prosenttia.⁵ Lukemat voivat olla maailman korkeimpia, ainakin ne ovat ylivoimaisesti korkeimpia suurista maista. Japanin säästämisaste on noin kaksi kolmasosaa, euroalueen puolet ja Yhdysvaltain vain runsas kolmasosa Kiinan säästämisasteesta.

Kiinan kansantalouden jako pääsektoreihin näyttää oudolta ainakin sikäli, että julkisen talouden osuus on kansantalouden tilastoissa varsin pieni. Tämä johtuu siitä, että valtion yritystoiminta ja investoinnit on sisällytetty hyvin laajasti yrityssektoriin. Sektorikohtaisten tulojen tilastointi on Kiinassa yhä epävarmaa, ja siitä julkaistaan tietoja vuosien viihteellä.

Vuonna 2000 kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen osuus kansantulosta oli 65 prosenttia, yritystulon osuus 15 prosenttia, julkisen sektorin käytettävissä olevan tulon 20 prosenttia ja rahoituslaitosten tulo vajaan 1 prosentin. Tämä tulonjako kansantalouden pääsektoreiden mukaan on suhteellisen normaali kansainvälisesti vertaillen.

Kiinan kansantalouden korkea säästämisaste tulee ennen kaikkea kotitaloussektorista, joskin muidenkin sektoreiden säästäminen on suhteellisen vahvaa. Kansantalouden koko säästämisasteeseen (39 prosenttia vuonna 2000) kotitalouksien kontribuutio oli 16,5 prosenttiyksikköä, yritysten 15 prosenttiyksikköä, julkisen talouden 6 prosenttiyksikköä ja rahoituslaitosten vajaan 1 prosenttiyksikköä. Kotitalouksien säästön osuus sektorin omasta käytettävissä olevasta tulosta oli 25 prosenttia, eli säästämisaste oli erittäin korkea.

Investointien osalta kansainvälisesti, varsinkin länsimaisittain katsoen poikkeuksellinen on nimenomaan yritysten korkea investointiaste. Vuonna 2000 yritysten investoinnit

⁵ Kiinan tilastoviranomaiset laativat kansantalouden pääsektoreiden rahoituskehitystä kuvaavan rahoitustilinpäivityksen, mutta parin vuoden viihteellä. Vuoden 2003 tilastollisen vuosikirjan esittämä rahoitustilinpäivitys on vuodelta 2000. Kiinan keskuspankki puolestaan esittää vuosikertomuksessaan rahoitustilinpäivitystä ns. alaosan, eli rahoitusvaateiden muutokset jonkin verran nopeammin. Vuoden 2002 vuosikertomuksessa on tilasto vuosilta 1996-2001. Nämä tiedot antanevat suhteellisen hyvän yleiskuvan nykyisistäkin Kiinan rahoitusrakenteista.

olivat yli 27 prosenttia kansantulosta. Harvassa maassa edes koko investointiaste nousee näin korkeaksi. Kotitalouksien runsaan 5 prosentin ja julkisen sektorin vajaan 4 prosentin osuudet ovat korkeahkoja, mutta kuitenkin suhteellisen lähellä normaaleja kansainvälisiä tasoja. Julkisista investoinneista kuitenkin huomattava osa – esimerkiksi tienrakennuksia – sisältyy yritysten investointeihin, sillä investointeja tapahtuu muodollisesti yhtiöitetyn toiminnan kautta.

Verrattaessa sektoreittain investointiastetta säästämisasteeseen voidaan todeta kotitalouksien olevan erittäin voimakkaasti rahoitusylijäämäinen, ja tämän ylijäämän peilikuva on varsin pitkälti yritysten todella suuri alijäämä. Näihin nähden julkisen talouden ja vaihtotaseen poikkeamat nollatasoilta ovat vähäisiä. Kiinan keskuspankin vuosikertomuksen mukaan kotitalouksien ja yritysten rahoitusaseman vastakkaisuus oli pääosan 1990-lukua vielä suurempi kuin vuosituhatteen vaihteessa. Menneellä vuosikymmenellä rahoitusmarkkinat kohdensivat vuosittain jopa 15 prosentin luokkaa BKT:sta olevan summan kotitalouksilta yrityksille, mutta viime vuosina tämä rahoitusvirta on jäänyt 10 prosentin tuntumaan ja allekin. Tämä rahoitustoiminta on laajentanut Kiinan rahoituslaitokset erittäin suureksi.

Tilastollisen vuosikirjan mukaan julkinen sektori oli 1-2 prosenttia rahoitusylijäämäinen vuonna 2000, kun taas keskuspankin kuviossa sektorilla on alijäämää suunnilleen saman verran. Kyseessä lienee erilainen sektoriluokitus. Keskuspankin kuvion mukaan vuosina 2000-01 kotitalouksien rahoitusylijäämä oli noin 10 prosenttia BKT:sta, josta siis (tilastoteknisesti katsoen) julkiselle sektorille meni pari prosenttiyksikköä, samoin ulkomaille vaihtotaseen ylijäämänä, ja yritysten alijäämän kattamiseen riitti 5-6 prosenttia BKT:sta.

2.3 Sektoreiden velkojen ja saatavien kehityksen pääpiirteitä

Kotitalouksien rahoitusylijäämän ja yritysten alijäämän suuruus antaa viitteitä siitä, että Kiinan rahoitusmarkkinat, ja nimenomaan pankkien rahoituserät ovat laajat. Maa ei ole kokenut talouden siirtymävaiheen aikana voimakasta inflaatiota, joten pitkäaikaiset yli- ja alijäämät näkyvät kertyneinä suurina rahoitusvaroina ja -velkoina. Viimeinen merkittävä inflaatiovuosi oli 1996, jolloin kuluttajahinnat nousivat runsaat 8 prosenttia. Sen jälkeen hintataso pysyi kuusi vuotta lähes vakaana viime vuoteen asti, jolloin lähinnä maatalouden hintojen nousu toi inflaation. Vuonna 2004 kuluttajahintojen nousu on ollut runsaassa 5 prosentissa.

Kiinan rahoitusvirtojen rakenne vastaa melko tyypillistä yksinkertaisten rahoitusmarkkinoiden mallia. Pankkien merkitys on hyvin suuri. Keskeiset neljä suurta valtion pankkia ovat ilmeisesti yhä pikemminkin valtion virastoja, jotka kohdentavat kuitenkin pääasiassa yksityisten tallettajien varoja. Kiinan pankkijärjestelmä on vasta hiljalleen kehittämissä markkinaehtoisiksi instituutioiksi.

Kiinan keskuspankin rahoitustilinpidon⁶ mukaan vuonna 2002 rahoitusvaateiden muutoksen kautta laskettu kotitalouksien rahoitusylijäämä oli vajaan 13 prosenttia, yritysten rahoitusaliäämä 9 prosenttia, julkisen sektorin alijäämä noin 1½ prosenttia ja rahoituslaitosten ylijäämää noin ½ prosenttia BKT:sta. Yhteensä talouden rahoitusyliää eli ulkomaisen vaihtotaseen ylijäämää oli siten vajaan 3 prosenttia BKT:sta.

Kotitalouksien sijoituksista lähes kolme neljäsosaa meni pankkitalletuksiin ja vajaan kymmenesosa setelistöön. Talletusten lisäys vastasi 12 prosenttia BKT:sta. Arvopapereihin

⁶ Rahoitustilinpidon tiedot on esitetty keskuspankin vuosikertomuksen (2003) liitetaulukoissa. Niissä on esitetty vain rahoitusvaateiden muutokset sektoreittain, mutta ei vastaavia tuloja ja tulonkäyttöä kulutukseen, säästämiseen ja reaali-investointeihin.

sijoitettiin vajaa 10 prosenttia kotitalouksien sijoitusten kasvusta ja jonkin verran enemmän vakuutusrahastoihin. Kotitaloudet ottivat toisaalta myös lainoja määrän, joka oli runsas kolmannes pankkitalletusten kasvusta. Kiinan juaneissa kotitalouksien talletukset kasvoivat runsaat 1.4 triljoonaa ja pankkiluotot kotitalouksille runsaat 0.5 triljoonaa (500 mrd) jua-nia.⁷

Yritysten osalta herättää huomiota, että ne voimakkaan velkaantumisen ohella lisäsivät vuonna 2002 myös tuntuvasti rahoitussijoituksiaan. Yritysten pankkilainat lisääntyivät määrällä, joka vastaa noin 12 prosenttia BKT:sta ja talletukset vastaavasti noin 9 prosenttia BKT:sta. Sekä lainojen että talletusten lisäyksestä suurin osa oli lyhytaikaisissa erissä. Ulkomaiset suorat sijoitukset yrityksiin kattoivat viidenneksen yritysten ulkoisen rahoituksen kasvusta; ne olivat 3.5 prosenttia BKT:sta vuonna 2002. Kotimaisena osakerahoituksena tuli vain neljännes tästä. Muiden ulkomaisten saamisten ja velkojen muutokset olivat vain 1-2 prosentin luokkaa yrityssektorin koko rahoituksesta.

Keskuspankin rahoitustilinpidon mukaan julkisen sektorin velat lisääntyivät määrällä, joka vastaa runsasta 4 prosenttia, ja saamiset määrällä, joka vastaa noin 3 prosenttia BKT:sta. Velkaantuminen tapahtui obligaatiomarkkinoilla, sen sijaan pankkiluottoja ei juurikaan käytetty. Saamisten lisäys oli melkein kokonaan talletuksia.

Pankkien kaikkien talletusten lisäys vastasi noin 25 prosenttia BKT:sta ja luottojen lisäys noin 20 prosenttia BKT:sta vuonna 2002. Nämä lisäykset olivat tavattoman suuria taloudessa, jossa ei ollut inflaatiota. Pankkien luottoja yleisölle oli noin 140 prosenttia BKT:sta. Lisäksi pankit olivat luottaneet julkista sektoria runsaalla 10 prosentilla BKT:sta. Rahamäärä M2 oli vuoden 2002 lopussa noin 180 prosenttia BKT:sta, erän maailman korkeimpia, ellei korkein varsinaisten finanssikeskusmaiden ulkopuolella. Rahamäärään sisältyy setelistä vajaa 10 prosenttia, eli noin 17 prosenttia BKT:sta. Setelistö on Kiinassa yhä erittäin suuri kansainvälisesti vertaillen. Se on kuitenkin kasvanut viime vuosina hitaammin kuin talletukset.

2.4 Julkisen talouden rahoitus

Kiinan julkinen talous näyttää kokeneen talousuudistusten myötä suuria muutoksia, ja näitä on tehty varmaan myös tilastoinnissa. Julkiset tulot olivat 1970-luvun lopussa yli 30 prosenttia BKT:sta, mutta niiden osuus laski 1990-luvun puolivälissä runsaaseen 10 prosenttiin(!), josta ne ovat uudelleen nousseet vajaan 20 prosenttiin BKT:sta. Keskushallinnon osuus julkisista menoista on noin 30 prosenttia, joten maakunnilla ja muulla paikallishallinnolla on julkisessa sektorissa hallitseva osuus. Osa erilaisista veroista tulee pelkästään keskushallinnolle, osa maakunnille ja osa jaetaan.

Julkisen sektorin tulot ovat lähes kokonaan veroja. Vuonna 2002 verotuloja kertyi vajaan 1.76 triljoonan, eli 1 760 mrd. juanin verran, mikä oli pyöreästi 18 prosenttia BKT:sta. Arvonlisävero tuotti vajaan 620 mrd., yritysten tulovero runsaat 300 mrd. ja liike-toiminnan vero 250 mrd. jua-nia. Kotitalouksien tulovero tuotti vain 120 mrd. jua-nia. Kotitalouksien verotuksen painopiste oli kulutuksessa: kulutusvero 100 mrd. jua-nia sekä tuon-

⁷ Koska juan on nimellisarvoltaan varsin pieni raha, noin 10 eurosenttiä, Kiinan nimelliset rahasuuret nousevat hyvin suuriin lukuihin. Suuria lukuja esitettäessä ongelmana on eri nimitysten käyttö Keski-Euroopassa (ja virallisesti myös Suomessa) ja Yhdysvalloissa. Aasiassa seurataan ainakin markkinoiden englannin kielessä Yhdysvaltain käytäntöä. Kolmen nollan lisäykset menevät Suomessa - kai alkuaan ranskalaisen käytännön mukaan - miljoona (1 000 000), miljardi (1 000 000 000), biljoona (1 000 000 000 000), triljoona (1 000 000 000 000 000) mutta amerikkalaisen käytännön mukaan vastaavasti miljoona, biljoona, triljoona. Käytän tässä sekajärjestelmää, eli puhun miljardeista, kun on kyse tuhansista miljoonista, mutta amerikkalaisittain ja aasialaisittain triljoonista, kun on puhe tuhansista miljardeista. Euroopassa ne olisivat biljoonia.

nin kulutusvero ja arvonlisävero 190 mrd. juania. Muiden tullien tuotto oli ilmeisesti vain 70 mrd. juania.

Julkisista menoista käytettiin investointeihin noin 15 prosenttia, koulutukseen ja sosiaalimenoihin vajaat 20 prosenttia, hallinomenoihin vajaat 15 prosenttia, puolustukseen vajaat 10 prosenttia, maatalouden tukeen runsas 5 prosenttia, tieteen ja teknologian tukeen lähes saman verran ja muihin hintatukiin vähän vähemmän.

Julkinen sektori ei ole velkaantunut kovin merkittävästi Kiinassa. Julkinen alijäämä on pysytellyt viime vuosina noin 3 prosentissa BKT:sta (käsite poikkeaa edellä rahoitustilinpäidön yhteydessä esitetystä; tässä menot sisältävät myös sijoitukset rahoitusvaateisiin). Kun talous on toisaalta kasvanut nopeasti, julkisen sektorin velkaantuneisuus on viimeksi kuluneen kymmenen vuoden aikana vain hiljalleen noussut. Velan kasvu on toteutunut kotimaassa, sen sijaan ulkomainen velka on merkittävästi laskenut. Velasta enää noin neljännes on ulkomaista.

Kaikkiaan erilaisia julkisen sektorin velkoja oli vuoden 2000 rahoitustilinpäidossa noin 40 prosenttia BKT:sta, mutta rahoitussijoituksia on myös noin 30 prosenttia BKT:sta. Arvopapereiden muodossa velkaa oli runsaat 30 prosenttia BKT:sta. Kotimaisesta velasta, jota oli vajaa 25 prosenttia BKT:sta, runsas toinen puoli oli pankkijärjestelmän hallussa, pääosin neljällä suurella valtion pankilla. Keskuspankin hallussa oli valtion velkaa noin 3 prosenttia BKT:sta. Kiina ei julkista tuoreita lukuja julkisesta velastaan, mutta velkaantuneisuus ei ole viime vuosina paljon muuttunut, ja velan taso on nykyisin ilmeisesti sen määrittelystä riippuen noin 25-30 prosenttia BKT:sta.

Kiinan julkinen talous on näiden lukujen valossa suhteellisen vahva. Kuitenkin Kiinan julkisella vallalla on muitakin rahoitusongelmia. Maan "yhden lapsen politiikka" on heikentämässä väestörakennetta, ja eläkeongelma alkaa tuntua samaan tapaan kuin länsimaissa ja Japanissa. Ehkä suurin rahoitusongelma liittyy kuitenkin valtion pankkien velkavastuuihin. Kiinan pankkivalvontaviraston (China Banking Regulatory Commission) arvion mukaan lähes viidennes näiden pankkien luotoista – vastaten samalla neljännestä BKT:sta - on hoitamattomia. Tätä virallista arviota pidetään yleisesti liian alhaisena.

Jos julkinen valta joutuu ottamaan nämä velkavastuut hoitoonsa, sen velka karkeasti arvioiden ainakin kaksinkertaistuu. Kiinan valtio tulisi tällöin varsin raskaasti velkaantuneeksi, vaikkakaan ei ehkä vielä paljon yli länsimaiden keskitason. Kiinan pankkien velkaongelma on paha, mutta se ei näytä ylipääsemättömältä. Velkaongelman mahdollisesti aiheuttama kriisi ei liene myöskään voimakkaan säännöstelyn vuoksi ajankohtainen, ja parhaimmillaan talouden kasvu voisi hoitaa velat suurelta osin.

2.5 Ulkomaiset pääomanliikkeet

Kiinalla on ollut jo pitkään pieni, noin 20-30 mrd. dollarin suuruinen, 1-3 prosentin luokkaa BKT:sta ollut vaihtotaseen ylijäämä. Se on osaltaan aiheuttanut Kiinalle tarvetta sijoittaa varoja ulkomaille.

Vaihtotaseen ylijäämä ei ole kuitenkaan Kiinan viime vuosien valuuttavarannon kasvun pääaiheuttaja. Yksityisen sektorin pääomanliikkeistä ylivoimaisesti suurin erä on viime vuosina ollut suorat sijoitukset Kiinaan. Vuosittain näitä on tehty noin 40-50 mrd. dollarin arvosta. Summa ei ole itse asiassa talouden kokoon suhteutettuna kansainvälisesti katsoen erityisen suuri, vaan kehittyneiden maiden lukuihin nähden pikemminkin keskitasoa, vajaat 5 prosenttia BKT:sta. Kiina on saanut runsaan kolmanneksen kehittyvien talouksien saamista suorista sijoituksista, mikä on osaltaan ylläpitänyt mielikuvaa vahvasta "kiinailmiöstä". Suorien sijoitusten määrä heijastaa kuitenkin lähinnä vain Kiinan suurta osuutta

maailman väestöstä. Kiinan saamien suorien sijoitusten osuus ei kovin paljon ylitä Kiinan osuutta kehittyvien talouksien väestöstä.

Vaikka hyvin paljon on puhuttu länsimaisten kansainvälisten yritysten sijoituksista, valtaosan Kiinaan kohdistuvista suorista sijoituksista ovat tehneet Aasian maissa asuvat ulkokiinalaiset, mm. Taiwanilta. Tosiasiassa lännen yritykset ovat Kiinan taloudessa mukana varsin pienillä rahallisilla panoksilla.

Se, että suorat sijoitukset Kiinaan on pääomanliikkeiden suurin erä, ei johdu yksin sijoittajista vaan hyvin paljon Kiinan valuutansäännöstelystä. Oikeastaan ulkomaisista pääomanliikkeistä vain suorat sijoitukset Kiinaan ovatkin suhteellisen vapaat säännöstelystä, kun taas muita, erityisesti juanmääräisiä rahoitustoimia rajoitetaan. Pääomanvienti suorina sijoituksinakin on luvanvaraista. Rajoitukset ovat olleet varsin tiukkoja, mutta hiljalleen suoria sijoituksia ulkomaille vapautetaan. Säännöstely ei liene kuitenkaan ollut ainoa syy siihen, että suorat sijoitukset Kiinasta ulospäin ovat jääneet tähän saakka yleensä alle kymmenesosaan Kiinaan päin tehdyistä. Kiinasta tehtyjen sijoitusten vähäisyydessä näkyy osin Kiinan oman kotimaisen teollisuuden suhteellinen heikkous kansainvälisessä kilpailussa.

Kiinalaiset ovat tehneet jonkin verran – suuruusluokaltaan vuosittain noin 1-2 prosenttia BKT:sta – portfoliosijoituksia ulkomaille. Viime vuonna näitä sijoituksia kuitenkin kotiutettiin enemmän kuin tehtiin. Valtio on maksanut pois sinänsä vähäisiä ulkomaisia velkojaan. Kiinaan päin portfoliosijoituksia on säännöstelytoimin rajoitettu voimakkaasti. Ulkomaalaisilla on esimerkiksi vain rajoitettu mahdollisuus ostaa kiinalaisia osakkeita, ns. B-osakkeita, joita on tarjolla mitättömän vähän. Lisäksi eräille ulkomaisille investointipankeille on annettu pieniä mahdollisuuksia sijoittaa A-osakkeisiin.

Muissa sijoituksissa on jonkin verran vaihtelua, mikä näyttää tulevan paljolti pankkien eristä. Merkittävää pääomanvientiä toteutui vuosina 1999-2000. Toisaalta viime vuonna nämä muut pääomanliikkeet suuntautuivat voimakkaasti Kiinaan päin juanin vahvistumisodotusten vauhdittamina. Näissä erissä ulkomaisten saamisten väheneminen ja velkojen lisäys nousi 30 mrd. dollariin vuonna 2003.

Joidenkin arveluiden mukaan nimenomaan pankit siirsivät vuonna 2003 sijoituksiaan dollareista juaneihin. Pankkien ulkomaiset saamiset ja velat eivät ole kuitenkaan parin viime vuoden aikana kovin paljon muuttuneet, eivät myöskään pankeissa olevat kotimaiset valuuttatalletukset. Pankeilla on ulkomaisia saamisia selvästi enemmän kuin velkoja, mutta saamisetkin kattavat vain muutamia prosentteja taseesta.

Kiinan pääomanliikkeitä on vapautettu hyvin varovasti. Valuuttatulojen kotiutusvelvollisuus on yhä voimassa. Valuuttamääräisten talletusten lisääntyvä salliminen vähentää keskuspankin valuuttainterventioiden tarvetta. Pankithan joutuvat valuuttakurssiriskiä välttääkseen tekemään vastaavan valuuttasijoituksen, käytännössä pääasiassa ulkomaille. Näin keskuspankki ei joudu sitä tekemään. Pankeilla on mahdollisuus myöntää myös kotimaisia valuuttaluottoja. Suojaus valuuttajohdannaisten avulla ei ole ainakaan laajasti sallittua, mutta tämäkin johtaisi jotakin kautta todennäköisesti pääoman vientiin. Tietävästi valuuttajohdannaisten markkinoita kehitetään mm. ulkomaisten asiantuntijoiden avulla.

Kiinan maksutaseen tulkinta näyttää varsin selkeältä, koska pääomanliikkeet ovat vähäisiä ja ilmeisesti melko hyvin tilastoituja. Kiinan suhteellisen tiukasta valuutansäännöstelystä varmaan johtuu, että maksutaseen tilastoero on yleensä ollut varsin pieni, selvästi alle 1 prosentti BKT:sta. Viime vuonna tilastoero, joka oli pääosin juanin vahvistumisspekulaatioon liittyntä tilastoimatonta pääomantuontia, nousi kuitenkin nettomääräisesti merkittävästi normaalia suuremmaksi. Se jäi silti vain runsaaseen yhteen prosenttiin BKT:sta.

Vaihtotaseen ylijäämä ja Kiinaan virranneet suorat sijoitukset ovat tuoneet Kiinan valuuttamarkkinoille valuutan ylitarjontaa. Valuutansäännöstely on estänyt tämän paineen

purkautumisen pääoman vientinä ulkomaille. Kiinan keskuspankki onkin joutunut ostamaan ylimääräisen valuutan pitääkseen juanin dollarikurssin kiinteänä. Viime vuosina keskuspankki on ostanut valuuttaa peräti noin 100 mrd. dollarin vuosivauhdilla, joka vastaa yli viittä prosenttia BKT:sta.

2.6 Vakuutussäästäminen

Kiinan eläkkeet on rahastoitu vain hyvin pienessä määrin. Valtiolla on sosiaaliturvarahasto (Social Security Fund), jonka rahasto oli vuonna 2003 kuitenkin vain 16 mrd. dollarin suuruinen, eli runsas yksi prosentti BKT:sta. Se on sijoittanut varansa kotimaisiin korkosijoituksiin, mutta myös osakesijoituksia ollaan lisäämässä.

Kiinan vakuutusmarkkinoiden tiukka säännöstely lievenee hiljalleen, ja maahan perustetaan runsaasti vakuutuslaitoksia. Vuonna 2003 Hong Kongissa ja New Yorkissa listautui yhtiö nimeltä China Life, jolla on lähes puolet Kiinan henkivakuutusmarkkinoista. Ping An Insurance kattaa lopusta melkein puolet. Kiinan vakuutuskenttä näyttää kokeneen myös tappion kausia. Kiinan WTO-sopimus sisältää vakuutusketän avaamisen lähivuosina ulkomaisille yhtiöille. Toistaiseksi näiden osuus on ollut mitätön Kiinan markkinoilla.

2.7 Arvopaperimarkkinat

Kiinassa liikkeessä olevista kotimaisista obligaatioista oli vuoden 2002 lopussa valtion velkaa 1.9 triljoonaa juania (vajaat 250 mrd. dollaria) ja muita obligaatioita 1.0 triljoonaa juania. Edellinen oli noin 20 prosenttia ja jälkimmäinen noin 10 prosenttia BKT:sta. Yritysten (muiden kuin rahoituslaitosten) liikkeeseen laskemien obligaatioiden osuus oli lähes olematon, 10 mrd. dollaria.

Kotimaisten obligaatioiden ulkomaista kauppaa ei juurikaan sallita, joten niiden korko määräytyy kotimaassa. Näiden obligaatioiden korot ovat olleet varsin matalat, parin viime vuoden aikana 2-3 prosentin luokkaa. Pankkien väliset obligatiomarkkinat ovat Kiinassa suhteellisen vilkkaat. Valtion suuret liikepankit ostavat obligaatioita muilta liikepankeilta ja muilta rahoituslaitoksilta. Valtion pankkien taseen saamisissa portfoliosijoitukset kattavat yli kymmenesosan. Summa on noin 20 prosenttia BKT:sta. Kiinan obligatiomarkkinoiden samoin kuin osakemarkkinoidenkin merkitys on rahapolitiikan kannalta vielä vähäinen.

Kiinassa on kaksi suurta osakepörssiä, Shanghaissa ja Shenzhenissä, joka on nopeasti miljoonakaupungiksi kehittynyt keskus etelässä Guangdongin maakunnassa Hong Kongin lähellä. Näistä edellinen pörssi on vähän suurempi. Listattuja yhtiöitä on nykyisin noin 1 500, ja näistä noin 90 prosenttia on puhtaasti kotimaisia. Ilmeisesti vain noin 100 yhtiöissä on myös B-osakkeita, joita ulkomaalaisetkin saavat ostaa. Lisäksi joillakin kansainvälisillä investointipankeilla on lupa sijoittaa pieniä summia A-osakkeisiin. B-osakkeiden arvo ja niiden vaihto on vain muutamia prosentteja A-osakkeiden arvosta ja vaihdosta.

Vuoden 2002 lopussa osakkeiden koko markkina-arvo oli vajaat 40 prosenttia BKT:sta, eli kansainvälisesti vertaillen varsin pieni. Ulkomaalaisten osuus Kiinan osakemarkkinoilla on vähäinen. Maksutaseen lukujen mukaan viime vuosina Kiinasta on ostettu portfolio-osakkeita vaihtelevia määriä, maksimissaan 7 mrd. dollaria vuonna 2000. Suorat sijoitukset ovat olleet keskimäärin yli kymmenkertaiset.

Sekä Shanghain että Shenzhenin pörseissä lasketaan indeksit A- ja B-osakkeille. A-indeksit lasketaan juaneissa mutta Shanghain B-indeksi Yhdysvaltain dollareissa ja Shenzhenin B-indeksi Hong Kongin dollareissa (joka on valuuttakatejärjestelmällä sidottu kiin-

teästi Yhdysvaltain dollariin). Shanghain pörssissä on lähinnä Kiinan pohjoisosien valtion yhtiöitä ja Shenzhenissä eteläisiä, paljolti jopa kummankin kaupungin paikallisia yhtiöitä. Molemmissa B-listoissa suurimmat yhtiöt ovat paljolti sähkö- ym. energiayhtiöitä, joskin Shenzhenin B-listan suurin on China International Marine Containers Co 10 prosentin painolla. Kansainvälisesti hyvin tunnettuja omia teollisuusyhtiöitä Kiinalla ei vielä olekaan. Ulkomaalaisten omistamat yritykset eivät ole listautunut kiinalaisiin pörssiin.

Shanghain A-indeksissä on (kevällä 2004) vajaat 800 yritystä ja B-indeksissä runsaat 50, Shenzhenin A-indeksissä vajaat 500 yritystä ja B-indeksissä runsaat 50 yritystä. Osakkeiden yhteenlaskettu markkina-arvo on Shanghain A-indeksissä vajaat 30 prosenttia Kiinan BKT:sta ja Shenzhenin A-indeksissä vain runsaat 10 prosenttia Kiinan BKT:sta. B-indeksien markkina-arvot ovat lähes mitättömiä, selvästi alle yhden prosentin Kiinan BKT:sta, Shanghaissa vain 5 mrd. dollaria ja Shengzhenissä vähän enemmän (Yhdysvaltain dollareissa). Pörsseissä lasketaan myös muita indeksejä. Sekä Shanghaissa että Shenzhenissä lasketaan A- ja B-indeksit yhdistettyinä. Nämä esitetään juaneissa.

A- ja B-indeksit ovat liikkuneet pääpiirteissään samansuuntaisesti. B-indeksi nousi jyrkästi vuonna 2001 (ilmeisesti liberalisoinnin vuoksi?), ja sen jälkeen siinä on ollut lievä laskeva trendi, jota taas ei ole vuoden 2001 laskun jälkeen nähtävissä A-indeksissä. Vuoden 2004 alkukuukausien nousu ja huhtikuun lasku olivat varsin yhdenmukaisia. Toisaalta joulukuussa 2003 B-indeksit laskivat, mutta A-indeksit nousivat. Erot kertovat varmaan jotakin ulkomaisten sijoittajien suhtautumisen muutoksista Kiinaan, mutta B-osakkeiden pienen määrän vuoksi tulkinta lienee epävarmaa.

Kiinan osakemarkkinoita ulkomaisten sijoittajien kannalta heijastelee usein paremmin Hong Kongissa Hang Seng –indeksi, koska monilla Hong Kongin suurilla yrityksillä on linkkejä Manner-Kiinaan. Hong Kongin teollisuustuotantohan on siirretty melkein kokonaan Manner-Kiinan puolelle. Erikseen on myös Hang Seng H-osakeindeksi, joka sisältää Hong Kongissa listatut kiinalaiset suuryhtiöt, joita nykyisin on vajaat 40.

Kiinan osakkeiden omistajista ei liene tilastoja, mutta osakkeista vain pieni osa on yksityisillä sijoittajilla. Valtaosan omistaa julkinen valta ja valtion yhtiöt. Tämä tekee osaltaan Kiinan osakemarkkinoiden kehityksen vaikeasti analysoitavaksi. Yleinen käsitys tunnetaan olevan, ettei Kiinan osakekurssien kehitystä voida tulkita aina normaalin markkina-analyysin mukaan.

Kiinalaisten osakkeiden kurssit nousivat vuonna 2003 kaksin-, jopa kolminkertaisiksi, mutta Kiinan talouden epävarmuudet käänsivät kurssit keväällä 2004 voimakkaaseen laskuun. Kiinan taloutta pidetään hyvin epävarmana, mutta enimmäkseen uskotaan Kiinan viranomaisten hallitsevan taloutensa mm. yhä jatkuvan laaja-alaisen säännöstelyn avulla siten, ettei varsinaista kriisiä pääse syntymään.

3 Rahoitusmarkkinat ja rahapolitiikka

3.1 Pankkitoiminta

Kiinan pankki- ja rahoitusjärjestelmää arvioitaessa on aiheellista muistaa, että pankeista ja yrityksistä on pyritty muovaamaan aitoja itsenäisiä tulosyksiköitä vasta viimeisten 10-15 vuoden aikana. Kiinalaiset pankit ja yritykset ovat yhä paljolti valtion virastoja, joissa vasta totutellaan aitoon yrityshallintoon, yrityskirjanpitoon ja kannattavuuslaskentaan, omistusoikeuden täsmentämiseen, oman ja vieraan pääoman erottamiseen jne. Sosialistisessa järjestelmässähän rahoituserät täyttivät tietyn passiivisen, reaalisuunnitelmaa täydentävän tehtävän, eikä velkasuhteilla ollut oikeastaan merkitystä: Velkoja ja velallinen oli pohjimiltaan monissa veloissa sama (paitsi kotitalouksien saamisten osalta).

Kiinan pankkijärjestelmää hallitsee edelleen neljä suurta valtion pankkia, jotka sellaisina olivat tyypillisiä sosialistisille maille. Pankit tunnetaan englanninkielisillä nimillä: (1) The Bank of China on yleinen liikepankki, jolla on ollut merkittävä asema erityisesti ulkomaisessa rahoituksessa. (2) The Industrial and Commercial Bank of China syntyi parikymmentä vuotta sitten, kun the People's Bank of China muodostettiin keskuspankiksi ja siitä erotettiin lainaustoiminta erityiseen liikepankkiin. Tämä on valtion neljästä suuresta liikepankista suurin. Näiden lisäksi toimivat omilla sektoreillaan (3) China Construction Bank ja (4) the Agricultural Bank of China.

Kaikki nämä pankit eivät ole vielä muodollisestikaan aitoja osakeyhtiöitä. Parhaassa kunnossa niistä ovat Bank of China ja China Construction Bank, jotka on äskettäin saatettu yhtiömuotoon. Ne pyrkivät muovautumaan vuoden tai parin aikana rakenteeltaan niin kehittyneiksi yrityksiksi, että ne voivat listautua ja tehdä osakeannin yleisölle. Ne pyritään nostamaan kolmessa vuodessa "yrityshallinnon ja rahoituksen osalta maailman sadan huipupankin keskimääräiselle tasolle". Vuoden 2003 lopulla kummallekin pankille annettiin keskuspankin valuuttavarannosta 22.5 mrd. dollaria niiden oman pääoman tukemiseksi.⁸

Tämän järjestelyn yhteydessä rahoitus- ja valuuttamarkkinoita ohjaavat valtion laitokset – hallitus, keskuspankki, SAFE ja CBRC – perustivat valtion omistaman sijoitusyhtiön Huijin Investment. Rahaston hallintoelimet miehitettiin mainituista laitoksista ja ilmeisesti sen tehtävätkin hoidetaan käytännössä näissä laitoksissa. Tälle rahastolle siirrettiin 45 mrd. keskuspankin valuuttavarannosta, ja rahasto sijoitti varat, jotka ovat käytännössä Yhdysvaltain valtion arvopapereita, mainittuihin pankkeihin BOC ja CCB. Varoille, joita pankit eivät saa muuttaa juanmääräisiksi, odotetaan vähintään Yhdysvaltain valtion obligatioiden korkoja vastaavia korkotuottoja. Jonkin verran on spekuloitu sillä, tuleeko tästä sijoitusrahastosta julkisen sektorin väline käytettäväksi laajemminkin pankkien ja yritysten omistusjärjestelyissä. On myös ihmetelty, miten ko. laitokset voivat olla hallinnoimassa rahastoa ja samalla omistamassa pankkeja, joita ne myös valvovat.

Noin kolme neljäsosaa yleisön talletuksista on näissä valtion pankeissa, luotoista jonkin verran vähemmän, noin kaksi kolmasosaa. Valtion pankit ovatkin olleet usein rahoitusylijäämäisiä, ja ne ovat välittäneet rahamarkkinoilla varoja muille pankeille ja rahoituslaitoksille. Eräs pankkien ongelma näyttää olevan, kuten Kiinan teollisuusyritystenkin rationalisoinnissa, että toiminnan tehostaminen vaatii työntekijöiden laajamittaisia irtisanomisia. Ilmeisesti pankkien miehitys ja kustannusrakenne on nykyisellään erittäin raskas.

⁸ Ilmoitettu 45 mrd. dollaria on noin 10 prosenttia Kiinan keskuspankin valuuttavarannosta. Vuoden 2003 marraskuusta joulukuuhun keskuspankin varanto aleni vajaat 20 mrd. dollaria ilmeisesti valuuttojen siirtoa heijastellen. Ehkä eräänä toimenpiteen motiivina olikin jarruttaa näkyvää varannon lisäystä; ilman sitäkin varanto kasvoi noin kolmanneksella vuonna 2003. On epäselvää, miten siirron rahoitus hoidettiin keskuspankin taseessa. Julkistetusta omasta pääomasta rahoitusta ei hoidettu, koska oman pääoman määrä on taseessa mitätön.

Kiinan muita pankkiryhmiä ovat muut liikepankit, kaupunkien luotto-osuuskunnat ja maaseudun luotto-osuuskunnat sekä eräät muut pienet laitokset. Muut liikepankit ovat osin koko maassa toimivia, osin alueellisia tietyn maakunnan kattavia, ja ne voivat olla osittain tai kokonaankin yksityisiä. Merkittävin yksityinen liikepankki on Minsheng-pankki, jonka lainakanta vastaa jo lähes 30 mrd. dollaria, mikä on kuitenkin vain runsas prosentti kaikkien pankkien luotoista. Muiden liikepankkien osuus talletuksista on vajaat 15 prosenttia, ja maaseudun luotto-osuuskunnat ovat melkein yhtä suuret. Kaupunkien luotto-osuuskuntien ja muiden laitosten osuus talletuksista on hyvin pieni. Noin 5 prosenttia talletuksista on edellä mainittujen lisäksi postisäästötalletuksina.

Maaseudun luotto-osuuskunnat ovat parhaillaan uudistusten kohteena. Niistä voidaan tehdä yhtiöitä tai osuuskuntia. Niiden omistus pyritään selkeyttämään siten, että ne tulisivat maaseudun kotitalouksien, yritysten ja muiden paikallisten yhteisöjen omistukseen, ja ne rahoittaisivat maanviljelijöitä ja elintarviketeollisuutta sekä muuta paikallista tuotantoa.

Ulkomaalaisilla pankeilla on edelleen vain hyvin rajoitettu toimintamahdollisuus Kiinassa. Vuoden 2003 lopussa maassa oli kuitenkin jo lähes 200 ulkomaisten pankkien konttoria ja muutamia kymmeniä muita rahoitusinstituutioita (rahastoja ja vakuutuslaitoksia yhteisyrityksinä). WTO-sopimus edellyttää Kiinan rahamarkkinoiden avaamista ulkomaisille pankeille lähivuosina, kokonaan viimeistään vuoden 2006 jälkeen. Jo tähänkin mennessä ulkomaisten pankkien toimintoja on vapautettu, myös juanmääräistä pankkitoimintaa, mutta asteittain ja vain joissakin kaupungeissa.

* * *

Pankkien taseet ovat varsin pelkistetyt, ja ne painottuvat talletus- ja luottoeriin. Kaikki luottolaitokset ovat kuitenkin rahoittaneet hiukan valtiota. Liikepankeilla on varoja jonkin verran ulkomaisissa saamisissa, luottoihin nähden noin kymmenesosa. Keskuspankkiin vaaditut reservisijoitukset ovat samoin noin kymmenesosa pankkien veloista yleisölle (joistakin määrittelytekijöistä johtuen määrä on korkeampi kuin voisi päätellä viimeaikaisen noin 7 prosentin reservivelvoitteen pohjalta).

Kiinan rahoitusmarkkinoiden erittäin suuri koko koskee nimenomaan pankkitoimintaa. Maan taloudellinen ja hintavakaus yhdessä korkean kotitalouksien säästämisen kanssa on koonnut kansainvälisestäkin katsoen hyvin suuret, suhteellisesti Japanin kokoluokkaa olevat talletus- ja luottovarannot. Talletuksia oli vuoden 2003 lopussa noin 160 prosenttia ja pankkiluottoja yleisölle noin 150 prosenttia BKT:sta. Pankkien luottokanta kasvoi vuoden 2003 aikana yli 20 prosenttia (eli 27 prosenttia BKT:sta), kun se edellisenä vuonna oli noussut vain vajaat puolet tästä. Valuuttaluottojen kasvuosuus oli noin kymmenesosa, vajaat 30 mrd. dollaria.

Kiinan rahoituslaitoksissa oli maaliskuun 2004 lopussa talletuksia yhteensä 23.3 triljoonan (23 271 mrd.) juanin arvosta. Yritysten talletuksia tästä oli 7.9 triljoonaa, säästötalletuksia (ilmeisesti kotitalouksien) 11.9 triljoonaa ja muita talletusmuotoja 3.5 triljoonaa juania. Yritysten talletuksista 2/3 on käteistalletuksia ja kotitalouksien talletuksissa suhde on päinvastoin; 2/3 on aikataletuksia.

Juaneissa annettuja lainoja oli 16.7 triljoonaa juania ja valuuttaluottoja 1.2 triljoonaa juania. Kotimaan rahan määräisistä lainoista puolet, 8.7 triljoonaa juania, oli lyhytaikaisia (ilmeisesti maturiteetiltaan vuoden mittaisia tai alle) lainoja. Tämä luottorahoituksen lyhytaikaisuus on epäilemättä Kiinan rahatalouden ja koko taloudenkin epävakaisuutta lisäävä tekijä. Valtion pankeissa keskipitkiä ja pitkiä lainoja on enemmän kuin lyhytaikaisia, mutta lyhytaikaisten lainojen osuus hallitsee muiden pankkiryhmiä taseita. Lyhytaikaisten lainojen suhteellinen osuus on kuitenkin viime vuosina selvästi laskenut. Vielä viitisen vuotta sitten lainoista oli lyhytaikaisia lähes kolme neljäsosaa.

Lyhytaikaisista lainoista 2.4 triljoonaa meni teollisuudelle, 1.8 triljoonaa kaupalle, 0.3 triljoonaa rakennustoimintaan, 1.0 triljoonaa maataloudelle, 0.8 triljoonaa pienyrityksille, 0.3 triljoonaa venture-yrityksille ja 0.2 triljoonaa yksityisyrittäjille. Keskipitkiä ja pitkiä luottoja oli käytössä 6.1 triljoonaa juania, ja loppu oli erilaisia muita vähäisempiä lainajärjestelyjä. Portfoliosijoituksia rahoituslaitoksilla oli 3.0 triljoonaa juania.

Rahoituslaitosten - tosin pelkästään valtion pankkien - taseessa on lisäksi saatavaerä "ulkomaan valuutan ostojen asema", mikä selvästikin viittaa niihin sijoituksiin keskuspankin velkapapereihin ym., joita rahoituslaitoksille on syntynyt valuuttojen myynneistä keskuspankille. Maaliskuun 2004 lopussa erän suuruus oli 3.8 triljoonaa juania, mikä vastaa dollareissa noin 450 mrd. dollaria. Tämä ylitti hiukan keskuspankin valuuttavarannon 440 mrd. dollarin määrän. Keskuspankki tekee ilmeisesti valuuttainterventioita vain valtion pankkien kanssa, joista perinteisesti Bank of China on hoitanut pääosin kotimaisten yritysten valuuttatoiminnot.

Pankkien ulkomaiset saamiset ja velat ovat samoin valtion pankeilla. Ulkomaisia saamisia on suunnilleen saman verran kuin valuuttatalletuksia, mutta ulkomaisia velkoja selvästi vähemmän kuin kotimaisia valuuttaluottoja. Näiltä osin pankeilla on valuuttariskiä, paitsi jos esimerkiksi osa ulkomaisista saamisista on juanmääräisiä. Muilla kuin valtion pankeilla ei liene mahdollisuuksia merkittäviin ulkomaisiin tai ulkomaan valuutan määräisiin toimintoihin. Niiden taseessa ei näytä olevan tällaisia eriä.

Talletuksista vain 1.2 triljoonan juanin arvosta on ulkomaan valuutan määräisiä. Suunnilleen sama summa on annettu kotimaisina valuuttaluottoina. Rahoituslaitosten ulkomaiset erät ovat sinänsä koko pankkisektorin taseeseen verrattuna varsin vähäisiä, eivätkä ulkomaiset bruttoerät nouse BKT:henkään suhteutettuina lähellekään keskimääräisiä länsimaisia tasoja. Viime aikoina on lisätty ulkomaankauppaa käyvien yritysten mahdollisuuksia pitää kotimaisia valuuttatilejä.

3.2 Pankkien hoitamattomat luotot ja kannattavuus

Kiinan pankkijärjestelmän ongelmana ovat hoitamattomat luotot. Jopa keskuspankilla on saatavissaan tiettävästi merkittävä määrä hoitamattomia luottoja mm. maaseudun luotto-osuuskunnilta ja sijoitusyhtiöiltä. Keskuspankki on pyrkinyt perustamaan näitä varten omaa saatavien hoitoyhtiötä. Valtion pankeja varten on neljä vuonna 1999 perustettua roskapankkia (Cinda, Great Wall, Huarong, Orient). Näitä saatavien hoitoyhtiöitä on myös keskuspankki rahoittanut.

Virallisten lukujen mukaan valtion omistamissa neljässä suuressa liikepankissa hoitamattomien luottojen osuus laski vuoden 2003 aikana vajaasta 20 prosentista runsaaseen 15 prosenttiin. Suhteessa BKT:een hoitamattomien luottojen kanta oli vuoden lopussa vielä 22 prosenttia.

Vaikka velkasuhde laski viime vuonna tuntuvasti, on yleisesti kiinnitetty huomiota siihen, että velkasuhteen lasku tuli pääosin uusien luottojen voimakkaasta lisääntymisestä. Tosin hoitamattomien luottojen kanta juaneissa laski, mutta vain viitisen prosenttia. Osakepankkien, eli siis muiden kuin valtion liikepankkien osalta hoitamattomien luottojen ongelma on pienempi. Niiden luotoista hoitamattomia on noin kymmenesosa. Maaseudun luotto-osuuskuntien tilanne on kaikista huonoin.

Hoitamattomien luottojen määrästä esitetään myös muita lukuja, ja epäviralliset arviot liikkuvat valtion pankkien osaltakin huomattavasti 15 prosenttia korkeammassakin lukemissa. Luottoja voidaan luokitella hoitamattomiksi erilaisten, eri instituutioiden määrittelykriteerien mukaan. Hoitamattomia luottoja on poistettu ja myyty runsaasti saatavien hoitoyhtiöille, ja ongelma on julkaistujen tilastolukujen mukaan hiljalleen vähentynyt.

Toisaalta vallitsevan ylikuumenemisen epäillään päätyvän ennen pitkää jonkinasteisiin talousongelmiin, jotka saattavat lisätä hoitamattomia luottoja taas tuntuvasti. Pankkien luottotappiovaraukset ovat vähäisiä. Kiinassa ei ole vielä tehokasta konkurssilainsäädäntöä erityisesti juuri pankkien osalta.

Varojen hoitoyhtiöihin on siirretty viidessä vuodessa noin 10 prosenttia BKT:sta vastaava velkamäärä, joista vajaa puolet on selvitetty. Lainojen arvosta on saatu realisoituina takaisin noin viidesosa. Kiina on sallinut vain rajoitetusti, päinvastoin kuin Japani, ulkomaisten investointipankkien toiminnan lainojen realisoinnissa.

Kiinan hoitamattomien luottojen ongelman vakavuusasteen ymmärtäminen vaatisi huolellista analyysiä tilanteesta, erityisesti yritystasolla. Yleisesti korostetaan, että ongelma on todennäköisesti oleellisesti suurempi kuin viralliset arviot osoittavat. Toisaalta myös vastakkaiseen suuntaan viittaavia näkökohtia voi esittää. Ehkä viime aikoina kiihtynyt inflaatio ja reaalikorkojen aleneminen keventävät velallisten asemaa. Kiinalaisilla yrityksillä on erittäin suuret talletukset pankeissa, ja ehkä talletukset ovat osin samoilla yrityksillä, joilla on hoitamattomia velkoja. Koska Kiinassa rahoitusrajoite on ilmeisesti ainakin suurille valtion yhtiöille yhä pehmeä (kun niillä ei ole konkurssin uhkaa), niin ehkä yritysjohto jättää jopa tarkoituksella velkoja toistaiseksi hoitamatta ja pitää mieluummin runsasta likviditeettiä investointeja varten tai muuten vain pahan päivän varalle. Tosin yritysten ilmeisen suuret kannattavuuserot voivat selittää pankkien suuret yritystalletukset. Mahdollisesti talletukset ja luotot ovat todella eri yrityksillä.

Kiinan pankkien tuloslaskelmia ei julkaista keskuspankin perustilastoissa. Tasetilastoissa kiinalaisten pankkien omat pääomat ovat valtaosin erittäin vähäisiä, koko pankkijärjestelmän osalta vain noin 3 prosenttia taseen loppusummasta. Tämä oli ainakin ennen viimeaikaisia pääomien lisäyksiä oman pääoman suhde myös neljässä suuressa valtion pankissa. Kokonaisuutena oma pääoma näyttää olevan vähän suurempi, ja kahdessa parhaassa valtion pankissa (BOC, CCB) omaa pääomaa on 5-6 prosenttia taseesta. Pientä oman pääoman määrää pidetään pankkien lisäriskinä. Maaseudun luotto-osuuskunnissa suhde jäi 2 prosenttiin. Pankkivalvontavirasto (CBRC) edellyttää ilmeisesti omien pääomien nostamista 8 prosenttiin taseesta jo vuoteen 2007 mennessä.

Keskuspankin perustilastoissa ei ole esitetty myöskään toteutuneita talletusten ja luottojen keskikorkoja tai korkomarginaalia. Tilastoissa on esillä vain keskuspankin talletuksille ja luotoille asettamat viitekorot. Näiden perusteella päätellen pankkien korkomarginaali on varsin suuri, sillä talletuskorot ovat pääosin 1-2 prosentin luokkaa ja luottokorot 5 prosentin seuduilla, mahdollisesti korkeampiakin. Korkomarginaalia jäisi näin ehkä 4 prosenttiyksikön verran.

Kun Kiinan kuluttajahinnat olivat ennen viime vuonna alkanutta nousua 5-6 vuotta lähimain vakaita, ovat Kiina reaalikorot, nimenomaan luottokorot olleet reaalisesti varsin korkeita. Koroilla on ehkä pyritty hillitsemään investointien kasvua, ja korkea reaalikorko on ollut sinänsä sopusuhteissa maan talouden nopean tuottavuuden nousun kanssa. Toisaalta korkea korko lienee osasyys suuriin hoitamattomien luottojen määriin, sillä perinteinen, heikkotuottoinen teollisuus ei ole ymmärrettävästi pystynyt suuria korkokuluja maksamaan.

Varsin suuri korkomarginaali herättää myös kysymyksiä. Kun ottaa huomioon, että talletusten ja luottojen määrä on Kiinan taloudessa erittäin suuri, yli puolitoista kertaa BKT:n suuruinen, vastaa 4 prosentin korkomarginaali pankkien korkonettona juaneissa periaatteessa 6 prosenttia BKT:sta. Varmaan huomattava osa tästä tulorahoituksesta on käytetty luottotappioiden kattamiseen, mutta se heijastanee myös sitä, että Kiinan pankkisektori on raskas ja tehoton. Jos korkomarginaali olisi oleellisesti kapeampi, velalliset pystyisivät hoitamaan paremmin velkojaan.

Kiinan toteuttama ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely on epäilemättä merkittävä tekijä hoitamattomien luottojen taustalla. Kiinassa syntyneitä runsaita säästöjä ei ole voitu sijoittaa varmoihin kohteisiin ulkomaille. Ne on ollut pakko saada sijoitetuksi kotimaahan, ja jopa 40 prosentin tasolle BKT:sta nousseelle omalle säästämislle olisi kaiketi mahdoton oikeastaan missään maassa löytää kohtuullisen tuoton antavia sijoituskohteita. Sama ylisäästäminen on tosin paljolti Japanissakin pankkien velkaongelmien taustalla, vaikka sieltä pääoman vienti on ollut jokseenkin vapaata.

Kiinan keskuspankki on pyrkinyt tiivistämään pankkien riskiseurantaa. Se on mm. saattanut voimaan lainojen riskiluokituksen viiteen eri luokkaan. Kiinan pankkien riskianalyysien yhteydessä ei puhuta talletussuojasta. Sellaista ei vielä olekaan, koska aivan valtaosa pankeista on yhä julkisen vallan omistuksessa. Eri asia on, vastaako julkinen valta käytännössä kaikissa tilanteissa myös kaikista talletuksista.

Kiina ei ole vielä osallistunut Kansainvälisen valuuttarahaston ns. FSAP-ohjelmaan (Financial Sector Assessment Program). Tässä ohjelmassa IMF arvioi hyvin monipuolisesti maan rahatalouden vakautta, mm. kokonaistaloudellisia riskitekijöitä, rahoituslaitostason riskejä sekä maan vakausvalvonnan pätevyyttä. Selvitykseen kuuluu myös ns. stressitestejä, joissa tarkastellaan järjestelmän herkkyyttä erilaisille häiriöille. Useimmista IMF:n jäsenmaista tämä selvitys on jo tehty. Selvitysten keskeiset tulokset yleensä myös julkaistaan. Sen sijaan Kiinassa on tekeillä omien vakausviranomaisten toteuttama, pääosin keskuspankin vetämä rahoitusmarkkinoiden vakaus selvitys, jossa sovelletaan IMF:n FSAP:in menetelmiä. Tämän alustavan kartoituksen pohjalta päätetään mahdollisesta IMF:n toteuttamasta FSAP:ista myös Kiinan osalta.

3.3 Pääomanliikkeiden säännöstely

Kiinan valuuttamarkkinoita on kehitetty ja osin vapautettukin useissa vaiheissa viime vuosikymmeninä, ja suhteellisen kehittyneeseen järjestelmään siirryttiin vuonna 1993. Valuuttakauppa keskitettiin valuuttapankkeihin, joille viejien piti myydä saamansa valuutat (tosin hiljalleen kasvavan osan ne saavat jättää omalle valuuttatililleen) ja joista tuojat saattoivat vapaasti ostaa tarvitsemansa valuutan. Seuraavana vuonna Shanghaissa alkoi toimia pankkien välinen valuuttakauppajärjestelmä. Vuonna 1996 vapautettiin vaihtotaseen maksut ja seuraavana vuonna sallittiin myös valuuttatermiinisopimukset – ilmeisesti hyvin rajoitettiin kaupalliseen taustaan sidottuina - aluksi neljään kuukauteen saakka, myöhemmin pidempinäkin. Kiinan sisäisistä termiinimarkkinoista ei ilmeisesti esitetä tilastoja. Avoimet juanin termiinimarkkinat toimivat erillisinä Kiinan ulkopuolella.

Valuuttakurssi olisi uudistusten myötä voinut syntyä pankkien välisillä valuuttamarkkinoilla, mutta markkinat olisivat alkuaikoina toimineet huonosti, sillä tuolloin liikepankki Bank of China markkinaosuus valuuttavaihtoista oli 70 prosenttia. Käytännössä Kiinan viranomaiset omaksuivat juanin tiukan kiinnityksen Yhdysvaltain dollariin. Tasmällistä valuuttakurssitavoitetta tai vaihteluväliä ei Kiinassa ole ilmoitettu, mutta vuodesta 1996 lähtien kurssi on pidetty lähellä tasoa, jolla yksi dollari on vastannut vajaata 8.3 juania.

Valuutta- ja rahapolitiikan kannalta oleellista on, että Kiinassa on yhä hyvin laaja ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely. Valuutansäännöstelyn pitävyyttä on hankala arvioida niin Kiinan kuin muidenkin maiden osalta. Pelkät valuuttamääräykset eivät vaikuta kerro, sillä hyvin paljon riippuu siitä, miten niitä sovelletaan, sekä toisaalta siitä, miten pitävästi niitä noudatetaan. Ulkomaista sijoitustoimintaa rajoitetaan usein – varmaan Kiinassakin - myös käyttäen muita säädöksiä kuin varsinaista valuuttalainsäädäntöä.

Kun Kiinan maksutaseen pääomanliikkeet ovat Kiinaan tehtyjä suoria sijoituksia luokkaan ottamatta varsin pienet, voi säännöstelyn olettaa olevan yhä varsin pitävää siihen nähden, miten valuutansäännöstely on ylipäättään nyky maailmassa mahdollista. Valuutansäännöstelyn pitävyyteen viittaavat myös maksutaseen vähäinen tilastoero ja Kiinan ulkopuolisten termiinimarkkinoiden hinnoittelu.

Johdannaismarkkinat ovat Kiinassa yhä säännösteltyjä, mutta juanin vapaat valuuttatermiinimarkkinat toimivat Manner-Kiinan ulkopuolella, lähinnä Hong Kongissa. Markkinat eivät ole pelkästään spekulatiiviset, vaan monilla Kiinan kanssa liikesuhteissa olevilla yrityksillä on tarve kattaa juaneissa olevia positioitaan näillä markkinoilla (ns. non-deliverable forwards). Avistakauppaa juanilla ei ulkomaillaakaan merkittävästi käydä.

Jos maan termiinimarkkinat ovat vapaat, termiinikurssi eroaa vain ko. valuuttojen korkojen eron verran avistakurssista. Juanin termiinimarkkinoilla näin ei ole ollut, mikä kertoo, että Kiinan rahamarkkinoiden ja Kiinan ulkopuolisten juanmarkkinoiden väliltä puuttuu vapaa sijoitusmahdollisuus. Viime aikoina sekä Yhdysvaltain että Kiinan sisäinen lyhytaikainen korko on ollut lähes sama, mutta juanin termiinikurssi on ollut välillä useita prosentteja vahvempi kuin avistakurssi heijastaen juanin vahvistumisspekuloiteja.⁹ Termiiniosopimuksella juaneja ostanut on ollut valmis ottamaan riskin muutamien prosenttien tappiosta siinä tapauksessa, että juanin kurssi pysyykin kiinteänä.

Säännöstelyn vuoksi valuuttakurssin kiinnittäminen ei ole merkinnyt kotimaisen rahapolitiikan itsenäisyyden menetystä. Tosin 1990-luvulla näyttää tapahtuneen melkoisesti laitonta pääomanvientiä, ja viimeaikaisessa juanin vahvistumispaineessa on myös harmaan pääomantuonnin vaikutusta. Parin viime vuoden aikana säännöstelemätön pääoman tuonti on selvästi lisääntynyt. Tämä on ymmärrettävää mm. Kiinan ulkomaankaupan laajennuttua voimakkaasti. Jo pelkästään normaaleihin kaupan maksuaikoihin liittyy suuria, aivan lailiakin jouston mahdollisuuksia.

Laajojen pääomanliikkeiden estäminen rajaa käytännössä myös vaihtotaseen suhteellisen lähelle tasapainoa, koska ulkomaisen velkaantumisen kielto rajaa tuontimahdollisuuksia ja varojen sijoituskielto ulkomaille rajaa hyödykkeiden nettovientä. Äärimmillään, jos ulkomainen nettorahoitus rajataan nolnaan, myös vaihtotase rajautuu nolnaan. Suhteellisen väljä mahdollisuus suoriin sijoituksiin Kiinaan sallisi periaatteessa maan vaihtotaseeseen muutamia prosentteja BKT:sta olevan vaihtotaseen alijäämän. Kuitenkaan tällaista ei ole, vaan suorien sijoitusten tuoma valuuttavirta on kertynyt keskuspankin valuuttavaraantoon. Joka tapauksessa pääomanliikkeiden säännöstelyn vuoksi Kiinan kauppa- ja vaihtotaseeseen kehitys ei välttämättä kerro kovin hyvin esimerkiksi maan kilpailukyvyn tasoa.

* * *

Valuutansäännöstelyä varten Kiinaan on perustettu erityinen virasto, the State Administration of Foreign Exchange (SAFE), joka toimii keskuspankin yhteydessä. Kiinan valuutansäännöstelyn vapauttaminen on painottunut, kuten yleensä muissakin maissa, ensivaiheessa tiettyjen pääomantuontierien vapauttamiseen. Merkittävin näistä on ulkomaalaisten Kii-

⁹ Juanin termiinikurssissa on jo pitkään heijastunut juanin vahvistumisodotus. Tammikuussa 2004 vuoden termiinikurssi kävi jopa alle tason 7.80, mutta kesällä se on liikkunut 8 juanin tuntumassa, kun avistakurssi on pidetty koko ajan lähellä tasoa 8.3. Termiinikurssissa on siten ollut tänä vuonna vähintään 3-4 prosentin vahvistumisodotus juanin dollarikurssille seuraavan 12 kuukauden aikana. Vapaiden pääomanliikkeiden oloissa tämä merkitsisi, että yhden vuoden markkinakorko olisi Yhdysvalloissa 3-4 prosenttiyksikköä korkeampi kuin Kiinassa (eli Kiinassa tulisi olla selvästi negatiivinen korko!). Näissä luvuista näkyy, miten valuutansäännöstely sallii itsenäisen korkopolitiikan ja kiinteän valuuttakurssin samanaikaisesti. Jos Kiinalla ei olisi valuutansäännöstelyä, juanin vahvistumisodotukset vetäisivät termiinikurssin ohella myös avistakurssin vahvistumisuralle, paitsi jo Kiina alentaisi korkojaan juanin vahvistumisodotuksen verran. Vapaille markkinoille keskuspankki joutuu valitsemaan päätavoitteekseen vain joko valuuttakurssin tai koron.

naan tekemien suorien sijoitusten vapaus. Ulkomaalaiset voivat myös ostaa kiinalaisten yritysten B-osakkeita, ja joillekin kansainvälisille sijoittajille, lähinnä tunnetuille investointipankeille, on annettu oikeus tehdä pitkäaikaisia sijoituksia kiinalaisiin arvopapereihin. On hiukan outoa, että ulkomaalaisten toiminnan vapauttaminen näyttää olevan paljolti sijoittajakohtaista eikä yleistä ja tasapuolista. Vapautustoimia tehdään myös asteittain alueellisesti, esimerkiksi ulkomaisten pankkien juanmääräisen toiminnan osalta.

Kiinassa toimivat yritykset on jaettu ulkomaista rahoitusta käyttäviin yrityksiin (foreign-funded enterprises, FFE) ja kotimaista rahoitusta käyttäviin yrityksiin. Edellisiin kuuluvat ulkomaalaisten yritykset, mutta valuuttoaoikeuksia on annettu myös suurelle määrälle ulkomaankauppaa käyviä kotimaisia yrityksiä. Näiden ulkomaiset rahoitustoimet investointeihin ja muihin perusteltuihin tarkoituksiin ovat ulkomaan valuutoissa suhteellisen vapaita, joskin niihin liittyy raportointivelvoitteita ja osin lupamenettelyjäkin, jotka ovat viranomaisten mukaan väljiä. Toisaalta näiden yritysten toimintaa juanmarkkinoilla rajoitetaan. Toinen ryhmä yrityksiä joutuu tyytymään kotimaiseen rahoitukseen. Tämä ei liene ollut näillekään erityinen ongelma, sillä Kiinan rahoitusmarkkinat ovat olleet pitkään erittäin likvidit paljolti juuri vaihtotaseen ylijäämän ja Kiinaan tehtyjen suorien sijoitusten vuoksi.

Valuuttamääräyksissä tehdään yhä osittain ero valtion yritysten ja yksityisten yritysten välillä. Kiinan kotimaisten yritysten, ilmeisesti myös vientiyritysten ulkomainen lainaotto määritellään pääpiirteissään valtion suunnitelmissa. Rahoituslaitostenkin ulkomainen lainananto ja lainanotto ovat paljolti valtion suunnitelmien ja SAFE:n lupien rajaamaa, mutta osin niiden ulkomainen sijoitustoiminta on vain ilmoitusvelvollisuuden piirissä. Ilmeisesti rahoituslaitostenkin sääntely on tiukkaa; ainakin pankkien ulkomaiset erät ovat pieniä.

Lyhytaikaiset ulkomaalaisten sijoitusoperaatiot Kiinan rahamarkkinoilla ovat kiellettyjä. Pääomanvienti on jokseenkin kauttaaltaan luvanvaraista tai kiellettyä, paitsi ulkomaalaisten suorien sijoitusten kotiuttaminen pois Kiinasta. Myös suorita sijoituksia Kiinasta ulkomaille on varovasti vapautettu. Yksityisten henkilöiden osalta vapaata on ilmeisesti tois-taiseksi vain ulkomaisten opintojen luottorahoitus.

Säännöstelyjärjestelmään kuuluu vientitulojen kotiutusvelvollisuus, eli tulojen siirtäminen ulkomaisista talletuksista talletuksiksi kiinalaisiin pankkeihin. Kuitenkin viejät voivat säilyttää osan vientituloista valuuttamääräisinä talletuksina. Säädökset ovat yhä monimutkaisia, joista esimerkkinä voi esittää toukokuussa 2004 voimaan tulleen liberalisointiratkaisun. Sen mukaan yritykset, joiden valuuttamenot ovat enemmän kuin 80 prosenttia niiden valuuttatuloista, saavat pitää puolet valuuttatuloistaan ulkomaan valuutoissa vaihtamatta niitä juaneiksi. Toisaalta yrityksiä, joiden valuuttamenot ovat vähemmän kuin 80 prosenttia niiden valuuttatuloista, täytyy vaihtaa valuuttatulot 70 prosenttiin asti juaneiksi. Aikaisemmin yritykset saivat pitää vain 20 prosenttia valuuttatuloista valuuttamääräisinä.

Pääomanliikkeiden vapauttamisratkaisuja on tehty usein, mutta ne ovat olleet suppeita. Viranomaiset ovat äskettäin väljentäneet mm. ulkomaille tehtävien suorien sijoitusten tekemähdollisuutta, samoin ulkomaisten velkojen termiinsuojausta. Mikäli vapautusratkaisussa edetään yhtä rauhallisesti kuin viime vuosina, pääomanliikkeiden täydellinen vapaus on vielä kaukana tulevaisuudessa. Kiina ei ole sitoutunut esimerkiksi WTO-sopimuksessa ulkomaisten pääomanliikkeiden ja valuuttamarkkinoiden vapauttamiseen. Kuitenkin valuutansäännöstelystä vastaavat viranomaiset ovat todenneet, että pääomanliikkeiden vapauttaminen ja juanin täydellinen vaihdettavuus ovat politiikan lopullisina päämäärinä.

3.4 Kiinan valuuttakurssipolitiikka

Vaikka Kiinan valuutta muodollisesti kelluu, Kiinalla on ollut jo pitkään käytännössä hyvin vakaa kiinteä valuuttakurssi dollariin nähden tasolla, jossa yksi dollari vastaa vajaata 8.3 juania. Kurssi on ylläpidetty vakaana, vaikka Aasian kriisin aikana juaniin kohdistui voimakas heikkenemispaine, ja sen jälkeen vaihtotaseen ylijäämä ja suorat sijoitukset Kiinaan ovat aiheuttaneet Kiinan markkinoilla dollareiden liikatarjontaa ja voimakkaita juanin vahvistumispaineita. Keskuspankki onkin joutunut intervenoimaan voimakkaasti, eli se on ostanut dollareita ja myynyt juaneja.

Kiinaa on arvosteltu paljon valuuttapolitiikastaan, varmaan osin perustellustikin. Mutta myös vakaalle kurssille ja Kiinan runsaalle valuuttavarannolle on hyviä perusteita. Kiinan vaihtotaseessa ei ole erityisen suurta ylijäämää, joten ainakaan tällä syyllä valuuttakurssin vahvistamista ei voi perustella, joskin, kuten todettu, pääomanliikkeitään säännöstellystä maassa vaihtotase ei välttämättä kerro kilpailukyvyistä. Merkittävää valuuttavaranon osalta on, että se on kasvanut vain ulkomaankaupan vauhtia. Suhteessa tuontiin varanto ei ole paljokkaan muuttunut.

Vaikka Kiinan valuuttavaranto on kansainvälisesti katsoen hyvin suuri, vastaten noin vuoden tuontia ja kolmannesta BKT:sta, se ei liene kohtuuttoman iso, kun ajatellaan Kiinan riskejä sen muuttaessa perusteellisesti taloutensa rakennetta ja vapauttaessa valuutta- ja rahoitusmarkkinoitaan. On varmasti maailmantalouden (ja IMF:n!) kannaltakin myönteistä, ettei tämä suuri talous ole vaarassa joutua likviditeettikriisiin. Kiina on myös hyötynyt vahvasta rahoitusasemastaan tuntuvasti mm. kansainvälisissä luottoluokituksissa.

Valuuttakurssijärjestelmiä voidaan erottaa kokonainen viuhka vieraan valuutan käytöstä aivan puhtaaseen oman valuutan kelluntaan. Kiinalle on viime aikoina esitetty lähinnä seuraavia järjestelmiä tai ratkaisuja: (1) nykyisen kiinteän dollarikurssin säilyttämistä, (2) juanin kiinnittämistä usean valuutan koriin, (3) valuuttakurssin lievän jouston lisäämistä tai liu'uttamista; ns. crawling peg, (4) pientä, alle 10 prosentin kertarevalvointia, (5) suurta, ainakin 20 prosentin suuruista juanin kurssin vahvistamista ja (6) juanin kelluntaa.

Luultavasti Kiinan valuuttakurssijärjestelmä ei voi vallitsevissa oloissa olla juuri muu kuin kiinteä kurssi tai lähellä sitä oleva järjestelmä, esimerkiksi tasaisesti liukuva valuuttakurssi (crawling peg). Hallinnolliset kurssimuutoksetkin ovat jo iso riski. Laajan kansainvälisen kokemuksen mukaan "hallittu valuuttakurssipolitiikka" satunnaisine revalvaatio- ja devalvaatiopäätöksineen on – lukuun ottamatta hyvin tiukan valuutansäännöstelyn oloja – erittäin vaikeasti hallittava valuuttakurssiregiimi. Suuri revalvaatio olisi ehkä Kiinassa vielä mahdollinen valuuttakurssin hallinnan mielessä, mutta Kiinan viranomaiset tuskin katsovat sitä talouden kannalta tarkoituksenmukaiseksi.

Tiukan valuutansäännöstelyn oloissa keskuspankki voi tietenkin sallia valuuttakurssin hallitun reagoimisen sopiviin kurssipaineisiin. Ilmeisesti tämän tapaista valuuttakurssipolitiikkaa toteutetaan nykyisin esimerkiksi Intiassa, joka sallii yhä vahvasti säännöstellyn - tosin viime aikoina lukuisin pikku toimin jo osin liberalisoidunkin - rupian kurssin liikkua jonkin verran sekä keskeisiin valuuttoihin että kauppapainoiseen koriin nähden. Intian ulkomaankauppa ja sen myötä spekulatiovarakin on yhä vähäinen, tosin kuin Kiinassa. Ehkä ohjattu kellutus onnistuisi vielä Kiinassakin, mutta juan on jo paljon riippuvaisempi kansainvälisistä kurssipaineista kuin rupia.

Monien selvitysten mukaan juan on jonkin verran aliarvostettu, joskin, kuten aina tällaisissa selvityksissä, eri menetelmät antavat varsin erilaisia tuloksia tasapainovaluuttakurssista (miten tämä sitten määritelläänkin). Luultavasti vähän vahvempi juan olisi perusteltu, mutta koska valuuttakurssin muutokset luovat epävakautta ja ennen kaikkea odotuksia uusista kurssimuutoksista, Kiinan viranomaiset tekevät luultavasti oikein, kun he välttelevät kokeiluja valuuttakurssiregiimeillä. Kiinan talouden ja tuottavuuden nopean kasvun

jatkuessa ei nykyinen nimellinen kurssitaso kuitenkaan voi olla kovin pitkäaikainen, paitsi jos kustannustason nousu Kiinassa nostaa reaalista valuuttakurssia.

Viranomaisten päätöksiin muuteltavan valuuttakurssin ongelmana on se, että markkinat pyrkivät kaikin keinoin ennakoimaan selviin talousfaktioihin perustuvat päätökset. Tällöin spekulantit tekevät mahdollisuuksien mukaan valuuttaoperaatioita jo etukäteen, jolloin valuuttakurssi pettää jo ennen keskuspankin päätöstä. Keskuspankki jää näin käytännössä "hallittuine" päätöksineen markkinavoimien talleksi. Seurauksena on helposti hyvin epävakaa ja käytännössä hallitsematon "hallittu" valuuttakurssi.

Periaatteessa Kiinalle voisi kiinteän kurssin ohella sopia kurssin vakaa liu'uttaminen, ns. crawling peg. Tässä järjestelmässä kurssi on tavallaan vakaa, mutta etenee hitaasti keskuspankin ohjaamana täsmennettyä ja yleensä myös julkistettua valuutan vahvistumisen tai heikkenemisen uraa. Tähänkin järjestelmään liittyy kuitenkin suuria ongelmia: Kuinka pitkälle ura julkistetaan, kuinka usein suuntaa muutetaan ja mistä syistä, kuinka uskottavana järjestelmää ylipäätään pidetään jne. Crawling peg -järjestelmää ovat yrittäneet soveltaa lähinnä sellaiset kehittyvät taloudet, joiden inflaatio on ollut korkea mutta alenevalla uralla. Kurssia hiljalleen heikentämällä on haluttu säilyttää hintakilpailukyky. Vaikka järjestelmä tuntuu hyvältä, se on jokseenkin kaikkialla murtunut muutamien vuosien kuluessa.

Mitä kelluvaan kurssiin siirtyminen merkitsisi nyt Kiinalle? Kurssi olisi tosiasiasa varsin kaukana vapaasti kelluvasta kurssista. Kaikilla erillisillä ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstelyratkaisuilla on vaikutus valuuttakurssiin, eli ne vastaisivat tavallaan interventioita. Näitä irrallisia säännöstelypäätöksiä tehdään ilmeisesti eri elimissä, eli säännöstelyratkaisut olisi kytkettävä yhteen ja nämä lisäksi aitoihin keskuspankin interventioihin. Ei ole oikeastaan edes mielekästä puhua kelluvasta kurssista tiukan säännöstelytalouden valuutan osalta, vapaasti kelluvasta kurssista puhumattakaan.¹⁰

Jos taas erillisistä säännöstelypäätöksistä luovuttaisiin ja pääomanliikkeet sallittaisiin joidenkin yleisten, ehkä tiukkojenkin ehtojen rajoissa (sikäli kuin tämä kohtuullisesti onnistuisi), valuutta voisi periaatteessa jotenkin kellua. Kuitenkin esimerkiksi nykyjärjestelmässä, kun vaihtotase on ylijäämäinen ja vain suorat sijoitukset Kiinaan ovat vapaita, juaan vahvistuisi periaatteessa yksipuolisesti, kunnes suorat sijoitukset ja Kiinan nettovienti supistuisivat riittävästi valuuttojen ostojen ja myyntien tasapainottumiseksi. Tämä ei ole kuitenkaan todennäköisesti Kiinan talouden kannalta optimaalista kurssipolitiikkaa, koska vain pieni osa valuuttamarkkinoista on vapaana. Vaikka kellunta ei vaadikaan pääomanliikkeiden täydellistä vapautta, olisi ennen kelluntaa saatava Kiinan ulkomaiset pääomanliikkeet sekä yleensäkin valuutta- ja rahamarkkinat paljon vapaammiksi ja rahoituslaitokset vakaammiksi. Juanillahan ei ole vielä ylipäätään edes kansainvälisiä markkinoita.

Vaihtoehtona dollarikytkennälle on esillä ollut juanin kytkeminen valuuttakoriin, lähinnä kauppapainoiseen koriin. Käytännössä koriratkaisu ei ole aivan yksikäsitteinen, sillä kori voidaan tehdä eri perustein, samoin indeksikaava. Jos koriratkaisulla halutaan vähentää juanin riippuvuutta dollarin kurssista, kauppapainoinen kori ei ole kovin merkittävästi vaikuttava ratkaisu. Tämä ilmenee ohessa erillisenä esitetystä Kiinan ulkomaankaupan ja-kaumasta, jossa Yhdysvaltain ja dollariin sitoutuneen alueen paino on hyvin suuri.

Ulkomaankauppalukujen mukaan koriin jäisi hyvin vahva, tällä hetkellä ehkä jopa 2/3 luokkaa oleva dollaripainotus. Erityisesti kun Japanin jenikin seurailee dollaria, jää juanin euron kannalta yhä varsin vahvasti dollariin kiinnittyväksi valuutaksi. Juanin reaali-nen efektiivinen (Kiinan ulkomaan kaupan painoilla laskettu) valuuttakurssi onkin tosiasia-

¹⁰ Tosin käytännössä kaikissa maailman talouksissa on jonkin verran pääomanliikkeiden rajoituksia mm. rahanpesun estämiseksi, eri syistä taloudellisessa saarossa olevien valtioiden suhteen ja yleensä joidenkin sijoitustenkin osalta. Kiina on joka tapauksessa vielä kaukana järjestelmästä, jota voisi luonnehtia valutansäännöstelystä säännöstelystä vapaaksi.

assa vaihdellut viime vuosina varsin vähän. Sikäli kuin koriratkaisuun liittyisi euron käytön lisääntymistä Kiinassa, mm. valuuttavarannossa ja kurssisuojausjauksessa, ratkaisulla olisi muutakin merkitystä euron kurssille.

Kiinan ulkomaankaupan suuntautuminen

Kiinan ulkomaankauppa jakautuu laajasti eri puolille maailmaa. Kiinan omien, vuoden 2002 ulkomaankauppalukujen mukaan suurin vientimaa on Yhdysvallat, (noin 20 % viennistä), seuraavina Hong Kong (18 %), Japani (15 %) ja EU (15 %). Yhteensä nämä neljä ovat 2/3 viennistä. Euroalue kattaa viennistä vain 12 %.

Kiinan tuonti jakautuu tasaisemmin, ja siinä painottuu kaksi piirrettä. Ensimmäkin Kiina tuo kehittyneistä Aasian maista paljon puolivalmisteita ja toisaalta eri puolilta maailmaa nopeasti kasvavia määriä raaka-aineita. Tärkeimmät tuontimaat ovat Japani (18 %), EU (13 %), Korea (10 %), Yhdysvallat (9 %), Hong Kong (4 %) ja Venäjä (3 %). Euroalueen osuus Kiinan tuonnista on vain 11 %.

Ulkomaankauppalukujen maajakaumat ovat aina epätarkkoja, mikä tekee myös mm. kauppapainoiset valuuttaindeksit epävarmoiksi. Tilastoinnin ongelmat ovat sekä periaatteellisia että käytännöllisiä, edellisistä esimerkkeinä mm. kauttakulkukaupan käsittely ja suhtautuminen tuonti- ja vientihyödykkeiden vain pieneen jalostusasteen lisäykseen ko. maassa, jälkimmäisistä monet käytännölliset tilastointiongelmat, ml. viiranomaisten harhauttaminen ja salakuljetus.

Merkittävin ristiriita on Kiinan ja Yhdysvaltain välisessä kaupassa: Kiinan lukujen mukaan vienti Yhdysvaltoihin oli vuonna 2002 vain noin puolet (70 mrd. dollaria) siitä, mikä se on Yhdysvaltain lukujen mukaan (133 mrd. dollaria). Kauppataaseessa Kiinalla oli omien lukujensa mukaan ylijäämää Yhdysvaltain kaupassa 43 mrd. dollaria, kun taas Yhdysvaltain tilastojen mukaan ylijäämä oli 111 mrd. dollaria. Maat ovatkin asettaneet työryhmän tutkimaan eron syitä. Yksi ilmeinen tekijä on Hong Kongin kautta menevä kauppa, joka tulee Yhdysvaltain tilastossa laajasti Manner-Kiinan lukuihin. Tällöin Yhdysvaltain osuus Kiinan viennistä nousee ehkä kolmannekseen. Osin Hong Kongin kautta tulee kiinalaista tavaraa ilmeisesti myös Eurooppaan.

Hong Kongin kautta kulkeva kauppa voidaan näin sisällyttää valtaosin dollarin painoon (Hong Kongin valuutta on lisäksi sidottu valuuttakatejärjestelmällä tiukasti dollariin). Kun Kiina käy paljon kauppaa dollarisidonnaisten maiden kanssa ja se tuo paljon dollareissa hinnoiteltuja raaka-aineita, on selvää, että dollari on Kiinan kannalta ylivoimaisesti tärkein valuutta. Valuuttaindeksissä voidaan toisaalta tehdä korjauksia. Mm. IMF jättää valuuttaindeksistään energian osuuden pois, jolloin indeksi mittaa teollisuustuotteiden kilpailukykyä.

Euroalueen osuus on välittömästi kaupasta vain 11-12 prosenttia. Jos Hong Kongin kautta käytävä kauppa otetaan huomioon, samoin eräiden valuuttojen eurokytkennät, päästään vain 15 prosentin luokkaa olevaan euron painoon. Jenin merkitys olisi hiukan suurempi.

Kiinan keskuspankki ei esitä valuuttavarantonsa valuuttajakaumaa, joskin se on todennut mm. euron osuuden lisääntyneen siinä. Julkisuudessa esiintyneen viranomaislausunnon mukaan Kiinan valuuttavarannossa olisi dollareita suunnilleen tuo ulkomaankaupan dollaripainotusta vastaava osuus 2/3. Esimerkiksi euron osuus saattaisi olla tällöin 15 prosentin luokkaa, jolloin euroja olisi 60-70 mrd. dollaria. Tämä on vain vajaa prosentti euroalueen BKT:sta.

Aasian maat ovat pyrkineet tiivistämään valuuttapoliittista yhteistyötään. Keskuspankkien välillä on sovittu swap-järjestelyistä valuuttakriisien varalle, eli siis maat ovat varautuneet lainaamaan toisilleen tilapäisesti varantovaluuttoja. Pieni määrä dollarivarannoista on sidottu paikallisiin obligaatio-sijoituksiin. On myös mm. ehdotettu siirtymistä saman yhteisen valuuttakorin käyttöön mahdollisena valuuttakurssin ankkurina tai ainakin valuuttavarannon sijoituksessa. Näin vähennettäisiin Aasian valuuttojen keskinäisten valuuttakurssien liikkeitä. Valuuttapoliittinen yhteistyö on kuitenkin aina ollut vaikeaa, ja varsinkin isoilla mailla on ollut taipumus irtaantua järjestelmästä heti, kun järjestelmän paineet ovat osoittautuneet maalle selvästi epäedullisiksi.

Uuden BIS:n vuoden 2004 huhtikuun valuuttakauppakyselyn mukaan Kiinan juania ei vaihdeta juuri ollenkaan maailman finanssikeskuksissa. Sen kansainvälinen käyttö onkin Kiinan valuuttamääräyksissä tosiasiaa kielletty. Epävirallisillakaan valuuttamarkkinoilla juanilla ei ole vielä merkittävää asemaa. Esimerkiksi Bloomberg-järjestelmässä juanin avistakurssille ei esitetä markkinakaupoista syntyvää päivänvälisestä uraa. Juankauppaa käydään kuitenkin mm. edellä mainituilla Kiinan ulkopuolisilla termiinimarkkinoilla. Seteleinä juaneja on kuitenkin runsaasti liikkeellä Hong Kongissa ja naapurimaissa. Tällainen ulkomainen käyttö on poikkeuksellista vahvasti säännöstellyn valuutan osalta, ja se epäilemättä osoittaa osaltaan juanin vahvan potentiaalin kasvaa tärkeäksi kansainväliseksi valuutaksi.

Vaikka juan on välttynyt inflaatiolta ja on vakaa raha, Kiinan talouteen ja talouspolitiikkaan liittyvät epävarmuudet aiheuttanevat sen, että juan kansainvälistyy hitaammin kuin Kiinan talous. Paljon riippuu Kiinan valuutta- ja rahamarkkinoiden vapauttamisesta. Kuitenkin juan nousee epäilemättä, jos Kiinan talouden avautuminen ja ulkomaankaupan kasvu jatkuvat vakaina, jo lähimmän vuosikymmenen kuluessa maailman ydinvaluuttojen joukkoon.

3.5 Kiinan keskuspankki, sen ohjeet ja operaatiot

Kiinan keskuspankki toimii jo aitona keskuspankkina, joskin sen asema hallitukseen nähden on selvästi alisteinen. Keskeiset rahapoliittiset ratkaisut tapahtuvat hallituksen hyväksymänä. Keskuspankilla on tehtäviä myös valtion velan liikkeeseenlaskussa ja velan hoidossa, mutta toisaalta keskuspankkilain pykälä 29 kuuluu: "Kiinan Kansanpankki ei saa tarjota sekkitililuoton mahdollisuutta hallitukselle tai suoraan merkitä tai ostaa hallituksen obligatioita tai muita hallituksen arvopapereita." Seuraavassa pykälässä kielletään luotonanto myös paikallishallinnolle ja julkisille virastoille ja laitoksille sekä muille rahoituslaitoksille (kuin pankeille) ja yksityishenkilöille. Poikkeustapauksissa keskuspankki voi kuitenkin myöntää luottoa valtioneuvoston erikseen hyväksymille yrityksille.

Rahapolitiikassa keskuspankki toimii jo ensisijaisesti "pankkien pankkina". Kiinan keskuspankin taserakenne vastaa suunnilleen normaalia kansainvälistä keskuspankin tasetta, mutta erikoista on, että tase on hyvin suuri kansainvälisesti vertaillen. Taseen loppusumma oli vuoden 2003 lopussa lähes 60 prosenttia BKT:sta, eli moninkertainen useimpien länsimaiden keskuspankkien taseisiin verrattuna.

Saatavista – eli keskuspankkirahan tarjontaeristä - valuuttavaranto on puolet, joten sekin on hyvin suuri, 28 prosenttia BKT:sta vuoden 2003 lopussa. Varanto on kasvanut tästäkin merkittävästi vielä tänä vuonna. Hiukan erikoista on, että Kiinan rahatalouden likviditeetistä huolimatta keskuspankki on antanut tuntuvasti lainoja maan rahoituslaitoksille, kaiketi lähinnä pienille paikallispankeille. Saamiset talletuspankeilta olivat 10 prosenttia, muilta talletusinstituutioilta vajaa 2 prosenttia, ja muilta luottolaitoksilta 7 prosenttia BKT:sta. Julkiselle sektorille luottoja oli vain vajaa 3 prosenttia BKT:sta.

Keskuspankin veloissa setelistö ja pankkien talletukset olivat vuoden 2003 lopussa lähes yhtä suuret, kumpikin noin 20 prosenttia BKT:sta. Erittäin suuri setelistön määrä kerhtonee Kiinan pankki- ja maksujärjestelmän vanhoillisuudesta. Kiinan rahaperusta lienee suhteellisesti maailman suurin, 47 prosenttia BKT:sta. Siihen luetaan muiden sektoreiden kuin pankkien ja julkisen sektorin talletukset keskuspankissa. Vanhan järjestelmän jäänteinä keskuspankin taseessa oli vielä 7 prosenttia BKT:sta vastaava määrä kotitalouksien talletuksia. Julkisen sektorin talletuksia oli suunnilleen saman verran kuin oli julkisen sektorin luottojakin. Oman pääoman määrä oli lähes merkityksetön.

Viime vuosina rahapolitiikka on painottunut maksutaseen kautta tulleen likviditeetin sitomiseen. Vuonna 2003 keskuspankin toimenpiteisiin kuuluivat mm. (1) avomarkkinaoperaatiot ja omien velkapapereiden liikkeeseenlasku, (2) luottopoliittiset ohjeet kiinteistöluottojen rajoittamiseksi, (3) pankkien keskuspankkireservisuhteen nosto kuudesta seitsemään prosenttiin ja (4) markkinapohjaisen korkojärjestelmän kehittäminen väljentämällä pankkien luottokorkojen rajoja ja alentamalla rahoituslaitosten ylimääräisten reservien korkoa.

Kiinan keskuspankki käyttää monen tyyppisiä välineitä rahapolitiikassaan. Ne ovat osin jo markkinapohjaisia, mutta paljolti vielä hallinnollisia määräyksiä, luottopoliittisia ohjeita ym. Ohjeita on annettu mm. meneillään olevan kiinteistöalan ylikuumenemisen hillitsemiseksi. Asuntoluottojen ohjeistuksessa on mm. asetettu omarahoitusta koskevia ehtoja. Ohjeissa pankeja on kehoitettu myös yleisesti parantamaan riskianalyysijään ja kontrolloimaan luottoeriään. Keskuspankki on toisaalta tehnyt erityisjärjestelyjä maaseudun luotto-osuuskuntien tukemiseksi.

Keskuspankki korostaa – länsimaisittain katsoen epämuodikkaasti, joskin varmaan Kiinan rahatalouden rakenteeseen katsoen osin perustellusti - keskuspankkirahan (rahaperustan) ja rahakertoimen merkitystä rahapolitiikalleen. Pankki tosin myöntää rahaperustan ja rahamäärän kehittyvän ajoittain keskenään epäjohdonmukaisesti. Vuoden 2003 lopussa rahakerroin oli vähän yli neljä (rahaperusta oli 47 prosenttia ja M2 noin 200 prosenttia BKT:sta). Koska valuuttainterventiot kasvattavat pankkien likviditeettiä, keskuspankki joutuu sitomaan sitä. Keskuspankki on ylläpitänyt vakaata rahaperustan kasvua avomarkkinaoperaatioillaan. Tässä on käytetty erilaisia instrumentteja mm. operaatioita arvopapereilla ja keskuspankin liikkeeseen laskemia vekseleitä.

Kiinan keskuspankki on nostanut viimeksi kuluneen vuoden aikana pankkien reservivaatimusta, vuoden 2003 syyskuussa kuudesta seitsemään prosenttiin ja huhtikuussa 2004 edelleen 7.5 prosenttiin. Maaseudun ja kaupunkien luotto-osuuskuntien reservivaatimus pysyi kuitenkin 6 prosentissa. Reservijärjestelmä vaikuttaa monimutkaiselta, sillä keväällä 2004 sitä erilaistettiin määrätymään monien eri kriteerien mukaan. Esimerkiksi mitä alempi on pankin vakavaraisuus ja mitä korkeampi on hoitamattomien lainojen osuus, sitä korkeampi on vaadittu reservisuhte. Yleisestä keveydestä huolimatta keskuspankki on ajoittain myös tarjonnut pankeille likviditeettiä.

Korkojen muutoksia koskevat päätökset tapahtuvat hallituksen hyväksymänä, kuten muutkin keskuspankin keskeiset ratkaisut. Keskuspankkikorko on ollut varsin matala, mutta pääasiassa kuitenkin reaalisesti positiivinen. Vuoden 2003 aikana 7 päivän repokorko vaihteli enimmäkseen välillä 2-2.5 prosenttia, mutta nousi elo-marraskuun ajaksi 3-3.5

prosentin tasoille. Maaliskuussa 2004 keskuspankki nosti alle vuoden mittaisten keskuspankkiluottojen korkoja 0.63 prosenttiyksikköä. Esimerkiksi alle 20 päivän korko nousi 2.7 prosentista 3.33 prosenttiin. Rediskonttokorko (7 päivän maturiteetissa) nousi vähemmän, 2.97 prosentista 3.24 prosenttiin.

Kiinan keskuspankki toteuttaa avomarkkinaoperaatioita tiistaisin ja torstaisin. Keskuspankki ei aseta huutokauppakorkoa, vaan pankit tekevät tarjouksensa sekä määrästä että hinnasta. Pankkien vaadituille varantotalletuksille maksetaan nykyisin 1.89 prosentin korko ja ylimääräisille reserveille 1.62 prosentin korko.

Keskuspankki ei näytä raporteissaan erittelevän ja perustelevan kovin selvästi teke-miään markkinaoperaatioita. Keskeinen rahapolitiikan korko on ilmeisesti 7 päivän repo-korko. Keskuspankki on käyttänyt viime vuosina tilanteen mukaan erilaisia huutokauppoja. Se on asettanut joko rahoituksen määrän tai hinnan. Yleensä keskuspankki on sitonut likviditeettiä, mikä on ymmärrettävää valuuttainterventioiden vaikutuksen neutraloimiseksi. Vuoden 2003 huhtikuussa keskuspankki alkoi laskea liikkeelle keskuspankin vekseleitä 3-, 6- ja 12 kuukauden maturiteeteissa. Huhtikuusta lokakuuhun pankit tarjosivat hintoja. keskuspankki pyrki turvaamaan perusrahan vakaan kasvun. Marraskuusta lähtien keskuspankki vakautti koron, ja siirtyi määrähuutokauppoihin.

Kiinan pankkien luotto- ja talletuserät ovat hyvin suuret, ja ne ovat kasvaneet edelleen hyvin nopeasti. Vuonna 2003 kasvuvauhdit olivat 20 prosentin tuntumassa, mikä ylitti keskuspankin niille asettamat tavoitteet. Myös vuoden 2004 alkupuolella pankkirahoituksen kasvu jatkui nopeana, mutta alkoi hidastua luotonannolle asetettujen rajoitteiden alettua vaikuttaa keväällä.

Kiinan keskuspankin tehtäväksi on määrätty myös rahoitusmarkkinoiden vakauden ylläpitäminen ja rahoituskriisien estäminen. Keskuspankillla on oma itsenäinen budjetti, mutta sen todetaan kuitenkin olevan osa valtion budjettia. Keskuspankkilain 39 pykälässä todetaan, että "Kiinan Kansanpankin tappiot katetaan valtion budjetista". Kiinnostava yksityiskohta on keskuspankkilain pykälä 51: "Kiinan Kansanpankin työntekijä, joka hyväksyy lahjuksia, tavoittelee laittomia henkilökohtaisia etuja, väärinkäyttää valtaansa tai laiminlyö velvollisuutensa, on rikossyytteen alainen..."

3.6 Markkinakorot sekä pankkien korot

Kiinan korkojärjestelmää on varovaisesti vapautettu, mutta korkosäännöstelyä on yhä merkittävässä määrin jäljellä. Suhteellisen vapaita ovat ilmeisesti jo pankkien välisten markkinoiden korot sekä lyhyt- ja pitkäaikaisten markkinapapereiden korot, samoin kotimaisten ulkomaan rahan määräisten vaateiden korot. Rahoitusmarkkinat ovat kuitenkin yhä niin suppeat ja osin säännöstellyt, etteivät eripituisten vaateiden markkinat toimi aktiivisesti kaikilta osin. Markkinoilta ei siten löydy keskuspankinkaan mukaan tyydyttävää tuotto-käyrää.

Pankkien talletuskorot on keskuspankki ilmeisesti asettanut yksikäsitteisesti, mutta lainakorot ovat vapaita keskuspankin määräämissä rajoissa. Viitekorko on asetettu erikseen eri maturiteeteissa sekä talletusten että luottojen puolella.

Talletusten viitekort on asetettu erikseen yritysten ja kotitalouksien talletuksille, joskin nämä näyttävät ainakin viime vuosina olleet yleisesti samat. Käteistalletusten viitekorko on ollut viime aikoina 0.72 prosenttia, 3 kuukauden korko 1.71 prosenttia, 6 kuukauden korko 1.89 prosenttia ja vuoden viitekorko 1.98 prosenttia. Kotitalouksille maksetaan pidemmille talletuksille myös tätä korkeampia korkoja, ylimmillään viitekorko on 5 vuoden osalta 2.79 prosenttia. Nämä koskevat juanmääräisiä talletuksia.

Yhden vuoden lainojen viitekorko, joka yleisesti tiedotusvälineissä esitetään edustavana kiinalaisena pankkilainojen viitekorkona, on 5.31 prosenttia. Lyhytaikaisten lainojen viitekorko on 5.04 prosenttia ja toisaalta pisin, yli 5 vuoden viitekorko 5.76 prosenttia.

Luottojen viitekorkojen molemmin puolin on täsmennetty vaihteluvälit. Vaihteluvälit vaihtelevat pankkiryhmien mukaan. Rajoja on hiljalleen väljennetty, jotta pankit voisivat ottaa luottoriskin paremmin huomioon – minkä luotonottajat kokevat vielä outona keskuspankin kommentin mukaan. Vuoden 2004 alusta pankit voivat periä luotoista korkoa korkeintaan 1.7 kertaa keskuspankin asettaman viitekoron verran, ja luottokoron alarajana on 0.9 kertaa viitekorko. Siten esimerkiksi yli viiden vuoden lainoissa pankit voivat asettaa lainakoron hiukan yli 5 prosentin ja hiukan alle 10 prosentin vaihtelualueelle. Käytännössä korot ovat olleet selvästi lähempänä alarajaa.

Talletusten ja lainojen viitekorkojen ero on suhteellisen suuri, 3-3.5 prosenttiyksikköä, ja todella sovellettujen korkojen marginaali vielä vähän suurempi. Kiinalaisilla pankeilla on näin ollen varsin väljä korkomarginaali. Keskuspankki näyttää pyrkineen vieläpä laajentamaan korkomarginaalia, mahdollisesti luottojen kysyntää hillitäkseen. Ehkä näin halutaan myös tukea pankkien vakavaraisuutta, mutta sillä samalla heikennetään velallisten asemaa.

Vuonna 2003 pankkien välisten markkinoiden korko vaihteli yleensä kahden prosentin tuntumassa, mutta kävi syyskuussa huipussaan 2.86 prosentissa. Valtion lyhytaikaisten obligaatioiden korko on ollut vajaat 2.5 prosenttia ja viiden vuoden korko jonkin verran tuon tason yli. Kotimaiset obligaatiomarkkinat toimivat yhä eristettyinä ulkomaailmasta. Korkotaso on matala, viime vuosina vain 2-3 prosenttia, mutta on tänä vuonna noussut. Rahoituksen säännöstelytoimet ovat ilmeisesti myös lisänneet korkeakorkoisen harmaan rahan välitystä.

Kiinan keskuspankki on korostanut jatkuvasti korkojärjestelmän vapauttamisen tärkeyttä. Keskeinen liberalisointia vauhdittava tekijä on ulkomaisten pankkien toiminnan vapautuminen Kiinassa vuoden 2006 jälkeen. Tämän vapautumisen todellisesta laajuudesta käytännössä esiintyy tosin epäilyksiä, eli viranomaisten arvellaan erilaisilla määräyksillään vaikeuttavan ulkomaisten pankkien vahvaa kilpailua. Kiinalaisten pankkien ja koko rahoitusmarkkinoidenkin on joka tapauksessa pakko sopeutua nopeasti Kiinan talouden kansainvälistymiseen ja uuteen kilpailutilanteeseen.

4 Kiinan rahapolitiikan arviointia ja näkymiä

4.1 Keskuspankin tämän hetken rahapolitiikka

Kiinan keskuspankki keskittyy pääjohtajansa Zhou Xiaochuanin mukaan vuonna 2004 rahapolitiikassaan seuraaviin kymmeneen aihepiiriin. Kiinalaiseen tapaan esityksessä on jonkin verran epämääräistä kaunopuheisuutta. Aihepiirien sisällön voinee pelkistää seuraavaan tapaan:

1. Pitää rahamäärän ja luottojen kasvu sopivana vuonna 2004. Suppea rahamäärä M1 samoin kuin laaja rahamäärä M2 kasvavat 17 prosenttia, ja keskuspankin lainat kaikille rahoituslaitoksille lisääntyvät 2.6 triljoonaa juania.
2. Parantaa valuuttakurssin määräytymismekanismeja ja säilyttää maksutaseen tasapaino, vähentää yritysten valuuttojen käyttöä, lisää juanin vapaata vaihdettavuutta ulkomaisessa rahoitustaseessa ja säilyttää juanin kurssi jokseenkin vakaana tasapainotasolla.
3. Vauhdittaa rahoitusmarkkinoiden kehitystä, lisää suoran rahoituksen käyttöä, kehittää obligaatiomarkkinoita, pankkien taserakennetta ja rahamarkkinarahastoja.
4. Kiinnittää suurta huomiota rahoitusmarkkinoiden vakauden säilyttämiseen, kehittää seurantajärjestelmiä ja ennakoivaa varoitusjärjestelmää. Tässä toimitaan yhteistyössä muiden valtion viranomaisten kanssa.
5. Kehittää rahoituslaitosten toimintaa ja lisää niiden kilpailukykyä. Erityisesti mainitaan keskuspankilta pääomalisäyksen saaneet Bank of China ja China Construction Bank.
6. Kehittää maksujärjestelmää, mm. reaaliaikaista suurten maksujen järjestelmää ja pienten maksujen tukkumaksujärjestelmää, kytkeä osakemarkkinat maksujärjestelmään rahapolitiikan tehostamiseksi jne.
7. Parantaa rahanpesun vastaista järjestelmää ja mm. lisää tässä yhteistyötä muiden keskuspankkien kanssa.
8. Parantaa muuten rahoituspalvelujen laatua, mm. kehittää tilastojärjestelmiä ja käteiskassanhallintaa.
9. Lisää kansainvälistä yhteistyötä ja vahvistaa Kiinan asemaa siinä
10. Vahvistaa johtamista ja sisäistä hallintaa.

Nämä kattavat tietenkin kaikki keskuspankin keskeiset toiminnot, mutta niissä on joka tapauksessa johdonmukaisena linjana selkeä, joskin varovainen rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden vapauttaminen ja Kiinan rahoitusjärjestelmän kilpailukykyyn kehittäminen.

Kehitysstrategian toteutus on hankalaa, ja siinä on mukana (Suomen Pankin 1980-luvulla kokemana) vaikea ongelma: Miten rahoitusmarkkinoiden vapautus ja kansainvälistyminen voidaan toteuttaa vakaasti samalla, kun myös vakauttavaa rahapolitiikkaa olisi toteutettava vaikeassa kotimaisessa ja kansainvälisessä ympäristössä. Rahoitusmarkkinoiden rakenteenmuutokset mm. sekoittavat rahoituskehityksen tulkintaa rahapolitiikan kannalta. Jos rahapolitiikassa otetaan voimakkaasti huomioon pankkitoiminnan ja markkinoiden yksityiskohtien kehittämisen tarpeet, koko talouden tasolla rahapolitiikan mitoitus helposti

kärsii. Toisaalta johdonmukainen rahapolitiikka voi johtaa heikot ja markkinoihin tottumattomat rahoituslaitokset kriisiin.

Kiinan nopea kasvu on nostanut voimakkaasti monia hintoja, mm. raaka-aineiden hintoja osin jopa kymmenillä prosenteilla. Keskuspankki pyrkii pitämään inflaation alle 5 prosentissa tänä vuonna. Kuluttajahintojen 12 kuukauden muutos on jo ylittänyt tuon tavoitteen, joskin paljolti syksyn 2003 nopean hintojen nousun vuoksi.

Kiinan rahoituskasvun on katsottu yleisesti välillä jo karanteenin viranomaisien kontrollista. Näinhän käy helposti maksutaseen suuren likviditeettisyäyksen myötä kiinteää valuuttakurssia tavoitellessa. Kuitenkin Kiinan valuutta- ja luottomarkkinoiden säännöstely on antanut rahapolitiikalle pelivaraa, ja ilmeisesti säännöstely on jossakin määrin tehonnut.

Kiinan rahamäärät kasvavat kuitenkin edelleen nopeasti. Laajan rahamäärän M2 kasvuvauhti on pysynyt lähellä Kiinan keskuspankin täksi vuodeksi asettamaa 17 prosentin tavoitetta, joka sekin on erittäin korkea suhteessa talouden nimelliskasvuun ja ennestäänkin hyvin suureen rahamäärään. Sekä rahamäärän että pankkien juanmääräisten luottojen kasvun on kesällä ollut 15-16 prosentin tuntumassa. Pankkien viitekorkoja ei ole nostettu, mutta esimerkiksi seitsemän vuoden obligaation korko on noussut lähes 5 prosenttiin viime vuoden lopun tasolta 3.40 prosenttia.

Keskuspankki on nostanut pankkien reservivaatimusta, samoin pankkien keskuspankkiluoton korkoa. Keskuspankki on kuitenkin omien lausuntojensa mukaan vastahakoinen nostamaan yleistä korkotasoa turvatakseen työllisyyden ja välttääkseen ulkomaisen pääoman tuonnin lisääntymistä. Kiinan talletusten reaalikorot ovat pysytelleet viime vuosina positiivisina, mutta inflaation nousu 5 prosentin tasolle on painanut ne jo selvästi negatiivisiksi. Vaikka luottojen reaalikorot ovat yhä enimmäkseen hiukan positiiviset, korkotaso on ollut matala Kiinan talouden vahvaan kasvuun nähden. Kiinteistöjen hintojen nousu kertoo selvästi ylikuumenemisesta.

Keskuspankin ohella myös pankkien vakaudesta huolehtivat viranomaiset ovat pyrkineet toimimaan. Pankkien vakavaraisuutta valvova virasto (China Banking Regulatory Commission) on tarkastanut pankkien luottojen myöntämistä ylikuumenneille toimialoille. Se kehotti huhtikuussa 2004 pankkeja mm. suuntaamaan luotonantoa sektoreille, kuten energiantuotantoon, kuljetuksiin ja vesihuoltoon, joissa esiintyy pullonkauloja, ja toisaalta rajoittamaan luotonantoa kiinteistöihin ym. ylikuumenneille alueille. Kiinalaisten pankkien kommenttien mukaan tällaisten suositusten vaikutukset eivät ole kovin suuret. Maan hallituskin voi säädellä edelleen luotonantoa yrityksille kaiketi jonkinlaisen yleisen valtion yhtiöiden rahoitussuunnittelun pohjalta. Hallitus on rajoittanut viime aikoina luotonantoa (ilmeisesti yritysten rahoitussuunnitelmiin liittyen) mm. metalli-, sementti- ja rakennusteollisuudelle.

4.2 Rahapolitiikan vaikutuskanavat

Kiinan keskuspankin rahapolitiikka ei näytä perustuvan mihinkään pelkistettyyn teoriaan, vaan on varsin pragmaattinen. Rahapolitiikan operaatioissa on ajoittain korostettu tavoitteena perusrahan vakaata kasvua. Myös rahakerroin on ollut esillä, eli millä kertoimella perusrahan lisäys näkyy koko rahamäärän kasvussa. Tosin Kiinankin osalta rahakerroin todetaan suhteellisen epävakaaaksi.

Kuitenkaan se, että Kiinan viranomaiset ovat korostaneet raha- ja luottoerien kehitystä, ei heijasta välttämättä länsimaista monetarismia tai markkinaehtoista luottokasvun hallintaa, vaan yksinkertaisesti sitä, että säännöstelytaloutta ohjataan osin rahoitusvirtoja säännöstelemällä. Rahamäärään ja pankkiluottoihin painottuva tarkastelu tuntuu varsin perustellulta, kun ottaa huomioon Kiinan pankkisektorin hallitsevan aseman taloudessa.

Luottojen nostoihin on liittynyt monen tasoista sääntelyä. Luultavasti likviditeetillä on yritysten käyttäytymiselle suuri merkitys.

Rahamäärän kasvun vakauttamisen ohella keskuspankki toteaa vakauttaneensa myös korkokehitystä, ja kaiken taustalla on lisäksi Kiinan kiinteän valuuttakurssin politiikka. Kun Kiina on soveltanut varsin tiukkaa valuutansäännöstelyä, se onkin voinut toteuttaa samanaikaisesti sekä omaa rahapolitiikkaa että pitäytyä tiukasti valuuttakurssitavoitteessa. Kun kuitenkin valuutansäännöstely on hiljalleen joustamassa, on kotimaisen luottojen ja rahamäärän kasvun hallinta vaikeutumassa.

Kiinan rahapolitiikka on toistaiseksi perustunut säännöstelyyn enemmän kuin markkinaehtoisuuteen. Sekä valuuttakurssi että pääosin korotkin on pidetty kiinteinä. Inflaatio ei ole ollut vielä suuri ongelma, ja sitä ovat hillinneet kansainvälisestä kilpailusta ja työvoiman liikatarjonnasta tulleet deflaatiopaineet. Vaikka varallisuusarvot ovat nousseet, niihin on vaikea reagoida kovin voimakkaasti, jos kuluttajahintojen nousu on maltillista ja tilapäiseksi koettua. Kovin kovaan inflaation vastaiseen rahapolitiikkaan ei ole vielä ollut tarvetta.

Kiinan luottokorot, jotka ovat pysytelleet keskimäärin 5-6 prosentin seuduilla, olivat pitkään tosiasiansa varsin korkeat, myös reaalisina, kun inflaatiota ei ole juurikaan ollut. Nyt ennakoitaan yleisen korkotason nostoa, mutta viranomaiset lienevät korkoratkaisuisaan varovaisia. Korkoa nostettaneen vain, jos inflaatio näyttää edelleen kiihtyvän.

Luultavasti varovainen korkopolitiikkakin on ollut perusteltua. Korolla ei ole säännöstelyssä taloudessa samoja vaikutuksia kuin markkinataloudessa. Kiinassakin vaikutukset voivat olla jopa nurinkurisia. On mahdollista, että koron nosto jopa vahvistaa ylikuumenemista, koska se lisää periaatteessa säästämistä ja sen myötä näiden säästövarojen ohjautumista luottoina ylikuumenneille toimialoille. Koron nosto ainakin lisää laillista ja laitonta pääomantuontia ja sitä kautta likviditeettiä. Luottojen kysyntä ei ehkä reagoi Kiinassa selvästi koron nousuun myöskään siksi, etteivät kaikki luotonottajat ehkä vieläkään piittaa korosta, koska korkojen ja luottojen ehdottomaan takaisinmaksuun ei ole vanhan järjestelmän aikana totuttu. Luottokorkojen nostoa rajoittaa osaltaan se, että koron noston myötä hoitamattomien luottojen ongelma edelleen kärjistyy.

4.3 Kiinan rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden säännöstely hämärtää tulkintoja

Kiinan rahoitus- ja valuuttamuuttujia tulkittaessa tulee muistaa, että ne eivät ole monilta osin markkinoiden tulosta. Rahoitus- ja valuuttamuuttujien hinnat ja määrät ovat osin vahvasti säännöstelyn muovaamia. Kiina yrittää hankkia mm. EU:lta ja Yhdysvalloilta markkinatalouden statuksen. Ainakaan Yhdysvallat ei näytä tätä myöntävän Kiinan yhä laajan julkisen omistuksen, säännöstelytoimien, yritystukien ym. syiden vuoksi. Onkin ilmeistä, että Kiinan talous on yhä valtaosin säännöstelyn muovaama kokonaisuus, jonka osien analysointi irrallisena voi olla harhaanjohtavaa.

Erityisesti ulkomaisten pääomanliikkeiden suhteellisen tiukka säännöstely hallitsee monien muuttujien kehitystä. Jopa kauppa- ja vaihtotase ovat tosiasiansa yhä pitkälti säännöstelijöiden hallinnassa siitä huolimatta, ettei kauppa- ja vaihtotaseen tapahtumia suoraan merkittävästi rajoiteta. Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstelyllä hallitaan tosiasiansa vaihtotasetta, koska rahoituksen sääntely voi estää vaihtotaseen alijäämän rahoituksen, tai päinvastaisessa tapauksessa vaihtotaseen ylijäämää ei voi syntyä, jos viranomaiset estävät varojen sijoittamisen ulkomaille eikä keskuspankki osta valuuttaa. Näin vaihtotase pysyy lähellä "tasapainoa". Valuutansäännöstely rajoitti menneinä vuosikymmeninä maailmantaloudessa yleisesti suurten vaihtotaseen ali- ja ylijäämien syntyä ja kansainvälisen rahoituk-

sen kasvua. Todella suuria epätasapainoja on nähty vasta pääomanliikkeiden laajasti vapauduttua.

On vaikea sanoa, millainen Kiinan vaihtotase olisi nykyisen korko- ja finanssipolitiikan vallitessa, ellei ulkomaisten pääomanliikkeiden ja kotimaisten rahoitusmarkkinoiden määrällistä säännöstelyä olisi. Kun ulkomainen rahoitus on säännöstelty ja samalla vaihtotase rajattu, tulevat myös kotimaisten sektoreiden rahoitusali- ja ylijäämät paljolti rajatuiksi. Samalla syntyy osin Kiinan nykyinen pankkien ylisuurten kotimaisten luottojen ongelma ja talouden ylikysynnän ongelma. Rahoitus pääse pois suljetusta tilasta, ja erittäin suuri kotimainen säästäminen jää pyörimään rahoituksena kotimaisille markkinoille.

Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely estää myös vapaita markkinoita luonnehtivat tiukat kytkennät valuuttakurssien ja korkojen väliltä. Säännöstelyllähän pyritään nimenomaan turvaamaan itsenäinen koron asetanta. Kiinan kotimaiset korot ovat olleet viime aikoina selvästi korkeammat kuin valuuttakurssipaine edellyttäisi. Tilanne näkyy termiinimarkkinoilla Kiinan ulkopuolella juanin ja dollarin keskinäisessä kurssissa. Näillä markkinoilla juanin ja dollarin välinen termiinkurssi on ollut viime aikoina avistakurssia vahvempi, vaikka Kiinan hiukan korkeampi korkotaso edellyttäisi päinvastaista kurssisuhdetta.

Kotimaisten rahoitusmarkkinoiden säännöstely on epämääräistä sisältäen erillisiä määrällisen säännöstelyn elementtejä. Tässä tilanteessa on vaikea arvioida, missä määrin talletus- ja luottoeriä voidaan analysoida markkinamuuttujina. Säännöstelyn sanotaan liksänneen tilastoimattoman harmaan rahan välitystä pankkien taseiden ulkopuolella. Pehmeän budjettirajoituksen oloissa velkoja jätetään ehkä jopa harkitusti toistaiseksi hoitamatta ja velkojen hoitoa varten kertynyt rahoitus (poistot) jätetäänkin likviditeetiksi. Tämä mahdollinen käytäntö saattaisi olla eräs tekijä, joka selittää Kiinan pankkien poikkeuksellisen suuret talletus- ja luottoerät.

4.4 Talouden epävarmuudet ja riskipreemiot

Kiinan talouden tila on ollut viime aikoina ylikuumentunut, varsin vaikeasti hallittava ja merkittäviä rahoitusriskejä sisältävä. Kuitenkin Kiinan rahataloudella on myös vahvoja puolia. Kiinan kansainvälinen rahoitusasema on hyvä. Maalla on suuri, noin vuoden tuontia vastaava valuuttavaranto ja vain vähän korollisia ulkomaisia velkoja. Kiinalaiset velalliset eivät ole siten alttiita valuuttakurssiriskeille eivätkä ulkomaisten sijoittajien paniikkireaktioille. Lisäksi valuuttaspekulaatiot voidaan yhä pääosin estää valuutansäännöstelyllä.

Kiinan vahva kansainvälinen rahoitusasema näkyy sen varsin kohtuullisina kansainvälisinä luottoluokituksina. Kiinan pitkäaikaisen ulkomaanvaluuttalainan luokitukset ovat yhä selvästi alle kehittyneiden maiden mutta yli kehitysmaiden yleisen tason. Kiina on EU:hun liittymässä olevien maiden keskitasolla, jokseenkin samassa kuin Latvia mutta alle Viron, Unkarin ja Tshekin. Toisaalta Kiina on luokituksissa ylempänä kuin esimerkiksi Venäjä. Kiina saa dollarilainansa selvästi halvemmalla kuin Venäjä. Kiinan valtion riskilisa Yhdysvaltain valtioon nähden on vain puolisen prosenttiyksikköä, kun Venäjän riskilisa on ollut parin prosenttiyksikön luokkaa.

Kiinan rahatalouden ja rahapolitiikan suurin ongelma on maan pankkien heikko valmius markkinatalouteen. Taustalla ovat kuitenkin valtion yritysten ja maaseudun ongelmat. Pankeilta puuttuu muodollinen valtion takuu, mutta niillä on epäilemättä tosiasiallinen takuu. Pankkien pystyessä pysymään on toistaiseksi melko varmaa.

Pankkien vakautus voi toteutua joko velallisten, tallettajien tai veronmaksajien kustannuksella. Paras vaihtoehto olisi tietenkin se, että vakautuminen ei toteutuisi luottotappioiden kautta, vaan ongelmavelallisten saneerauksen ja elpymisen kautta. Kokonaan ongel-

maa ei varmaankaan saada näin hoidettua, ja luultavasti julkinen valta joutuu käyttämään pankkikriisissä runsaasti omia varojaan. Tallettajat joutuvat maksumiehiksi, jos pankit kaatuvat tai velkaongelmat hoidetaan voimakkaalla inflaatiolla.

Pitkän päälle suuri epävarmuus liittyy Kiinan poliittiseen ja talouspoliittiseen vakautteen yleensä. Tämän tekijän merkitystä on mahdoton ennakoida. Kiina on ollut usein historiansa aikana hajanainen valtio, ja nykyisinkin maakuntien asema on vahva ja jossakin määrin erilainen mm. talouspolitiikan kokeilujen vuoksi. Eräissä kansainvälisissä vertailuissa Kiinan maakuntia rinnastetaan vieraisiin valtioihin, sillä näitähän ne pääosin 50-100 miljoonaisine asukkaineen hyvinkin vastaavat. Paikallishallinnon vaikutusvalta on suuri nimenomaan talouden hoidossa, eivätkä keskushallinnon viranomaisten ja keskuspankin ohjeet ilmeisesti vaikuta kaikkialla toivotulla tavalla. Suhteellisen vakaa lainsäädäntö ja tasapuolinen oikeuslaitos ovat pitkäjänteisen taloudenhoidon kannalta välttämättömiä.

Toimivan markkinatalouden oleellisena osana pidetään tiedonkulun vapautta. Kiinan tiedotusvälineiden avoimuuden puute aiheuttaa monia ongelmia. Se mm. auttaa merkittävästi korruptioon syyllistyneitä viranomaisia ja valtion yritysten epärehellisiä johtajia peittämään tekemisensä. Kiinan autoritaarisen talousuudistuksen onnistumista seurataan kiinnostuneina sekä demokratioissa että diktatuureissa.

4.5 Kiinan talouden suuri kansainvälinen merkitys

Kiina on noussut nopeasti maailman keskeisten talousmahtien joukkoon. Vaikka Kiina on nimellisin hinnoin vain 3-4 prosenttia maailmantaloudesta, ostovoimakorjattuna (IMF:n mukaan) osuus on 13 prosenttia. Nimellinen osuus on yleisesti ottaen merkityksellisempi, kun tarkastellaan rahoitusmuuttujia, mutta reaaliarissa ostovoimakorjattu osuus on monilta osin tärkeämpi. Ostovoimakorjattu luku on ratkaiseva mm. silloin, kun tarkastellaan Kiinan merkitystä maailman raaka-aineiden käyttäjänä. Useista maailman elintarvikkeista (riisi, soija, puuvilla) ja metalleista (teräs, kupari) Kiinassa käytetään jo 20-30 prosenttia koko maailman käytöstä. Osa näistä raaka-aineista tosin menee jatkojalostettuna vientiin. Raaka-aineiden käytön lisäyksestä osuudet ovat Kiinan nopean kasvun vuoksi vielä suurempia. Esimerkiksi maailman öljystä Kiina käyttää vajaat 15 prosenttia, mutta öljyn kulutuksen lisäyksestä on viime aikoina jopa lähes 40 prosenttia toteutunut Kiinassa.

Erityisesti juuri maan suuri koko muodostaa taustan keskustelulle, joka koskee sekä nykyisiä ongelmakysymyksiä että pidempiaikaista maailmantalouden ja -kaupan sekä rahoituksen sopeutumistarvetta. Lyhyen aikavälin kysymykset liittyvät lähinnä Kiinan kauppa- ja valuuttakurssipolitiikkaan sekä näitä myötäileviin voimakkaisiin valuuttainterventioihin, joilla Kiinan keskuspankki, kuten monet muutkin Aasian keskuspankit rahoittavat Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämää.¹¹ Toisaalta Kiinan tavattoman lukuisan halvan työvoiman on epäilty aiheuttavan kehittyneissä talouksissa myös hyvin pitkäaikaisen ja vaikean sopeutumisen teollisuudessa ja työmarkkinoilla. Yhdysvalloissa on todettu, että vaikka kaikki Yhdysvaltain nykyiset työpaikat siirtyisivät Kiinaan, Kiinaan jäisi edelleen suuri työvoimareservi.

Kiinan nykyistä valuuttapolitiikkaa ja yleensäkin talouspolitiikkaa koskevaa kritiikkiä on viime vuosina tullut ennen kaikkea juuri Yhdysvalloista, mutta osin myös Euroopasta. Yhdysvaltain ekspanstiivinen politiikka on johtanut tämän maan suuriin vaihtotaseen alijäämiin – mm. juuri Kiinaan nähden – ja voimakkaan velkaantumisen uralle. Yhdysvaltain

¹¹ Viime kädessä Yhdysvaltainkin vaihtotaseen alijäämän rahoittavat vaihtotaseeltaan ylijäämäiset maat, eivät varsinaisesti ne, jotka ostavat Yhdysvaltain velkapapereita. Kiinankin vaihtotaseen ylijäämä on vain vajaa kymmenesosa Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämästä, mutta amerikkalaisten velkapaperien ostot paljon suuremmat. Keskuspankki sijoittaa ilmeisesti varantoaan valtion velkapapereiden ohella melkoisesti muihinkin kohteisiin.

kannalta kivuttomin tapa päästä ongelmasta olisi muualta maailmasta Yhdysvaltain vieniin kohdistuva kova kysyntä.

Euroalueella on puolestaan pelätty, että suurten valuuttojen keskinäisen kurssisopeutus jäisi kokonaan vahvistuvan euron osalle, kun juan ja jeni seuraavat dollaria. Toistaiseksi kovin merkittävää euron vahvistumista ei ole kuitenkaan tapahtunut. On myös muistettava, että juanin viime vuosien heikkeneminen euroon nähden on vastareaktiota sen vahvistumiselle dollarin myötä vuosina 1999-2001.

Yhdysvaltain ja Kiinan keskinäinen sananvaihto Kiinan protektionismista on epäilemättä hankalasti analysoitava, moniin ilmiöihin ulottuva ongelmavyöhyke. On sinänsä kiinnostavaa, miksi erityisesti juuri Kiinan kauppa Yhdysvaltain kanssa on niin vahvasti ylijäämäistä. Paljoltihan epätasapaino tulee siitä, että monien jo vaurastuneiden Aasian maiden tuotteet kootaan viime vaiheessa Kiinassa, ja lähetetään sieltä Yhdysvaltoihin. Yhdysvaltain kauppavajeesta kuitenkin vain noin 20-25 prosenttia tulee Kiinasta. Yhdysvaltain Kiinaan kohdistama kritiikki on varmasti osin perusteltua, mutta mahdollinen Kiinan markkinoiden vapautuminen ei ole itsestään selvä etu Yhdysvalloille. Ongelmista voisi nostaa esiin lähinnä seuraavia asioita.

Yhdysvaltain viennin voidaan sanoa kärsivän Kiinan valuuttakurssipolitiikasta (juanin vahvistuminen estetään valuuttainterventioilla), pääomanliikkeiden säännöstelystä (kiinalaiset eivät voi ostaa Yhdysvaltain tuotteita velkaantumalla ulkomaille) ja Kiinan muusta protektionismista, mm säännöstelystä kotimaisesta kauppajärjestelmästä. Toisaalta näitä vastaan voidaan esittää vastaväitteitä, jotka ovat edullisia Yhdysvalloille.

Aasian maiden suuret valuuttainterventiot auttavat pitämään Yhdysvaltain markkinakorkotasoa alhaalla, eli Kiina ja muut maat tukevat näin Yhdysvaltain ekspansiivista politiikkaa. Kiinan dollariotot ovat luonteva osa tämän maan ulkoista maksuvalmiuspolitiikkaa. Kiinan valuuttavaranto on kasvanut vain samaa vauhtia kuin sen ulkomaankauppa.

Valuutansäännöstely ylläpitää Kiinan talouden ulkoista tasapainoa. Se estää Kiinan vaihtotaseen ylijäämän kasvamisen tukemalla Kiinan kotimaista kysyntää ja tuontia, mikä rajoittaa Kiinan tulemista deflaation lähteeksi maailmantaloudessa. Valuutansäännöstely rajaa Kiinan ulkomaista velkaantumista, ja valuuttavarannon kasvu vahvistaa maan kansainvälistä likviditeettiä. Nämä tekijät estävät maan jo ennestään vaikean kotimaisen velkaongelman kärjistyminen velkakriisiksi. Kiina kriisi leikkaisi osaltaan Yhdysvaltain viennimahdollisuuksia Kiinaan.

Ilmeisin ongelma lienee Kiinan sisäinen protektionismi, jota erityisesti WTO-sopimus kuitenkin koko ajan vähentää. Kiinalla ei ole toisaalta suurta kauppataseen ylijäämää, ja suuren alijäämän syntymisen Kiina ilmeisesti kuitenkin estäisi, jos ei säännöstelyllä, niin normaalilla yleisellä talouspolitiikalla.

Eräänä vaihtoehtona juanin vahvistumispaineen ja likviditeetin kasvun hillitsemiseksi Kiinalle on suositeltu pääoman viennin vapauttamista. Jos Kiina vapauttaisi pääomanliikkeitä ulospäin ja varat ohjautuisivat heikkojen kotimaisten sijoitusten asemasta ulkomaille, juanin vahvistumispaine vaimenisi ja valuutta helposti jopa heikkenisi. Aluksi pääomanvientiä rahoitettaisiin ehkä keskuspankin valuuttavarannosta, mutta kotimaisen likviditeetin laajamittainen ohjautuminen ulkomaille johtaisi Kiinan tuonnin vaimenemiseen ja vaihtotaseen ylijäämän kasvuun. Tämä varmaan ajan mittaan uudelleen vahvistaisi juania. Kiinan talous ehkä vakautuisi, mutta kuka ottaisi alkuvaiheessa vastaan Kiinan vaihtotaseen ylijäämää vastaavan alijäämän – Yhdysvallatko? Japanin ym. vanhojen ylijäämämaiden deflaatiovaikutus on jo ennestäänkin ongelmana.

Voi kysyä, mahtaako erityisesti juuri Yhdysvallat kärsiä Kiinan säännöstelystä. Epäilemättä Yhdysvaltainkin tasapaino-ongelmat ovat pääosin sen omaa syytä. Kahdenvälisillä kauppataseilla ei pitäisi olla globalisoituneessa maailmassa juuri mitään merkitystä. Pitkemminkin ne ovat myönteisiä kertoessaan kansainvälisen työnjaon lisääntymisestä.

Osaksi Yhdysvaltain rahoitusaliijäämä johtuu dollarin asemasta maailman ylivoimaisesti tärkeimpänä reservivaluuttana. Monet amerikkalaiset kommentaattorit ovat osin oikeassa väittäessään, että Yhdysvaltain alijäämä johtuu ulkomaiden aktiivisesta halusta sijoittaa dollareihin. Siten Yhdysvaltain velkaantuminen ei olisi maan vaihtotaseen alijäämän seurausta vaan päinvastoin alijäämä olisi tulos maahan tulvineesta ulkomaisesta rahoituksesta.

Yhdysvaltain ulkopuolinen maailma tarvitsee dollareita, ja niitä se saa vain siten, että Yhdysvallat ostaa nettomääräisesti ulkomaisia hyödykkeitä (pitää vaihtotaseen alijäämää) tai tekee ulkomaisia reaali- ja finanssisijoituksia. Maailmantalouden kannalta voikin pitää tarkoituksenmukaisena, että Yhdysvalloilla on vaihtotaseen alijäämää, mutta se ei voi olla kestävästi nykyisellä, 5 prosenttia BKT:sta olevalla tasolla. Se saisi olla korkeintaan puolet tästä. Tällainen alijäämä pitäisi maan ulkomaisen nettovelan suhteellisesti suunnilleen nykyisellään, vajaassa 30 prosentissa BKT:sta.

Euroopassa sekä finansi- että rahapolitiikka on ollut kireämpää ja kasvukin vastaavasti vaimeampaa. Toisaalta euroalue ei ole velkaantunut ulkomaille, ja pelivaraa on näin tulevaisuutta varten enemmän kuin Yhdysvalloissa. Eurooppaa rasittaa kuitenkin mm. vanhenevan väestön ongelma.

* * *

Pitkällä aikavälillä Aasian halpamaiden kilpailu aiheuttaa kehittyneille teollisuusmaille joka tapauksessa suuria sopeutumispaineita. On todennäköistä, että Kiina – yhdessä Intian ja muiden pienempien vielä köyhien Aasian maiden kanssa – muuttaa merkittävästi länsimaiden talouksien rakennetta. Tämä on jo alkanut näkyä, eikä muutospaine ole hetkellinen, suhdanneluonteinen, vaan jatkuu todennäköisesti vuosikymmeniä.

Tämä muutos poikkeaa Japanin ja Korean aikoinaan aiheuttamasta oleellisesti siinä, että Kiina ja Intia ovat yhdessä väestöltään paljon näitä maita ja myös länsimaita suurempi kokonaisuus. Mekaanisen, yksinkertaisen teollisen tuotannon kasvu todennäköisesti painottuu jatkossa voimakkaasti Aasiaan ja muihin halpamaihin. Huomattava osa teollisista työpaikoista häviää kehittyneistä länsimaista tai ainakin syntyy jatkossa näiden ulkopuolella. Länsimaat joutuvat hoitamaan jotenkin itselleen syntyvät työttömyys-, vaihtotase-, velkaantumis- ym. tasapaino-ongelmat.

Aasian valuutat eivät todennäköisesti vahvistu pysyvästi niin paljon, että taloudet menettäisivät sitä kautta oleellisesti hintakilpailukykyään. Köyhät, tuottavuudeltaan alhaiset maat eivät ole juurikaan kärsineet ylivahvasta valuuttakurssista tilanteissa, joissa niiden rahoitusmarkkinat, pääomanliikkeet ja valuuttakurssi ovat olleet suhteellisen vapaat. Tosin tällaisessa tilassa olevia maita on ollut varsin vähän. Kehittyvät maat ovat tyypillisesti, kuten Kiinakin, poliittisesti, sosiaalisesti ja taloudellisesti selvästi epävakaampia kuin kehittyneet maat, mikä osaltaan painaa niiden valuuttakurssia. Japanikin alkoi kärsiä ylivahvasta jenistä selvästi vasta vaurastuttuaan.

Talouden kehitys näkyy tuottavuuden paranemisena, ja jos tämä on kilpailijamaita vahvempaa, nouseva kilpailukyky heijastuu palkkatason nousuna ja valuuttakurssin vahvistumisena. Kuitenkin Aasian alhaisen tulotason maiden reservityövoiman valtava määrä aiheuttaa sen, ettei perusteellisuuden palkkataso pääse Kiinassa ja Intiassa kovin nopeasti nousemaan. Tällöin tuottavuuden nousun hyöty ei jää kokonaan näihin maihin, vaan siirtyy osittain tuotteiden alhaisten hintojen kautta länsimaiden kuluttajille – länsimaiden korkeapalkkaisen työvoiman ja tätä käyttävien yritysten kilpailukyvyn kustannuksella.

Kansainvälisen kaupan hinnat pysyvät ehkä pitkään halpoina, ja länsimaiden on sopeuduttava teollisuuden menetyksiin. Aasian miljardiluokkaa olevaa köyhää maaseutuväestöä työllistyy hiljalleen teollisiin ja palveluammatteihin. Vaikka tuottavuusedun karkaa-

minen kuluttajille hidastaa tämän työvoiman reaalityulojen nousua, se voi kuitenkin olla suhteellisen nopeaa. Kiinan kansainvälistä kilpailukykyä kehityksellä on erittäin suuri merkitys maailmantaloudelle. Kiinan nykyinen tilastojärjestelmä ei näytä tuottavan riittävästi ainakaan julkaistua tilastoaineistoa kilpailukykyyn liittyvistä eri tekijöistä. Nimellistä valuuttakurssia on helppo seurata, mutta muuten kilpailukykyä seuranta varten tarvittaisiin hyvät ja monipuoliset tiedot erityisesti Kiinan tuottavuuskehityksestä ja ulkomaankaupan hinnoista.

On ilmeistä, etteivät kiinalaisten reaalityulot nouse niin nopeasti kuin Kiinan kokonaistuotanto lähinnä kahden tekijän vaikutuksesta. Ensinnäkin Kiinassa syntyvistä nimellistuloista kasvava osuus joudutaan maksamaan tuotannon tekijäkorvauksina, lähinnä yritysten voittoina ulkomaille. Toisaalta kiinalaisten reaalityuloja painaa ilmeisen epäedullinen vaihtosuhteivaikutus (ulkomaankaupan hintasuhte, terms of trade). Vientihinnat, joista ei näytä olevan tyydyttäviä tilastoja, nousevat hitaasti tai jopa laskevat samalla, kun paljolti raaka-aineisiin painottuvan tuonnin hinnat nousevat nopeasti – osin juuri Kiinan nopean kasvun aiheuttaman raaka-aineiden maailmanmarkkinoiden hintojen nousun myötä.

* * *

Aasian kilpailu on nostanut länsimaissa protektionismin vaatimuksia. Kaupan esteillä voidaan tuskin muuta kuin hidastaa muutosta, ja niistä tulee niiden tietyille ryhmille tuomien hetkellisten etujen ohella yleinen hyvinvointitappio. Olisi paljon parempi pyrkiä sopeutumaan muutokseen joustavasti. Aasian nopeasti kasvavat maat eivät pelkää vie hyödykkeitä vaan myös tuovat niitä. Tulisi panostaa niille toimialoille, joilla tällaista kysyntää syntyy Aasiasta päin ja muualta nopeasti nousevista alhaisen tulotason maista.

Kiinassa ja Intiassa toteutuu laaja-alainen kasvu, mutta säännöstelyn vuoksi rahoituksen käyttö on luultavasti tehotonta. Kasvu on nopeaa, mutta investointiasteeseen nähden korkeintaan kohtuullista. Aasia on investoinut ja kasvanut tähän saakka oman korkean säästämisensä turvin ja tekee näin varmaan jatkossakin. Säästöjä on riittänyt myös suuriin sijoituksiin länsimaihin, tosin toistaiseksi lähinnä keskuspankkien tekeminä Yhdysvaltain valtion velkapapereihin. Mahdollisesti aasialaiset ostavat osaamisensa kehittyessä merkittävän osan myös länsimaiden tuotantokapasiteetista ja muusta varallisuudesta.

Sekä Kiinan talouden että maailmantalouden kannalta olisi epäilemättä edullista, että Kiinan säästämisaste alenisi. Laajamittaisen investointitoiminnan on yleisesti katsottu joutaneen yli-investointeihin, joten investointiaste todennäköisesti jatkossa laskee. Jotta talouden kasvu jatkuisi, olisi joko kulutuksen tai viennin vastaavasti vahvistettava. Tuntuu Kiinan viennin lisäystä maailmantalouden on vaikea ottaa vastaan. Kiinalaisten pitäisi lisätä kulutustaan, sillä maan kulutusalttius on painunut erittäin matalaksi.

Kiinan korkealle säästämisasteelle on esitetty monenlaisia syitä. Keskeistä lienee mm. sosiaalisen epävarmuuden lisääntyminen, kuten valtion yritysten 100 miljoonan työntekijän työllisyysturvan poistaminen sekä sosiaaliturvan ja julkisen koulutuksen tukien leikkaukset. Eläkesäästämisestä on lisännyt Kiinan yhden lapsen politiikka. Koska tulevia veronmaksajia on vähän, ihmiset yrittävät säästää omia varoja eläkekauttaan varten. Edelleen yksityisen säästämisen motiivina on perusvarallisuuden kerääminen erityisesti, kun Kiina valtio ei ole palauttanut aikoinaan sosialisoitua yksityistä omaisuutta. Säästämisasteen alentamiseksi valtio voisi toteuttaa valtion yritysten ja muun omaisuuden yksityistämistä väestön suurelle enemmistölle.

* * *

Aasian maiden alhaiset palkat ja suoranainen deflaatio ovat pitäneet ja pitävät jatkossakin standardinomaisten teollisuustuotteiden maailmanmarkkinahinnat matalina. Tämä on osaltaan näkynyt myös länsimaiden inflaation pysymisenä hyvin alhaisena, jopa matalampana kuin mikä on yleisesti asetettu rahapolitiikan tavoitteeksi. On pelätty deflaatiota. Luultavasti deflaatiota on rahapolitiikan kannaltakin pelätty liikaa, koska hintojen lasku on ollut paljolti vain hyötymistä aasialaisesta halpatyövoimasta. Se on ollut tavallaan "hyvää" deflaatiota.

Sopeutumisongelmaa on yritetty hoitaa löysällä raha- ja finanssipolitiikalla varsinkin Yhdysvalloissa. Näin on pyritty luomaan inflaatiota suljettuun sektoriin halpamaiden tuoman deflaatiopaineen vastineeksi. Löysän politiikan osatavoitteena, vaikkakaan ei selvästi julkilausuttuna, lienee ollut myös dollarin kurssin heikentäminen maan hintakilpailukyvyyn parantamiseksi. Tällä on arvioitu saatavan vientituotanto niin kilpailukykyiseksi, että vaihtotase- ja velkaantumisongelmat hoituvat joustavasti. Pysyvä dollarin ja euronkin devalvaatio, nimenomaan myös Aasian valuuttojen suhteen, olisi yksi tapa hoitaa Aasian tuoma kilpailukykyongelma. On kuitenkin erittäin epävarmaa, onnistuuko se. Kelluvia valuuttoja ei voida päätösperäisesti devalvoida, vaan kurssi syntyy markkinoiden odotuksista. Elvyttävä politiikka voi tuoda ajan mittaan yleisiä inflaatio-ongelmia.

Löysällä politiikalla on kehittyneissä maissa pyritty korvaamaan vientiteollisuudesta katoavat työpaikat suljetun sektorin tuotantoa elvyttämällä. Näin saadaankin epäilemättä työttömyysongelmaa korjattua, mutta samalla joudutaan monissa maissa toteamaan kauppa- ja vaihtotaseen heikkeneminen ja maan velkaantuminen. Löysä politiikka kumuloi velkavarantoja ja nostaa kiinteistöjen ja arvopapereiden hintoja. Tällä tiellä ei voida edetä kovin kauan, ei ainakaan enää vuosikymmeniä. Jos rahapolitiikalla luotu sillanrakennus epäonnistuu, kehittyneet maat ovat kaksinkertaisissa ongelmissa; kilpailukyvyttömyyden ohella myös velkavaikeuksissa.

- 2001 *No 1* Magnus Feldmann - Razeen Sally: From the Soviet Union to the European Union: the political economy of Estonian trade policy reforms, 1991-2000
No 2 Tuuli Koivu - Iikka Korhonen: Talouskasvu ripeää Baltiassa vuonna 2000
No 3 Jouko Rautava: Suomen Venäjän-kauppa 2000 - Epävakaa toimintaympäristö rajoittaa kauppaa
No 4 Iikka Korhonen: EU-kandidaatit ja rahaliitto
No 5 Pekka Sutela: Venäjän talouden kasvunäkymät
No 6 János Gács, Iikka Korhonen and Mare Randveer: The Impact of EMU's Third Stage on Estonian Economic Development, 1999-2000
No 7 Jouko Rautava: Venäjän reformistrategia: rakenneuudistukset vs. liberalisointi
No 8 Tuuli Koivu: Current issues in pension reform in the Baltics
No 9 Jaana Rantama: Baltian pankkijärjestelmät
No 10 Pekka Sutela: Venäjän talouspolitiikka ja talouden näköalat lokakuussa 2001
No 11 Pekka Sutela: Finnish relations with Russia 1991-2001: Better than ever?
No 12 Tarja Kauppila: Puolan talouskasvu hidastuu
No 13 Katja-Leea Klemola: Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen lukijatutkimus
No 14 Katja-Leea Klemola: Survey of readers of BOFIT publications, spring-summer 2001
No 15 Michael Funke: Determining the taxation and investment impacts of Estonia's 2000 income tax reform
No 16 Merja Tekoniemi: Venäjän maatalouden kehitys ja uudistaminen 1990-luvulla
No 17 Jian-Guang Shen: China's Exchange Rate System after WTO Accession: Some Considerations
- 2002 *No 1* Juhani Laurila: Determinants of transit transports between the European Union and Russia
No 2 Tarja Kauppila: Polish Economic Review 1/2002
No 3 Tuomas Komulainen: Elokuun 1998 talouskriisi
No 4 Laura Solanko - Merja Tekoniemi: Fiskaalifederalismi Venäjällä
No 5 Jian-Guang Shen: China's Macroeconomic Development in 2001
No 6 Tuuli Koivu: Vuosi 2001 Baltiassa
No 7 BOFIT: Näkökulmia Venäjän talouteen - BOFIT-seminaari 13.5.2002
No 8 Pekka Sutela: Combining the incompatibles: fixed exchange rate, liberalisation and financial development in Estonia
No 9 Tarja Kauppila: Polish Economic Review 2/2002
No 10 Iikka Korhonen: Selected Aspects of Monetary Integration
No 11 Tuuli Koivu: Banking and Finance in the Baltic Countries
No 12 Filippo Ippolito: The Banking Sector Rescue in Russia
No 13 Antje Hildebrandt: What is Special about Enlarging the European Union towards the East? A Comparison with the Southern Enlargement
- 2003 *No 1* Marco Fantini: An evaluation of draft legislation on Russian deposit insurance
No 2 Jian-Guang Shen: China's Economic Development in 2002
No 3 Komulainen, Korhonen I, Korhonen V, Rautava, Sutela: Russia: Growth prospects and policy debates
No 4 Tuomas Komulainen: Polish Economic Review 1/2003
No 5 Abdur Chowdhury: Banking reform in Russia: Winds of change?
No 6 Laura Solanko: Why favor large incumbents? A note on lobbying in transition
No 7 Tuuli Koivu: Suotuisa kehitys jatkui Baltian maissa vuonna 2002
No 8 BOFIT: Näkökulmia Venäjän talouteen - BOFIT-seminaari 22.5.2003
No 9 Merja Tekoniemi: Venäjän maatalous 2000-luvulla - Venäjästäkö viljanviejä?
No 10 Abdur Chowdhury: WTO accession: What's in it for Russia?
No 11 Tuomas Komulainen: Polish Economic Review 2/2003
- 2004 *No 1* Elena Smirnova: Impact of Cross-listing on Local Stock Returns: Case of Russian ADRs
No 2 Seija Lainela - Pekka Sutela: European Union, Russia, and TACIS
No 3 Seija Lainela: Investoinnit kasvussa Venäjällä
No 4 BOFIT: Venäjän talous Putinin aikana
No 5 Merja Tekoniemi: Venäjän Kaukoidän taloudellinen integraatio
No 6 Tuuli Koivu: The sustainability of Chinese growth
No 7 Tapio Korhonen: Venäjän rahoitusjärjestelmän nykytila ja näkymät
No 8 Tapio Korhonen ja Simon-Erik Ollus: Mikä pääomapako Venäjältä?
No 9 Simon-Erik Ollus: How much oil can Russia produce? - A study in the Russian oil sector
No 10 Tapio Korhonen: Kiinan rahoitusjärjestelmän nykytila ja näkymät