

### Simon-Erik Ollus: Miten rahoitusmarkkinoiden turbulenssi näkyy Venäjällä?

Yhdysvaltain asuntoluotto-ongelman aiheuttama turbulenssi maailman rahoitusmarkkinoilla on loppukesällä heijastunut myös Venäjälle. Jotkut ulkomaiset sijoittajat ovat kotiuttaneet arvopaperisijoituksiaan ja maailmantalouden korkojen nousu on kiristänyt likviditeettitarjontaa maassa. Venäjän keskuspankin mukaan yksityinen nettopääomavienti oli elokuussa 5,5 miljardia dollaria, kun tammi-kesäkuun maksutaseen ennakkoluvut vielä viittaavat mittavaan nettopääomatuontiin, noin 67 miljardia dollaria. Kiristynyt tilanne näkyy myös keskuspankin toimissa. Keskuspankki lisäsi elokuussa likviditeettiä pankkisektorilla ja möi valuuttaa varannostaan tukeakseen ruplan kurssia. Valuuttavaranto pieneni elokuun alussa kahden viikon aikana lähes 7 miljardin dollarin verran ja oli elokuun lopulla 416 miljardia dollaria. Elokuun tapahtumien johdosta muutamat investointipankit ovat viime aikoina lausunnoissaan dramatisoineet tilannetta ja nähneet kriisin aineksia Venäjän pankkisektorilla.

#### Venäläiset pankit ulkomaisen rahoituksen välittäjinä

Venäläiset pankit ja yritykset ovat viime vuosina hyötäneet maailmantalouden runsaasta likviditeettitarjonnasta ja valtion parantuneesta luottoluokituksesta. Niillä on ollut mahdollisuus lainata varoja edullisesti kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta, mikä on johtanut runsaaseen pääomavirtaan Venäjälle. Se on puolestaan johtanut korkotason alenemiseen maassa. Muutamat yrityksiä ja kotitalouksia luottavat pankit ovat ottaneet ulkomailta lyhytaikaisia lainoja, joilla ne ovat rahoittaneet pitkäaikaisten lainojen myöntämistä Venäjällä. Nyt maailman rahoitusmarkkinoiden turbulenssi on nostanut lyhyitä korkoja ja tehnyt likviditeetin hankkimisen ulkomailta kalliimmaksi vaikeuttaen edellisen tapaisia lainajärjestelyjä.

Tilanteen kiristyminen on heijastunut venäläisten pankkien välisille interbank-markkinoille korkojen nousuna, mikä tekee myös kotimaisen rahoituksen hankkimisen kalliimmaksi pankeille. Kotimainen kireä likviditeettitilanne vaikeuttaa erityisesti pienten ja heikkovaraisten pankkien toimintaa. Venäjällä pankit ovat segmentoituneet eri luokkiin riippuen niiden koosta ja toiminnasta. Ainoastaan vakavaraisimmat ja luottoluokitukseltaan parhaat pankit voivat lainata rahaa suoraan interbank-markkinoilta, ja riskien kasvaessa

rahan hinta voi tulla liian kalliiksi joillekin heikoimmille pankeille.

#### Epävarmuus jatkuu, mutta kriisin aineksia ei vielä nähtävissä

Epävarma tilanne Yhdysvalloissa saattaa kestää pitkäänkin, eli kansainvälisten rahamarkkinoiden turbulenssi jatkunee. Tilanteen jatkuminen nostaa ulkomaisen lainarahan hintaa venäläisille ja voi edelleen lisätä ulkomaisten sijoittajien paineita kotiuttaa likvidejä sijoituksiaan. Lisäksi joidenkin verojen maksut keskittyvät Venäjällä alkusyksyyn ja syksyllä on muutamalla suuryrityksellä suuria rupla-bondilainoja erääntymässä. Odotettavissa on siten kireä likviditeettitilanne koko syksyn ajan. Ilman keskuspankin aktiivisia interventioita likviditeettitilanne todennäköisesti kiristyy vielä nykyisestä.

Keskeiset luottoluokituslaitokset (mm. Fitch ja Standard & Poor's) ovat viime aikoina vahvistaneet Venäjä-luottoluokituksensa. Venäjän talousministeriö ja keskuspankki ovat antaneet rauhoittavia lausuntoja ja todenneet likviditeettitilanteen edelleen kiristyvän jonkin verran, mutta ne eivät odota sen vaikuttavan merkittävästi talouskehitykseen ja ripeään talouskasvuun. Maalla on kansainvälisesti verrattuna poikkeuksellisen suuri vaihtotaseen ylijäämä ja suuri valuuttavaranto, jolla keskuspankki pystyy puolustamaan ruplan kurssia. Lisäksi se pystyy interventioillaan tarvittaessa lisäämään ruplien tarjontaa markkinoilla.

#### Keskuspankin toimintavaihtoehdot

Keskuspankin tärkeinä tavoitteina ovat Venäjän pankkisektorin vakauden turvaaminen ja inflaation kurissa pitäminen. Kärjistäen voi sanoa, että nykyisessä tilanteessa keskuspankilla on kaksi toimintavaihtoehtoa. Ensimmäinen vaihtoehto on olla puutumatta tilanteeseen. Jos keskuspankki ei lisää likviditeettiä, saattaa kiristynyt tilanne kuitenkin aiheuttaa suuria ongelmia niille pankeille, joilla on niukasti likvidejä varoja. Tällöin keskuspankki saattaisi joutua jopa peruuttamaan joidenkin pankkien toimilupia. Toisaalta vuoden 2004 pankkisektorin vaikeuksien jälkeen käyttöön otettuun talletustakuujärjestelmään hyväksyttiin lähes kaikki sen piiriin hakeneet pankit (mukaan pääsi myös heikkovaraista pankeja ja pankeja, joiden vakaavaruusvaatimusten täyttäminen oli hyvin tulkinnanvaraista). Keskuspankki ei ole

missään vaiheessa aktiivisesti lähtenyt peruuttamaan pienempien ja heikkovaraisempien pankkien toimilupa, vaan se on ennen kaikkea priorisoinut sektorin toimintavakauden turvaamista.

Toinen keskuspankin vaihtoehto on aktiivinen toiminta markkinoilla lisäämällä likviditeettiä pankkien tukemiseksi. Interventiot kasvattavat kuitenkin inflaatiopaineita lyhyellä aikavälillä. Likviditeettitilanteen kiristymisen sen sijaan heijastuisi korkotasoon nousuna, joka pitkällä aikavälillä vähentäisi inflaatiopaineita. Venäjän tapauksessa korkojen ja inflaation suhde on kuitenkin poikkeuksellisen heikko.

Kireän tilanteen jatkuessa pitkään lyhyiden korkojen nousu siirtyy jollain aikavälillä myös kulutukseen, joka kasvaa tällä hetkellä osin lainarahalla. Viime aikoina on varoiteltu eri tahoilta jonkinlaisesta ylikuumenemisesta kulutusluottosektorilla ja nyt kiristynyt tilanne antaakin keskuspankille mahdollisuuden rauhoitella kulutusluottomarkkinoita. Toisaalta luottojen kasvun pysähtyminen olisi haitallista nopeimmin kasvaville rakennustuotannolle ja vähittäiskaupalle. Korkojen nousu voisi jonkin verran hidastaa muidenkin

investointien kasvua. Investoinnit ovat viime aikoina kasvaneet osittain lainarahalla ja reaalitaloutta nopeammin, mikä on antanut varovaista osviittaa talouden monipuolistumisesta.

### Keskuspankki jatkaa aktiivisella linjalla

Aiempien toimien kautta katsottuna Venäjän keskuspankki priorisoi nykytilanteessa talouden ja pankkisektorin vakauden turvaamista ennen muita tavoitteita. Keskuspankille todennäköisempi on siis toinen vaihtoehto, eli tilanteen aktiivinen seuraaminen, mihin myös keskuspankin elokuiset toimet viittaavat. Tämä tarkoittanee, että jatkossakin keskuspankki pyrkii pitämään korkotason kurissa ja tarvittaessa lisäämään rahan määrää pankkisektorilla ja sitä kautta turvaamaan myös pienempien ja heikompien pankkien toimintaedellytyksiä. Jos pääomaa jatkossakin virtaa ulos maasta, keskuspankki tukenee rullan kurssia aktiivisesti valuuttavarannon turvin. Siten rahoitusmarkkinoiden turbulenssi ei liiemmin heijastu Venäjän makrotalouden kehitykseen.

Simon-Erik Ollus on BOFITin ekonomisti.