

BOFIT Online

2004 • No. 7

Tapio Korhonen

Venäjän 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)  
30.9.2004

Helsinki 2004

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

# Sisällys

Tiivistelmä.....	3
1 Johdanto.....	4
1.1 Selvityksen lähtökohdat .....	4
1.2 Eräitä pääpiirteitä .....	4
2 Venäjän talouden yleinen ja pääsektoreiden rahoitustasapaino .....	6
2.1 Ulkomaankauppa ja vaihtotase.....	6
2.2 Säästäminen ja investoinnit sektoreittain.....	8
2.3 Julkisen talouden rahoitus .....	12
2.4 Yksityisen sektorin velkojen ja saatavien pääpiirteitä .....	13
2.5 Ulkomaiset pääomanliikkeet .....	15
2.6 Vakuutussäästäminen.....	18
2.7 Arvopaperimarkkinat .....	18
3 Rahamarkkinat ja rahapolitiikka.....	20
3.1 Pankkitoiminta .....	20
3.2 Valuuttakurssipolitiikka ja pääomanliikkeiden sääntely.....	22
3.3 Venäjän keskuspankki ja rahapoliittiset operaatiot.....	27
3.4 Markkinakorot.....	29
4 Venäjän rahoituskehityksen arviointia ja näkymiä .....	30
4.1 Talouden epävarmuudet ja riskipreemiot .....	30
4.2 Valuuttakurssijärjestelmä ja rahapolitiikan tavoitteet.....	32
4.3 Rahapolitiikan vaikutuskanavat Venäjän oloissa.....	34
5 Rahapolitiikan lähiaikojen näkymät .....	37

Tapio Korhonen

## Venäjän rahoitusjärjestelmän nykytila ja näkymät

### Tiivistelmä

Venäjän rahoitusjärjestelmä on yhä siirtymävaiheessa, ja maan rahoitusinstituutiot ovat monilta osin heikosti kehittyneet. Rahoitusmarkkinat ja ulkomaiset pääomanliikkeet ovat kuitenkin jo vapaat, joskaan sääntelyn riski ei näytä poistuneen. Venäjä on energian korkean hinnan ansioista voimakkaasti rahoitusylijäämäinen, ja vientisektorin sekä valtion rahoitusasema on vahva. Pankit ja arvopaperimarkkinat ovat talouteen nähden pienet, ja rahoituksen välitys on ilmeisen tehotonta. Talouden rahoitusylijäämä on näkynyt pääoman runsaan viennin ohella keskuspankin valuuttavarannon ja rahamarkkinoiden likviditeetin voimakkaana kasvuna. Rahapolitiikka toimii ylikviditeetin, inflaation ja vahvistuvan valuuttakurssin ristipaineissa.

**Asiasanat:** Venäjä, rahoitusjärjestelmä, maksutase, rahapolitiikka

# 1 Johdanto

## 1.1 Selvityksen lähtökohdat

Venäjän rahatalouden kehityksen arvioinnissa on monia erityisongelmia. Talous on yhä siirtymävaiheessa, ja maan rahoitusinstituutiot ovat kehittymättömät. Pankkisektori on talouteen nähden pieni. Tilastoinnissa on puutteita, vaikkakin keskuspankin tilastotuotanto on varsin laaja. Rahoitusjärjestelmä ja ulkomaiset pääomanliikkeet ovat jo suhteellisen vapaita, joskaan eivät vakiintuneita. Venäjän taloudessa ja sen rahoituksessa on tekijöitä, erityisesti vanhan talousjärjestelmän institutionaalisia ja henkisiä jäänteitä, jotka pakottavat varovaisuuteen "normaalien" analyysien soveltamisessa.

Tavoitteenani on luoda Venäjän taloudesta tiivis, lähinnä rakenteellinen rahoituskatsaus kokonaistaloudellisesta näkökulmasta. Yleiskuva auttaa suhteuttamaan Venäjän rahoitus- ja valuuttamarkkinoiden seurannassa esiin tulevat erillistarkastelut kokonaisuuteen. Instituutioita ja rahajärjestelmän vakautta käsittelemän hyvin vähän. Esitykseni painottuu viime vuosien ja tämän hetken kehityssuuntiin. Katsaus perustuu alkuperäisiin tilastolähteisiin ja venäläisten omiin markkinakatsauksiin, mutta myös muiden, lähinnä IMF:n katsauksia on käytetty. Osin esitys perustuu keskusteluihin eri asiantuntijoiden, mm. Venäjän keskuspankin virkailijoiden kanssa, joskin muistioni tulkinnoista vastaan itse. Lähdeviitteitä muistiossa ei ole, mutta eräissä yhteyksissä olen maininnut lähteenä olevan instituution tai julkaisun.<sup>1</sup>

Lähtökohtana on tarkastella Venäjän talouden rahoitustasapainoa kolmella eri tasolla. Esitän ensin talouden eri pääsektoreiden ja maksutaseen rahoituksen rakennepiirteitä. Tämä on tarpeen rahoituslaitosten ja rahapolitiikan lähtökohtien ymmärtämiseksi. Tältä osin tarkastelua häiritsee Venäjän talouden pääsektoreiden kattavien rahoitustasetilastojen puuttuminen, jolloin esitys on ollut perustettava eri tilastolähteiden antamaan yleiskuvaan. Toisena tasona on Venäjän pankkisektorin rahoitustasapaino, eli luottojen ja talletusten (rahamäärän) sekä pankkien maksuvalmiuden kehityssuunnat. Kolmannen tason muodostaa Venäjän keskuspankin toimintaympäristö, eli pankkien keskuspankkiasema ja siihen vaikuttavat tekijät, erityisesti keskuspankin interventio politiikka valuutta- ja rahamarkkinoilla.

Loppupuolella tarkastelen Venäjän markkinoiden riskejä ja rahapolitiikan välitysmekanismien erityispiirteitä, joita liittyy varsinkin rahoitusmarkkinoiden pienuuteen ja runsaaseen omarahoituksen ja käteislikviditeetin käyttöön. Lopuksi totean lyhyesti keskeisiä lähiajan rahapolitiikan ongelmia. Venäjän keskuspankki julkaisee vuosittain asiallisen ja avoimen katsauksen rahapoliittisista suuntaviivoistaan – sellaista ei taida mikään länsimaiden keskuspankki tehdä. Sen sijaan keskuspankin esittämät toteutuneen politiikan ja operaatioiden perustelut eivät näytä useinkaan selkeiltä.

## 1.2 Eräitä pääpiirteitä

Venäjän rahatalous kokee osaltaan Venäjän talouden yleiset ongelmat. Rahoitusinstituutioissa on yhä neuvostotalouden ja sen ohjauksen jäänteitä, ja tuotannon painottuminen vah-

<sup>1</sup> Lähteistä on syytä todeta erityisesti Venäjän keskuspankin useat säännölliset katsaukset, jotka ovat pääosin saatavissa pankin internetsivuilta myös englanninkielisinä. Vuosittainen rahoitusjärjestelmän vakauskatsaus "Financial Stability Review" esittelee varsin monipuolisesti myös rahoitusjärjestelmän instituutioita ja yleisiä kehityspiirteitä. Rahapolitiikan tavoitteet ja järjestelmän pääpiirteet esitellään etukäteen vuosittaisissa rahapolitiikan suuntaviivoissa "Monetary Policy Guidelines..."

vaan raaka-ainesektoriin tuo omat piirteensä rahatalouteen. Lisäksi edelleen varsin vahvana jatkuva inflaatio sekoittaa rahoituksen tehokasta kohdentumista. Venäjän monet mullistukset kokenut talous kärsii myös muista epävakauden ja epäluottamuksen piirteistä, jotka korostuvat rahoitusmarkkinoilla. Julkisen hallinnon tasapuolisuutta, oikeusjärjestelmää ja sopimusmoraalia koskevat ongelmat ovat ilmeisiä.

Tämän tapaiset tekijät vaikuttavat siihen, että eri talousyksiköt toimivat laajasti oman tulorahoituksensa ja likviditeettinsä rajaamassa toimintapiirissä. Rahoitusmarkkinat toimivat heikosti perustehtävässään, eli rahoituksen välittämisessä säästäviltä talousyksiköiltä niille talousyksiköille, jotka pystyvät investoimaan varat tehokkaimmin reaalitytuotantoon. Venäjän rahoituslaitosten taseet ja arvopaperimarkkinat ovat pienet, joskin kasvavat nopeasti. Kotitaloudet ovat velkaantuneet vain vähän, samoin ilmeisesti pienyritykset. Nopeahko inflaatio sekä pankkeihin ja luotonatton liittyvät erilaiset riskit aiheuttavat sen, ettei pitkäaikaista luottorahoitusta juuri ole. Talletukset ovat lyhytaikaisia ja velalliset joutuvat kuolettamaan lainansa nopeasti. Reaaliset talletuskorot ovat selvästi negatiivisia, mutta luottojen nimelliskorot vastaavat jo yleisesti vähintään inflaatiovauhtia. Talouden keskeisten sektoreiden säästämis- ja investointiasteet sekä rahoitusjäämät eivät ole kuitenkaan poikkeuksellisia.<sup>2</sup>

Perinteistä säännöstelyä Venäjän markkinoilla ei enää sanottavasti ole, joskaan säännöstelyn riski ei liene täysin poistunut. Ulkomaisten pääomanliikkeiden säännöstely on vuotanut jo kauan, ja lupamenettelyt poistuiivatkin kesällä 2004. Pääomanliikkeet vapautuivat, mutta niille voidaan asettaa kustannuksia aiheuttavia talletusvelvoitteita. Talouden ja pankkien epävakaisuudesta – ja ruplan ongelmista - kertoo erityisesti se, että ilmeisesti yli puolet Venäjän yksityisen sektorin rahoitussaamisista ja veloista on ulkomaan valuutan määräisissä vaateissa. Rahoitusvaateiden johdannaismarkkinat ovat vielä lähes merkityksettömiä.

Laajan raaka-ainesektorin tulorahoitus on vahva korkeiden energian ja metallien hintojen aikana. Valtio verottaa suuren osan tästä ja on jopa ollut ylijäämäinen, mutta yrityksille jää ylimääräistä likviditeettiä, jolle tulisi löytää sijoituskohteita. Koska rahoitusmarkkinat toimivat vajavaisesti, tulorahoitus kanavoituu paljolti yritysten sisällä kirjaviin eri alojen investointeihin, joiden tuottavuus ei liene monilta osin kovin hyvä.

Aikaisempina vuosina runsaiden vientitulojen kotimainen likviditeettivaikutus neutraloitui voimakkaan, enemmän tai vähemmän laillisen pääomanviennin kautta. Kun kuitenkin sijoitusilmapiiri Venäjällä on viime vuosina parantunut, pääomanliikkeet ovat ajoittain jopa kääntyneet nettotuonniksi (hämärä pääomanvienti on bruttomääräisesti tosin yhä runsasta). Tässä tilanteessa maksutaseen erien kautta tullut rahoitus on uhannut joko vahvistaa selvästi Venäjän ruplaa tai johtaa voimakkaaseen kotimaisen likviditeetin kasvuun.

Venäjän keskuspankki onkin ollut ongelmissa. Toistaiseksi se on valinnut tavoitteekseen ruplan kurssin vakauttamisen tai vahvistumisen jarruttamisen, jolloin se on ostanut suuria määriä viennistä tulleita valuuttoja. Vastineeksi se on samalla joutunut laskemaan liikkeelle ruplia. Nämä se on puolestaan pyrkinyt sitomaan keskuspankkiin erilaisilla rahamarkkinainterventioilla. Korkotaso on näissä operaatioissa pidetty hyvin matalana, paljolti siksi, ettei vahvistettaisi pääomantuontipainetta. Valuuttakurssitavoite on näin johtanut kotimaisen rahapolitiikan tavattomaan keveyteen.

<sup>2</sup> Venäjän kansantalouden tilinpito on puutteellinen kansantalouden pääsektoreiden tulojen ja tulonkäytön osalta, ja mm. säästämisasteiden taso on epävarma. Tuotannon tilastointi on ilmeisesti – ainakin tavaroiden tuotannon osalta - suhteellisen luotettava, mutta mm. tuloeriä joudutaan hyvin karkeasti korjailemaan (tästä enemmän jaksossa 2.2). Kansantalouden pääsektoreiden rahoitustasetilatot puuttuvat kokonaisina vaikkakin rahoitusvaateita on eri tilastoissa jaettu sektoreittain. Keskuspankin laatimat pankkitilatot ovat varsin perusteelliset, samoin ovat maksutasetilatot, joiden sisältö on kuitenkin laajojen tilastointiongelmien vuoksi epävarma.

Kuitenkin herää kysymys, miten rahapolitiikan mahdollisuuksia olisi ylipäätään arviotava Venäjän poikkeuksellisissa oloissa? Onko Venäjän keskuspankin vielä edes mahdollista siirtyä aktiiviseen korkopolitiikkaan maan suppeiden ja heikosti toimivien rahoitusmarkkinoiden vuoksi? Korkopolitiikan kosketuspinta on vähäinen, jolloin koron liikkeiden olisi todennäköisesti oltava hyvin suuria ja sellaisina talouden joillekin osille hyvin hankalia kestää. Mikä on ylipäätään rahapolitiikan ja likviditeetin vaikutus inflaatioon näin suppean rahoitustalouden oloissa?

Vaikka talousyksiköiden velkaantuminen ei ole vielä ollut hälyttävä eikä talouden likviditeetti tasona kovin runsas, on kevyt politiikka epäilemättä sotinut inflaation vaimentamispyrkimyksiä vastaan. Inflaatiota painetaan alas varsin hitaasti. Nimellisen valuuttakurssin vakauttaminen dollariin tai kauppapainoiseen koriin nähden on johtanut reaalisen valuuttakurssin vahvistumiseen, mikä heikentää yritysten hinnoitteluvoimaa ja vaimentaa näin yleistä inflaatiota. Venäjän talouden tuottavuuden nopea nousu on kuitenkin kompensoinut valuutan vahvistumisen vaikutusta ja ylläpitänyt yritysten kilpailukykyä.

Venäjän rahalaitosten ongelmista antaa IMF:n vakausraportti vuoden 2003 touko-kuulta tiivistelmän. Raportissa on laajasti suosituksia, jotka koskevat säädöksiä, yrityshal- lintoa, läpinäkyvyyttä ym.. Pankkeja koskevia suorituksia ovat mm. oman pääoman täsmentäminen, omistusrakenteen läpinäkyvyyden parantaminen, pankkivalvonnan tehostaminen, Sberbankin saattaminen samaan asemaan muiden pankkien kanssa ja ongelmabankkien sulkeminen. Yleisarviona IMF esittää, että Venäjän rahoitussektori on haavoittuva ja kärsii huomattavista heikkouksista, mutta sektorin pienen koon vuoksi makrotalous kärsisi välittömästi suhteellisen vähän rahoitussektorin vaikeuksista. Venäjän keskuspankin vuosittainen vakausraportti käsittelee monia vakausongelmia yksityiskohtaisesti.

Venäjälle on perustettu yli tuhat pankkia, mutta ne ovat markkinainstituutioina nuoria, pieniä ja osin epävakaita. On ilmeistä, että Venäjän pankkien piirissä tapahtuu ajan mittaan voimakas keskittyminen. Rahoitusmarkkinoiden ja koko taloudenkin kannalta olisi parasta, että fuusioituminta tapahtuisi vapaaehtoisesti ja huolellisesti valmistellen, eikä, kuten viime aikoina, hyvin epävakaa, yksittäisten pankkien kriisien leimaamassa ilmapiirissä.

## 2 Venäjän talouden yleinen ja pääsektoreiden rahoitustasapaino

### 2.1 Ulkomaankauppa ja vaihtotase

Venäjän koko talouden rahoitustasapaino, jota heijastaa maan ulkomainen vaihtotase, on vaihdellut voimakkaasti, mutta talous on ollut enimmäkseen vahvasti rahoitusylijäämäinen. Maan vaihtotase kävi tasapainossa vuosina 1997-98, mutta sen jälkeen ylijäämä on ollut yleensä 10 prosentin luokkaa suhteessa BKT:een. Kauppataseen ylijäämä on ollut vielä suurempi, viime vuosina 15-20 prosenttia BKT:sta.

Kauppataseen tuomia valuuttatuloja vie ensinnäkin se, että Venäjällä on ulkomaisissa palveluissa merkittävä, vajaat 3 prosenttia BKT:sta oleva alijäämä. Kuljetuspalveluissa Venäjällä oli selvä ylijäämä - noin prosentti BKT:sta -, mutta matkustuksessa ja muissa palveluissa kummassakin tuloja oli vain runsas prosentti mutta menoja noin 3 prosenttia BKT:sta. Matkustusmenot bruttona olivat lähes 13 mrd. dollaria vuonna 2003. Tämä sisältää mm. yksityishenkilöiden ulkomailta ostamat autot, jotka eivät siis sisälly tavaratuontiin.

Myös tuotannontekijäkorvauksissa on alijäämää suunnilleen saman verran kuin palveluissa. Ulkomaisten työtulojen merkitys on vähäinen, ja pääosin korvaukset maksetaan ulkomailta saadusta pääomasta. Näissä ovat aikaisemmin merkittävinä olleet ulkomaille maksetut valtion velkojen korot, mutta nämä ovat velan kuoletusten myötä supistuneet. Toisaalta kasvussa ovat olleet yritysten ulkomaille maksamat pääomakorvaukset (korot ja osingot; myös suorien sijoitusten tuotot kirjataan maksutaseessa "maksetuiksi", vaikka ne olisi jätetty yritykseen). Vuonna 2003 pääomakorvaukset olivat bruttomääräisesti jo lähes 3 prosenttia BKT:sta. Ulkomailta Venäjälle tehtyjen suorien sijoitusten kanta kaksinkertaistui vuodesta 2000 vuoteen 2002, jonka lopussa kanta oli runsaat 50 mrd. dollaria. Niistä maksetut korvaukset yli nelinkertaistuivat 11 mrd. dollariin vuonna 2003. Sijoitusten arvoon verrattuna ulkomaille tuloutettu summa oli viidesosa, eli hyvin suuri. Kun tuotannontekijäkorvaukset suuntautuivat nettomääräisesti Venäjältä ulkomaille, Venäjän kansantulo oli niiden suuruuden verran BKT:a pienempi (noin 3 prosenttia BKT:sta).

Ylijäämien jatkuessa ja nettosaamisen kasvaessa ulkomaisten pääomakorvausten alijäämän tulisi kadota. On sinänsä outoa, että Venäjä on suuri korkojen ja osinkojen nettomaksaja ulkomaille, vaikka sillä on ulkomaisia saamisia enemmän kuin velkoja. Venäjän saamiset ovat kuitenkin valtaosin heikkotuottoisia tai korottomia, kuten ulkomaista setelistöä, kun taas Venäjä joutuu maksamaan ulkomaisille sijoittajille varsin korkeat tuotot (ulkomaisen pääoman eristä tarkemmin jaksossa 2.5). Toisaalta Venäjällä asuvilla lienee runsaasti tilastojen ulkopuolelle jääviä saamisia, ja varmaan näiden hämärien saamisten tuototkin jäävät kirjaamatta maksutaseeseen, joten tältä osin vaihtotaseeseen tilastoidut tulot ovat liian pienet.

Ylipäätään Venäjän maksutasetilastoinnissa – kuten muidenkin maiden maksutasetilastoinnissa – on kasvavia ongelmia. Koska Venäjällä on sekä viennille että tuonnille asetettu tuntuvia maksurasitteita, tulleja ym., on ulkomaankaupan osapuolilla intressi kiertää kustannusrasitteita pienentämällä näytettyjä maksuja eri keinoin. On vaikea arvioida, missä määrin tämä vääristää kauppaa- ja vaihtotaseen lukuja. Ongelmat ovat suurempia tuonin osalta, ja maksutasetilastoinnissa tullin lukuja korjataan merkittävästi ylöspäin.

Venäjä on yhä heikohkosti integroitunut maailmantalouteen ja vähäinen tekijä maailmankaupassa energian vientiä lukuun ottamatta. Öljymarkkinoillahan Venäjä on Saudi-Arabian rinnalla maailman suurin tuottaja ja viejä. Merkittävästä energian viennistä huolimatta maksutaseen luvut ovat pääosin varsin pieniä vastaten dollareissa<sup>3</sup> vain pienehkön länsimaan vastaavia lukuja (joskin pienessä maassa ulkomaankaupan osuus on tyypillisesti suurempi). Venäjän koko viennin samoin kuin tuonin arvo on ollut viime vuosina dollareissa tai euroissa vain runsaasti kaksinkertainen Suomen koko viennin ja tuonin arvoon nähden.

Keskeinen syy vaihtotaseen ylijäämiin ja niiden epävakautteen on ollut energian viennimäärien ja maailmanmarkkinahintojen kehitys. Energian viennin arvo viime vuosien energian hinnoilla on ollut runsaat puolet Venäjän viennin arvosta. Kun koko vienti on ollut noin kolmannes BKT:sta, energian vienti vastaa 15-20 prosenttia BKT:sta.<sup>4</sup> Venäjän vaihtotaseen ylijäämä on nykyisin paljolti rakenteellinen. Pelkistetysti laskien esimerkiksi energian viennin arvosta saisi kadota yli puolet, ennen kuin vaihtotaseen ylijäämä katoaisi.

<sup>3</sup> Venäjä ei julkaise maksutasettaan ruplamääräisenä vaan Yhdysvaltain dollareissa. Tämä aiheuttaa hämmennystä mm, kun puhutaan ulkomaankaupan arvon kasvuprosenteista – eli on oltava tarkkana käyttääkö dollari- vai rupla- (tai mahdollisesti euro-)määräisten lukujen kasvuprosentteja. Samoin ongelmia syntyy verrattaessa maksutaseen lukuja Venäjän kotimaan talouden ruplamääriin.

<sup>4</sup> Energian viennin arvo vaikuttaa voimakkaasti Venäjän tuloihin ja säästämiseen. Esimerkiksi 20 prosentin muutos energian viennin arvossa on merkinnyt säästämässä ja vaihtotaseessa summaa, joka vastaa noin 3 prosenttia BKT:sta.



Kuitenkin tavaroiden ja palvelusten tuonnin (mm. turismimenojen) voi arvioida kasvavan nopeasti erityisesti, jos ruplan reaalin valuuttakurssi yhä vahvistuu.

\*

Ilmeisenä osasyynä Venäjän vaihtotaseen vahvuuteen viime vuosina onkin ollut ruplan heikko reaalin valuuttakurssi, joka on hillinnyt tehokkaasti tuontia – myös länsimaisen teknologian tuontia. Kuitenkin vuoden 1998 romahduksen tuoma ruplan raju aliarvostus on jo pääosin hävinnyt, eikä ruplan nopea inflaatio (12 prosenttia vuonna 2003 ja tavoitteena 8-10 prosenttia vuonna 2004) voi jatkua enää kauan ilman, että hintakilpailukyky vaarantuu.

Ruplan inflaatiokorjattu kurssi on pysynyt viimeisten kolmen vuoden aikana euroon nähden lähes ennallaan, sillä euro on vahvistunut suunnilleen ruplan ja euron inflaatioeron vauhtia. Venäjän reaalin hintakilpailukyky on euroalueeseen nähden kuitenkin parantunut, koska tuottavuus on noussut Venäjällä enemmän. Toisaalta dollariin nähden rupla on reaalisesti voimakkaasti vahvistunut (eli Venäjä on menettänyt hintakilpailukykyään), kun dollarin nimelliskurssi on pidetty kolmisen vuotta lähes ennallaan, vaikka kuluttajahinnat ovat nousseet Venäjällä samaan aikaan yli 50 prosenttia. Tuottavuuden paraneminenkin on ollut Yhdysvaltoihin nähden pienempi.

Venäjän ulkomaankaupan vaihtosuhte (hintasuhte) parani voimakkaasti vuosina 2000 ja 2003, samoin se paranee vuonna 2004. Osin dollarin ja euron vastakkaisen kurssi-kehityksen vuoksi vaihtosuhte ei ole parantunut aivan energian ja raaka-aineiden hintojen tahdissa. Venäjän tavaravienti hinnoitellaan pääosin dollareissa, mutta tuonnissa euron osuus on merkittävä.<sup>5</sup> Lisäksi maksutaseessa varsin merkittävä turismi painottuu epäilemättä euromaihin.<sup>6</sup> Vuonna 2002 ulkomaankaupan vaihtosuhte heikkeni, vaikka öljyn hinta nousi.

## 2.2 Säästäminen ja investoinnit sektoreittain

Vaihtotaseen ylijäämä osoittaa, kuinka paljon talouden kokonaissäästäminen ylittää reaali-investointien arvon. Vaihtotaseen ylijäämä on viime vuosina ollut noin kolmannes Venäjän kotimaisten sektoreiden kokonaissäästämisestä. Säästämisaste on pysytellyt energian kalteuden myötä kansainvälisesti katsoen hyvin korkeana, jopa lähellä Aasian nopeasti kasvavien maiden lukemia, runsaassa 30 prosentissa kokonaistuloista.

Toisaalta Venäjän investointiaste, keskimäärin runsaat 20 prosenttia BKT:sta, on ollut selvästi matalampi kuin Aasian maissa, joskin länsimaiden keskitasoa korkeampi. Investointiaste kävi 1990-luvun lopulla alhaalla 15 prosentin tuntumassa, mutta on nyt taas yli 20 prosenttia BKT:sta. Investointiastetta heikentää se, että siitä on ollut 2-3 prosenttiyksikköä varastojen lisäystä. Länsimaissa varastojen käyttö on tehokkaampaa. Tämän tason

<sup>5</sup> Venäjän viennistä runsaat 30 prosenttia menee euromaihin, vajaa 40 prosenttia koko EU:hun (ennen laajenemista, sen jälkeen noin 50 prosenttia) ja kaikkiaan hiukan yli puolet teollisuusmaihin. IVY-maat kattavat noin 15 prosenttia viennistä. Tuonnin osalta euroalueen, EU:n ja teollisuusmaiden prosentit ovat lähimain samat. IVY:n osuus on Venäjän tuonnissa vähän korkeampi kuin viennissä.

<sup>6</sup> Venäjän bruttomenot turismista vuonna 2001 olivat 10 prosenttia tavaraviennin arvosta ja nettomenotkin 6 prosenttia. Tavarantuontiin verrattuna nettomenot olivat 10 prosenttia. Turismin menoissa – eikä tavarantuonnissa – ovat mm. yksityishenkilöiden henkilöautojen ostot ulkomailta. Venäläisten matkailussa euroalueen osuus on suuri, joten euroalueen Venäjältä saamista vaihtotaseen tuloissa turismin osuus on merkittävä.

## Näkökohtia öljyn merkityksestä Venäjän taloudelle

Energian vienti kytkee Venäjän talouden sekä sen raha- ja valuuttamarkkinat kansainväliseen talouteen. Vuonna 2002 Venäjän öljy-yhtiöt myivät ulkomaille öljy-yhtiö Jukosin – ehkä vähän epävarmojen lukujen - mukaan raakaöljyä 30 mrd. dollarin ja öljytuotteita 13 mrd. dollarin arvosta sekä kotimaahan öljyä vajaan 15 mrd. dollarin arvosta (vaikka kotimaan myynti vastasi määrällisesti melkein vientiä). Tuotantokustannukset olivat 15 mrd., kuljetuskustannukset 9 mrd., investoinnit 10 mrd. sekä verot 22 mrd. ja jaetut osingot 3 mrd. dollaria. Brent-öljyn keskihinta oli tuolloin 25 mrd. dollaria ja Urals öljyn 1-2 dollaria alempi. Venäjän BKT oli noin 350 mrd. dollaria.

Venäjä tuotti vuonna 2003 öljyä keskimäärin 8.5 miljoonaa barrelia päivässä. Tuotanto on ollut 5-10 prosentin vuosikasvussa, joten lähivuosina päästään ehkä 10 milj. barrelin päivävauhtiin. Jos barreli maksaa 30 dollaria, tuotannon bruttoarvo on päivässä 300 milj. dollaria ja vuodessa runsaat 100 mrd. dollaria, eli noin viidennes BKT:n arvosta. Tuotannon arvoa alentaa se, että yritykset joutuvat myymään lähes puolet tuotannostaan halvalla kotimaahan. Viime vuonna tuotannosta vietiin 55 prosenttia, ja viennin osuus ilmeisesti kasvaa. Viennin arvo 100 mrd. dollarin tuotannosta olisi siten 60 mrd. dollarin luokkaa. Maakaasu antaa tähän noin kolmanneksen lisää ja jatkossa luultavasti enemmänkin, sillä Venäjän maakaasuvarat ovat suhteellisesti vielä suuremmat kuin öljyvarat.

Öljyä Venäjällä riittää nähtävissä olevaan tulevaisuuteen. Luonnonvaraministeriön äskeisten arvioiden mukaan öljyä voidaan tuottaa nykyvauhdilla tunnetuista lähteistä vuoteen 2010, minkä jälkeen tuotanto on osin ennakoimatonta. Öljy-yhtiöiden ja muidenkin yleisten arvioiden mukaan öljyä on tiedossa ainakin 20-30 vuodeksi, ja ilmeisesti öljyalueita on yhä löytämättä.

Vaikka Venäjä tuottaa nykyisin runsaan kymmenesosan maailman öljystä ja jatkossa ilmeisesti enemmänkin, ei pelkkä raakaöljy tee Venäjästä maailmaan talousmahtia. Vertailun vuoksi todettakoon, että Venäjän nykyinen raakaöljyn tuotannon bruttoarvo vastaa vain noin yhtä prosenttia Yhdysvaltain BKT:sta.

Venäjä on pakottanut yhtiöt myymään öljyn kotimaahan viime vuosina kolmasosahinnalla (noin 10 dollaria tynnyri) vientihintoihin nähden. Halvaksi säännöstelty kotimainen energia pienentää Venäjän BKT:n arvoa kansainvälisissä vertailuissa merkittävästi, suuruusluokaltaan ilmeisesti 5-10 prosenttia. Energian hinnan subventio kotimaisille käyttäjille on siten hyvin suuri. Halvan energian sanotaan olevan Venäjän talouden "suhteellinen etu". Näin on kai vain rajoitetusti, koska energia on liikkuvaa kauppavarana. Kuljetuskustannukset ovat tietysti varsin suuret, mutta niin ne ovat myös energialla tuotetuissa tuotteissa laajalla Venäjänmaalla.

Halpa energia tukee periaatteessa Venäjän yritysten kansainvälistä kilpailukykyä, mikä on ollut maakaasun osalta esillä WTO-neuvotteluissa. Tosiasiassa etu on kyseenalainen ja luultavasti Venäjän talous kärsii itse halvasta energiasta enemmän kuin kilpailijat. Energiaa tuhlataan. Myyntivoite on yrityksille asetettu vero, joka menee budjetin ulkopuolella subventioina taloudelle. Tehokkaampaa olisi verottaa avoimesti yrityksiä ja jakaa tukea valikoidusti asumiseen, liikenteelle ym. Näin vältettäisiin tuhlauksia ja turha energiatuki niille, jotka eivät sitä tarvitse. Ylimääräinen energia voitaisiin viedä. Kilpailukykyyn osalta on myös merkittävää, että kelluva kurssi neutraloi periaatteessa vahvistumisellaan kotimaisten yritysten laajamittaiset subventiot.

investoinneilla on vaikea päästä vahvimpien Aasian maiden talouskasvuun. Presidentti Putinin tavoite kaksinkertaistaa tuotanto ja tulot 10 vuodessa – eli yli 7 prosentin vuosivauhti – vaatisi paljon enemmän investointeja tai poikkeuksellisen korkean tuoton niistä. Putinin kasvulukuihin päässeen Kiinan investointiaste on kaksinkertainen, yli 40 prosenttia.

\*

Venäjän talouden kaikki kolme keskeistä sektoria, siis julkinen talous, yritykset ja kotitaloudet ovat rahoitusylijämäisiä, eli ne säästävät enemmän kuin itse investoivat reaaliomaisuuteen. Venäjän tilastot eivät tosin vielä pysty tekemään tyydyttävästi eroa yritysten ja kotitalouksien rahoitustaseiden välillä. Eri tilastoja yhdistelemällä eri sektoreiden rahoituksesta saa kuitenkin yleiskuvan.

Koko talouden luvuista voi ensinnäkin erottaa julkisen sektorin tiedot. Venäjän julkinen talous oli 1990-luvulla suhteellisesti pienempi kuin Länsi-Euroopassa, mutta se on noussut hiljalleen lähes samalle tasolle. Julkisen kulutuksen BKT-osuus on ollut 2-3 prosenttiyksikköä alle 20 prosentin BKT:sta, ja julkinen säästäminen noin 6-7 prosenttia BKT:sta. Julkisen sektorin käytettävissä oleva tulo on ollut siten noin 22-24 prosenttia BKT:sta.

Venäjän julkinen talous oli 1990-luvulla alijäämäinen rahoitustilinpidon käsitteillä, mutta kuluvalla vuosikymmenellä julkinen säästäminen on ylittänyt investoinnit.<sup>7</sup> Kun julkisten investointien osuus on noussut 1-2 prosenttiyksikköä, rahoitusylijämä on kuitenkin parina viime vuonna hiukan laskenut. Ylijäämä on ollut viime vuosina 2-3 prosenttia BKT:sta, paitsi että vuonna 2002 ylijäämä jäi vajaaseen prosenttiin. Kansantalouden rahoitusylijäämästä noin neljännes on tullut julkisesta sektorista.

\*

Vähentämällä vaihtotaseen ylijäämästä julkisen sektorin ylijäämän voi todeta, että yksityisen sektorin rahoitusylijämä on ollut kolmen viime vuoden aikana 6-8 prosenttia BKT:sta. Kun koko talouden säästämisaste on ollut runsaat 30 prosenttia ja julkinen säästäminen 6-7 prosenttia, yksityiselle säästämiselle jää peräti neljännes BKT:sta (tai oikeastaan kokonaisuutena). Vuonna 2004 korkean energian hinnan aikana säästämisasteet ovat olleet vielä korkeampia. Vastaava vähennyslasku jättää yksityisten investointien osuudeksi noin 17-18 prosenttia BKT:sta.

Kotitalouksien kulutus vaihteli 1990-luvun loppuvuosina tasolla noin 55 prosenttia BKT:sta, mutta jäi sitten jopa alle 50 prosentin. Parina viime vuonna se on ollut taas yli puolet BKT:sta. Säästämisasteesta maan tilastovirasto Goskomstat esittää niin korkean luvun kuin noin 20 prosenttia, josta analyytikot kuitenkin ottavat yleisesti puolet pois ja enemmänkin. Äkkirikastuneiden säästämisaste saattaa tietenkin olla todella korkea, ja Venäjän tulonjako on erittäin epätasainen.<sup>8</sup> Lisäksi talletusten ylläpito inflaatiotaloudessa vaa-

<sup>7</sup> Julkisen talouden luvut ovat erilaisten laskentaperusteiden vuoksi eri tasoilla eri tilastoissa (yllä olevat luvut ovat lähinnä IMF:n katsauksista). Sektorin rajaus on usein eri tilastoissa erilainen. Rahoitustilinpidon mukainen alijäämä (säästö miinus reaali-investoinnit) poikkeaa yleisesti esitetystä julkisen sektorin alijäämästä (lainanottotarpeesta) lähinnä siksi, että jälkimmäiseen sisällytetään menoina myös sijoitukset rahoitusvaateisiin.

<sup>8</sup> Hyvätuloisin kymmenys väestöstä saa noin 30 prosenttia tuloista, pienituloisin 2 prosenttia. Alueellisestikin Venäjän tuloerot ovat moninkertaiset Länsi-Euroopan maiden alueellisiin eroihin nähden. Keskimääräinen kuukausitulo oli Venäjällä vuonna 2001 noin 3000 ruplaa. Moskovassa keskitulo oli yli kolminkertainen, yli 12 000 ruplaa. Pietarikin jäi 3500 ruplaan. Siperian öljyntuotantoalueilla (kielisukulaistemme hantujen ja mansien alueilla) tulot olivat noin 10000 ruplaa; tosin ei alkuasukkailla. Toisaalta köyhimpiin kuuluvat

tii säästämistä. Luotoista ei inflaatiohyötyä kotitalouksille paljonkaan tule. Kotitalouksien käytettävissä olevat tulot ovat kulutus ja säästäminen yhteen laskien lähes 60 prosenttia BKT:sta.

Asuntotuotanto luettaneen tilastoissa vain osin kotitalouksien investointeihin, koska rakennusyhtiöt rahoittavat laajasti asuntotuotannon ja lainoittavat asunnonostajia. Kotitaloudet ostavat asunnot yleisesti käteisellä tai osamaksuilla jo rakennusaikana. Pankkilainoitusta on käytetty hyvin vähän. Pieni osa rakennustuotannosta tapahtuu julkisessa sektorissa. Asuntotuotanto on ollut vähäistä, ja hallitus pyrkii kaksinkertaistamaan sen tällä vuosikymmenellä. Yksityinen yritystoiminta mm. maataloudessa ei sitone mainittavasti investointivaroja. Sovhoosi/kolhoosi-pohjalta lähtenyt maatalous kuuluu kaiketi yrityssektoriin. Kotitaloussektori lienee siten selvästi rahoitusylijäämäinen ja rahoittaa muita sektoreita.

\*

Kansantalouden tilinpidon periaatteiden mukaan kokonaistuotanto voidaan laskea kolmea kautta: (1) tuotannon, (2) kysyntäerien (kulutus, investoinnit, nettovienti) tai (3) kokonaistulojen kautta. Venäjällä tavaratuotannon tilastointi lienee perinteisesti suhteellisen luotettavaa, joskin toisaalta varmaan pienyritystoiminnan ja palvelujen tuotantoa jää harmaalle alueelle. Luultavasti kysyntäerien kautta osa tästäkin saadaan tilastoiduksi. Tuotannon arvon jako määrään ja hintaan lienee melko epävarma. Yleisesti ottaen voinee lähteä siitä, että BKT:n arvoa kuvaava luku ei ole ainakaan selvästi sen heikompi kuin länsimaissa.

Sen sijaan Venäjän tilastoviranomaiset eivät saa tyydyttävää otetta tulojen kehitykseen. Tulojen tilastoinnissa käytetyt lähteet antavat niin paljon alemman tulotason, että päästäkseen kansantulossa BKT:a vastaavalle tasolle (siis BKT vähennettynä ulkomaille maksetuilla tulonsiirroilla ja tuotannontekijäkorvauksilla), tilastolaatijat joutuvat lisäämään palkkatuloihin erittelemättömiä tuloja noin viidenneksen koko palkkasummasta. Toinen suuri ongelma on kotitalouksien säästämisasteen taso, joka tulee liian korkeaksi ilmeisesti paljolti siksi, että sen laskennassa käytetty ulkomaisten setelien hankinta on tilastoitu liian suureksi.

Jos kuitenkin sektoreittaista tulonjakoa hahmotellaan edellä esitettyjen lukujen valossa, kuva on pelkistetysti seuraava. Venäjän BKT:n tuottamisesta syntyvät tulot jakautuvat nykyisin ilmeisesti niin, että ensinnäkin ulkomaalaisten saama tulo-osuus on noin 3 prosenttia BKT:sta. Kotimaahan jäävä kansantulo jakautuu - jakautui vuonna 2002 - siten, että julkisen sektorin käytettävissä oleva tulo oli noin 23 prosenttia ja kotitalouksien vajaat 60 prosenttia BKT:sta, jolloin yritysten ja rahoituslaitosten ym. osuudeksi jäi vajaat 15 prosenttia.

Yritysten tulo (=säästäminen) sisältää yritykseen jätetyt bruttovoitot verojen ja voitonjaon jälkeen. Voittojen taso näyttää olevan vähän korkeampi, kuin se 13 prosenttia BKT:sta, minkä Goskomstat yrityssektorin (pl. rahoitus, vakuutus ym.?) tulorahoituksesta esittää vuodelta 2001. Tällainen sektoreiden tulojen jakauma on varsin lähellä rahoitusylijäämäisten länsimaiden, mm. Suomen vastaavaa tulonjakoa.

Venäläisten yritysten kannattavuus on hyvin epätasainen. Energia- ja metallialan tulokset ovat parantuneet nopeasti viime vuosina, mutta vuonna 2003 Goskomstatin mukaan yli kolmannes Venäjän yrityksistä oli tappiollisia. Yrityssektorin rahoitustilanne olisi epäilemättä syytä eritellä toimialoittain, varsinkin vahva vientisektori erikseen.

---

sukulaisemme marit saivat vain vajaat 1500 ruplaa, ja sama oli Kaukasuksen tulotasoa – siis vain runsas kymmenesosa moskovaalaisten tulotasosta.

## 2.3 Julkisen talouden rahoitus

Venäjän koko julkisen talouden tulot olivat kansantulolukujen mukaan kuluvaan vuosikymmenen alkuvuosina noin 37 prosenttia BKT:sta, mistä ne nousivat vuonna 2003 pari prosenttiyksikköä. Liittovaltion budjettitulot olivat tästä jonkin verran vaille puolet. Julkisen sektorin koko on kansainvälisesti kohtuullinen, mihin kuitenkin vaikuttaa osaltaan se, että merkittäviä tuki- ja menoeriä (energiatukea, sotilasmenoja? ym.) on budjetin ulkopuolella.

Venäjällä palkansaajien tulovero on matala. Tuloveroprosentti on kiinteä 13 prosenttia. Se tuottaa julkiselle sektorille vain vajaan kymmenesosan sen tuloista, runsaat 3 prosenttia BKT:sta, ja menee kokonaan paikallishallinnolle. Sosiaaliturvamaksut ovat toisaalta suuret, noin 8 prosenttia BKT:sta. Lähes yhtä paljon tuottaa arvonlisävero, samoin yhteensä valmisteverot ja tullit. Yritysten voittojen verotus on tuottanut noin 5 prosenttia BKT:sta. Luonnonvarojen käytön verotus oli vuonna 2003 jo 3 prosenttia BKT:sta.

Verotuksen painopistettä on viime aikoina muutettu selvästi öljyn ja muiden raaka-aineiden vientiin. Yritysten maksamaa sosiaaliveroa on toisaalta alennettu lähes 10 prosenttiyksikköä 26 prosenttiin palkoista. Efektiivinen vero on pari prosenttiyksikköä alempi. Arvonlisävero on alennettu 18 prosenttiin. Osingoista maksettava vero on puolestaan nostettu 9 prosenttiin, millä on haluttu vähentää osinkojen muodossa tapahtuvaa palkkojen maksua. Venäjän verojärjestelmä on kokenut jatkuvasti muutoksia, mistä sitä on yleisesti kritisoitu. Hallitus on korostanut tarvetta vakaannuttaa järjestelmä, jotta taloudenpitäjät voisivat ennakoida sen vaikutuksia.

Julkisen talouden tasapaino riippuu Venäjällä ratkaisevasti energian hinnasta, koska energiasektori maksaa huomattavan ja viime aikoina yhä kasvaneen osan veroista. Ylipääntään verotus kohdistuu merkittävää arvonlisäveroa ja sosiaaliveroa lukuun ottamatta hyvin suhdanneherkkiin eriin. Öljyä verotetaan useiden eri järjestelmien kautta. Ensinnäkin siihen kohdistuu luonnonvarojen käyttövero (kaivannaisvero). Merkittävä on tullin keräämä öljyn vientivero, joka riippuu öljyn maailmanmarkkinahinnasta. Veroa ei kerätä, jos Urals-öljyn hinta on alle 15 dollaria tynnyriltä, mutta hinnan noustessa tästä vientiöljy on nousevan marginaaliveron piirissä, joka on jo 65 prosenttia yli 25 dollarin hintatasolla. Hinnan noustua esimerkiksi 30 dollariin veroa menee 7, 25 dollaria tynnyriltä. Öljy tuottaa valtiolle tuloja myös arvonlisäveron ja yritysveron muodossa.

Öljyn korkean hinnan tuoman ylimääräisen rahoituksen sitomiseksi valtio on perustanut vakautusrahaston. Sen koko on kuitenkin suurimmillaankin nykyjärjestelmän mukaan varsin pieni, vain noin 3-4 prosenttia BKT:sta, eikä sillä tavoitella pitkäaikaista säästöä. Öljyn hinta on ylittänyt vuonna 2004 selvästi odotukset, ja vakautusrahasto on lähestynyt ylärajaansa. Jää nähtäväksi, mitä rahaston osalta päätetään, jos öljyn hinta säilyy huipputasoilla. Kuitenkaan vielä tämän suuruisella öljytulojen vakautusrahastolla ei ole ratkaisevaa suhdannepoliittista merkitystä Venäjän taloudelle, rakennepoliittisesta merkityksestä puhumattakaan. Se on todella pieni verrattuna Norjan vastaavaan rahastoon, jonka koko on jo yli 50 prosenttia BKT:sta.

Venäjän liittovaltion tuloista öljy ja kaasu tuovat melko suoraan ilmeisesti noin neljänneksen, 40 dollarin tynnyrihinnalla varmaan selvästi enemmänkin. IMF:ssä tehtyjen vuoden takaisten, vanhaan verojärjestelmään perustuvien laskelmien mukaan suunnilleen 3 dollarin muutos öljyn hinnassa aiheuttaa 1 prosenttia BKT:sta vastaavan muutoksen julkisen talouden tasapainoon. Nykyiset arviot näyttävät lähtevän joka tapauksessa siitä, että jos öljyn hinta pysyy OPECin haarukassa 22-28 dollaria tynnyriltä (Urals-laatu on vähän halvempi), Venäjän valtiontalous pysyy selvästi ylijäämäisenä.

Julkinen kulutus ja investoinnit ovat olleet kansantalouden tilinpidossa viime vuosina noin 20 prosenttia BKT:sta. Tulonsiirtoeriä jää väliin siten noin 15 prosenttia BKT:sta. Näihin kuuluvat myös julkisen velan korkomenot, jotka ovat nopeasti laskeneet. Ne olivat viime vuonna enää alle 2 prosenttia BKT:sta.

\*

Julkinen ylijäämä on käytetty viime vuosina pääosin ulkomaisen velan ja keskuspankista otetun velan maksamiseen sekä rahoitussijoituksiin. Toisaalta muista kotimaisista lähteistä, mm. liikepankeista on otettu jonkin verran lisää luottoa. Julkisesta velasta, jonka määrä oli vuoden 2003 lopussa enää noin 30 prosenttia BKT:sta, valtaosa eli 80 prosenttia oli ulkomaan valuutassa. Osa valuuttavelastakin näyttäisi olevan kotimaassa, koska keskuspankilla oli yli 10 prosenttia valtion velasta ja talletuspankeilla vielä enemmän. Valtiolla on kertynyt myös likviditeettiä. Keskuspankissa valtiolla on sijoituksia määrä, joka on viime aikoina vastannut noin 5 prosenttia BKT:sta, ja pankeissakin noin 1 prosentti.

Arvopapereina liittovaltio laskee liikkeeseen ruplamääräisinä toisaalta "valtion lyhytaikaisia obligaatioita" (GKO, государственная краткосрочная облигация), toisaalta pitkäaikaisia "liittovaltion velkaobligaatioita" (OFZ, облигация федеративного займа). Lyhytaikaisia sitoumuksia on laskettu liikkeelle pienehköjä, melkoisesti vaihtelevia määriä.

Venäjän liittovaltio on turvautunut ulkomaiseen rahoitukseen kotimaisten arvopaperimarkkinoiden pienuuden vuoksi. Julkisella sektorilla on "uutta" ulkomaista velkaa noin 10 prosenttia BKT:sta, lisäksi entisen Neuvostoliiton velkaa on noin 15 prosenttia. Viime mainittua on noin 50 mrd. dollaria, ja tästä Pariisin klubissa sovittuja vanhoja järjestelyjä 40 mrd. dollaria. Ruplavelka oli vuoden 2003 lopussa vain 6 prosenttia BKT:sta. Venäjällä on takanaan heikko velanhoidon historia, mutta viime aikoina Venäjä on hoitanut sitoumuksensa. Velanhoidon ja rahoitusaseman vahvistuminen ovat näkyneet Venäjän – välillä sangen heikkojen - luottoluokitusten paranemisena ja riskipreemion pienenemisena.

Ulkomaisten rästivelkojen vastapainoksi Venäjän valtiolla on vanhoja ulkomaisia rästisaamia Neuvostoliiton tukemista kehitysmaista peräti noin 80 mrd. dollarin arvosta. Näistä saadaan ilmeisesti perittyä vain pieni osa. Saamia on vaihtelevassa määrin poistettu.

Venäjän valtion velan rahoitus on tapahtunut rahapolitiikan kannalta huonoimmista mahdollisista lähteistä, eli keskuspankista, pankeista ja ulkomailta. Valtion velkaa ei ole juuri ollenkaan vakaimmilla "ei-monetaarisilla" pitkäaikaisilla kotimaisilla sijoittajilla. Julkisen vallan velanhoidolla on näin ollen kauttaaltaan vaikutuksia kotimaisten rahamarkkinoiden likviditeettiin ja paljolti myös valuuttamarkkinoihin. Tämä hankaloittaa periaatteessa rahapoliittista likviditeetin hallintaa ja edellyttää valtionalouden rahoituksen ja raha- ja valuuttapoliittisten operaatioiden koordinoitua.

## 2.4 Yksityisen sektorin velkojen ja saatavien pääpiirteitä

Venäjän kotimaisten rahoitusmarkkinoiden ja ulkomaisten pääomanliikkeiden laajuus on oleellisesti pienempi kuin kehittyneissä markkinatalousmaissa. Lähinnä vain valtio on velkaantunut merkittävästi, sekin ulkomaille, mutta viime vuosina se on maksanut velkojaan pois. Rahoitusvaateiden kehityksessä näkyy erityisen selvästi kotitalouksien toiminnan rajoittuminen tulojen antamiin raameihin. Kotitaloudet säästävät lähinnä seteleihin ja pankkitalletuksiin, mutta käyttävät rahoituslaitosten luottoja hyvin vähän. Velka on varantonakin

vain muutamia prosentteja BKT:sta. Myös yritysten velanotto on kansainvälisessä vertailussa vähäistä.

Venäjä on maailman rahoitusmarkkinoilla suhteellisesti vielä vähäisempi tekijä kuin ulkomaankaupassa. Maan bruttovelka, ml. oman pääoman ehtoiset erät, oli vuoden 2002 lopussa noin kaksi kolmasosaa BKT:sta mutta bruttosaatava neljä viidesosaa BKT:sta. Tilastoidut ulkomaiset saamiset ja velat ovat vain muutamia kymmeniä prosentteja suuremmat kuin Suomen ulkomaiset saamiset ja velat. Esimerkiksi Venäjän saamat suorat sijoitukset ovat varaintoina vähän suuremmat kuin Suomeen tulleet, mutta suomalaisilla on jopa enemmän - ainakin tilastoituja - ulkomaisia suoria sijoituksia kuin venäläisillä. Ulkomaisia saatavia ja velkoja käsitellään perusteellisemmin seuraavassa jaksossa.

Venäjän rahoitussektorin, mm. luottojen käytön vähäisyyttä osoittaa hyvin se, että vaikka ulkomaiset rahoituserät ovat talouteen nähden kansainvälisesti vertaillen pieniä, ne ovat suuria, kun niitä verrataan Venäjän kotimaisten rahalaitosten keskeisten tase-erien kokoon. Lisäksi Venäjän muut rahoituslaitokset ja arvopaperimarkkinat ovat hyvin pienet. Toisaalta viime vuosien kasvuvauhti on ollut nopea.

Venäjän keskuspankin ja pankkien yhdistetty tase (IMF:n monetary survey) on kooltaan murto-osa siitä, mikä se on kehittyneiden rahoitusmarkkinoiden maissa. Lisäksi lukuihin sisältyvä Venäjän keskuspankin tase on kansainvälisesti vertaillen suuri. Se oli välillä melkein yhtä suuri kuin talletuspankkien yhteenlaskettu tase. Rahalaitosten (ml. keskuspankki) ulkomaiset nettosaamiset ja kaikki kotimaiset luotot yhteensä oli vuoden 2003 lopussa vain runsaat 40 prosenttia BKT:sta, kun esimerkiksi euroalueella suhde oli yli 140 prosenttia. Venäjä on näiden rahoituserien osalta vielä selvästi jäljessä sellaisista Venäjään rinnastuvista maista kuten Brasilia ja Turkki, joissa suhde oli noin 60 prosenttia.

Osin rahoitussektorin vähäinen merkitys periytyy neuvostoajalta, mutta merkittävin syy pienuuteen on maassa tähän saakka jatkunut inflaatio. Jo Neuvostoliiton hajoamiskriisin yhteydessä inflaatio vei pääosin rahoitusvarat, ja vuoden 1998 kriisin jälkeen vuonna 1999 rahan arvo taas melkein puolittui. Inflaatio saatiin parina seuraavana vuonna pysymään 20 prosentin tuntumassa. Inflaation vaimeneminen on jatkunut niin, että viime aikoina on päästy 10 prosenttiin. Vuoden 1998 kriisin jälkeen rahan arvo on pudonnut melkein viidesosaan.

Kotitaloudet ovat joutuneet säästämään inflaatiomenetyksen korvaamiseksi normaali vuosinakin (pl. pahimmat inflaatiovuodet) määrän, joka vastaa useita prosentteja BKT:sta. Tämä säästö on siirtynyt osin pankeille niiden tehottoman toiminnan pyörittämiseen – korkomarginaali on suuri -, mutta myös yrityksille tai inflaatioverona valtiolle näiden ruplavelkojen suhteessa.

Korot eivät ole säästäjiä juuri auttaneet. Vuoden 1998 lopussa tehty talletus on tuottanut pankkien keskimääräisen talletuskoron mukaan yhteensä korkoa vain noin 50 prosenttia, eli korko on korvannut talletusten arvon menetyksestä vain kymmenesosan. Luottokorot ovat olleet huomattavasti korkeammat, mutta silti velalliset ovat hyötäneet selvästi inflaatiosta. Vuoden 1998 lopussa setelistö ja ruplatalletukset (Venäjän keskuspankin rahamäärä M2) olivat yhteensä 17 prosenttia BKT:sta, seuraavan vuoden lopussa rahan arvon lähes puolittumisesta huolimatta vielä 15 prosenttia BKT:sta. Vuoden 2003 loppuun mennessä erä oli ehtinyt nousta vasta 25 prosenttiin.

Tallettajia on auttanut toisaalta se, että talletuksia on voinut tehdä myös ulkomaan valuutan määräisinä. Talletuksista runsas neljäsosa olikin valuuttamääräisinä, vajaa 6 prosenttia BKT:sta vuoden 2003 lopussa.

Talletuksia tekevät pääasiassa kotitaloudet. Neuvostoaikojen peruna säästöpankki Sberbank ottaa vastaan vieläkin melkein kaksi kolmasosaa kotitalouksien talletuksista. Luottolaitoksissa olevista talletuksista noin 80 prosenttia on kotitalouksilla. Summa on kui-

tenkin vain runsaat 10 prosenttia BKT:sta, minkä lisäksi kotitalouksien hallussa lienee valtaosa liikkeessä olevasta ruplasasetelistöstä, joka on noin 9 prosenttia BKT:sta.

Toisaalta pankkien luotoista – tämä erä oli runsaat 20 prosenttia BKT:sta vuoden 2003 lopussa – yli 80 prosenttia oli annettu yrityksille ja runsaat 10 prosenttia kotitalouksille, loput muille rahoituslaitoksille ym.. Kotitalouksien luotot luottolaitoksista varantonaikin olivat vain 2-3 prosenttia BKT:sta. Myös yrityksissä luottolaitosten rahoitus näyttelee hyvin pientä osaa. Yritysten saamien pankkiluottojen varanto näyttää olevan vain samaa luokkaa kuin yritysten yhden vuoden investoinnit. Näiden lukujen valossa on selvää, että ainakin energiasektori rahoittaa investointinsa tuloillaan tai ulkomaisella lainanotolla.

Tiivistelmänä sijoituksista voi todeta, että kotitalouksilla ja yrityksillä on likvideinä sijoituksina varoja neljässä merkittävässä vaateessa. Ruplaselistöä on noin 9 prosenttia, ulkomaista setelistöä runsaat 10 prosenttia (joidenkin arvioiden mukaan enemmänkin), ruplatalletuksia noin 13 prosenttia ja valuuttatalletuksia noin 6 prosenttia BKT:sta. Ulkomaan valuutoissa on näitä rahamäärävaateita ollut melkein yhtä paljon kuin ruplissa, mutta viime aikojen talouden vakaantumisen ja ruplan vahvistumisen ovat jo muuttaneet vähän suhdetta ruplasijoitusten suuntaan.

## 2.5 Ulkomaiset pääomanliikkeet

Venäjän maksutasetilastointi ei pysty tyydyttävästi jäljittämään maan ulkomaisia pääomanliikkeitä, varsinkaan pääomanvientä. Normaali pääomanliike-erät, kuten suorat sijoitukset, portfoliosijoitukset arvopapereihin, talletukset ja luotot ovat pääosin varsin vähäisiä. Sen sijaan suurimpia eräitä Venäjän ulkomaisessa rahoitustaseessa ovat yleensä olleet seuraavat kaksi tilastovirhe-erää, jotka ovat saamisten puolella: (1) kotiuttamattomat vientitulot ja tuontisopimuksia vastaavasti toteutumatta jäänyt tavaroiden ja palvelusten tuonti sekä tekaistujen arvopaperikauppojen maksut sekä (2) yleinen tilastoero.

Kansainvälisesti kohtuullisena ulkomaisten suorien sijoitusten vuositason määränä pidettiin parikymmentä vuotta sitten 1-2 prosenttia maan BKT:sta. Sittemmin taso on selvästi noussut ja vaihtelut ovat rajuja, mutta keskimääräinen taso on ollut viime vuosina kehittyneissä talouksissa 5 prosentin luokkaa BKT:sta. Venäjän tilastoidut suorat sijoitukset ovat vastanneet viime vuosina kumpaankin suuntaan vain tuota vuosikymmenien takaista kohtuullista tasoa. Pari prosenttia BKT:sta ulkomaista tietotaitoa vuosittain on epäilemättä aivan liian vähän Venäjän nopeaa talouskasvua ajatellen.

Suorien sijoitusten varannot kumpaankin suuntaan olivat vuoden 2003 lopussa vain 15 prosentin luokkaa BKT:sta, eli noin 50 mrd. dollaria. Venäläiset ovat sijoittaneet – virallisten tilastojenkin mukaan - ulkomaille suorina sijoituksina lähes yhtä paljon kuin ulkomaalaiset Venäjälle. Osin tämä on luonnollista ja myönteistä Venäjän talouden kansainvälistymisen kannalta, mutta kertoo osaltaan Venäjällä vallinneesta heikohkosta sijoitusilmapiiristä. Suorien sijoitusten määrää arvioitaessa on toisaalta muistettava, että omistusjärjestelyt voivat tapahtua ja usein tapahtuvatkin – niin Venäjän kuin muidenkin maiden osalta – ulkomailta, eivätkä maksutaseeseen tulevat luvut välttämättä anna todellista kuvaa omistuksista. Lisäksi suuri osa ulkomailta tulleista sijoituksista on välillisesti venäläisten tekemiä.

Myös osakkeisiin ja obligaatioihin tehdyt portfolioinvestoinnit Venäjälle ovat olleet vuoden 1998 kriisin jälkeen vähäisiä, ja useimpina vuosina kuoletukset, lähinnä valtion velan kuoletukset, ovat ylittäneet uusien sijoitusten määrän. Venäläisillä on sekä osakkeissa että obligaatioissa velkavarantoa kummassakin vajaa 10 prosenttia BKT:sta. Venäläiset ovat sijoittaneet varsin vähän ulkomaisiin arvopapereihin, ainakaan avoimesti.



Venäjän ulkomaiset velat ovat pääosin lainamuodossa, lähinnä rahoituslaitosten lainoja (siis muita kuin arvopapereita). Bruttomääräisesti lainoja lähinnä ulkomaisista rahoituslaitoksista on noin neljännes BKT:sta, vajaat 100 mrd. dollaria. Vähän yli puolet lainoista on valtiolla, joka on kuoletanut niitä viime vuosina. Vientiyritykset lainaavat osin valuuttariskiään pienentääkseenkin lisääntyvässä määrin ulkomaan valuutoissa.

Pankeilla on velkoina ulkomaisia lainoja erittäin vähän, mutta jonkin verran enemmän velkoja ulkomailta saatujen talletusten muodossa. Pankeilla on saatavina ulkomaisia talletuksia vain 1-2 prosenttia BKT:sta. Venäläisten pankkien heikkous ja vähäiset kansainväliset velkalimiitit näkyvät hyvin näissä pienissä luvuissa. Länsimaissa pankkien yhteenlasketut ulkomaiset bruttoerät ovat yleisesti kymmeniä prosentteja BKT:sta.

Yksi Venäjän suurimmista tilastoiduista ulkomaisista saatavaeristä on hämmästyttävästi ulkomainen setelistö. Sitä koskevat tiedot perustuvat eri lähteistä saatuihin tietoihin setelien kaupasta ja liikkeistä. Setelistötieto on epäilemättä epätarkka mutta kertonee suuruusluokan. Venäläisten hallussa olevaa ulkomaista setelistöä on tilastoissa lähes 40 mrd. dollaria, eli noin 10 prosenttia BKT:sta. Vieraasta setelistöstä pääosa on yhä dollareita, vaikkakin euron osuus on selvässä kasvussa.<sup>9</sup>

Venäjän ulkomaisissa saamisissa on jo edellä valtion yhteydessä mainittu suuri valtion rästisaamisten erä "myöhässä olevat maksut" kehitysmailta. Se oli vuoden 2003 lopussa lähes 80 mrd. dollaria, eli noin 20 prosenttia BKT:sta. Erä on supistunut viime vuosina, mikä heijastaa lähinnä lainojen poiskirjauksia. Vuonna 2003 erä väheni yli 15 mrd. dollaria.

Venäjän ulkomaisten saamisten osalta on merkittävää, että ne ovat valtaosin hyvin heikkotuottoisina sijoituksina, kuten ulkomaisina seteleinä, hoitamattomina lainoina ja lyhytaikaisina, tällä hetkellä hyvin alhaista korkoa tuottavina talletuksina tai arvopapereina (lähinnä valuuttavarannon sijoitukset). Toisaalta ulkomaalaiset edellyttävät Venäjälle tehdyltä sijoituksilta korkeaa tuottoa, mm. tuntuvaa riskipremiötä. Ehkä myös venäläiset siirtävät tällaisten ylimitoitettujen tuloutusten kautta varallisuuttaan ulkomaille. Tällöin toteutuu se edellä vaihtotasetarkastelun yhteydessä todettu tosiasia, että vaikka Venäjällä on enemmän ulkomaisia saamia kuin velkoja, Venäjän ulkomaille maksamat tuotannontekijäkorvaukset ovat nettoeränä suuressa määrin negatiiviset. Vuonna 2003 tämä negatiivinen nettoerä oli noin 3 prosenttia BKT:sta.

\*

Edellä käsitellyt tilastoidut erät eivät ole kattaneet nettopääoman vientinä yleisesti ottaen paljon enempää kuin puolet vaihtotaseen ylijäämästä. Jo pitkään noin kolmasosa tai jopa puolet pääomanviennistä on jäänyt kahteen jakson alussa mainittuun tilastovirhe-erään, eli ensinnäkin viennin ja tuonnin maksuaikoihin sekä arvopaperikauppaan liittyviin epäselvyyksiin ja toiseksi "normaaliin" maksutaseen tilastoeroon. Molemmat ovat olleet koko ajan todella merkittäviä, ruplamääriltään jopa muutamia prosentteja BKT:sta.

Viime vuosina mainittujen kahden tilastovirhe-erän suuruus on ollut esimerkiksi 10 - 15 prosenttia viennin arvosta ja aikaisemmin jopa 20 prosenttia. Tuonnin arvosta prosenttiosuus on ollut vielä paljon suurempi. Kun Venäjän vienti tapahtuu paljolti muutaman kymmenen suuryhtiön toimesta, vientituloja ei voi jäädä suuria määriä kotiuttamatta viranomaisten sitä huomaamatta. Tuonnin tilastoinnissa ongelmia tuo mm. se, että venäläiset

<sup>9</sup> Venäjällä onkin nähtävästi merkittävä osa dollari- ja euroseteleistä. Kaikkiaan Yhdysvaltain Fed on laskenut vihreitä seteleitään liikkeelle vajaan 700 mrd. dollarin arvosta, josta pääosan arvioidaan olevan ulkomailta. Yllä olevien lukujen valossa näistä melkein kymmenesosa voisi olla Venäjällä. Eurosetelistö on kaikkiaan noin 400 mrd. euroa, josta vain pieni osa on ulkomailta, mutta tästä varmaan paljon Venäjällä.

maksavat – joutuvat maksamaan heikon maksuhistoriansa vuoksi - varsin paljon tuontiaan ennakkoon. Vastaavaa tuontia ei sitten kuitenkaan jostakin syystä tilastoitavaksi ilmaannu.

Ulkomaankaupan kaksoislaskutusta (tullille esitetään laskusta versio, jossa hinta on todellista matalampi) ja pienissä verottomissa erissä tapahtuvaa tuontia ym. keinoja käytetään laajasti tuonnin ja viennin maksujen kiertämiseksi. Kuitenkin pääosa tilastoinnin harhauttamisesta tulee tilastoviranomaisten mukaan palvelujen (konsultointi, mainonta ym.) tekaistuista laskuista ja voimakkaasta "ylihinnoittelusta". Tätä kautta varoja siirretään ulkomaille. Toinen merkittävä kanava varojen siirrolle on arvopaperikaupan hinnoittelu; arvopaperit myydään halvalla omalle yritykselle ulkomaille ja ostetaan kalliilla takaisin. Tiettyissä rajoissa tällaiset operaatiot ovat laillisia, ja niihin on hankala puuttua.

Pelkästään viimeksi kuluneiden kuuden vuoden aikana näihin kahteen erään tilastoeroon on kumuloitunut noin 100 mrd. dollaria tilastojen ulkopuolisia Venäjän ulkomaisia saamia. Summa on hämmästyttävän suuri. Onko venäläisten omistuksessa siten jopa useisiin kymmeneen prosenttiin BKT:sta noussut "pimeä" ulkomainen nettosaaminen?

Venäjän maksutasetilastojen ulkomaisessa varallisuusasemassa ei esitetä em. tilastoeroista kumuloituja varantoja. Osin tämä johtuu viranomaisten mukaan virtatilastojen epävarmuudesta, mutta pääosin siitä, ettei tiedetä, asuvatko varojen omistajat edelleen Venäjällä vai ovatko he muuttaneet ulkomaille asuviksi. Ulkomaille asuvien venäläisten ulkomaiset varathan eivät kuulu Venäjän maksutase- ja rahoitustilastoihin. Ulkomaille muutaneiden venäläisten osalta on kyse todella suurista summista, sillä uusrikkaita on siirtynyt ulkomaille kymmenin tuhansin, mukana myös upperiikkaita oligarkkeja. "Maassa asumisen" ongelma on hankala vielä sikäli, että uusrikkaita on asuinpaikkoja sekä Venäjällä että ympäri maailmaa.

Venäjän rahamarkkina-analyysin kannalta tilastoeroilla ei ole suurta merkitystä. Lähinnä oleellista on ensinnäkin se, onko vaihtotaseen ylijäämä tilastoitu liian suureksi, eli ovatko säästämis- ja investointitiedot oikein (eli vaihtotaseen ylijäämä pienempi ja säästämisaste alempi kuin nyt tilastoissa), ja toiseksi se, onko tilastovirhettä rahalaitosten taseissa. Viime mainittu ei ole todennäköistä. Myös julkisen sektorin maksutasetiedot lienevät melko luotettavia. Sikäli kuin tilastoimattomia ulkomaisia sijoituksia on kertynyt kotitalouksille, kotitalouksien säästämisarviot ovat näiltäkin osin hataria. Pääosin tilastointiongelmat ovat varmaan yrityksissä eli tilastovirhe-erä kuulunee sen sektorin rahoitustaseeseen.

Pääomanliikkeiden vapautuminen ja ulkomaankaupan tullien ym. ehtojen keveneminen vähentävät yritysten ja kotitalouksien kiinnostusta viranomaisten, myös tilastoviranomaisten harhauttamiseen. Luultavasti Venäjänkin maksutasetilastot jatkossa paranevat. Toisaalta Venäjän taloudessa jatkuu laaja harmaa ja rikollinenkin taloustoiminta, veronkierto ym., jotka säilyttänevät myös maksutaseessa melkoisen suuren harmaan alueen.

\*

Yksityinen pääomanvientipaine ei ole vahvuudestaan huolimatta noussut viime vuosina vaihtotaseen ylijäämien suuruusluokkaan, jolloin Venäjän keskuspankki on ruplan valuuttakurssin vahvistumisen jarruttamiseksi ostanut vuosittain valuuttaa määrillä, jotka ovat olleet useita prosentteja BKT:sta. Itse asiassa aikaisempi laillinen ja laitton valuuttapakko on jarruttanut Venäjän joutumista ylivahvan valuutan tuomiin ongelmiin. Venäjän talous on epävakaa ja varmaan pysyykin toistaiseksi eri syistä sellaisena. Epävakaus korostuu erityisesti juuri ulkomaisissa pääomanliikkeissä.

Onkin huomattava – mikä tiedotusvälineiden otsikoissa ei aina ole kohdallaan -, ettei pääomavirtojen tarvitse suuntautua nettomääräisesti Venäjälle päin ruplan vahvistumiseksi. Riittää, kun pääomanvienti vaimenee vaihtotaseen vajuusta pienemmäksi. Vuonna 2003 näin kävi jo selvästi. Nettopääomanvienti näyttää jääneen ehkä vain 2-3 prosenttiin

BKT:sta, jolloin 9 prosentin vaihtotaseen ylijäämästä kaksi kolmasosaa eli 6-7 prosenttiyksikköä jäi keskuspankin valuuttavarantoon.

Venäjän valuuttakauppa on organisoitu valuuttapörssiksi MICEX (Moscow Interbank Currency Exchange), jossa käydään pankkien välisen valuuttakaupan ohella muidenkin instrumenttien kauppaa. Myös mm. Pietarissa on paikallinen valuuttapörssi. Venäjän rupla ei ole vielä saanut mainittavaa asemaa kansainvälisillä valuuttamarkkinoilla, kun se on yhä sääntelyriskien alainen epävakaa inflaatiovaluutta. Vain muutama prosenti Venäjän ulkomaisista veloista on ruplamääräistä. BIS:in uusimmassa, vuoden 2001 valuuttakauppakyselyssä ruplan valuuttakaupalla oli yhä hyvin vähäinen, lähinnä ilmeisesti vain Venäjän ulkomaankaupan määrällä selittyvä osuus. Uusi BISin kysely on tehty kevään 2004 tilanteesta.

## 2.6 Vakuutussäästäminen

Vakuutustoiminta on Venäjällä vähäistä. Vahinkovakuutusyhtiöt eivät kerää missään suuria rahastoja. Sen sijaan eläkesäästämistä rahastoidaan useimmissa maissa merkittävässä määrin. Eläkkeiden rahoitus on ollut Venäjällä vuoteen 2003 saakka lähinnä valtion eläkevakuutusrahaston hoidossa. Viime vuonna järjestelmää osin yksityistettiin, jolloin palkansaajat saivat mahdollisuuden sijoittaa pienen osan eläkemaksuistaan yksityisiin eläkevakuutusyhtiöihin. Uudistuksella pyrittiin samalla kehittämään maan rahoitusmarkkinoita. Yrityksillä on myös pieniä omia eläkerahastoja.

Vanha valtion eläkevakuutusrahasto näyttää rahastoineen jonkin verran. Vuoden 2002 lopussa rahastoja oli vajaa 10 prosenttia BKT:sta. Uudessa järjestelmässä vakuutetut saavat sijoittaa eläkemaksustaan, joka on työnantajan maksamana 28 prosenttia palkasta, 2-6 prosenttia joko yksityisiin yhtiöihin, tai valtion omistamaan Vnesheconombankiin. Eläkejärjestelmä on edelleen pääosin jakojärjestelmä, mutta rahastoakin kertyy, ilmeisesti vajaat 100 mrd. ruplaa eli vajaan yhden prosentin verran BKT:sta vuosittain (Suomessa eläkesäästämistä kertyy nykyisin noin 3 prosenttia BKT:sta).

Varojen sijoituskohteet on kaikkien mainittujen laitosten osalta rajattu. Valtion laitokset investoivat pääosin valtion papereihin, mutta yksityisillä eläkerahastoilla on laaja mahdollisuus sijoittaa yksityisiin arvopapereihin. Vakuutusvarojen sijoittajia näyttävät kohtaavan kahden tyyppiset ongelmat. Sopivia arvopapereita on liian vähän eikä niiden tuotto vastaa edes inflaatiovauhtia. Eläkerahastoilla ei ole juuri merkitystä rahamarkkina-analyysille. Ne voivat kuitenkin olla jatkossa merkittävä arvopaperimarkkinoiden kehityksen vauhdittaja, mikä auttaisi mm. markkinakorkojen seuranta.

## 2.7 Arvopaperimarkkinat

Venäjän arvopaperimarkkinat ovat yhä pienet, ja tämä koskee sekä obligaatio- että osakemarkkinoita. Liikkeessä on kotimaisia valtion obligatioita vain runsaan 300 mrd. ruplan arvosta ja yritysten obligatioita puolet tästä. Määrä on yhteensä alle 5 prosenttia BKT:sta. Pieni obligatioiden määrä rajoittaa niiden jälkimarkkinoiden likviditeettiä ja yleensäkin rahoitusmarkkinoiden kehitystä. Kovin hyvää eripituisten papereiden korkorakennetta kuvaavaa tuottokäyrääkään ei ruplamarkkinoilta ole, vaikkakin jonkinlaiset noteeraukset eri papereista voi saada. Euroopan jälleenrakennuspankki EBRD laskee ilmeisesti Venäjän markkinoilla liikkeelle suurehkon ruplamääräisen obligatiolainan benchmark-lainaksi.

Venäjän talouden ja ruplan vakaantuessa ruplaobligaatioiden markkinat laajenevat epäilemättä nopeasti.

Venäjällä osakekauppaa käydään kahdessa järjestelmässä. MICEX (Moscow Interbank Currency Exchange) , jossa on organisoitu paitsi pankkien välinen ulkomaan valuuttojen myös muiden keskeisten instrumenttien kauppa. RTS Fund Exchange (Russian Trading System) on puolestaan yksityisen sektorin aloitteesta syntynyt elektroninen kaupan-käyntijärjestelmä, joka yhdistää alueelliset markkinat yhdeksi arvopaperimarkkinaksi. Järjestelmään kuuluu muutamia satoja sijoitusyhtiöitä ja pankkeja.

Venäjän osakemarkkinoita kuvaavia indeksejä on useita, ja osa niistä esitetään dollarimääräisinä ja osa ruplamääräisinä. Yleisesti käytetty RTS-indeksi on dollarimääräinen. Siinä on vajaan 70 yhtiötä, mutta indeksiä hallitsevat muutamat suuret energiayhtiöt. Viisi suurinta kattaa (keväällä 2004) jo melkein kaksi kolmasosaa indeksin painoista: YUKOS (18 %; yhtiön osuus on sittemmin pudonnut jyrkästi sitä koskevan oikeudenkäynnin myötä), Surgutneftegaz (16%), LUKOIL (14%), Sibneft (9%) ja Unified Energy System (7%). Muista Norilsk Nickel saa 8 prosentin painon, Sberbank 5 %, Cherepovets MK Severstal 2 % ja Rostelecom 1 %. Indeksien painot kertovat karua kieltä Venäjän tuotannon painottumisesta raaka-aineisiin ja niiden jalostukseen. Muusta teollisuudesta pörssi-arvoltaan korkein on olutyhtiö Baltika Brewery (1 %) ja vasta tämän jälkeen tulee auto- ym. teollisuus. RTS-listalla on kuitenkin yli 200 yritystä.

Toinen suhteellisen laaja, noin 50 yhtiön indeksi on Moskovan arvopaperipörssin ASP MT indeksi, joka on ruplamääräinen. MICEX 10 indeksi on samoin ruplamääräinen, ja siinä on nimen mukaisesti noin 10 likvideintä osaketta, suurin piirtein edellä RTS-indeksin yhteydessä mainitut. Itävallassa Wiener Börse laskee vajaan 10 likvideimmän osakkeen pohjalta dollarimääräistä indeksiä, RTX Russian Traded Index. Tähän indeksiin liittyy futuurikauppaa. Venäjällä laskettuihin indekseihin sitä ei vielä liity mutta yksittäisiin osakkeisiin kyllä.

Noteerattujen osakkeiden yhteenlaskettu markkina-arvo on vaihdellut voimakkaasti, mutta se on selvästi pienempi kuin kehittyneissä maissa, joissa se on yleensä suunnilleen BKT:n luokkaa. Osakkeiden vähäinen arvostus riippuu, paitsi raaka-ainemarkkinoiden ongelmista, monista Venäjän politiikkaan ja yritystoimintaan liittyvistä riskeistä. Nämä riskit ovat näkyneet viime vuosina kurssien voimakkaana vaihteluna. Kursseissa on kuitenkin näkyneet myös talouden vahva elpyminen. Kurssit nousivat – ennen keväällä 2004 toteutunutta, lähinnä Jukosin ongelmien aiheuttamaa laskua - vuoden aikana melkein kaksinkertaisiksi. Ulkomaalaiset ovat olleet varovaisia, mutta riskisijoittajia Venäjän osakekurssien vuoristorata on ajoittain saanut merkittävästikin liikkeelle. Epäilemättä energiayhtiöiden markkina-arvoon liittyy suuri nousun mahdollisuus, jos Venäjän olot uskottavasti vakaantuvat.

Venäjän arvopaperimarkkinoilla on kaksi maksu- ja selvitysjärjestelmää OMS (Organised Market of Securities and Other Financial Assets) ja RTS Fund Exchange. Edellinen on keskuspankin ja valtiovarainministeriön organisoima järjestelmä lähinnä liittovaltion ja paikallishallinnon velkapapereiden kaupankäyntiä varten, mutta myös muuta arvopaperikauppaa, kuten yritysten obligaatioita ja osakkeita sekä näiden futuureja varten. Järjestelmä on yhteydessä MICEXiin. RTS:llä on oma järjestelmänsä.

Rahapolitiikan kannalta Venäjän osake- ja obligaatiomarkkinoiden indikaattoriarvo on yhä rajallinen. Osakekurssit tulevat rahapolitiikasta melko riippumattomasta vientisektorista. Toisaalta näiden yhtiöiden kurssikehityksellä ei liene paljonkaan erillistä informaatioarvoa kotimaisen rahapolitiikan mitoittamisen kannalta. Osakemarkkinoidenkin merkitys myös rahapolitiikan näkökulmasta epäilemättä lisääntyy.

## 3 Rahamarkkinat ja rahapolitiikka

### 3.1 Pankkitoiminta

Venäjän pankkisektorin huomiota herättävin piirre on epäilemättä sen pieni koko. Luottolaitosten taseen loppusumma on keskuspankin pankkitilaston mukaan vain noin 40 prosenttia BKT:sta. Toisaalta Venäjän rahamarkkinoiden erikoisuutta korostaa se, että Venäjän keskuspankin tase on viime vuosina nopeasti parantuneen valuuttatilanteen myötä noussut neljännekseen BKT:sta. Keskuspankin tase on kansainvälisesti vertaillen erittäin suuri. Merkittävä syy tähän taseiden eroon on, ettei inflaatio ole syönyt keskuspankin valuuttapainotteista tasetta.

Toinen erityispiirre on, että neuvostojärjestelmän jäänteet näkyvät pankeissa. Kotitalouksien talletukset ovat valtaosin yhä valtion säästöpankissa, Sberbankissa, joka on selvästi suurin pankki. Pankin pääomistaja on vanhastaan Venäjän keskuspankki. Vneshtorgbankin, vanhan ulkomaankauppapankin saamiset ovat vain neljäsosa Sberbankin saamisista. Vnesheconombank on ollut lähinnä valtion velkaa hoitanut yhtiö. Kooltaan seuraavat pankit ovat yleisesti suuryritysten omistamia, kuten Gazprombank, ja yrityskytkentä on tiivis myös lukuisilla paikallispankeilla.

Erikoinen pankkirakenne vaikuttaa siihen, miten rahamarkkinat toimivat ja miten keskuspankki niillä operoi. Keskuspankki on pyrkinyt mm. parantamaan paikallisten pikku pankkien maksuvalmiuden tukijärjestelmää. Muutamit kymmenet pankit (ehkä noin 30) toimivat keskeisessä asemassa rahamarkkinoilla. Pankkien keskinäinen likviditeetin tasaus toimii yleisesti ottaen huonosti, mitä heijastaa mm. rahamarkkinakorkojen suuri marginaali.

Sberbank on neuvostoajan vahva jäännös. Se kattaa pienine konttoreineen koko maan ja siellä hoidetaan tavallisen kansan pankkiasiat. Myös valtion tuet ym. maksetaan sen kautta. Sillä on yhä yli 60 prosenttia kotitalouksien talletuksista, vaikkakin osuus on laskenut vuosittain useilla prosenttiyksiköillä. Jotkut pankit pyrkivät laajenemaan sen kustannuksella melko aggressiivisesti. Palkansaajat sijoittavat ilmeisesti kasvavia talletusmääriä työnantajiansa omistamiin pankkeihin - ja lisäävät näin taloudellista riskiään.

Sberbank sijoittaa yhä osin valtion velkapapereihin mutta myös pankkien välisille markkinoille, joskin se on vähentänyt tätä ja panostaa aggressiivisesti hinnoitellen yritysluottoihin. Pankkiin liittyy markkinoiden kannalta ongelmia. Se on vahvassa asemassa suhteessa muihin pankkeihin, jotka joutuvat maksamaan rahoituksestaan enemmän. Sberbankin vahva asema on perustunut sen julkiseen omistukseen, mutta voimaan on tulossa myös yleinen talletusten vakuusjärjestelmä. Sberbankin talletustakuu fyysisille henkilöille rajattiin kesällä 2004 jo samaan 100 000 ruplaan, joka tulee muillekin vakavaraisiksi todettaville pankeille. Outoa on, että keskuspankki yhä omistaa tämän suurimman talletuspankin, eli keskuspankki sekä omistaa että valvoo sitä ja huolehtii vielä "setelipainostaan" sen likviditeetistä.

Sberbankin ja muiden valtion pankkien yksityistämistä on vaadittu, ja yksityistämisen tarve myönnetään viranomaisten piirissä. Yksityistämisen katsotaan kuitenkin riippuvan ennen kaikkea talletussuojan uudistamisesta neutraaliksi kaikille vakavaraisille pankeille. Yksityisten Sberbankia ostavien sijoittajien kannalta ongelma voi olla, kuinka Sberbank raskaine kustannusrakenteineen jatkossa selviää. Pankin aluepoliittinen merkitys on myös tärkeä.

Venäjä on sallinut ulkomaisten pankkien toiminnan maassa mutta ei sivukonttorin muodossa. Yli sadassa venäläisessä pankissa on ulkomaalaista omistusta, joskin näistä vain pienessä osassa on ulkomaalaisilla enemmistöasema. Kokonaan ulkomaalaisten omistamia

pankkeja on noin 30. Lähes kolmanneksessa suurimmista 30 pankista on ulkomaista omistusta. Ulkomainen sijoitusosuus on sinänsä vähäinen, mistä Venäjän viranomaiset syyttävät sijoittajia ja sijoittajat taas viranomaisia mm. Venäjän markkinoiden epävarmuuden vuoksi.

Venäjän pankkitoiminta – samoin kuin maan tulonmuodostuskin – on painottunut vahvasti Moskovaan. Vain harvoilla pankeilla on merkittävä alueellinen konttoriverkosto. Ulkomaiset pankitkin ovat laajentuneet muihin kaupunkeihin vain varovasti. Edes Pietarista ei ole tullut mainittavaa finanssikeskusta vastoin aikoinaan siihen suuntaan esitettyjä odotuksia.

Luottolaitosten kannattavuus on parantunut viime vuosina, ja sektori kokonaisuutena on voitollinen. Tappiollisten laitosten osuus on laskenut kolmen viime vuoden aikana selvästi, vain muutamaan prosenttiin kaikista luottolaitoksista. Vielä 1990-luvun lopulla sektori oli kokonaisuutena tappiollinen.

Venäjän maksujärjestelmässä on Venäjän keskuspankilla yhä hallitseva asema. Pankkien maksuista noin kolme neljäsosa menee keskuspankin maksujärjestelmän kautta. Pankkien keskinäisten tilien kautta maksuista menee vajaa 10 prosenttia ja pankkien sisäisten maksujen kautta runsaat 10 prosenttia maksuista. Sberbankin merkitys on maksujärjestelmässä pienten maksujen osalta keskeinen. Maksujärjestelmän toimii ilmeisesti kohtuullisen hyvin.

\*

Luottolaitosten, käytännössä pankkien, yhdistetty tase vastaa melko normaalia suhteellisen suljetun talouden pankkien tasetta (luvut seuraavassa vastaavat suunnilleen vuosien 2002-03 tilannetta). Taseen saatavissa arvopaperisijoitukset kattavat runsaat 20 prosenttia - siitä valtion pitkäaikaiset obligaatiot yli puolet - ja luotot lähes 60 prosenttia. Varantotalletuksia on noin 15 prosenttia.

Luottolaitosten veloista 60 prosenttia on yleisön talletuksia. Muita rahoituksen lähteitä ovat muilta pankeilta saadut varat sekä oma pääoma, joka on vajaa 20 prosenttia taseesta. Ulkomailta ja keskuspankista nostetut varat ovat vähäisiä. Ulkomaisen velan pienuuteen vaikuttanee venäläisten pankkien heikkous, mutta marginaalirahoituksen vähäinen käyttö johtuu epäilemättä pääosin Venäjän rahoitusmarkkinoiden nykyisestä ylikviditeetistä. Ulkomaisissa pankeissa venäläisten pankkien saamisista on toisaalta vain noin 5 prosenttia.

Luottolaitosten myöntämät yrityslainat ovat noin 20 prosenttia ja kotitalouslainat 2-3 prosenttia BKT:sta. Yritysten lainoista kolmasosa ja kotitalouksien lainoista vajaa viidesosa oli ulkomaan rahan määräistä. Valtion paperit kattavat 10 prosenttia taseesta eli noin 5 prosenttia BKT:sta. Kotitalouksien talletuksia on noin 12 prosenttia ja yritysten talletuksia 2-3 prosenttia BKT:sta. Ulkomaan rahan määräisiä oli kotitalouksien talletuksista vajaa kolmannes ja yritysten talletuksista puolet.

Venäjän luottolaitosten luottojen kasvu on jatkunut erittäin nopeana viime vuosina, joskaan ei aivan tasaisena. Vuodesta 1966 vuoteen 2001 luotot kasvoivat 50-60 prosentin vuosivauhtia. Vain vuoden 1998 kriisin jälkeen luottojen kasvu pysyi vuoden verran inflaatiota ja talouden nimelliskasvua hitaampana. Viime vuosina luottojen noin 30-40 prosentin kasvu on ylittänyt ainakin 10 prosenttiyksiköllä talouden nimelliskasvun. Luottojen suhde BKT:een on noussut vuoden 1999 lopun vajaan 10 prosentista yli 20 prosenttiin.

Setelistön ja talletusten, eli rahamäärän, kasvu on ylittänyt luottojen kasvun. Vuonna 2003 sekä luotot että rahamäärä lisääntyivät 45 prosenttia. Keskuspankin rahamäärätavoite - tai luku on pikemminkin inflaatiotavoitetta vastaava ennuste - oli 20-26 prosenttia. Kasvun taustatekijänä oli likviditeetin virtaus ulkomailta Venäjälle. Valuuttavaranto kasvoi vuoden aikana vajaan 50 mrd. dollarista lähes 80 mrd. dollariin. Osa varannon muutok-

sesta oli arvon muutosta (eurojen arvo dollareissa nousi; ruplan dollarikurssi taas ei merkittävästi muuttunut), mutta varannon kautta tuli joka tapauksessa noin 7 prosenttia BKT:sta vastaava likviditeettisysäys. Runsas kolmasosa rahamäärän kasvusta tuli ulkomailta ja vaa kaksi kolmasosaa pankkien luotonannosta. Se, ettei rahamäärän kasvuprosentti ylittänyt luottojen kasvua, johtui paljolti valtion tekemistä rahamarkkinoiden likviditeettiä sitoneista rahoitustoimista.

\*

Talletusten korot ovat olleet inflaatioon nähden matalat. Keskimääräinen kotitalouksien rupalatalletusten korko on pysynyt viime vuosina 5 prosentin tuntumassa. Parina viime vuonna tämä korko on korvannut vain puolet inflaatiosta. Lyhimmät talletukset ovat melkein korottomia, ja korkeimmat, yli vuoden talletusten korot ovat vastanneet vain suunnilleen inflaatiota. Yritysten saamat talletuskorot ovat olleet eri maturiteeteissa hiukan korkeampia kuin kotitalouksien saamat, mutta yritysten keskikorko on jäänyt keskimäärin lyhyemmän maturiteetin vuoksi alle kotitalouksien keskikoron. Dollaritalletuksille on maksettu korkoa keskimäärin 2-3 prosenttia.

Luottojen korot on pidetty oleellisesti korkeampina, kotitalousluottojen korot jopa 20 prosentin tuntumassa. Näistä luotoista on siis jouduttu maksamaan tuntuvaa reaalikorkoa. Toisaalta kotitalousluottojen määrä on ollut hyvin vähäinen. Yritysluottojen 12-14 prosentin keskikorko on vastannut parin viime vuoden aikana jo melko hyvin inflaatiovauhtia. Pitkäaikaisista luotoista on peritty vähän tätä korkeampaa, lyhytaikaisista hiukan tätä matalampaa korkoa. Dollariluottojen korot ovat olleet noin 9-10 prosenttia, eli reaalisesti hyvin korkeita, koska dollarin inflaatio on pysytellyt enimmäkseen 1-2 prosentissa.

Pankkien välisten markkinoiden korot ovat olleet yleisön talletus- ja luottokorkojen välimaastossa tai osin talletuskorkoja alempiakin. Vuoden 2003 aikana lyhytaikaisimmat korot olivat noin 2-4 prosenttia ja pidemmät, 6-12 kuukauden korot noin 10 prosenttia.

Pankkien yleisöltä veloittama korkomarginaali on tavattoman lavea, 6-7 prosenttiyksikköä. Tällainen korkomarginaali ei voi säilyä hintavakauden oloissa. Luottolaitokset eivät voi pudottaa talletuskorkojaan enää kovin monella prosenttiyksiköllä, mutta inflaation vaimetessa niiden on pakko alentaa tuntuvasti luottokorkojaan. Asiakkaat eivät pysty ajan mittaan maksamaan nykyisten marginaalien edellyttämiä reaalikorkoja.

## 3.2 Valuuttakurssipolitiikka ja pääomanliikkeiden sääntely

Valuuttakurssipolitiikalla on Venäjän taloudelle suuri merkitys. Näin on ensinnäkin, koska ulkomaakaupan osuus on huomattava ja kauppa käydään – hinnoitellaan, laskutetaan ja maksetaan - valtaosin ulkomaisissa valuutoissa. Erityisesti vienti hinnoitellaan dollareissa. Ruplaa käytetään ilmeisesti lähinnä vain IVY-maiden kaupassa. Vaikka ulkomaisten pääomanliikkeiden merkitys on varsin pieni, valuuttaehdon merkitys korostuu sen laajan kotimaisen käytön vuoksi. Kaiken kaikkiaan Venäjän talous on jo varsin avoin, ja erityisesti maan talouteen ja politiikkaan liittyvien riskien vuoksi pääomanliikkeiden herkkyyks voi olla suuri.

Venäjän talouden rahoituksessa ulkomaan valuutan määräisillä vaateilla on erittäin suuri osuus. Vain muutama prosentti ulkomaisista saatava- ja velkaeristä on ruplamääräistä (pl. Venäjälle tehdyt oman pääoman ehtoiset sijoitukset). Pankkien keskeisistä kotimaisista talletus- ja luottoeristä yleensä suunnilleen kolmannes on määritelty ulkomaan valuutoissa. Tämä osuus on sekä saamisissa että veloissa suuruusluokaltaan noin kymmenesosa

BKT:sta. Ulkomaista setelistöä on Venäjällä liikkeellä ilmeisesti vähän enemmän kuin ruplaselistöä, yli 10 prosenttia BKT:sta. Yrityksillä on jokseenkin yhtä paljon ulkomaisia velkoja.

Venäjän yksityisen sektorin koti- ja ulkomaisissa saatava- ja velkasuhteissa kokonaisuutena ulkomaan valuutan määräisillä erillä on ilmeisesti suurempi osuus kuin ruplamääräisillä erillä. Tilastoidutkin valuuttamääräiset saamiset, samoin kuin vastaavat velat, ovat viidenneksen luokkaa BKT:sta. Rahoituslaitosten kautta välittynyt ruplarahoitus jää selvästi tämän alle. Tilastoimaton ulkomainen rahoitus korostaa eroa. Lisäksi valtion velka on pääosin ulkomaista. Toisaalta viimeaikainen talouden vahvuus ja inflaation vaimeneminen ovat kääntäneet valuuttamääräisten erien osuuden lasku-uralle, jota tosin pankkijärjestelmän ongelmat ja muu epävarmuus ajoittain sekoittaa. Valuuttamääräisten rahoituserien merkitystä vähentää tietenkin se, että luottorahoituksen merkitys on taloudessa ylipäätään pieni.

\*

Venäjän rupla kelluu, mutta kellunta on varsin vahvasti ohjattua. Keskuspankki intervenoi valuuttamarkkinoilla aktiivisesti ja suurilla summilla. Aikaisemmin myös ulkomaisia pääomanliikkeitä ja valuuttamarkkinoita säännösteltiin, mutta määrällinen säännöstely loppui kesällä 2004. Vuoden 1998 valuuttakriisissä ruplan arvo putosi hallitsemattomasti niin, että kun ennen kriisiä yhdellä dollarilla sai runsaat 6 ruplaa, niin jo vuoden 1999 lopulla ruplia sai yli nelinkertaisen määrän. Tuon jälkeen dollarikurssi on pidetty varsin kiinteänä, viimeiset neljä vuotta tasoilla 28-32 ruplaa dollarilta.

Vuoden 1998 valuuttakriisissä ruplan nimellinen efektiivinen valuuttakurssi (IMF:n laskema) putosi kolmanteen osaan, eli jonkin verran vähemmän kuin dollarikurssi. Reaaliset indeksit laskivat kuitenkin vain noin 40 prosenttia, eli periaatteessa tasolta 100 vähän alle tason 60. Nimellisen kilpailukyvyn paranemisesta menetettiin melkein heti puolet, kun ruplan inflaatio kiihtyi vuodeksi lähes sataan prosenttiin.

Koska rupla on viime vuosina seurallut läheisesti dollaria, vaihtelu euroon nähden on ollut huomattavaa. Euron heikennyttyä vuosina 1999-2001 rupla vahvistui kymmenisen prosenttia euroon nähden mutta on sen jälkeen heikentynyt 20-30 prosenttia. Paljolti euron vahvistumisen myötä – euron tosiasiallinen paino valuuttaindeksissä lienee 40 prosentin luokkaa - ruplan reaalin valuuttakurssi on vahvistunut vain hitaasti ruplan kovasta inflaatiosta huolimatta. Kun efektiivisessä kurssissa käytiin vuonna 1999 vajaan 60 prosentin tasolla ja jo vuonna 2001 tasolla vähän yli 80, ollaan nykyisin lähellä 90 prosentin tasoa. Kriisin tuomasta hintakilpailukyvyn paranemisesta on mennyt noin kolme neljäsosaa.

IMF:n laskemat indeksit ovat osoittaneet ruplan vahvistuneen viime vuosina enemmän kuin Venäjän keskuspankin laskemat indeksit. Reaalisessa kuluttajahinnoina korjatussa indeksissä ero on merkittävä, sillä sitä on kertynyt parin viime vuoden aikana runsaat 5 prosenttiyksikköä. Eron syytä on hankala eritellä menemättä indeksien laskennan yksityiskohtiin.

Venäjän keskuspankin valuuttapolitiikan mitoituksessaan käyttämä ankkuri on muutosvaiheessa. Keskuspankin vuosittain esittämissä rahapolitiikan suuntaviivoissa on asetettu tavoitteita tai pikemminkin tiettyjä rajoja ruplan efektiivisen kurssin suhteen. Koska keskuspankkia sitoo hallituksen asettama inflaatiotavoite, ruplan kurssille tulee samalla kertaa asetetuksi periaatteessa sekä nimellinen että reaalin kurssirajoite. Efektiivistä kurssia ei ole täsmennetty, mutta taustalla on ollut keskuspankin laskema ulkomaankauppapainoinen valuuttaindeksi. Toisaalta on yleisesti tulkittu keskuspankin vakauttaneen ruplaa suhteessa dollariin, ja keskuspankki näyttääkin interventioillaan ainakin lyhyellä aikavälillä vakauttaneen dollarin kurssia.



## Ruflan valuuttakurssi-indeksit

Venäjän keskuspankki laskee ruplalle kauppapainoista (efektiivistä) indeksiä, jossa on mukana 30-40 maata. Maita ja niiden painoja ei systemaattisesti esitetä, mutta alarajana ovat maat, joiden osuus kahden viime vuoden aikana on ollut yli puoli prosenttia ulkomaankaupasta. Indeksit julkaitaan kuukausitasolla. Myös mm. IMF laskee useille maille, myös Venäjälle omalla tavallaan nimelliset ja reaaliset indeksit.

Valuuttaindeksien perusajatus on kuvata maan ulkomaista hintakilpailukykyä. Nämä indeksit ovat kaikissa maissa hankalasti laadittavia ja tulkittavia indikaattoreita, eikä niissä pitäisi katsella desimaaleja. Venäjän osalta monet ongelmat erityisesti korostuvat. Indeksien laskenta on suuria käytännön vaikeuksia, mm. maajakauma on ulkomaankauppatilastoissa monista syistä varsin epätarkka, indeksin maajoukko joudutaan käytännön syistä rajaamaan jne. Indeksikaavat eroavat, ja painotuksessa voidaan esimerkiksi ottaa IMF:n tapaan huomioon kolmansien maiden kilpailu.

Venäjän viennistä EU kattoi vuonna 2002 noin 35 prosenttia, ja sama osuus oli "Euroopan kehittyvillä mailla" (IMF:n luokittelussa lähinnä IVY-maat, entiset sosialistiset maat ja Turkki). EU:n laajeneminen nostaa EU:n osuuden Venäjän viennistä noin 50 prosenttiin. Yhdysvaltain osuus vuonna 2002 oli vain 6 prosenttia. Venäjän tuonnin maajako on tilastoitu hyvin hatarasti. IMF:n kauppatilastossa Direction of Trade Statistics Yearbook Venäjän tuonnista melkein kolmannes (!) jää luokittelematta maittain. Siinä eritellystä tuonnista EU:n osuus on 40 prosenttia ja Euroopan kehittyvien maiden 31 prosenttia. Venäjän tuonnissa EU:hun liittyvien maiden osuus on pienempi kuin viennissä, ja laaja EU jää alle 50 prosentin. Euro maiden osuus Venäjän viennistä oli 30 prosenttia ja tuonnista 34 prosenttia vuonna 2002. Aasian osuus oli Venäjän ulkomaankaupassa vain 10 prosentin luokkaa, siitä puolet tuli Kiinan osalle.

Hyödykkeiden hinnoitteluperusteilla on suuri merkitys kilpailun kannalta. Ulkomaankaupan maajakaumaan perustuva indeksi on perusteltu, jos hyödykkeet hinnoitellaan pitkälti maakohtaisesti. Venäjän viennin tapahtuessa pääosin yhtenäisesti dollareissa maailmanmarkkinoilla hinnoitelluissa tuotteissa kauppapainoinen maajakauma ei ole hyvä ratkaisu (IMF ei sisällytäkään indekseihinsä energiaa).

Lyhyellä aikavälillä nimellinen indeksi on parempi, mutta pitkän päälle indeksi on korjattava hintakehityksen erolla ns. reaalisiksi valuuttaindeksiksi. Vähän hämmentävästi "reaalisiksi" valuuttaindeksiksi sanotaan myös yksikkötyökustannuksilla korjattua indeksiä, vaikka siinä hintakorjauksen, tai siis palkkorjauksen ohella tulee huomioon otetuksi myös tuottavuuskehityksen ero. IMF laskee indeksejä teollisuusmaille, Venäjällekin, myös yksikkötyökustannuksilla. Tuottavuustekijällä on Venäjän nykyisen nopean kasvun oloissa oleellinen merkitys, joskin huomioon on otettava myös tuottavuuden sektorikohtaiset erot ja ulkomainen vaihtosuhteivaikutus.

Venäjän keskuspankin tapa esittää valuuttakurssi-indeksit ja niitä koskevat tavoitteet on jossakin määrin epäselvä. Indeksit ja tavoitteet julkaistaan vain prosenttimuutoksena, kun taas seurannan kannalta olisi selvempää, jos käytettäisiin indeksin tasoja. Ilmeisesti Venäjän keskuspankin ilmaisemat tavoitteet reaalisen efektiivisen valuuttakurssin suhteen sisältävät myös tuottavuustekijän vaikutuksen, mutta sitä esitetä, miten tuottavuus tarkkaan ottaen olisi huomioitava.

Viime aikoina ovat viranomaiset puhuneet tavoitteiden asettamisesta vain kahden valuutan, dollarin ja euron korin suhteen. Selkeää päätöstä asiasta ei ole esitetty. Euron paino olisi ilmeisesti aluksi pienempi mutta nousisi pian 50 prosenttiin. Tämä olisi varsin paljon, kun ottaa huomioon euron vielä selvästi dollaria heikomman aseman Venäjän valuuttatoimissa. Venäjän ulkomaankaupassa kuitenkin euroalueen osuus on kolmanneksen luokkaa.

Venäjän valuuttamarkkinoilla rupla-dollarikauppaa on noin 80 prosenttia ja loppu pääosin dollari-eurokauppaa. Euron ja ruplan välinen vaihto tehdään yleensä dollarin kautta, ja suoraa vaihtoa niiden kesken on vähän. Euron pieni osuus tuntuu uskottavalta mm., kun Venäjän vienti maksetaan ilmeisesti lähes kokonaan dollareissa. Tuonnissa eurolla lieenee kohtalainen osuus sekä hinnoittelussa, laskutuksessa että maksuissa. Eurolla on kasvava, joskin yhä vähemmistöasema valuuttatalletuksissa ja ulkomaisissa seteleissä. Vuoden 2003 lopussa venäläisten ulkomaisissa arvoperiveleissa europapereiden osuus oli noussut 9 prosenttiin, mutta dollaripapereita oli yhä 85 prosenttia. Ruplapapereita oli 3 prosenttia. Samantapaiset ovat valuuttojen suhteet venäläisten pankkien ulkomaisissa saamisissa ja veloissa.

Valuuttakorin valinta on maan kannalta paljolti tarkoituksenmukaisuuskysymys, johon ei ole kovin selvää vastausta. Merkittävä tosiasia rahapolitiikan kannalta on kuitenkin se, että kiinteää kurssia noudattava maa sitoo periaatteessa rahapolitiikkansa (korkotasonsa) valuuttakoriin kuuluvien maiden rahapolitiikkaan korin valuuttaosuuksien mukaisesti.

Venäjällä valuuttakorin muuttamisen tavoite ei ilmeisesti liitykään efektiivisen kurssin määrittelyyn tai eri valuutoissa tapahtuvien pääomanliikkeiden merkitykseen tai rahapolitiikan sitoutumiseen vaan valuuttamarkkinatoimintojen selkeyttämiseen. Päivittäisissä valuuttakaupoissa ruplan kurssia on selvästi helpompi analysoida parin vastavaluutan kuin kymmenien valuuttojen korin pohjalta. Näin on varsinkin, kun keskuspankki ei laske ja julkaise indeksiään ajantasaisesti vaan vain kuukausipohjalta.

Valuuttapolitiikan ankkurin valinta vaikuttaa todennäköisesti jonkin verran myös keskuspankin valuuttavarannon valuuttajakaumaan. Venäjän keskuspankin vuoden 2002 vuosikertomuksen mukaan euron osuus valuuttavarannossa oli jo noussut yli 20 prosentin mainitun vuoden loppuun mennessä, kun taas dollarin osuus oli painunut alle 75 prosentin. Äskettäisten lausuntojen mukaan euron osuutta ilmeisesti edelleen lisätään noin kolmannekseen.

\*

Venäjän pääomanliikkeitä on vuosien mittaan laajasti vapautettu, mutta säännöstelyä on ollut viime aikoihin saakka voimassa. Kesällä 2004 poistuneissa säädöksissä oli vielä laajasti rajoituksia. Pitkäaikainen lainanotto ja -anto vaativat keskuspankin luvan. Vientiyri-tysten piti kotiuttaa Venäjälle ainakin osa vientituloistaan (tämä jatkuu uusienkin määräysten mukaan). Toisaalta esimerkiksi suorat sijoitukset olivat jo aiemminkin pääosin vapaita kumpaankin suuntaan. Setelistön liikkeille asetetut rajoitukset ovat olleet väljiä. Laillisia ja laittomia vapauksia on joka tapauksessa ollut niin paljon, että pääomanliikkeiden kautta liikkuva likviditeetti on ollut ajoittain rahapolitiikan kannalta iso ongelma.

Uusi valuuttalaki tuli voimaan kesäkuussa 2004. Tässä laissa lähtökohtana on pääomanliikkeiden laaja vapaus. Rajoituksia jää lähinnä pitkiin kauppaluottoihin, ja valuuttatulojen kotiuttamisvelvoite säilyy<sup>10</sup>. Pääomanliikkeiden vapauduttua rupla on nyt vapaasti

<sup>10</sup> Vientitulojen kotiuttamisvelvoitteella (venäläisiin valtuutettuihin pankkeihin) ei vapaiden pääomanliikkeiden oloissa pitäisi olla sanottavasti valuuttapoliittista merkitystä, koska varat voi periaatteessa siirtää välittömästi takaisin ulkomaille. Kotiuttamisvelvoitteen säilyttäminen palvelee ilmeisesti ulkomaankaupasta tietoja tarvitsevia viranomaisia.

vaihdeettava valuutta (sikäli kuin mikään maailman valuutta on täysin vapaasti vaihdeettava). Tosin viranomaiset puhuvat yhä ruplan tekemisestä vaihdeettavaksi valuutaksi, millä he näyttävät tarkoittavan ruplavaateiden kansainvälisten markkinoiden laajentamista tehokkaiksi ja likvideiksi markkinoiksi ja ruplan saamista laajasti käytetyksi kansainväliseksi valuutaksi. Näiltä osin ruplalla onkin vielä paljon parannettavaa.

Uudessa laissa lisätään toistaiseksi viranomaisten sääntelyvaltuuksia mahdollisuudella vaatia pääomanliikkeisiin liittyviä erityistalletuksia. Venäjä voi siten ottaa käyttöön erään tyyppisen ns. Tobinin veron, joka tosin ei ole suoraan veron muotoinen, vaan kustannus asetetaan talletuksen korottomuuden (korkotulon menetyksen) muodossa.

Merkittävä on keskuspankille annettava mahdollisuus sitoa jopa sata prosenttia pääoman viennistä keskuspankkiin kahden kuukauden ajaksi korottomalle tilille. Toisaalta 20 prosenttia maahan tulevasta finanssisijoituksista voidaan sitoa keskuspankkiin vuodeksi korottomalle tilille. Talletusvelvoitteita voidaan asettaa erikseen erillisille pääomanliikkeille ja kotimaisilla ulkomaan rahan määrällisillä vaateilla tehtäville operaatioille. Talletusvelvoitteet voidaan asettaa myös ulkomaalaisille, jotka tekevät rahoitusoperaatioita Venäjällä.

Talletus tehdään venäläiseen, ulkomaanvaluuttatoimiin valtuutettuun pankkiin ruplamääräisenä ja pankki tallettaa varat välittömästi keskuspankkiin. Jossakin määrin outoa on, että talletus tehdään aina ruplissa, myös pääoman tuonin tapauksessa, kun luontevampaa olisi sen teko kyseisessä ulkomaan valuutassa. Näin sekä likviditeettivaikutus että valuuttakurssivaikutus tulisi samalla neutraloiduksi. Ruplamääräisiä ulkomaisia pääomanliikkeitähän tehdään hyvin vähän.

Nähtäväksi jää, missä määrin ja miten Venäjän keskuspankki – viime kädessä hallituksen hyväksymänä - valuuttalain suomia mahdollisuuksia käyttää. Muutamia osittaisia ja valuuttatoimen luonteesta riippuvia talletusvelvoitteita on jo asetettu elokuun 2004 alusta. Sääntelymahdollisuus on lain mukaan tilapäinen, sillä pääomanliikkeet vapautuvat lain mukaan viimeistään vuoden 2007 alussa. Lain jatkaminen näiltä osin on tietenkin mahdollista.

Sääntely on käytännössä vaikeaa; se on sekä säätelijöille että säädeltäville työlästä ja kallista, eikä säätely todennäköisesti enää Venäjän markkinoilla pidä. Sääntelyä on vaikea saada tasapuoliseksi, jolloin kiertoteitä haetaan aktiivisesti. Kierto voi haitata sekä rahoitusmarkkinoiden toimintaa että myös mm. rahapolitiikkaa palvelevaa rahoitusanalyysiä. Koroton talletusvelvollisuus on lisäkustannus talletusvelvoitteen alaisille rahoitustoimille, mikä sekoittaa korkomarkkinoita. Muun muassa johdannaisten hinnoittelu hankaloituu. Säännöstely ja jo sen riski karkottavat vakaita kansainvälisiä sijoittajia Venäjän markkinoilta.

Ellei raskasta säätelyjärjestelmää luoda valmiiksi, talletusvelvoitteita ei saada välittömästi voimaan spekulatiotilanteissa. Mahdollisesti varautuminen vakavampiin häiriöihin onkin Venäjän keskuspankin tekemien varsin laajojen järjestelmän pystytystoimien taustalla.

Venäjän ulkomaisten pääomanliikkeiden ja kotimaisten rahoitusmarkkinoiden kehitysaste on jo sen verran korkea, ettei edes talletusvelvoitteiden tyyppinen sääntelyjärjestelmä ole niiden hallitsemiseksi tarkoituksenmukainen. Sääntelyllä luodaan helposti enemmän ongelmia kuin ratkaistaan, ehkä aivan pahimpia spekulatiotilanteita lukuun ottamatta. Epäilemättä Venäjäkin joutuu reagoimaan valuuttaongelmiin pääasiassa normaalein markkinapohjaisin talouspolitiikan välinein.

\*

Uudessa valuuttalaissa katetaan ilmeisen huolellisesti rahoitusvaateiden muutokset, mutta niissä ei käsitellä ollenkaan johdannaismarkkinoita, kuten valuuttojen termiinkauppoja tai

valuutanvaihtosopimuksia.<sup>11</sup> Näiden käyttöä on osin rajoitettu muissa säädöksissä, ja lisäksi niiden laajaa käyttöä rajoittaa pankkien heikko maine – erityisesti, kun monet pankit eivät kyenneet vuoden 1998 kriisissä termiinisitoumuksistaan vastaamaan. Varsinkin valuuttatermiinimarkkinat toimivat pankkien kautta.

Venäjän keskuspankin rahamarkkinatilaston mukaan valuuttajohdannaiskauppaa käydään mutta vielä hyvin vähän. Se painottuu alle kuukauden maturiteetteihin. Positiot ovat olleet tasoilla 1-2 prosenttia BKT:sta. Vuoden 2001 BIS:in kyselyssä ruplajohdannaisia oli tilastoitu, mutta määrät olivat mitättömiä. Ruplan valuutta- ja rahamarkkinat ovat ylipäättään pienet, markkinoilla toimivia on vähän ja korkomarkkinat ovat varsin heikosti kehittyneet. Valuuttojen termiinikurssi määräytyy ns. katetun korkopariteetin kautta periaatteessa täsmällisesti avistakurssista ja korkoerosta, joten hyvin toimivat valuuttajohdannaismarkkinat edellyttävät myös hyvin toimivia korkomarkkinoita.

### 3.3 Venäjän keskuspankki ja rahapoliittiset operaatiot

Venäjän keskuspankin taseen saatavaeristä ulkomaiset saamiset kattavat 75 prosenttia. Venäjän valuuttavarannon arvo oli vuoden 2003 lopussa lähes 20 prosenttia BKT:sta, mikä on kansainvälisesti katsoen hyvin suuri määrä. Veloissa ulkomaisia eriä oli 10 prosenttia taseesta. Muita saamia keskuspankilla oli julkiselta ja yksityiseltä sektorilta, edelliseltä vajaan 20 prosenttia taseesta. Yksityiselle sektorille annettuja luottoja on hyvin vähän, joten tässä mielessä Venäjän keskuspankki on aito keskuspankki. Luottolaitoksilta (pankeilta) saamia oli vajaan 10 prosenttia taseesta. Luottolaitosten velka on näin ollen suhteellisen pieni erä keskuspankin taseessa, mutta varsin suuri luottolaitosten taseessa – lähes 10 prosenttia yleisöluotoista.

Keskuspankin veloissa yleisön hallussa oleva setelistö kattoi 35 prosenttia taseesta ja muu perusraha (velat pankeille) 20 prosenttia taseesta. Viime mainituista yli puolet on vaa-dittuja reservejä. Varantovelvoite on ollut vuoden 2000 alusta lähtien kotitalouksien rupla-talletuksille 7 prosenttia ja yritysten talletuksille sekä ulkomaan rahan määräisille talletuk-sille 10 prosenttia. Viime mainittu alennettiin huhtikuun 2004 alusta 9 prosenttiin oudosti ylikvidiin rahamarkkinatilanteeseen nähden. Kesän 2004 pankkiongelmassa 7 prosentin varantovelvoite puolitettiin pankkien maksuvalmiusongelmien pahenemisen estämiseksi. Keskuspankilla oli velkoja julkiselle sektorille saman verran kuin saamia samalta sekto-rilta, eli vajaa 20 prosenttia taseesta. Omaa pääomaa oli noin 15 prosenttia taseen loppu-summasta.

Keskuspankin ulkomaiset saamiset ovat moninkertaistuneet viime vuosina, kun taas aiemmin suurimpana saatavaeränä ollut luotonanto julkiselle sektorille on supistunut. Va-luuttavarannon nopean kasvun vastaeränä ovat kasvaneet erityisesti setelistö, pankkien tal-letukset ja julkisen sektorin talletukset. Julkisen sektorin likviditeettiä on sidottu merkittä-

---

<sup>11</sup> Valuuttojen termiinikaupoissa valuuttaa ostetaan tai myydään toista valuuttaa vastaan siten, että vaihto tapahtuu sopimushetkellä määräytyvään termiinikurssiin kolmantena päivänä tai myöhemmin, usein vasta kuukausien kuluttua, sopimuksen teosta. Tätä lyhyempi kauppa on avistakauppa. Pörseissä kaupattavia standardoituja termiinisopimuksia sanotaan valuuttafutuureiksi. Ruplafutuureja ei kai vielä ole. Termiinisopimuksessa valuutanvaihto on pakollinen, mutta vastaavassa valuuttaoptiossa option ostaja voi valita, tekeekö hän sovitun vaihdon vai jättää tekemättä. Venäjällä käydään jo jonkin verran myös optiokauppaa. Valuutanvaihtosopimuksella tarkoitetaan tässä arvopaperien valuutanvaihtosopimusta. Esimerkiksi dollarimääräistä velkaa hoidetaan valuutanvaihtosopimuksen mukaan maksamalla velkaa sitä vastaavan ruplamääräisen velan ehtojen mukaan. Tähän operaatioon ei pidä sekoittaa valuuttamarkkinoiden swap-kauppaa, jossa valuutat vaihdetaan määräajaksi, eli tehdään samaan aikaan avistakauppa ja sen myöhemmin kumoava termiinkauppa

västi keskuspankkiin sekä velkaa kuolettamalla että talletuksia lisäämällä. Keskuspankissa oleva julkisen sektorin likviditeetti, joka on 80-90 prosenttisesti liittovaltion varoja, on tasoltaan noin 5 prosenttia BKT:sta. Valtion kassavarojen keräämistä keskuspankkiin onkin pidetty maan öljytulojen likviditeettivaikutuksen automaattisena stabilisaattorina.

\*

Venäjän keskuspankki käyttää luottolaitosten likviditeetin säätelyssä useita erilaisia operaatioita, eikä selvästi muita tärkeämpää rahapoliittista korkoa ole. Järjestelmä vaikuttaa kokonaisuutena hajanaiselta esimerkiksi eurojärjestelmän rahapoliittisiin välineisiin nähden, varsinkin kun keskuspankki näyttää jättävän operaatioidensa selittämisen vähäiseksi.<sup>12</sup>

Koska viime vuosina keskuspankin ongelmana on ollut Venäjän rahamarkkinoiden ylikviditeetti, operaatiot painottuvat pankkien varojen sitomiseen, eivät pankkien luottotamamiseen. Tosin pankkien välisten markkinoiden heikko toiminta näyttää vaativan keskuspankin lainanantoa myös ylikvideillä markkinoilla. Jostakin syystä keskuspankki ei ole lisännyt vaadittujen reservien velvoitetta, jolla se olisi voinut kääntää pankkien keskuspankkiaseman vaikka selvästi velan puolelle. Vaaditut reservit eivät myöskään perustu kuukausikeskiarvoihin, jotka toisivat pankkien likviditeetin hoitoon suuren jouston. Ilmeisesti keskiarvoistamiseen siirrytään vähitellen. Kiinteä reservivaatimus selittää osaltaan keskuspankin monipuolisen ja aktiivisen operoinnin markkinoiden likviditeetin ohjauksessa.

Pankeille voidaan tarvittaessa antaa luottoa repo- tai lombardihuutokaupoissa, jotka pidetään tiistaisin. Lombardiluoton maturiteetti on kaksi viikkoa, repokaupan normaalisti yksi kuukausi ja kerran kuussa kolme kuukautta. Keskuspankki antaa myös vakuudellista (vakuuksina valtion tai keskuspankin obligaatiot) päivänsisäistä luottoa. Mahdollisia ovat myös hyvin lyhyet valuuttaswapit, eli tässä tapauksessa pankki myy tilapäisesti valuuttoja keskuspankille ja saa samaksi ajaksi ruplalikviditeetin. Velkajärjestelyjen monipuolisuus liittyy mm. siihen, että erilaisilla pankeilla on tarjota erilaista vakuusmateriaalia.

Luototuksessa yön yli -luoton korkona käytetään ns. jälleenrahoituskorkoa, joka oli vuoden 2003 loppupuolella 16 prosenttia, ja alennettiin 14 prosenttiin tammikuussa ja 13 prosenttiin elokuussa 2004. Se on pidetty viime vuosina jonkin verran inflaatiovauhdin yläpuolella, ja selvästi pankkien keskimääräistä luottokorkoa korkeampana. Jälleenrahoituskorkoa käytetään myös viitekorkona pankkimarkkinoilla.

\*

Ruplalikviditeetin sitomisessa interventiojärjestelmä on ollut erityisen monimuotoinen. Melko lailla kirjavaan operointiin vaikuttavat vähimmäisvarantojen keskiarvoistamisen puuttumisen ohella mm. pankkijärjestelmän erityispiirteet, kuten tiettyjen toimintojen kes-

<sup>12</sup> IMF:kin näyttää suosittävän kevään 2003 vakausraportissaan Venäjän keskuspankin operaatioiden selkeyttämistä. Raportissa suositellaan melko suoraan eurojärjestelmän interventiokehikkoa vastaavaa rakennelmaa. Eurojärjestelmän operoi varsin selkeällä, pääasiassa kolmeen järjestelmään perustuvalla kehikolla. On ensinnäkin (1) vähimmäisvarantojärjestelmä, joka sitoo pääosin pankkien likviditeetin, mutta joka kuukausikeskiarvoon perustuvana sallii joustavan lyhytaikaisen likviditeetin hoidon. Toiseksi (2) on perusrahoitusoperaatiot, joilla tarjotaan säännöllisesti määräajaksi (2 viikoksi) markkinoiden tarvitsema likviditeetti pääpiirteissään ja kolmanneksi (3) luottolaitoksilla on mahdollisuus kattaa likviditeettivajauksensa korkeakorkoisella (perusrahoitusoperaation korko + 1 prosenttiyksikkö) maksuvalmiusluotolla tai sijoittaa liikalikviditeetti matalakorkoisena (perusrahoitusoperaation korko - 1 prosenttiyksikkö) talletuksena eurojärjestelmään.

kittyminen tiettyihin pankkeihin, pankkien suora kytkeytyminen yrityksiin, paikallisten pikku pankkien suuri määrä.

Kuten todettu, Venäjän pankkien väliset markkinat toimivat huonosti. Pankit ovat yleisesti haluttomia lainaamaan toisilleen, ja moniin pankkeihin ei luoteta. Venäjän keskuspankki on jopa luokitellut interbank-lainat neljään riskiryhmään. Parhaaseen ryhmään kuuluvat operaatiot kattoivat vuonna 2003 kuitenkin yli 90 prosenttia kaikista pankkien välisistä kaupoista. Roskalainaryhmäänkin sisältyi muutamia prosentteja interbank-lainoista.

Pankkien likviditeetin sitomisessa keskuspankki on käyttänyt pääosin talletusoperaatiota. Vuonna 2003 on pidetty viikoittain talletushuutokauppoja sekä lisäksi repohuutokauppoja BMR (БМР, биржевое модифицированное РЕПО), joissa myydään liittovaltion OFZ-obligaatioita takaisinostosopimuksin. Talletusten maturiteetti oli kaksi viikkoa ja OFZ-operaatioiden 28 päivää. Keväällä 2003 alettiin tehdä myös maturiteetiltaan pitempiä operaatioita, talletuksia kolmeen kuukauteen asti ja BMR-operaatioita kuuteen kuukauteen asti. Samaan aikaan operaatiot laajennettiin alueellisesti koko Venäjälle. Tänä vuonna keskuspankki laskee liikkeelle omia obligaatioita maturiteetiltaan yhteen vuoteen asti. Edelleen keskuspankki on myynyt – joko huutokaupoissa tai suoraan – salkussaan olleita valtion obligaatioita myös lopullisina kauppoina.

Keskuspankki on sitonut likviditeettiä ja ohjannut hyvin lyhyttä korkoa myös yhden päivän repokaupoilla tai luotoilla (myös päivän sisäisillä luotoilla) sekä valuuttaswapeilla. Tässä valuuttaswapin tapauksessa keskuspankki myy pankeille valuuttoja päiväksi (määräajaksi), ja näin sitoo ruplalikviditeettiä samaksi ajaksi. On syytä huomata, että tämä "piilottaa" keskuspankin valuuttavarantoa samaksi ajaksi. Operaatiot ovat kuitenkin olleet pieniä.

Keskuspankki määrää yhden viikon talletuskoron ja muitakin korkoja. Viikon korko on ollut vuoden 2003 keväästä asti yhdessä prosentissa. Korkoa on muuteltu viime vuosina merkittävästi. Se kävi alle 4 prosentissa vuoden 2000 lopulla mutta nostettiin asteittain 12 prosenttiin vuoden 2002 alussa. Sieltä se putosi 10 prosenttiyksikköä 12 kuukauden kuluessa, ilmeisenä reaktiona valuuttainterventiotarpeeseen.

Pankkien välisten markkinoiden yön yli -korko on pysytellyt yleensä lähellä keskuspankin tom-next (huomisesta ylihuomiseen)-korkoa, joka on asetettu hyvin matalaksi. Vuoden 2002 alussa korko oli vielä yli 5 prosenttia, ja siitä se on useassa vaiheessa alennettu puoleen prosenttiin. Vaikka interbank-korko on ollut yleensä lähellä tätä korkoa, markkinoilla on välillä myös kireitä päiviä, ja viime vuonnakin korko kävi ajoittain 15-20 prosentin tasoilla.

Vuotta 2004 koskevissa suuntaviivoissa on järjestelmän selkiyttäminen, mm. pyritään luomaan selkeämpi vaihteluväli alimman talletuskoron ja ylimmän luottokoron välille. On myös tarkoitus lisätä markkinoiden vaikutusta koron muodostukseen.

### 3.4 Markkinakorot

Moskovan rahamarkkinoilla noteerataan MIBOR-korot ja vastaavat korkeammat BID-korot. Näiden välinen marginaali on suuri, 1-2 prosenttiyksikön luokkaa, mikä indikoi markkinoiden vajavaista toimintaa. Operaatiot ovat pieniä ja satunnaisia. Markkinoilla onkin yleensä pulaa sijoittajista, varsinkin kun Sberbank on siirtynyt painottamaan omaa luotonantoaan. Markkinoilta lasketaan myös MIACR-korkoa, joka on interbank-markkinoilla toteutunut yhden päivän luoton korko (Moscow interbank actual credit rate).

Lyhytaikaiset korot ovat laskeneet syksystä 2003 lähtien muutamia prosenttiyksikköä. Yhden päivän korot kävivät syksyllä 2003 ajoittain yli 10 prosentissa, mutta ovat olleet viime aikoina ajoittain yhden prosentin tuntumassa, mikä on hämmästyttävää, kun kulutta-

jahinnat nousevat yhä 10 prosentin vauhtia. Myös pidemmissä maturiteeteissa reaalikorot ovat negatiivisia, sillä 1-3 kuukauden korot ovat pudonneet noin 6 prosenttiin ja 6-12 kuukauden korot noin 9 prosenttiin. Vuoden korko on lähellä keskuspankin tavoittelemaa inflaatiota.

Valtion ruplamääräisen velan korkoa ei esimerkiksi Bloomberg-järjestelmä noteeraa. Alle kolmen kuukauden paperien korko oli viime syksynä 6-7 prosenttia ja yli vuoden korko keskimäärin 8.5 prosentin tienoilla. Lyhytaikaisten GKO-papereiden korko on alhaisten rahapolitiikan korkojen myötä vain muutamissa prosenteissa. Tuottokäyrä on ollut vahvasti nouseva. Venäjän valtion dollarivelan korko noteerataan Bloomberg-järjestelmässä. Korko on kaukana parhaiden luokitusten maiden tasoista. Kahdeksan vuoden korko on pysytellyt viimeiset puoli vuotta pääosin 5.5-6 prosentin tasolla, eli runsaat pari prosenttiyksikköä yli Yhdysvaltain valtion velan korkotason.

## 4 Venäjän rahoituskehityksen arviointia ja näkymiä

### 4.1 Talouden epävarmuudet ja riskipreemiot

Venäjän rahoituskehityksen – kuten yleensäkin sen talouskehityksen – arviointia vaikeuttaa se, että talous ei perustu sellaiseen poliittiseen, yhteiskunnalliseen, taloudelliseen, talouspoliittiseen sekä lainsäädäntöä ja oikeusturvaa koskevaan vakauteen, jollaiseen normaalit länsimaiset taloudet ovat paljolti jo sukupolvien ajan tottuneet. Tuotantovälineiden yksityisomistus on vielä monilta osin epäselvää ja epävarmaa. Omistus on vahvasti keskittynyttä ja tulonjako erittäin epätasainen. Esimerkiksi maa- ja metsäomaisuus, joka tuo länsimaissa runsaasti paikallisia tuloja ja jolla on mm. vakuutena keskeinen asema rahoitustoiminnan kannalta, kuuluu yhä lähes kokonaan valtiolle. Markkinatoiminta on uutta, merkittäviä markkinaosapuolia on vähän, ja rahoitustoimintaa varjostaa yhä osin sääntelyn riski.

Politiikan ja talouden epävarmuudet korostuvat rahoitusmarkkinoilla, ja ne myös hinnoitellaan hyvin tyyliä rahoitusmarkkinoilla. Vielä tällä hetkellä hinnoittelu on Venäjän talouden kannalta epäedullinen. Riskit näkyvät sijoittajien vaatimissa riskipreemioissa, lähinnä ulkomaisen rahoituksen korkeissa koroissa ja osakkeiden suurena tuottovaatimuksena eli alhaisina osakekursseina. Epävakaisissa oloissa toimivan hyvänkin yrityksen on turha odottaa saavansa yhtä edullista ulkoista rahoitusta kuin vakaisissa, avoimissa oloissa toimivan yrityksen. Riskipreemiot ovat epävakaille talouksille suuri ongelma. Jos esimerkiksi korkojen preemiot nousevat useiden prosenttiyksiköiden luokkaan, on tuotannossa vaikea päästä niin korkeisiin tuottoihin, että velkavertainen toiminta on kansainvälisesti kilpailukykyistä. Tämä on monien kehittyvien talouksien ongelma, ja jossakin määrin myös Venäjän. Vaadittuja preemioita pidetään usein kohtuuttomina, mutta kova tosiasia on, ettei kukaan sijoita kovin kauan epärationaalisesti. Idealistin varat häipyvät.

Pitkäaikaisiin luottosopimuksiin perustuva talous – jollainen tehokkaan talouden on ilmeisesti pakko olla - vaatii välttämättä talouden vakautta sekä hyvää sopimusmoraalia ja sitä ylläpitävää oikeuslaitosta. Neuvostoaikana luottosopimuksissa oli pohjimmiltaan yleensä sama velkoja ja velallinen, ja luottosuhteilla oli vain kirjanpidollinen merkitys. Budjettirajoitukset olivat pehmeitä; jos luottoa ei kyetty maksamaan, se todennäköisesti vain kirjattiin pois. Nyt Venäjälläkin on sopeuduttava aidosti sitoviin luottosopimuksiin. On kyettävä tekemään selvä ero luottorahoituksen ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen välillä. Jos luottoa ei hoideta, rahoitus on voitava periä laillisen konkurssin kautta.

Oma erityiskysymyksensä on pankkitoiminnan luotettavuus säästäjien varojen turvaajana. Venäjällä ei omaan pankkijärjestelmään luoteta, mistä kertovat havainnollisesti ulkomaisen ja kotimaisen setelistön laaja käyttö, sijoitusten lyhytaikaisuus ja talletusten keskittyminen Sberbankiin. Pankkien vähäinen ulkomainen toiminta kertoo ulkomaisesta epäluottamuksesta. Venäjä koki pankkikriisin vuonna 1998, ja vaikka suuret valtion pankit eivät kaatuneet, tallettajien varojen menetyksiin johtaneita konkursseja tapahtui silloin ja samoin sen jälkeen. Epäluottamusta tuntuu vallitsevan myös vastakkaiseen suuntaan; pankit kokevat aidosti luototuskelpoisten laina-asiakkaiden löytämisen vaikeaksi.

Venäjän tulisi pyrkiä kaikkiin tavoin vakauttamaan taloudellisia olojaan, mutta vakautuksen on tapahduttava avoimen yhteiskunnan pohjalta. Epäilemättä kehitystä kohti länsimaista kansalaisyhteiskuntaa on tapahtunut, mutta ainakin avoimuuden osalta viimeaikainen kehitys on ollut osin kielteistä. Valtion ote talouteen näyttää tiukentuvan. Usein korostetaan varsin epämääräistä kansallista etua. Venäläiset arvostavat vahvaa valtiota, mikä tuo etujen lisäksi merkittäviä riskejä markkinasijoittajille. Tiedotusvälineiden vapaat mahdollisuudet julkistaa ongelmia, kuten korruptiota ja taloudellisia rikoksia sekä virkamiesten mielivaltaa ja väärinkäytöksiä, on ilmeisesti välttämätön ehto talouden tehokkuudelle. Laaja julkisuus vasta takaa oikeuslaitoksenkin kohtuullisen toiminnan.

Venäjän talouspolitiikkaa hoitavien viranomaisten, myös keskuspankin edustajien lausunnot ovat monilta osin avoimia ja asiallisia, joskin usein jää epäselvyyttä sen suhteen, kuinka sitovia kannanotot ovat. Välillä puheenvuorot tuntuvat liiankin avoimilta, kun niissä käsitellään valmisteluvaiheessa olevia asioita. Tämä aiheuttaa hämmennystä markkinoilla.

Venäjän maksamat riskipreemiot olivat vuoden 1998 kriisin jälkeen muutamia vuosia täysin kestävämmillä tasoilla. Vielä vuonna 2001 Venäjän liittovaltion dollarilainojen pitkä korko oli 15 prosentin seuduilla eli kymmenisen prosenttiyksikköä yli Yhdysvaltain valtion maksaman koron. Brasilia ja Turkki olivat jokseenkin yhtä toivottomassa tilanteessa. Sittenkin kaikkien näiden asema on parantunut, Venäjän eniten. Vuosi sitten Venäjän liittovaltion pitkä dollarikorko oli jo 8 prosentin tuntumassa, ja vuoden 2004 alkukuukausina korko oli 6-7 prosentissa, eli riskipremio Yhdysvaltain liittovaltioon nähden noin 2 prosenttiyksikköä. Kesän 2004 Jukos- ja pankkiongelmien ym. epävarmuuden myötä premio taas vähän nousi.

Venäjän liittovaltion kansainväliset luottoluokitukset ovat viime vuosina parantuneet, mutta ne ovat vasta lievästi parempia kuin ennen vuoden 1998 kriisiä. Luottoluokitus on nyt parempi kuin yleensä Latinalaisen Amerikan mailla mutta heikompi kuin EU:hun äskettäin liittyneillä entisillä sosialistisilla mailla. Runsaiden raaka-ainevarojen ja niiden hintojen todennäköisen vahvistumisen oloissa täysin vakaan Venäjän tyyppisen talouden riskipreemion voisi uskoa olevan hyvin pienen. Venäjän korkea riskipremio heijastaakin aivan ilmeisesti erilaisia edellä mainittuja maan sisäisen kulttuurin ongelmia.

Normaalisti yritysten riskipremio on korkeampi kuin valtioiden (lähinnä koska rahoitusongelmissaan valtio voi verottaa yrityksiä), joten ulkomaisen pääoman korkorasitus on venäläisille yrityksille edelleen raskas. Venäläisten yritysten ja alueiden lainoilleen saamat kansainväliset luokitukset ovat kauttaaltaan heikkoja, joskaan eivät laajasti roska-lainojen tasoilla. On vaarana, että muu kuin energia- ja raaka-ainesektorien yritystoiminta joutuu jatkossa kohtaamaan Venäjällä sekä korkeat korot että epäedullisen valuuttakurssin.

Venäjän sisäisillä rahamarkkinoilla epävarmuus näkyy paitsi koroissa myös rahoitusvaateiden lyhydessä. Sijoitukset ovat laajasti jopa aivan likvideissä ja varmoissa dollariseteleissä. Pankkien saamat talletukset ovat lyhytaikaisia ja niitä vastaavasti lyhyitä pääosin myös pankkien luotot. Pitkäaikaista kotimaista rahoitusta ei merkittävässä määrin ole. Tehokkaiden rahoitusmarkkinoiden puuttuminen pitää rahoituksen yritysten sisäisenä, mikä johtaa epäilemättä laajasti suhteellisen tehotomaan investointitoimintaan. Venäläisten



suuryritysten rahankäyttö näyttää rönsyilevän kirjaviin sijoituskohteisiin – usein ilmeisesti aivan muiden kuin vahvasti taloudellisten kriteerien mukaan.

## 4.2 Valuuttakurssijärjestelmä ja rahapolitiikan tavoitteet

Venäjän keskuspankin rahapolitiikan välitavoitteet ja lopputavoitteet eivät näytä täysin selviltä. Valuuttakurssitavoitetta korostetaan, mutta keskuspankilla on myös muita välitavoitteita, ennen kaikkea hallituksen asettama aleneva inflaatiouraa. Viime aikoina on pysytty alenevalla inflaatiouralla ilman, että inflaation vaimenemista olisi ollut pakko tukea antamalla valuuttakurssin vahvistua ennakoitua enemmän. Sikäli kuin ristiriitaa tavoitteiden välillä ilmenee, nähdään, mikä on eri tavoitteiden tosiasiallinen painotus. Kahden ja osin useampienkin tavoitteiden esittäminen voi olla maan erityisolissa perusteltua, mutta se hämmentää politiikan arviointia. Markkinoiden vapautuessa tavoitteiden väliset ristiriidat korostuvat.

Myös Venäjän keskuspankin rahapolitiikan lopputavoite vaikuttaa osin epäselvältä. Se ei ole eurojärjestelmän korostama pelkkä hintavakaus. Venäjän keskuspankin johdon lausunnoista syntyy mielikuva, että rahapolitiikalla pyritään myös vauhdittamaan talouskasvua.

Rahapolitiikan järjestelmiä, sääntöjä, välitavoitteita ym. voidaan luokitella ja asettaa eri tavoin. Ensinnäkin järjestelmät voi luokitella sen mukaan, onko maan raha- ja valuuttamarkkinoilla määrällistä sääntelyä vai ei. Venäjällä kotimaiset rahoitusmarkkinat ja nyt ilmeisesti myös ulkomaiset pääomanliikkeet ovat suhteellisen vapaat. Silti rahoitustoiminta näyttää kohtaavan joitakin rajoituksia, mm. ulkomaisille pääomanliikkeille asetettavia talletusvelvoitteita. Nämä herättävät epäilyksiä mahdollisista rankemmistakin säännöstelytoimista. Sääntelyn merkitys ei välttämättä näy suoraan säännöksistä, vaan riippuu hyvin paljon myös siitä miten säädöksiä sovelletaan ja noudatetaan. Venäjää voinee kuitenkin analysoida nykyisin jokseenkin vapaiden pääomanliikkeiden maana.

\*

Toiseksi rahapolitiikan järjestelmiä voi analysoida valuuttakurssijärjestelmän mukaan. Valuuttakurssijärjestelmiä on tosiasiaassa olemassa laaja viuhka vieraan tai yhteisen valuutan käytöstä täysin itsenäiseen puhtaaseen kelluntaan, jolloin keskuspankki ei tee valuuttainterventioita. Venäjän valuuttakurssijärjestelmässä on useankin järjestelmän osia. Osa taloudesta toimii laajasti ulkomaisen valuutan turvin, eli käytännössä melkein dollaritaloudessa ja osin myös eurotaloudessa.

Suurimmalle osalle taloudesta ruplan kurssi on kuitenkin tärkeä. Virallisesti rupla kelluu, mutta kellunta on vahvasti keskuspankin ohjaamaa. Täsmällistä valuuttakurssitavoitetta ei ole asetettu, mutta keskuspankilla on ollut avoimesti julkilausuttuja rajoja reaaliselle valuuttakurssille öljyn hintaskenaarioista riippuen. Valuuttapolitiikka ei siis kaiken kaikkiaan perustu pysyvään sääntöön, vaan riippuu paljon öljyn hintakehityksestä.

Venäjää on nykyoloissa kuitenkin arvioitava ilmeisesti lähinnä lähes kiinteän valuuttakurssin maana, joskin myös merkittäviin valuuttakurssin muutoksiin voi varautua. Tavoiteltava, vakautettava ruplan viitekurssi on ajan mittaan vaihdettu dollarista kauppapainoisiin koriin, ja se ollaan ilmeisesti edelleen vaihtamassa vain dollariin ja euroon perustuvaan koriin. Tavoitteena on ollut sallia kuluttajahinnoilla korjatun ruplan reaalisen valuuttakurssin vähäinen vahvistuminen, mutta ei juuri enää tuottavuuserolla korjatun reaalkurssin vahvistumista.



oleellisesti nykyistä laajemmat rahoitusmarkkinat, rahoituserien on annettava kasvaa huomattavasti talouden nimelliskasvua nopeammin. Tässä tilanteessa rahoituserien ja nimelliskasvun suhteen arviointi on vaikeaa, ja nimenomaan on vaikea arvioida rahoituskasvun vaikutus inflaatioon.

Inflaatiotavoiteajattelu ei näe korkotasotavoitetta ja inflaatiotavoitetta vaihtoehtoina, vaan korko on väline, jolla inflaatiotavoitteeseen pyritään. Pelkistetyimmillään asia esitetään niin, että jos (lähinnä 1-2 vuoden päähän ulottuva) inflaatioennuste ylittää tavoitteen, korkoa on nostettava ja päinvastoin. Kuitenkin usein – esimerkiksi Yhdysvalloissa – rahapolitiittinen korko on tavallaan paitsi väline myös ainoa välitavoite, jolla pyritään paitsi inflaation hallitsemiseen myös talouskasvun ohjailuun.

Rahoituksen määrällisellä kasvulla – luotonannolla ja rahamäärällä – on oma korosta riippumaton merkityksensä rahapolitiikan indikaattorina. Nykyisin pidetään yleisesti kuitenkin korkoa keskeisimpänä rahapolitiikan välitysmuuttujana. Korko voi vaikuttaa monin eri tavoin. Se määrää sen, kannattaako tehdä reaali-investointi vai sijoittaa rahoitusvaateisiin tai supistaa velkoja. Korko on luottojen kustannustekijä, se on myös rahanpidon vaihtoehtoiskustannus, lisäksi korko vaikuttaa (luoton tuksen ja likviditeetin ohella) osakkeiden hintoihin diskonttaustekijänä. Korko vaikuttaa myös merkittävästi valuuttakurssiin.

### 4.3 Rahapolitiikan vaikutuskanavat Venäjän oloissa

Venäjän rahoitusmarkkinoiden pieni koko ja erät muutkin markkinoiden keskeiset piirteet herättävät kysymyksen, missä määrin ja miten rahapolitiikka vaikuttaa tuossa institutionaalisisessa ympäristössä. Vauhdittaako löysä rahapolitiikka talouskasvua, ja missä määrin se vauhdittaa inflaatiota? Miten korko vaikuttaa Venäjällä? Lähinnä herää epäily, että Venäjän taloudessa rahapolitiikan vaikutukset voivat jäädä oleellisesti vähäisemmiksi kuin laajojen rahoitusmarkkinoiden oloissa länsimaissa.

Korkopolitiikan vaikutuksia rajoittaviksi tekijöiksi voisi arvioida ainakin seuraavia:

- 1) Energiasektorin kasvua rajoittaa ilmeisesti vain kapasiteetti - sekä tuotantokapasiteetti että kuljetuskapasiteetti. Yhtiöt ovat lisänneet öljyn tuotantoaan viime vuosina lähes 10 prosentin vuosivauhtia, ja Venäjä on vallannut markkinaosuutta OPEC-mailta. Ilmeisesti tuotantomahdollisuudet ovat lähiaikoinakin hyvät. Suuret riskit liittyvät hintoihin, mutta niin kauan kuin öljyn hinta on yli 15-20 dollarin tynnyrihinnan, energiayhtiöiden rahoitusasema on vahva siitä huolimatta, että valtio verottaa voitot osin pois. Korkeilla energian hinnoilla kannattaa ilmeisesti sijoittaa lähes kaikki tulot lisätuotantoon eikä rahoitusvaateisiin.

Venäjän keskuspankin rahapolitiikka ei varmaankaan vaikuta lyhyellä tai keskipitkällä aikavälillä merkittävästi energiasektorin toimintaan. Pitkän päälle reaalikorolla – tosin lähinnä kansainvälisellä reaalikorolla - on kuitenkin suuri merkitys energiainvestoinneille. Energiainvestoinnit ovat erityisesti Venäjän pohjoisilla alueilla hyvin kalliita ja pitkävaikutteisia, jolloin diskonttaustekijä on tärkeä. Mitä korkeampi on kansainvälinen reaalikorko, sitä alempi on investoinnista joskus kaukana tulevaisuudessa syntyvän tuoton nykyarvo ja sitä korkeampi öljyn hinta vaaditaan investointien kannattavuuden takaamiseksi.

- 2) Venäjän suuret yritykset lainaavat ruplamarkkinoilta varsin vähän. Niin kauan kuin Venäjän rahoitusmarkkinat eivät toimi kunnolla, suuret yritykset hoitavat ulkoisen

rahoituksensa laajasti kansainvälisiltä markkinoilta. Samalla ne pienentävät toimintansa valuuttakurssiriskiä. Näiltä osin ne ovat Venäjän rahapolitiikan ulottumattomissa. Rupla ei ole vielä aito kansainvälinen valuutta, eikä sillä ole mahdollista tehdä merkittäviä ulkomaisia operaatioita. Sikäli kuin Venäjän talous, rahatalous ja hintakehitys vakaantuvat, rupla saa epäilemättä kohtalaisen kansainvälisen aseman. Venäläiset yrityksetkin pyrkivät sitten lainaamaan kotimaan valuutassa sekä Venäjältä että ulkomailta.

- 3) Venäjän investoinnit tehdään laajasti investoijan tulorahoituksella. Venäjän rahoitusmarkkinoilla on vähän pitkäaikaisia rahoitussijoituksia, jotka voitaisiin kanavoida investointeihin. Luottoja käytetään vähän, ja sekä pankkien talletukset että luotot ovat lyhytaikaisia. Lyhyen maturiteetin vuoksi rahoitukseen liittyvät rahoitusriskit ja korkoriskit ovat suuret. Tällainen rahoitus ei sovi pitkäaikaisten investointien rahoitukseen. Korkopolitiikka vaikuttaa tällaiseen rahoitukseen hyvin nopeasti, mutta vaikutuksen kohtaanto jää vähäiseksi, rajoittuen ilmeisesti osaan kotitalouksista sekä pienistä ja keskisuurista yrityksistä.
- 4) Venäjän taloudessa setelistön muodossa olevalla rahalla on yhä suuri merkitys, mitä setelistöllä ei kehittyneissä länsimaissa enää ole. Venäjän ruplasetelistö on lähes 10 prosenttia BKT:sta ja yleisön hallussa oleva ulkomainen setelistö vielä jonkin verran tätä suurempi. Sekä Venäjän kotimaiset että ulkomaiset setelit ovat tietenkin korottomia, mutta setelien reaalikoroissa on suuri ero. Ruplasetelien reaalikorko on vahvasti negatiivinen. Dollari- ja eurosetelit säilyttävät tällä hetkellä hyvin reaaliarvonsa, kun niiden hintaindeksit nousevat vain parin prosentin vuosivauhtia.  
Keskuspankin korkopolitiikka vaikuttaa korottoman rahan kysyntään periaatteessa siten, että vaihtoehtoisten sijoitusten koron nousu vähentää setelien kysyntää ja päinvastoin. Näin Venäjällä voisi päteä se varsin alkeellinen rahateorian perusmalli, jossa koron nousun myötä vähenevä setelistön kysyntä sallisi samalla setelistön määrällä suuremman taloudellisen aktiviteetin. Kovin suuri tämä vaikutus ei Venäjälläkään liene.
- 5) Korkea inflaatio, joka vie reaalikoron laajalti negatiiviseksi, heikentää koron merkitystä. Toisaalta sikäli kuin inflaatio näkyy korossa, nimelliskorko on korkea, ja luoton hoitaminen vaatii nopeaa tuottovirtaa.

\*

Likviditeetillä, rahoituksen saatavuudella ja velkaantuneisuudella on ehkä korosta riippumattomia vaikutuksia inflaatioon ja talouden kasvuun.

- 1) Tulorahoituksella toimivat yritykset eivät ole likviditeettirajoituksen alaisia. Toisaalta ylisuuri likviditeetti pakottaa tekemään sijoituksia joko tuottaviin rahoitusvaateisiin tai reaalikohteisiin. Käyttäytyminen riippuu osaltaan tekijöistä, jotka liittyvät likviditeetin kysyntään. Erityisesti passiivinen valuuttasetelistö ja -talletuksetkin purkautuvat hiljalleen, mikäli inflaatio ja rahalaitokset vakaantuvat.
- 2) Venäläisten yritysten ja kotitalouksien luottokelpoisuuteen liittyy ongelmia. Yksityinen yritystoiminta on uutta, kirjanpitoikätyännöt muutosvaiheessa, lainkäyttö epävarmaa ja velanhoitomoraalikin on vakiintuneiden länsimaiden vastaavaa heikompi. Laajamittainen ja pitkäaikainen rahoitustoiminta on näissä oloissa epävarmaa.

- 3) Ylivelkaisuutta Venäjällä on ilmeisesti vielä varsin vähän, joten velanhoitorasitus ei rajoita kysyntää. Hyvin pienet velka- ja likviditeettierät tekevät määrällisen rahoitusanalyysin vaikeaksi.

IMF epäilee rahamäärätavoitteen asettamisen mielekkyyttä, erityisesti koska rahoitusmarkkinoiden laajenemistarve sekoittaa rahamäärän indikaattoriarvon. Näin paljolti on. Luotto- ja rahamäärien tulee kasvaa paljon nimellistä BKT:ta nopeammin, ja niin ne ovat viime aikoina kasvaneetkin – myös paljon yli keskuspankin viitearvojen. Ongelmana on rahamäärän kehityksen tulkinta. Silti rahoituskehityksen seuranta ja sen kytkeminen inflaatioennusteisiin on tärkeää. Näin katsoo myös Venäjän keskuspankki suuntaviivoissaan. Rahoitusväljyys on aina yksi inflaatioon vaikuttava tekijä. Venäjän oloissa on kiistämättä vaikea arvioida, mikä olisi sopiva rahoituksen laajenemisen vauhti.

\*

Aivan itsenäinen rahapolitiikka, joka perustuisi (vapaiden valuuttamarkkinoiden ohella) vapaasti kelluvaan valuuttakurssiin, olisikin ehkä Venäjällä lähivuosina vaikeaa. Koron vähäisen kohtaannon vuoksi korkoliikkeiden tulisi todennäköisesti olla poikkeuksellisen suuria, millä taas saattaisi olla korosta riippuviin talousyksiköihin kohtalokkaita vaikutuksia.

Tästä lähtökohdasta Venäjän keskuspankin keskittyminen inflaation hillitsemiseen valuuttakurssiin vaikuttamalla on ymmärrettävää. Tämäkin kanava on kuitenkin ongelmallinen ja kohdistuu suoraan vain osaan taloutta. Reaalisen valuuttakurssin vahvistaminen painaa alas viejien ruplatuloja ja samalla nostaa tuojien ja kotitalouksienkin reaalityuloja alentamalla tuonnin rupla-arvoa. Korkeisiin energian hintoihin liittyvä vaihtotaseen ylijäämä ja likviditeetin lisäys houkuttelevat helposti mahdollisuuteen saada tuonti halpenemaan. Tuontipanoksiin perustuvan kotimaisen tuotannon kannattavuus paranee, ja yritykset voivat käyttää tämän ehkä oman kannattavuutensa parantamiseen eikä tuotteittensa hintojen laskemiseen.

Riskinä vahvan valuuttakurssin politiikasta on "Hollannin taudin" syntyminen. Energiasektori kestää nykyisten korkeiden hintojen (40 dollaria tynnyriltä) aikana vaikka ruplan arvon kaksinkertaistumisen tai enemmänkin, mitä ei tietenkään muu vienti eikä tuonnin kanssa kilpaileva teollisuus kestä. Kun energia kattaa korkeiden hintojen aikana pääosan viennistä, jää muu vienti helposti sen jalkoihin. Jos energian hinta jäisi pysyvästi hyvin ylös, ei muusta viennistä olisi ehkä tarpeen välittääkään. Tuontiin jäisi ehkä varoja muutenkin riittävästi.

Koko talouden tasolla tehdään helposti se tulkinta, että maa voi inflatoitua tuottavuuseron verran nopeammin kuin kilpailijamaat. Näin Venäjän keskuspankkikin usein toteaa. Kuitenkin jos näin sallitaan käyvän, "normaalituotanto" on helposti ennen pitkää ongelmissa sekä viennin vaikeutumisen että tuonnin lisääntymisen vuoksi. Muun kuin energiatuotannon kilpailukyvyyn seuranta on hyvin tärkeää. Valuuttakurssikehityksen tuomaa hintakilpailukykyongelmaa pahentaa se, että Venäjän vanhojen yritysten reaali kilpailukykykin on pitkän eristäytymisen perinteenä yleisesti heikko.

Ongelmaksi voi muodostua myös energian hintojen mahdollinen voimakas vaihtelu. Jos energian hinta painuu hyvin alas, seurauksena on rahoitusmarkkinoiden kiristyminen. Kotimaisen hintasäännöstelyn vuoksi energian kansainvälisen hinnan vaihtelut näkyvät vaiheina kotimaisissa hinnoissa. Energian hinnan laskusta seuraa myös ruplan heikkenemispaine. Tällä olisi inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Siten Venäjä voisi olla siinä ou-

dossa tilanteessa, että energian kansainvälisen hinnan lasku ehkä nostaisi Venäjän inflaatiiovauhtia.

Venäjän inflaatiodynamiikan selvittäminen on oma projektinsa. Mikä on kysyntä- ja tarjontatekijöiden vaikutus siihen? Rahoituksen vaikutus kysyntäpaineeseen on varmaan, kuten todettu, suhteellisen pieni. Venäjällä on yhä laajasti hintasäännöstelyä; miten sitä tosiasiassa sovelletaan? Miten ulkomaankaupan hinnat ja valuuttakurssi vaikuttavat? Palkkاپaineet ovat kaikissa maissa tärkeä inflaation taustatekijä. Venäjällä tehdään yleisiä palkkasopimuksia, mutta tosiasiallisesti palkat määräytyvät laajasti yritystasolla.

## 5 Rahapolitiikan lähiaikojen näkymät

Vuotta 2004 koskeva Venäjän keskuspankin rahapolitiikan suuntaviivoja koskeva ohjelma ja vastaava vuoden 2005 ohjelmaluonnos sisältävät talousennusteet, joiden mukaan suotuisa talouskasvu jatkuu. Näinhän on myös käynyt tähän saakka, jopa ennustettua vahvempaan. Siten viime aikojen tyypilliset raha- ja valuuttapoliittiset ongelmat säilyvät ja jopa kärjistyvät, vaikkakin pääomaa keväällä ja kesällä 2004 eri syistä taas vietiin niin runsaasti, ettei valuuttavaranto ole entiseen tapaan jyrkästi kasvanut.

Suuntaviivojen mukaan kuluttajahintojen nousu vuonna 2004 (joulukuusta joulukuuhun) pyritään rajoittamaan 8-10 prosenttiin. Vuoden 2003 tavoite oli 10-12 prosenttia, ja tavoite toteutuikin, tosin juuri yläräjällä. Aleneva inflaatiotavoite on asetettu myös seuraaviksi vuosiksi. Vuoden 2005 suuntaviivojen luonnoksen mukaan tuon vuoden inflaation tulisi pysyä välillä 7.5-8.5 prosenttia, seuraavana vuonna 6.0-7.5 prosentissa ja edelleen 5.0-6.5 prosentissa vuonna 2007. Alenemistahti näyttää tavoitteena varsin rauhalliselta, joskin tavoitteeseen on ehkä jätetty pelivaraa mm. säännösteltyjen hintojen nostamiselle. Toisaalta tavoite tuntuu mm. likviditeettipaineisiin nähden jopa kunnianhimoiselta.

Rahamääräennuste vuodeksi 2003 oli 20-26 prosenttia, kun toteutunut luku oli haarukan keskiarvoon nähden kaksinkertainen. Keskuspankki arvioi vuoden 2004 osalta, että sen asettaman inflaatiotavoitteen kanssa sopuoinnussa oleva rahaperustan kasvu olisi 18-23 prosenttia ja rahamäärä M2:n kasvu 19-25 prosenttia. Alkuvuonna ruplaselistön ja rahamäärän toteutuneet kasvuluvut ylittivät kaksinkertaisesti ennusteen, mihin on osaksi vaikuttanut siirtymä dollarivaateista rupliin. Vaikka kesän mittaan rahamäärän kasvu on vähän rauhoittunut, aivan vaille huomiota keskuspankki ei voi toteutunutta kehitystä jättää.

Keskuspankki esitti vuotta 2004 koskeneissa suuntaviivoissaan valuuttakurssipolitiikkansa pohjaksi pari skenaariota erilaisilla öljyn hinnoilla. Ensimmäinen skenaario lähtee niinkin vaatimattomasta hinnasta kuin 18.5 dollaria tynnyriltä Urals-öljyä, toisen skenaarion mukaan hinta on 22 dollaria. Jälkimmäinen tuo maahan ilmeisesti 10 mrd. dollaria enemmän. Nämä skenaariot keskuspankki katsoo vielä hallitsevansa, mutta jos öljyn hinta pysyy yli 26 dollarin tason, vastuu siirtyy jo paljolti öljynhinnan vakautusrahastolle. Öljyn hinta on ollut reilusti yli tuon tason. Valtion osuutta öljytuloista onkin lisätty.

Vuoden 2004 suuntaviivoissa lähdetään siitä, että ruplan nimellinen valuuttakurssi pyritään pitämään edelleen jokseenkin ennallaan (kauppapainoiseen indeksiin tai kahden valuutan koriin nähden). Tämän arvioitiin merkitsevän inflaatioerot ja toisaalta tuottavuuserot huomioon ottaen ruplan reaalisen valuuttakurssin vahvistumista 3-5 prosentilla. Jos öljyn hinta nousee selvästi enemmän kuin mainituissa skenaarioissa, reaalisen efektiivisen kurssin vahvistuminen pyritään pitämään joka tapauksessa alle 7 prosentissa. Tämän rajan alla kurssimuutos on pysynytkin, lähinnä koska pääomaa on viety runsaasti osin yritystoiminnan vakautta koskevan epävarmuuden vuoksi. Kun öljyn hinta on pysytellyt ke-

sällä 40 dollarin tuntumassa ja ylikin, myös keskuspankin johto näyttää epäilleen mahdollisuuksia estää ruplan tavoiteltua suurempi vahvistuminen.

Korkopolitiikka painottuu keskuspankin mukaan valuuttakurssitavoitteen toteuttamiseen. Keskuspankki katsoo myös, että jos ulkomaiset korot pysyvät matalina, myös ruplan rahapoliittiset korot pysyvät matalina ja jos kansainväliset korot nousevat, myös ruplan korot nousevat. Tämän pääomanliikkeiden voimakas riippuvuus korkoerosta on outo korostus, koska tämä selitys ei päde kovin vakaasti muuallakaan. Erityisesti juuri Venäjän osalta monien muiden tekijöiden kuin nimelliskoron olettaisi painavan paljon enemmän pääomanliikkeiden määräytymisessä. Toisena seikkana keskuspankki korostaa rahamarkkinakorkojen vaihtelujen rajoittamista edelleen. Tässä mielessä keskuspankin interventiokorkojen vaihteluväliä selkeytetään. Inflaation vaimetessa yleisön luottojen korkoja voidaan suuntaviivojen mukaan laskea.

Rahapolitiikan välineiden kehittäminen on suuntaviivoissa varsin laajasti esillä. Suuntaviivoissa pohditaan myös tilannetta, jossa öljyn hinnat painuisivat niin alas, että keskuspankki joutuisi luottottamaan pankkeja.

Vuotta 2005 koskeva rahapolitiikan suuntaviivojen luonnos, joka voi sen eri käsittelyvaiheissa mm. duumassa muuttua, sisältää kolme eri skenaariota, jotka perustuvat Venäjän öljyn hinnoille 22.5, 26 ja 28 dollaria. Valuuttavaranto kasvaisi kaikissa näissä skenaarioissa, viime mainitussa lähes 20 mrd. dollaria. Valuuttavarannon ennusteet ovat tietenkin hyvin epävarmoja. Eri skenaarioita vastaavat rahamäärän kasvut vaihtelisivat välillä 20-30 prosenttia, eli varsin korkeissa lukemissa. Valuuttakurssipolitiikan tavoite perustuu kahden valuutan koriin, ja reaalinen efektiivinen kurssi saisi vahvistua korkeintaan 8 prosenttia.

\*

Yleiskuvaksi kummankin vuoden suuntaviivoista muodostuu rahapolitiikan pitäminen edelleen erittäin kevyenä. Reaalinen valuuttakurssi tosin vahvistuu, mutta kotimaiset korot pysyvät hyvin matalina suhteessa inflaatioon. Rahapolitiikassa ei ole tehty vuonna 2004 isoja ratkaisuja ehkä kesän lievien pankkiongelmien yhteydessä tehtyä kevennystä lukuun ottamatta. Jonkin verran outo oli huhtikuun alusta tullut kevennys (10 prosentista 9 prosenttiin) yritysten ja valuuttatalletusten varantovelvoitteessa. Sen merkitys on toisaalta hyvin pieni, ja sen taustalla lienee ollut rahoituksen rakennetta koskevia tavoitteita. Kesällä tehty velvoitteen puolitus oli siinä ongelmatilanteessa ehkä ymmärrettävä, mutta senkin rahapoliittinen vaikutus on vahvasti keventävä. Keskuspankin edustajat ovat julkisuudessa korostaneet yleisesti löysän politiikan jatkumista.

Tosiasia on, että kiinteän valuuttakurssin ja pääomantuontipaineen oloissa keskuspankilla on valittavana korkopolitiikassaan vain huonoja vaihtoehtoja. Venäjän keskuspankki on valinnut linjan, jossa kotimainen korko pidetään hyvin matalana. Tämän hyvä puoli on, että se hillitsee pääomantuontia, mutta samalla se aikaansaa kotimaisen rahoituslöysyyden ja inflaatiopaineita. Jos taas korko vedetään ylös, kotimainen luotonanto vaimeenee, mutta se korvautuu kasvavalla pääomantuonnilla ja sen luomilla inflaatiopaineilla. Tämä on perinteinen kiinteän valuuttakurssin ongelma, joka jatkuessaan ajan mittaan joutaa vakaviin ongelmiin ja kiinteän kurssin murtumiseen.

Venäjän keskuspankin rahamarkkinainterventiot ovat pyrkineet neutraloimaan valuuttainterventioista syntyneen likviditeetin. Näin on periaatteessa tapahtunutkin, mutta hyvin matalien interventiokorkojen vuoksi "sterilointi" on varsin näennäistä. Kaksinumeroisen inflaation taloudessa ei liene pankkien käyttäytymisen kannalta paljonkaan merkitystä, ovatko pankkien varat keskuspankissa korottomalla avistatilillä vai jonkun prosentin tuottavana yhden päivän tai muutaman viikon sijoituksena.

Vaikka rahapolitiikan rajallista merkitystä inflaation torjunnassa voi korostaa Venäjällä, suuntaviivojen pohjalta jää ihmettelemään, mikä painaisi Venäjän inflaation alas tavoiteuran mukaisesti. Inflaatio alenisi jotenkin itsestään. Pelkkä pieni reaalisen valuuttakurssin vahvistuminen ja ylijäämäinen valtiontalous eivät varmaankaan sitä tee. Vakautusrahaston voimakas laajentaminen auttaisi likviditeetin sitomisessa. Osin inflaatio (tai sen hidastuminen) johtuu julkisen sektorin hintojen korotuspolitiikasta. Tavaroiden hinnat näyttävät nousevan hitaammin kuin palvelujen hinnat, mikä on normaali ilmiö myös muualla. Voihan tietysti olla, että maailmantalouden hämmästyttävän vaisu inflaatiopaine – kaikkialla näkyvästä ylikviditeetistä huolimatta - ilmenee sellaisena Venäjälläkin.

\*

Jos inflaatio jatkuvasti alenee, Venäjä lähestyy hintavakauden tilaa. Tämä tuonee uusia ongelmia, kun inflaatiotalouteen totuneet, erityisesti inflaatiosta perusteettomasti hyötynneet talousyksiköt joutuvat sopeutumaan hintavakauteen. Tämä koskee mm. pankkisektoria, joka on tähän saakka voinut toimia erittäin suuren korkomarginaalin turvin. Koska talletuksille ei enää makseta kovin merkittävää korkoa, tulee inflaation vaimeneminen näkymään pääosin korkomarginaalin kapenemisena. Tätä kuristusta lievittää se, että vakautuvan hintatason oloissa myös pankkien talletus- ja luottovolyymit kasvavat nopeasti. Ilmeisesti pankkien nykyisillä runsailla resursseilla pystytään hoitamaan kooltaan moninkertainenkin tase. Silti on syytä uskoa, että korkomarginaali kapenee suhteellisesti nopeammin kuin tase kasvaa.

Toinen merkittävä seuraus hintavakaudesta olisi todennäköinen luottotappioiden nousu, kun inflaatio ei enää entisessä määrin kevennä heikkojen asiakkaiden velkoja. Viime vuosina hoitamattomien luottojen määrä venäläisissä pankeissa on ollut hyvin pieni, vain pari prosenttia luotoista.

Hintavakauden saavuttaminen vauhdittaisi osaltaan Venäjän pankkisektorin siivousta, joka, vaikka onkin sinänsä varmaan tarpeen, aiheuttaa yleisiä taloudellisia ongelmia. Talouden kannalta paras tietenkään olisi, että pankkien rationalisointi ja yhdistäminen vahvoiksi yksiköiksi tapahtuisi asteittain vapaaehtoisesti ja hyvin valmistellen. Kesän 2004 pankkiongelmat viittaavat osin päinvastaiseen. Vahvemmat pankit yrittivät jopa julkisesti kimpittaa kilpailijoitaan, mikä lisäsi epäluottamusta koko pankkijärjestelmää kohtaan.



- 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