

BOFIT Online

2004 • No. 8

Tapio Korhonen ja Simon-Erik Ollus

Mikä pääomapako Venäjältä?



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
2 Vaihtotaseen ylijäämää vastaa aina yhtä suuri pääoman vienti, "pääomapako"	6
3 Erilaisia pääomapakoja	8
3.1 Pitkäaikainen, rakenteellinen pääomapako	9
3.2 Laiton pääomapako Venäjältä.....	12
3.3 Lyhytaikainen sijoituspääomien pako	13
3.4 Yleinen valuuttapako	15
3.5 Sijoitusten tuotto.....	18
4 Päätelmiä	18

Tapio Korhonen ja Simon-Erik Ollus

Mikä pääomapako Venäjältä?

Tiivistelmä

Venäjältä on tapahtunut vuosien mittaan nettomääräisesti laaja sijoitusvirta ulkomaille. Pääomien siirtyminen ulkomaille on paljolti luonnollista, sillä sijoitukset ovat olleet yllätyksellisen suurten vaihtotaseen ylijäämien vastaerä. Toisaalta sijoitusvirta on ollut Venäjän alhaisiin reaali-investointeihin nähden liiallinen ja osin seurausta Venäjällä vallinneesta heikohkosta sijoitusilmapiiristä. Viimeaikainen uutisointi maasta tänä vuonna tapahtuneesta "pääomapaosta" on suuresti liioiteltua

Asiasanat: Venäjä, pääomapako, valuuttapako, pääoman liikkeet

1 Johdanto

Tiedotusvälineissä esitetään usein otsikoita Venäjältä ulkomaille tapahtuneesta pääomapaosta. Teksteissä on esiintynyt kirjavia kommentteja, tänä vuonna pääosin Jukosin vaikeuksiin ja kesän pankkiongelmiin liittyvinä, ja samalla on esitetty erilaisia dollarimääräisiä lukuja Venäjältä pois siirtyvistä pääomista. On myös toteutunut joitakin näyttävästi uutisoituja sijoittajien vetäytymisiä venäläisistä rahoitusjärjestelyistä. Uutisoinnin sekavuus johtuu sekä kirjoittajien asiantuntemattomuudesta tällä hiukan vaikealla alueella että siitä, ettei artikkeleissa anneta kokonaiskuvaa Venäjän ulkomaisesta maksutaseesta eikä käytetä normaaleja maksutaseen ja valuuttamarkkinoiden käsitteitä.

Tämän selvityksen johtopäätöksistä voi todeta tiiviisti seuraavaa. Venäjältä on tapahtunut vuosien mittaan nettomääräisesti laaja, osin avoin, osin luvaton sijoitusvirta ulkomaille. Pääomien siirtyminen ulkomaille on paljolti luonnollista, sillä sijoitukset ovat olleet yllätyksellisen suurten vaihtotaseen ylijäämien vastaerä. Toisaalta sijoitusvirta on ollut Venäjän alhaisiin reaali-investointeihin nähden liiallinen ja osin seurausta Venäjällä vallinneesta heikohkosta sijoitusilmapiiristä. Viimeaikainen uutisointi maasta tänä vuonna tapahtuneesta "pääomapaosta" on suuresti liioiteltua.

*

Pääomapakko on yleisnimitys, jolla voidaan tarkoittaa erilaisia asioita. Käsite sisältää mielikuvan, että rahoitus pyrkii pois jostakin maasta, tässä tapauksessa Venäjältä. Pääomapakkoa tulkittaessa on kuitenkin eriteltävä monenlaisia tekijöitä. Ensinnäkään kaikkea maasta lähtevää ulkomaista sijoitustoimintaa ei voi pitää negatiivissävyisenä pääomapakona. Toiseksi maasta "pakeneva" rahoitus voi paeta eri syistä ja eri muodoissa, ja tällä on merkitystä, kun selvitetään ongelman korjaamismahdollisuuksia.

Pääoma- tai valuuttapakoon voidaan sisällyttää sopimuksenvaraisesti tiettyjä maksutaseen eriä tai muita valuuttamarkkinatoimintoja. Pääomapakko ja valuuttapakko eivät ole sama asia, vaikkakin jatkossa nimityksiä käytetään osin synonyymeinä, koska Venäjän osalta näin voi vielä jossakin määrin tehdä. Valuuttapakko viittaa valuuttamarkkinoiden häiriöihin, pääomapakko maksutaseen pääomanliikkeisiin.¹ Venäjältä tapahtuneen "paon" osalta termi pääomapakko on osuvampi. Seuraavassa keskitytäänkin pelkästään maksutaselukuihin.

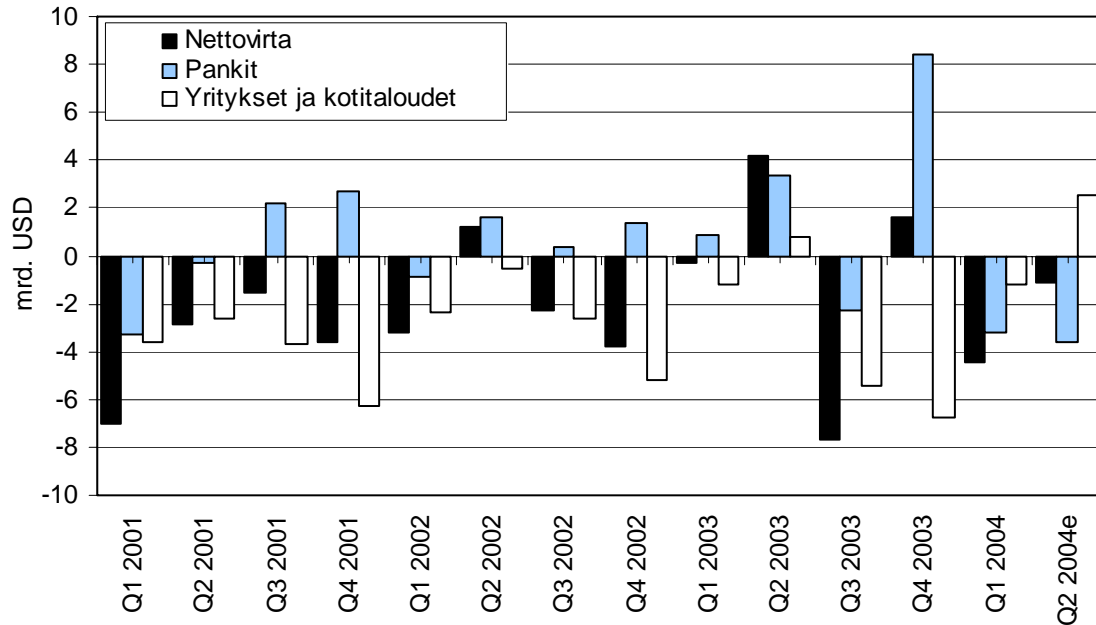
Venäjän pääomapaosta puhuttaessa tarkoitetaan yleensä Venäjän keskuspankin erillisenä julkaisemaa tilastoa yksityisen sektorin nettopääomanviennistä (englanniksi Net Outflow of Private Sector Capital). Lehdistössä on arveltu tätä pääomaa karkaavan jopa 15 miljardin dollarin edestä tänä vuonna. Vuoden 2004 alkupuoliskon aikana tilaston mukainen yksityinen pääomapakko oli 5.5 mrd. dollaria. Mainittu erä sisältää Venäjän maksutaseesta pankkien, yritysten ja kotitalouksien ulkomaisten saatavien ja velkojen kasvun erotuksen, mukaan lukien maksutaseen tilastovirhe-erät.² Mukana ovat sekä oman pää-

¹ Ulkomaiset pääomanliikkeet ja valuuttamarkkinatoiminnot ovat kehittyneillä markkinoilla tosiasiaa hyvinkin eri asioita. Venäjällä nämä vielä varsin pitkälti samaistuvat, lähinnä koska ulkomaankauppa ja pääomanliikkeet tapahtuvat valtaosin ulkomaan valuutassa eikä toisaalta ruflan valuuttajohdannaisia vielä paljonkaan käytetä. Toisin sanoen Venäjällä valuutanvaihtoja toteutetaan paljolti vain vaihtotaseen erien ja ulkomaisten pääomanliikkeiden yhteydessä. Valuuttapakko tarkoittaa Venäjänkin osalta oikeastaan irtaantumista ruplamääräisistä vaateista (ml. johdannaisista), pääomapakko taas irtaantumista Venäjän talouteen kohdistuvista rahoitusvaateista (olivatpa nämä ruplamääräisiä tai muissa valuutoissa).

² Venäjän maksutaseen paha ongelma ovat suuret tilastoimattomat erät, joiden sisällöstä on vain osittain arvioita. Suuri osa niistä edustaa enemmän tai vähemmän luvattonta pääomanvientä Venäjältä, mutta eriin si-

oman ehtoiset erät että velan muotoinen rahoitus. Pääoman viennistä pois jäävät pois keskuspankin valuuttavarannon kasvu ja julkisen sektorin ulkomaisen nettovelan supistuminen.

Kuva 1. Yksityisen sektorin nettopääomanvienti (-) (mrd. US\$)



Lähde: Venäjän keskuspankki

Yksityisen sektorin pääomanliikkeet ovat suuntautuneet viime vuosina nettomääräisesti voittopuolisesti Venäjältä pois päin, joskin muutamien neljännesten aikana yksityistä pääomaa on myös tullut (kuva 1). Merkittävää on erityisesti yrityssektorista tapahtunut voimakas pääomanvienti (ml. maksutaseen tilastoerot), joka on usein korvautunut osittain pankkien pääomantuonnilla.

Suurin yksityinen pääomanvienti, 7,7 mrd. dollaria, toteutui viime vuoden kolmannen neljänneksen aikana. Tämän vuoden alkupuoliskolla yksityistä pääomaa vietiin yhteensä 5.5 mrd. dollaria. Vuoden toisen neljänneksen 1,1 mrd. dollarin alijäämä oli varsin pieni. Erikoisinta tämän vuoden alkupuolen kehityksessä on kuitenkin, että pääomanvienti toteutui kokonaan pankkien kautta. Sen sijaan yrityssektoriin suorastaan tuli nettomääräisesti ulkomaista rahoitusta.

Venäjän pääomanliikkeiden kehitys ei siten näytäkään kovin selväpiiteiseltä ja tasaiselta, ei lyhyellä aikavälillä eikä useiden vuosien perspektiivissä. Asiaan kannattaa paneutua perusteellisemmin.

sältyy myös muuten tilastoinnin ulkopuolelle jääneitä pääomanliike-eriä sekä vaihtotaseen laskennassa syntyneitä virheitä.

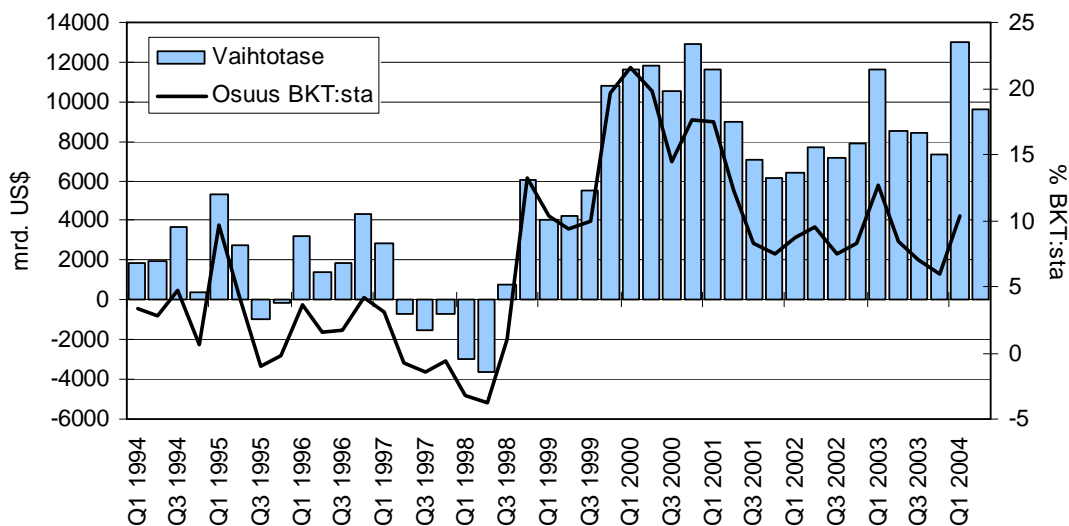
2 Vaihtotaseen ylijäämää vastaa aina yhtä suuri pääoman vienti, "pääomapako"

Yksityisen sektorin pääomanviennin tulkitseminen yleisesti pääomapakoiksi on kyseenalaista. Välillä se voi olla "pakoa", mutta se voi olla myös osa luontevaa ja tarkoituksenmukaista sijoitustoimintaa. Tarkastelun taustaksi on ehkä syytä todeta eräitä maan ulkomaiseen maksutaseeseen liittyviä perusasioita.

Maksutase on tilastokokonaisuus, johon kirjataan kattavasti maan ulkomaiset maksut, liittyvät nämä (ulkomaankauppaan ym.) vaihtotaseen eriin tai rahoitustaseeseen (ulkomaisiin saatavien ja velkojen muutoksiin, ml. keskuspankin valuuttavarannon muutos). Maksutase on nimensä mukaisesti kaksipuolinen umpeen menevä tase, johon kuvataan maahan tulevat ja maasta lähtevät maksut. Maahan tulevat maksut ovat yhteensä aina kaikilla aikaväleillä täsmälleen yhtä suuret kuin maasta lähtevät maksut (eri asia on, saadanko kaikki tilastoitua). Tämä merkitsee sitä, että tarkasteltaessa maksutasetta kokonaisuutena ei koskaan eikä mistään maasta voi tapahtua yhtään nettomääräistä "valuuttapakoa".

Venäjän pääomapakoa koskevaa keskustelua hämmentää erityisesti se, että Venäjällä on jo vuosia ollut erittäin suuri, jopa yli 10 prosenttia BKT:sta vastannut vaihtotaseen ylijäämä (kuva 2). Pääosin on kysymys tietenkin ollut energian viennin antamista nopeasti kasvaneista tuloista. Venäjä on siis saanut valuuttatuloja vaihtotaseen eristä (eli ulkomaankaupasta, tulonsiirroista ja tuotannontekijäkorvauksista) tämän verran enemmän kuin sillä on ollut vastaavia valuuttamenoja.

Kuva 2. Venäjän vaihtotase neljännesvuosittain 1994–2003



Lähde: International Financial Statistics ja Venäjän keskuspankki

Maksutaseessa vaihtotaseen ylijäämää vastaa aina täsmälleen yhtä suuri pääoman nettovienti (ml. keskuspankin valuuttainterventioiden tuoma ulkomaisen valuuttavarannon lisäys). Maasta lähtee aina vaihtotaseen ylijäämän verran jonkinlaista nettomääräistä pää-

omanvientiä ulkomaille tehtyjen sijoitusten muodossa. Vastaavasti vaihtotaseeltaan alijäämäinen maa velkaantuu ulkomaille nettomääräisesti juuri vaihtotaseen alijäämän verran.³

Vaihtotaseen ylijäämän syntyessä ei tavallaan edes vaadita pääomanvientipäätöksiä, sillä viennistä maksuksi saatava rahahan on jo valmiiksi ulkomailla. Se on ulkomaisen ostajan pankkitilillä, josta se siirtyy maksun yhteydessä viejän tilille joko ulkomailla olevaan pankkiin tai venäjällä olevaan pankkiin. Jos se siirtyy venäläiseen pankkiin, ulkomainen saaminen jää joka tapauksessa Venäjälle, eli tälle pankille.⁴

On täysin mahdotonta, että vaihtotaseeltaan ylijäämävaihtotaseeseen maahan voisi tulla nettomääräisesti ulkomaista rahoitusta myös rahoitussijoitusten muodossa. Näin ei voi käydä Venäjälläkään. Samoin vaihtotaseeltaan alijäämäinen maa ei voi olla pääoman nettoviejä. Venäjän osalta on kuitenkin näkynyt sen suuntaisia lausuntoja, että suuresta vaihtotaseen ylijäämästä huolimatta Venäjän tulisi saada myös runsaita yksityisiä sijoituksia.

Jos näin käy, eli vaihtotase on voimakkaasti ylijäämäinen ja yksityinen sektori velkaantuu ulkomaille nettomääräisesti, valtion on vietävä pääomaa tai muuten keskuspankin valuuttavaranto kasvaa erittäin voimakkaasti. Venäjällä jo vaihtotaseen ylijäämä kasvattaisi varantoa määrällä, joka vastaisi noin 10 prosenttia BKT:sta. Monilla mailla koko valuuttavaranto on tätä pienempi. Varannon valtavan kasvun myötä - keskuspankin laskiessa vastaavasti liikkeelle ruplia - kotimaisen rahamäärä kasvaisi erittäin paljon, mikä toisi kohtuuttomia inflaatiopaineita, ja tämä taas johtaisi ajan mittaan mm. tuonnin kasvuun ja vaihtotaseen ylijäämän pienenemiseen. Yksityisen pääoman pysyvä nettotuonti Venäjälle on tosiasiaa jokseenkin mahdotonta nykyisen suuruisen vaihtotaseen ylijäämän jatkuessa.

Venäjällä valtio on viime vuosina vienyt pääomaa sitä kautta, että se on maksanut pois nettomääräisesti ulkomaista velkaansa. Vuoden 1999 jälkeen velkaa on nettomääräisesti supistettu yli 40 mrd. dollaria, joka on kuitenkin vastannut vain runsasta neljännestä samanaikaisesti kumuloituneesta vaihtotaseen ylijäämästä. Ulkomaisen velan maksu on ollut hyvin perusteltua kotimaisen likviditeetin hallitsemisen kannalta, samoin tänä vuonna tapahtunut noin 10 mrd. dollarin suuruinen valtion öljyrahaston varojen sijoittaminen ulkomaille keskuspankin kautta (valuuttavarannon ulkopuolella). Siten yksityinen sektori ja keskuspankki ovat vastanneet valtaosin ulkomaisten sijoitusten kasvusta.

"Pääomapakoa" voi esiintyä ja usein esiintyykin tietyissä pääomanliikkeiden aluerissä, mutta samanaikaisesti vaihtotaseessa on ylijäämää tai pääomaa tulee jotakin toista kautta sama määrä. Lyhyellä aikavälillä erilaiset markkinointiin vaikuttavat häiriötekijät eivät ehdi vaikuttaa sanottavasti vaihtotaseen eriin, joten häiriöt näkyvät normaalisti nimenomaan yritysten pääomanliikkeissä ja niiden vastaeränä pankkien tai keskuspankin ulkomaisissa erissä.

On huomattava erityisesti, ettei pankkisektori normaalisti harrasta laajasti valuuttaspekulaatiota – eikä voikaan, koska viranomaiset yleensä rajoittavat jollakin tavoin pankkien avoimien valuuttapositionien ottoa. Pankkien ulkomaiset erät toimivat yleensä jäännöserinä, jotka tasapainottavat maksutaseen ellei keskuspankki sitä tee interventioillaan.

³ Nämä identiteetit voi todistaa itselleen läpikäymällä erilaisia ulkomaisia taloustoimia. Niihin liittyy aina yhtä suuri muutos kahdessa maksutaseen erässä. Kun maalle kirjautuu vientituloa, viejälle syntyy samalla vastaava rahoitussaaminen ulkomailta. Tämä saaminen pysyy väistämättä maassa, jos vaihtotase ei muutu. Viejä myy normaalisti ulkomaisen saamisensa pankille (ja saa näin pankkitalletuksen) mutta ulkomainen saaminen on tämän jälkeen kotimaisella pankkisektorilla. Usein juuri pankkisektori onkin – sen asemasta maksuliikkeessä johtuen – tasapainottava jäännöserä, jonka ulkomainen asema heiluu yritysten ja kotitalouksien (sekä valtionkin) pääomanliikkeiden vastaeränä päinvastaiseen suuntaan.

⁴ Samoin alijäämämaan, nykyisin esimerkiksi Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämän rahoitus syntyy alkuvaiheessa automaattisesti amerikkalaisten tuojien saamista maksuajoista. Muu maailma ei saa nettomääräisesti sijoituksiaan pois Yhdysvalloista muuten kuin Yhdysvaltain vaihtotaseen ylijäämän kautta (!).

Häiriötilanteessa koko yksityinen sektori voi olla pääoman nettoviejä, mutta silloin keskuspankki (ja ehkä valtio) on pääoman nettotuojaa määrällä, joka vastaa (vaihtotaseen ylijäämän ja) yksityisen pääoman viennin summaa. Samoin jos yksityinen sektori tuo pääomaa, keskuspankin ja valtion on sitä vastaavasti vietävä.

Valuuttamarkkinoiden toiminnot tapahtuvat niin Venäjällä kuin muuallakin lähinnä pankeissa. Pääomien tuontipaine näkyy ensi vaiheessa lähinnä pankkien saamien yritystalletusten (rahamäärän) ja vastaavasti pankkien ulkomaisten saamisten kasvuna. Vastaavasti pääomien vienti vähentää pankeissa olevia talletuksia (rahamäärää) ja samoin pankkien ulkomaisia saamisia. Pankkien ulkomaisten saamisten ja velkojen kehitys ei yleensä, varsinkaan lyhyellä aikavälillä liity niinkään pankkien omaan käyttäytymiseen kuin pankkien asiakkaiden käyttäytymiseen.

Lisäksi pankkien ulkomaisiin eriin vaikuttaa merkittävästi keskuspankki valuuttainterventioillaan. Se tyypillisesti tasoittaa pankkien ulkomaisten erien vaihtelua. Jos keskuspankki pidättyy valuuttainterventioista, valuutta kelluu, eli sen kurssi määräytyy valuutan kysynnän ja tarjonnan mukaan. Kelluvan valuutan tilanteessa erityisesti lyhytaikaisen valuuttapaon mahdollisuus on erilainen: Sitä ei voi tapahtua (!) Kun vaihtotaseen erät eivät ehdi juurikaan reagoida eikä keskuspankki puutu markkinoihin, omaa valuuttaansa myyvän tai ostavan spekulantin on löydettävä markkinoilta vastapuoli voidakseen toteuttaa kaupansa. Näin valuutan (minkä tahansa rahoitusinstrumentin) ostot ja myynnit ovat aina jälkikäteen yhtä suuret.

Kaupan vastapuoli löytyy vapailla markkinoilla vain, jos hinnasta päästään sopimukseen. Vapaasti kelluvan valuutan osalta pelkästään valuuttakurssi reagoi, eikä lyhyellä aikavälillä tapahdu nettomääräisesti valuuttapakoa yksityisestä sektorista. Venäjän osalta tämä on vielä paljolti teoriaa, sillä vahvoja valuuttaspekuloiteja ei ole vuoden 1998 kriisin jälkeen ollut, ja keskuspankki joka tapauksessa intervenoi voimakkaasti.

3 Erilaisia pääomapakojia

Kun puhutaan esimerkiksi Venäjältä tapahtuvasta pääomapaosta, on täsmennettävä, mistä syystä ulosvirtausta Venäjältä pois päin tapahtuu ja mistä pääomataseen eristä on kysymys. Jatkossa eritellään lähinnä seuraavia asioita, joskaan ei aivan tässä järjestyksessä:

- 1) Missä määrin kysymyksessä on pitkäaikainen, rakenteellistyyppinen varojen sijoittaminen ulkomaille ja missä määrin kysymys on tilapäisistä pääomanliikkeistä.
- 2) Missä määrin kysymyksessä on luonteva ulkomainen sijoitustoiminta, missä määrin taas negatiivissävyinen pääomapako pois kotimaisilta sijoitusmarkkinoilta.
- 3) Missä määrin varojen siirtyminen ulkomaille on laitonta, missä määrin laillista.
- 4) Missä määrin pääomapaon syynä ovat yrityssektoria tai pankkeja koskevat ongelmat, missä määrin yleiset valuuttaan kohdistuvat paineet.

Maailmalla tavallisin valuuttapaon syy on kyseisen valuutan heikkenemistä koskevat odotukset, jolloin tästä valuutasta halutaan päästä eroon. Maasta pyrkii pakenemaan nimenomaan yksityinen lyhytaikainen pääoma, ja tämän paon keskuspankki joutuu valuuttavarannostaan rahoittamaan, jos se haluaa pitää valuuttakurssista kiinni. Valuuttaspekulaation toteutuessa (kiinteän kurssin vallitessa) valuuttapakoa tulisi mitata yritysten (ja ulkomaisien sijoittajien) valuutta-aseman muutoksella, ml. johdannaisopimukset. Venäjän oloissa

sitä voidaan kuvata pääosin lyhytaikaisen pääoman erien (kaupan rahoituserät, valuuttatalletukset ja lyhytaikaiset luotot ym.) ulkomaille siirtyneellä summalla. Se on spekulatiotilanteessa todennäköisesti jokseenkin sama kuin keskuspankin valuuttavarannon supistuminen.

Venäjän markkinoihin tänä vuonna kohdistuneessa epävarmuudessa tätä yleistä ruplaan kohdistuvaa epäluottamusta on ilmeisesti ollut suhteellisen vähän. Öljyn hinta on korkea, ja vaihtotaseen ylijäämä on nousussa. Keskuspankki on tosin antanut ruplan välillä hiukan heikentyä, mikä on saattanut aiheuttaa jonkin verran odotusjohteista yleistä "valuuttapakoa".

Yritystoimintaa Venäjällä koskevien pitkäaikaisten riskien osalta pääomapakoa olisi syytä mitata pitkäaikaista sijoituspääomaa kuvaavilla pääomanliikkeillä. On toisaalta selvää, ettei täsmällisiä rupla- tai dollarimääriä tällöin voida esittää, koska ei tiedetä, mitkä virrat olisivat olleet ilman epävarmuuden lisääntymistä. Lyhytaikaisesta paosta jonkinlainen arvio ehkä saadaan esimerkiksi vertaamalla kehitystä edellisten vuosien trendiin.

3.1 Pitkäaikainen, rakenteellinen pääomapako

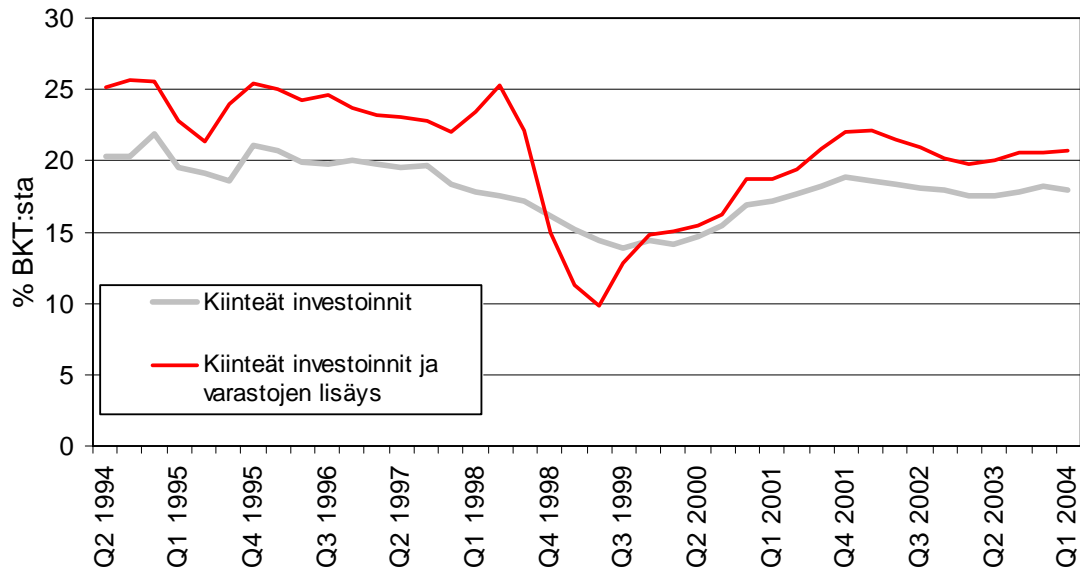
Kun maalla on jatkuvasti suuri vaihtotaseen ylijäämä, kuten Venäjällä, ja samalla väistämättä suuri pääomanvienti, voi kysyä, kumpi on syy ja kumpi seuraus. Eli syntykö laaja ulkomaisten sijoitusten tarve siitä, että maalla on vaihtotaseen ylijäämää, vain syntykö vaihtotaseen ylijäämä siitä, että rahoitusresurssit sijoitetaan ulkomaille eikä investoida kotimaahan.⁵

Venäjän, kuten yleensä muidenkin maiden osalta on havaittavissa syysuhteita kumpaankin suuntaan. Venäjän vaihtotaseen ylijäämät ovat – alhaisen valuuttakurssin ohella – lähinnä seurausta energian ja raaka-aineiden hintojen yllättävän nopeasta noususta viime vuosina. Vaihtotaseen ylijäämä on tässä tavallaan syntynyt ensisijaisesti, ja pääoman viedin tarve on seurausta siitä. Lisäksi energian hinnan pysyminen korkealla on epävarmaa, mikä perustelee vientitulojen sijoittamista toistaiseksi ulkomaille ja niiden varovaista käyttöä sijoituksiin tai kulutukseen kotimaassa.

Kun kuitenkin Venäjän ylijäämä on jatkunut jo useita vuosia hyvin suurena, ja maa on suurin piirtein maksanut ulkomaiset velkansa, voi perustellusti kysyä, eikö rahoitusresursseista pitäisi suurempi osa käyttää kotimaisiin reaali-investointeihin tai kulutukseenkin. Venäjän investointitaso on keskimäärin ollut noin 20 prosenttia BKT:sta, mikä vastaa eurooppalaista keskitasoa (tosin Venäjällä varastoinvestointien osuus on selvästi suurempi, joten kiinteiden investointien osuus jää jopa alle länsimaiden keskitason). Aasiassa missä taloudellinen kasvuvauhti on ollut huomattavasti nopeampaa kuin Euroopassa, investointien taso on ollut noin 30–40 prosenttia. Venäjä tarvitsisikin oleellisesti enemmän investointeja, jotta se todella pääsisi vuosikymmeneksi asetettuun kasvutavoitteeseensa, keskimäärin yli 7 prosenttia vuodessa.

⁵ Vastaavanlainen hyvin ajankohtainen kysymys koskee myös Yhdysvaltoja, joskin aivan päinvastaisena Yhdysvaltain suuren vaihtotaseen alijäämän vuoksi. Yleensä katsotaan, että amerikkalaisten eläminen yli varojensa on Yhdysvaltain suuren kansainvälisen velkaantumisen syy. Kuitenkin monet analyytikot kääntävät asian toisinpäin: Ulkomaisten sijoitusten tulviminen Yhdysvaltoihin saa amerikkalaiset käyttämään kohtuuttomasti tarjolla olevaa velkarahaa.

Kuva 3. Investointien osuus BKT:stä, neljän vuosineljänneksen liukuva keskiarvo



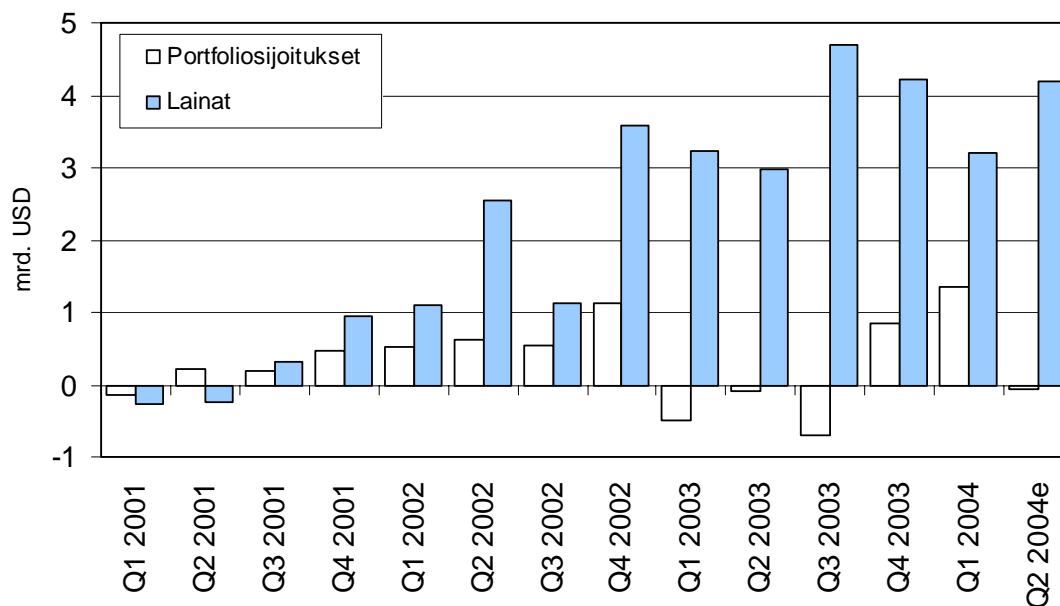
Lähde: International Financial Statistics

Onkin ilmeistä, että Venäjän heikohko sijoitusilmapiiri on osasy syy pääomien vientiin ja vaihtotaseen ylijäämien suuruuteen. Pääomia on siis haluttu aidosti sijoittaa pitkäaikaisesti mieluummin ulkomaille kuin reaaliseen tuotantopääomaan Venäjällä. Pääomapako ei ole kuitenkaan ongelman perussy syy vaan vain sen ilmentymä; perussy syyt ovat Venäjän investointi-ilmapiirin heikkouksissa. Epäilemättä Venäjän talouden kannalta olisi ollut edullista, jos osa pääomanviennistä olisi käytetty erityisesti länsimaisen tuotantoteknologian tuontiin, jolloin sekä vaihtotaseen ylijäämä että pääomanvienti olisivat olleet pienempiä.

Pääomapakoa ei voi samaistaa yksityisen sektorin tekemään pääoman nettovientiin. Pääomanviennissä on mukana hyvin perusteltuja ulkomaisia sijoituksia, kuten edellä mainittu yllättävän suurten vientitulojen jättäminen ulkomaiseksi likviditeetiksi pahan päivän varalle. Lisäksi venäläiset yritykset ovat epäilemättä tehneet myös hyviä sijoituksia ulkomaille mm. omaa vientiään tukeakseen. Negatiivissävyisen pääomapaon eristäminen tilastoluvuista on mahdotonta myös sikäli, että periaatteessahan Venäjä voisi olla vaihtotaseeltaan myös alijäämäinen. Pysyväisluonteisen aidon pääomapaon suuruuden arviointi on vaikeaa, ja jos se on ylipäätään mahdollista, se vaatisi joka tapauksessa monipuolisen ja huolellisen analyysin.

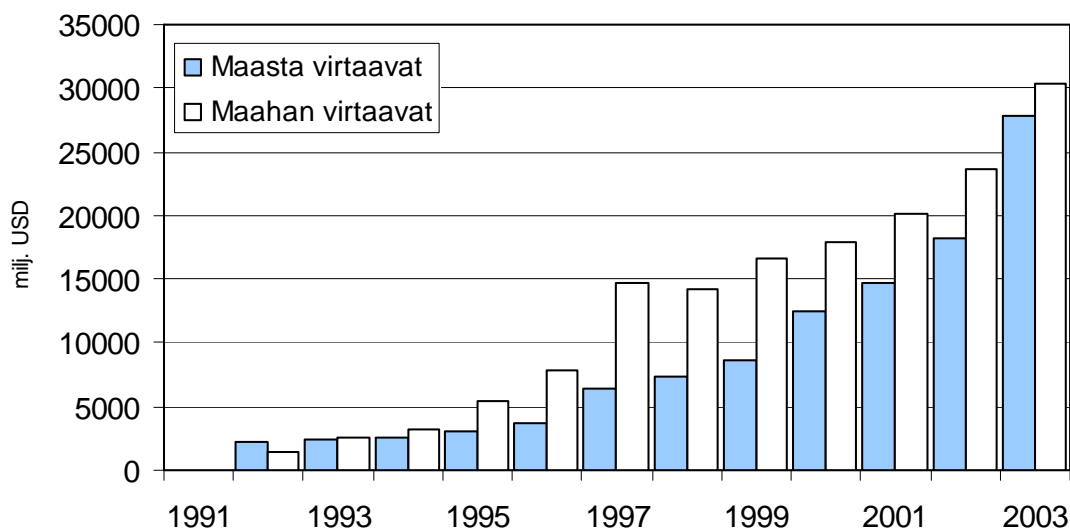
Pitkäaikainen pääomapako Venäjältä ei ole koskenut läheskään kaikkia maksutaseen sijoituseriä. Itse asiassa suhteellisen hyvin tilastoidut yksityiset pääomanliikkeet ovat yleensä suuntautuneet voittopuolisesti Venäjälle päin. Venäjän yksityiseen sektoriin, lähinnä energiasektorin yrityksiin on tullut ulkomaisilta sijoittajilta runsaasti lainapääomaa ja pienemmässä määrin myös portfoliosijoituksia osakkeisiin ja obligaatioihin. Luvut voisi tulkita jopa niin, että ulkomaiset sijoittajat luottavat Venäjän talouteen enemmän kuin venäläiset itse. Tosin ulkomailta tulleissa sijoituksissa on runsaasti epäsuoria Venäjällä tai ulkomailta asuvien venäläisten sijoituksia. Ilmeisesti ulkomaiset riskisijoittajat ovat valmiita sijoittamaan Venäjälle mutta vain riskeihin nähden kohtuullisessa määrin.

Kuva 4. Yksityiset portfoliosijoitukset ja lainat Venäjälle, brutto (mrd. US\$)



Lähde: Venäjän keskuspankki

Kuva 5. Suorat sijoitukset kumulatiivisesti 1991–2002 (milj. US\$)



Lähde: UNCTAD (1991–2002), Venäjän keskuspankki (2003)

Pysyvin maksutaseen sijoituseristä, suorat sijoitukset, ovat myös suuntautuneet nettomääräisesti ulkomailta Venäjälle päin, joskin suunta on viime vuosina vaihdellut. Venäjälle on tehty merkittäviäkin suoria sijoituksia, mutta niiden kumulatiivinen kokonaismäärä oli vuonna 2002 kuitenkin pieni, 22 mrd. dollaria (Suomeen oli tehty 35 mrd. dollaria). Venäjältä on kuitenkin myös tehty ulkomaille suoria sijoituksia varsin paljon, ja virtojen välinen netto oli ainoastaan 5 mrd. dollaria. On tosin mahdollista, että suorien sijoitustenkin netto-

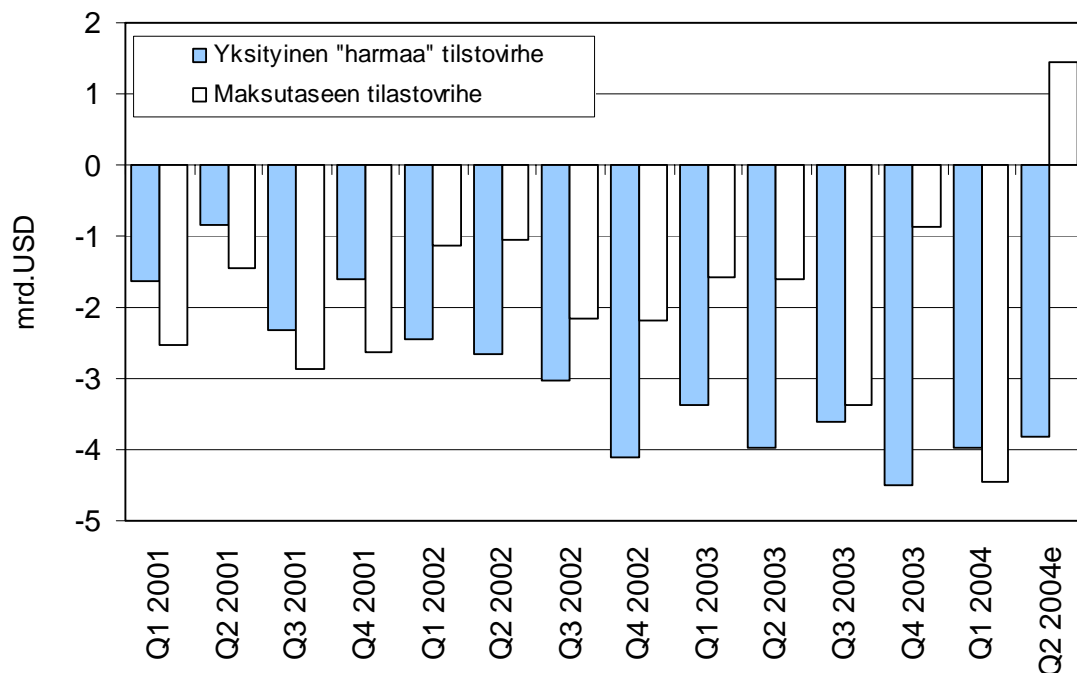
virta on suuntautunut tosiasiaissa Venäjältä pois päin – sillä näistäkin sijoituksista lienee osa jäänyt raportoimatta viranomaisille.

3.2 Laiton pääomapako Venäjältä

Venäläisten kannalta aidosti huolestuttava piirre pääomanviennissä on ollut, että siitä suuri osa on ollut, paitsi tilastoimatonta, myös laitonta ja suorastaan rikollisella toiminnalla Venäjällä hankittua. Pääomien mukana myös niiden omistajat ovat laajasti siirtyneet ulkomaille, jolloin todennäköisesti valtaosa tästä Venäjällä syntyneestä varallisuudesta on Venäjän kannalta pysyvästi menetetty. Toisaalta myös rehellisesti hankittujen ja avoimesti maasta vietyjen pääomien omistajia on runsaasti asettunut pysyvästi ulkomaille.⁶

Venäjän maksutaseessa tilastoimatta jäävä pääoman vienti on erittäin suurta (kuva 6). Tämä kaikki ei ole laitonta, vaan osa laillisestakin pääomanviennistä jää tilastoimatta. Kuitenkin suurena ongelmana on, että maksutasetta laativia viranomaisia (samoin kuin veroviranomaisia) harhautetaan lukuisin eri menetelmin. Tähän ei olisi tarvetta, jos pääomanvienti kestäisi kaikilta osin päivänvalon.

Kuva 6. Tilastovirhe-erät 2001–2004 (mrd. US\$)



Lähde: Venäjän keskuspankki

Venäjän maksutaseessa on normaalin tilastoeron ohella erillinen toinen tilastovirhe-erä, paljolti näiden harhautusten arviointierä, joka on suomeksi suunnilleen "Kotiuttamattomat vientitulot ja tuontisopimuksia vastaavasti toteutumatta jäänyt tavaroiden ja palvelusten

⁶ On kuitenkin muistettava, ettei varallisuuksien siirtyminen ulkomaille merkitse vapaiden pääomanliikkeiden maailmassa kotimaisten investointien rahoitusmahdollisuuksien oleellista heikkenemistä. Tuottaviin investointeihin löytyy aina rahoitus vaikkapa ulkomailta. Vauraiden henkilöiden siirtyminen ulkomaille merkitsee pikemminkin heidän kulutuskysyntänsä menettämistä.

tuonti sekä tekaistujen arvopaperikauppojen maksut". Nimike kuvaa tämän harmaan pääoman sisällön, eli siihen kuuluu mm. kaksoislaskutuksen vaikutuksia sekä epärealistisiin hintoihin tehtyjä, tiettävästi laajamittaisia arvopaperikauppoja, joiden avulla - osin kyseenalaisen laillisesti - varoja on siirretty ulkomaille. Tilastoimaton pääoma sisältyy epäilemättä lähes kokonaan yksityiseen pääomanvientiin (tai on osa vaihtotaseen tilastointivirhettä) ja on sisällytetty myös keskuspankin julkaisemaan yksityisen sektorin pääoman nettovientiin.

Näihin kahteen tilastovirhe-erään on jäänyt viime vuosina noin kolmannes, jopa ajoittain puoletkin nettopääoman viennistä, mikä vastaa määrällisesti useita prosentteja BKT:sta. Yhteensä esimerkiksi viimeisten kahdeksan vuoden aikana tätä epämääräistä pääomanvientiä on kertynyt peräti noin 100 mrd. dollarin edestä, mikä vastaa melkein neljännestä viime vuoden BKT:sta. Venäjän talouden ja talouspolitiikan kannalta tällä pääomanviennillä on ollut suuri merkitys. Kielteisten vaikutusten ohella se on toisaalta ehkä jopa auttanut rahapolitiikkaa hillitsemällä kotimaisen likviditeetin kasvua ja ruplan vahvistumista

Mainittu "harmaa" tilastovirhe-erä on kuvannut varsin tasaisesti pääoman vientiä, kun taas maksutaseen "normaali" tilastovirhe-erä on vaihdellut melkoisesti pysyen kuitenkin sekin pääosin pääoman viennin puolella. Vuoden 2004 toisella neljänneksellä se edusti ensimmäistä kertaa moniin vuosiin pääoman tuontia (1,4 mrd. dollaria).

Pääomanliikkeiden toteutettu vapauttaminen kesällä 2004 vähentänee osaltaan raportojien intressiä hämätä maksutasetilaston laatijoita, joskin riski tuonti- ja vientitalletusjärjestelmän laajentamisesta vaikuttaa toiseen suuntaan. Tilastoimaton pääomanvienti varmasti jatkuu, sikäli kuin pääoman vienti liittyy harmaaseen tai aivan rikolliseen talouteen.

3.3 Lyhytaikainen sijoituspääomien pako

Jukos-ongelmat ja tähän tapaukseen liittyvät yleisetkin Venäjän sijoitusilmapiiriä koskevat epäilykset ovat vuosina 2003-04 näkyneet osin lyhytaikaisena pääomapakona. Tilapäisten häiriöiden vaikutus saattaa näkyä tilastoissa ajoittain selvästi, mutta usein ne myös peittyvät muiden samanaikaisten erityistekijöiden tai pelkän satunnaisvaihtelun alle.

Jukosin aiheuttama häiriö on näkynyt joinakin neljänneksinä suorien sijoitusten ja portfoliosijoitusten erissä. Kuten yksityisen nettopääomaviennin kehityksestä ilmeni (kuva 1), Jukosin ongelmien ilmetessä kesällä 2003 yksityinen sektori alkoi viedä enemmän pääomaa kuin tuoda Venäjälle. Siten viime vuoden toisen puoliskon aikana yritykset ja kotitaloudet veivät maasta nettomääräisesti 12.2 mrd. dollarin edestä pääomaa. Kuluvan vuoden toisella neljänneksellä yksityisen pääoman virta kuitenkin kääntyi 2.5 mrd. dollarin tuonniksi. Yritysten ja kotitalouksien pääomantuonti nousi jopa korkeimmalle tasolle sitten Neuvostoliiton romahduksen. Tähän liittyi se, että kuluvan vuoden toiselle neljänneksellä maksutaseen "normaali" tilastovirhe-erä osoitti ensimmäistä kertaa pääoman tuontia Venäjälle päin.

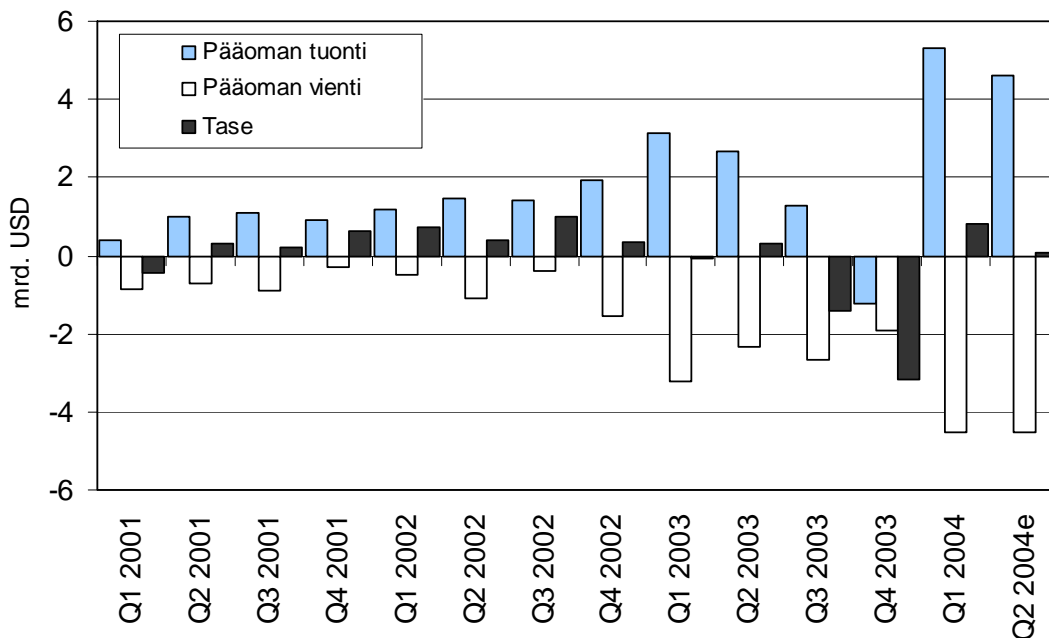
Kuva 1 kertoo varsin hyvin siitä, kuinka pankkisektori toimii usein muuta yksityistä sektoria tasapainottavana pääomavirtojen suuntaajana. Yukosin ongelmien alkaessa vuoden 2003 alkusyksystä pääomaa meni aluksi yritysten ohella myös pankkien kautta, ja näin yksityinen pääomavienti nousi 7,7 mrd. dollariin. Mutta kun vielä suurempi yritysten pääomanvienti toteutui viimeisellä neljänneksellä, pankit toivat ulkomailta suunnilleen sen, mikä yritysten kautta meni. Pankkien pääomantuonti olikin yllättävän suurta. Yritysten pääomanvienti on kuitenkin tänä vuonna rauhoittunut, ja toisella neljänneksellä yrityksiin jo tuli ulkomailta nettomääräisesti pääomaa. Samalla pankit veivät sitä. Kevään ja kesän

uutissointi oli ylimitoitettua sikäläkin, että pääomatase ei ole heilahdellut tänä vuonna yhtä paljon kuin viime vuonna.

Suorien ja arvopaperisijoitusten virroissa Jukos näkyy viime vuoden lopulla, kun maasta virtasi ulos 4.5 mrd. dollaria enemmän pääomaa näiden sijoitusten muodossa kun saapui (kuva 7). Tämä tase on vuoden 1998 laman jälkeen ollut miltei jatkuvasti positiivinen viime vuoden toiseen puoleen saakka. Sijoitusten volyymit ovat selvästi kasvaneet viime vuosina.

Kuluvana vuonna ei siis tosiasiaassa ole tapahtunut pääomapakoa yrityssektorista, vaan päinvastoin pieni pääoman tuonti. Vuoden alkupuoliskolla yritykset toivat 1.3 ja pankit veivät 6.8 mrd. dollaria, eli siis yksityisen sektorin nettopääomanvienti oli vuoden alkupuoliskolla 5.5 mrd. dollaria. Näiden lukujen valossa ei mitään syytä huolestua pääomapaosta, vaikka joitakin yksittäisiä suuriakin vetäytymisiä venäläisistä sijoituksista on tapahtunut.

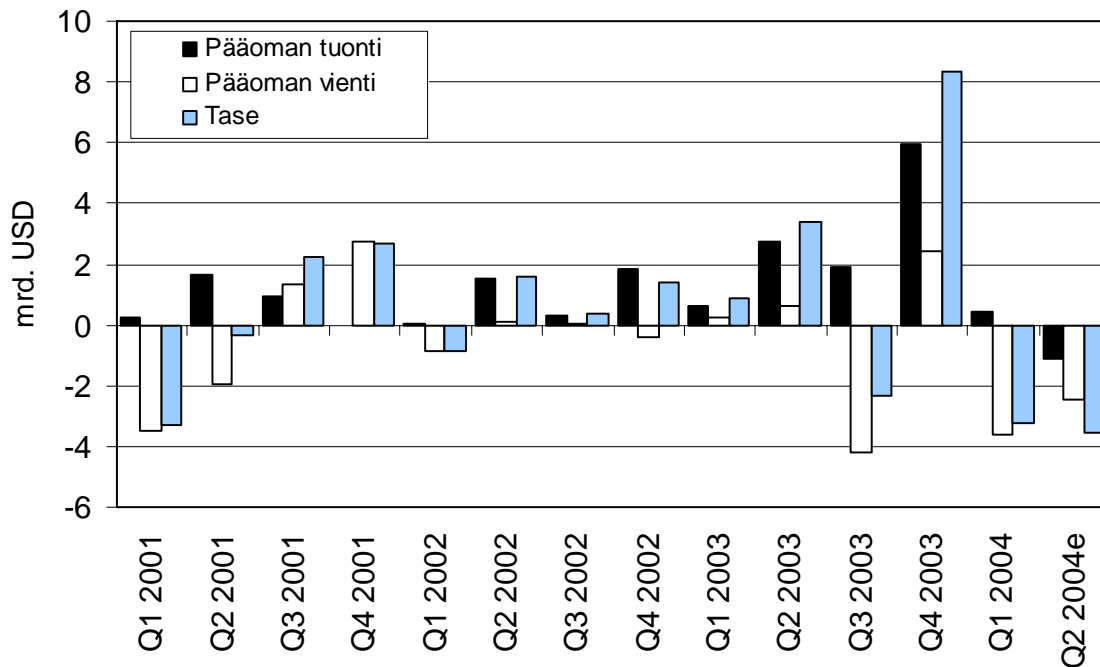
Kuva 7. Suorat ja arvopaperisijoitukset neljännesvuosittain 2001–2004



Kuva: Venäjän keskuspankki

Pankkien voimakas ulkomaisen saamisen lisäys (pääoman vienti) kuluvan vuoden aikana on varmaan ollut täysin luontevaa sijoitustoimintaa, sikäli kuin se on ollut pankkien omista tavoitteista lähtenyt (kuva 6). Osin sijoitusten kasvu lienee viime vuoden lopulla toteutuneen pääomantuonnin vastavaikutusta. Ulkomaisten sijoitusten vaihtoehtona pankkien kannalta olisi ollut lähinnä käyttää rahoitus entistäkin aggressiivisempaan luotonantoon kotimaiselle yleisölle. Luottojen kasvu Venäjällä on ollut jo muutenkin epäilyttävän vahva inflaation hillitsemiselle asetettuun tavoitteeseen nähden.

Kuva 8. Pankkisektorin pääomavirrat 2001–2004 (mrd. US\$)



Lähde: Venäjän keskuspankki

Pääomapako näkyy maksutaseen erissä eri tavoin siitä riippuen, aiheutuuko se yritysten vai pankkien ongelmista. Jos venäläiset pankit ovat vaikeuksissa, niiden toiminnot, mm. ulkomaiset erät supistuvat, ja venäläiset yritykset käyttävät mahdollisuuksien mukaan suoraan ulkomaisia pankkeja. Myös keskuspankin asema korostuu.

Venäjä on kohdannut myös jonkin verran pankkiongelmia, hyvin pahoina vuonna 1998 ja lievinä myös sen jälkeen. Eräiden venäläisten pankkien viimekesäiset, sinänsä lievät ongelmat eivät ole ilmeisesti oleellisesti häirinneet koko pankkisektorin ulkomaisia toimintoja, jotka muutenkin ovat suhteellisen vähäisiä. Pankkien maksuvalmius- ja vaka-varaisuusongelmat ovat periaatteessa maan rahatalouden kannalta erityisen pahoja siitä syystä, että nykyaikainen maksujärjestelmä perustuu pankkien keskeiseen asemaan siinä.

3.4 Yleinen valuuttapako

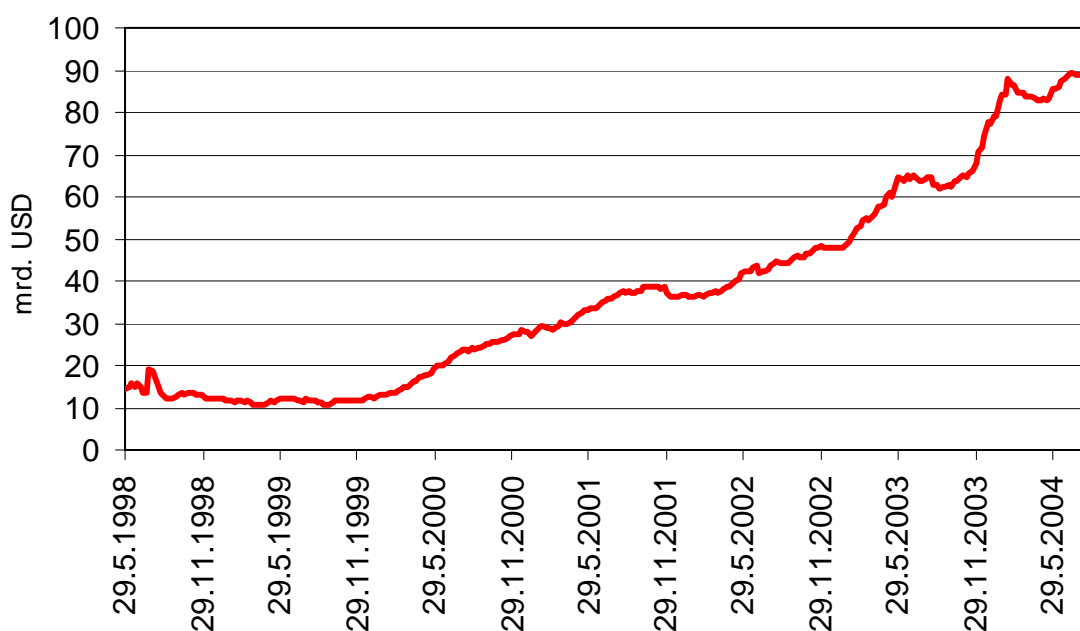
Tyypillinen valuuttapaon aihe maailmalla on ollut maan valuutan kurssiin kohdistunut spekulatio, jonka syyt ovat yleensä maan yleisissä ongelmissa ja mm. talouspolitiikkaa koskevassa epäuskossa. Tällainen spekulatio vaikuttaa eniten likvideimpiin pääomiin ja hyvin paljon myös – jos se on sallittua (Venäjällä vasta osittain) – operointiin johdannaismarkkinoilla, joilla spekulatio on teknisesti helpointa. Yleisen valuuttaspekulaation vaikutus esimerkiksi suoriin sijoituksiin saattaa olla merkityksetön tai ehkä jopa niitä tukeva, jos maan uskotaan devalvaation myötä pian saavuttavan hyvän hintakilpailukyvyn.

Koska Venäjän vaihtotaseen kehityksen uskotaan yleisesti jatkuvan vahvana eikä talouteen muutenkaan liity ilmeisiä lähivuosien kriisitekijöitä, ei maasta ole suuntautunut ulospäin tällaista "normaalista" valuuttapakoa kuin ajoittain ja silloinkin lievästi. Lähinnä tätä on viime aikoina saattanut liittyä keskuspankin valuuttakurssipolitiikkaa koskevaan

epävarmuuteen. Sikäli kuin ruplan on epäilty lähiaikoina heikkenevän, ruplavaateita on saatettu siirtää dollareihin. Pääosin kehitys näyttää kuitenkin käyneen päinvastaiseen suuntaan. Ruplan vakautuminen mm. inflaation laskiessa on saanut suuren yleisön vaihtamaan jossakin määrin valuuttaseteleitään ja -talletuksiaan ruplamääräisiksi.

Kun keskuspankki vakauttaa tai muuten ohjaa valuuttakurssia, kuten Venäjällä, se tekee sen osittain valuuttainterventioilla. Tietenkin valuuttakurssi määräytyy paljon suuremmassa määrin rahapolitiikan ja yleisen talouspolitiikan perusteella kuin interventioilla. Mutta jos ulkomaanvaluuttaa pyritään myymään yksityisillä valuuttamarkkinoilla enemmän kuin on sen ostohaluja ja ruplan kurssi pyrkii näin vahvistumaan, keskuspankki voi tämän hillitsemiseksi ostaa markkinoilta liiat ulkomaanvaluutat ja antaa vastineeksi ruplia.

Kuva 9. Venäjän valuuttavarannon pitkäaikainen kehitys (mrd. US\$)



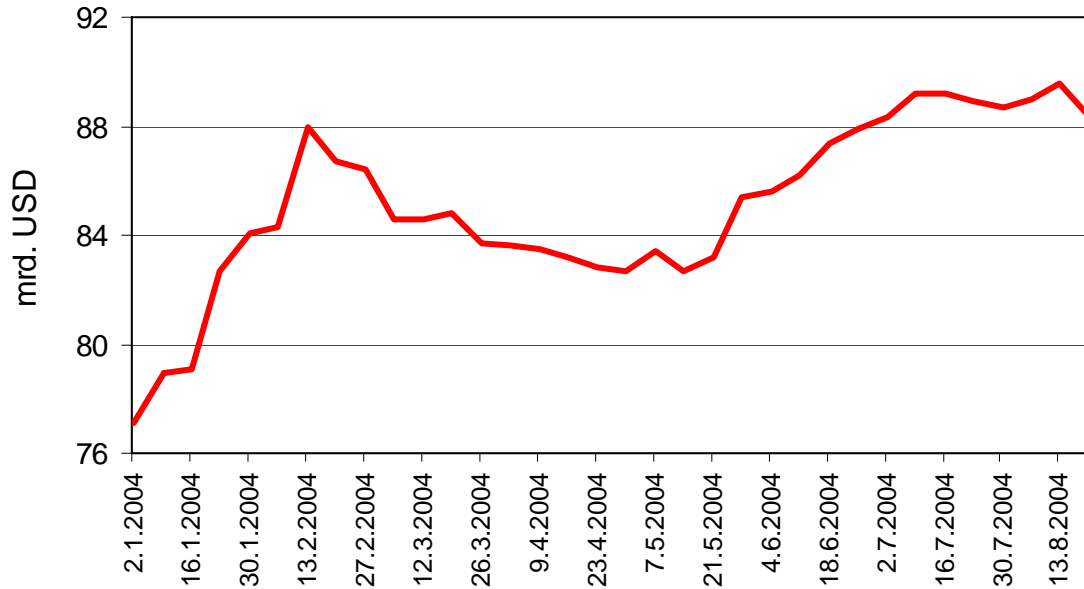
Lähde: Venäjän keskuspankki

Keskuspankin valuuttavarannon kasvu kertoo sen, kuinka paljon yksityinen ja julkinen sektori ovat nettomääräisesti tuoneet valuuttaa maahan vaihtotaseen erien ja ulkomaisten pääomanliikkeiden kautta. Vastaavasti valuuttavarannon supistuminen kertoo yksityisen ja julkisen sektorin menot ulkomaille. Keskuspankin valuuttavaranto muuttuu ennustettavalla tavalla julkisen sektorin ulkomaisista operaatioista (valtio ei spekuloi), mutta yksityisen sektorin valuuttatoimet ovat tyypillisesti herkkiä. Valuuttavarantoon kohdistuva paine on yleensä varsin hyvä indikaattori maasta tapahtuvasta valuuttapaosta tai valuuttatulvasta maahan.

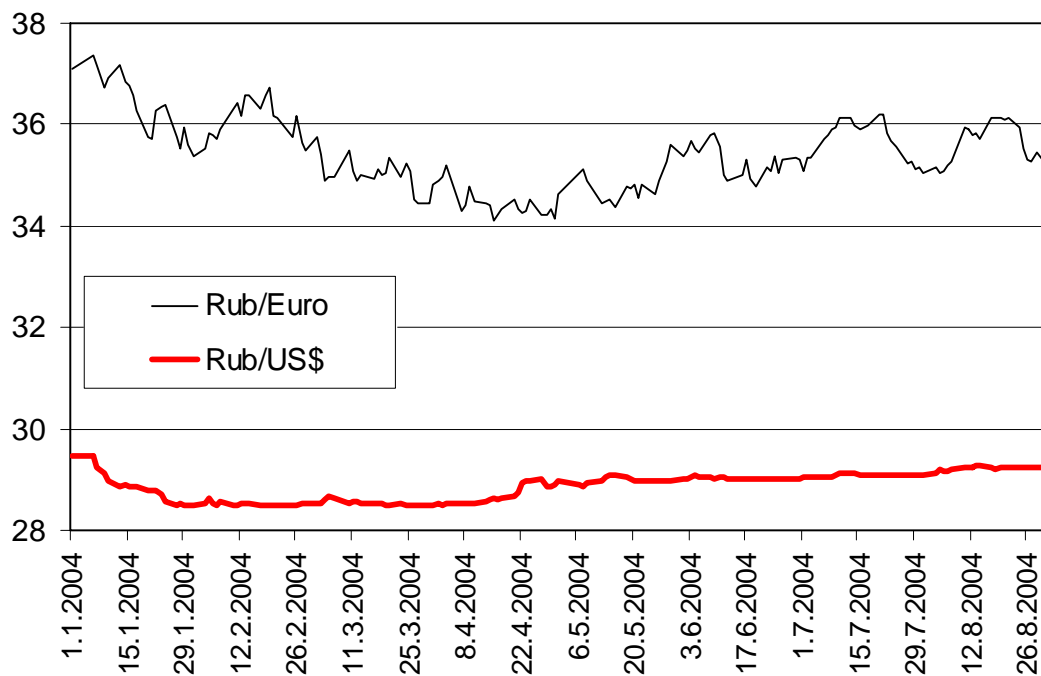
Venäjän valuuttavaranto oli vain 10 mrd. dollaria 1998 kriisin aikana mutta nykyisin jo noin 90 mrd. dollaria (kuva 7). Se on nyt kansainvälisesti katsoen hyvin suuri, yli viides BKT:sta, eli Aasian keskeisten maiden varantojen tasoilla ja selvästi yli tyypillisen länsimaisen tason. Vuoden 1998 kriisin jälkeen keskuspankin valuuttavarantoon on kertynyt määrä, joka vastaa runsasta kolmannelta samanaikaisista vaihtotaseen ylijäämistä. Tästä valossa yksityisen sektorin "pääomapako" ei näytä erityisen ongelmalliselta. Valuuttavaranto nousi viime vuodenvaihteen tienoilla yllättävän paljon osin pankkien voimakkaan pääomantuonnin vuoksi, mutta on sen jälkeen pysynyt suhteellisen vakaana.

Vaikka keskuspankki on viime vuosina voimakkaasti intervenoinut, se on ajoittain päästänyt valuuttamarkkinoiden paineen näkymään myös valuuttakurssissa.

Kuva 10 . Valuuttavarannon lyhytaikainen kehitys



Kuva 11. Ruplan kurssikehitys



Lähde: Venäjän keskuspankki

3.5 Sijoitusten tuotto

Pääomanliikkeiden tuottoihin liittyy Venäjän kannalta jonkinlainen ongelma. Venäjältä ulkomaille tehdyt sijoitukset tuottavat – ainakin maksutaseeseen saatujen tilastotietojen mukaan – huomattavasti vähemmän kuin ulkomailta Venäjälle tehdyt sijoitukset. Vaikka Venäjällä on tilastoitujakin ulkomaisia saamia enemmän kuin velkoja, Venäjän nettomääräiset tuotannon tekijäkorvaukset suuntautuvat selvästi ulkomaille päin. Viime vuonna tämä erä oli peräti noin 3 prosenttia BKT:sta.

Osin tämä on ymmärrettävää, sillä suuri osa venäläisten ulkomaisista sijoituksista on korottomia, kuten ulkomainen setelistö ja hoitamattomat valtion saamiset kehitysmailta tai nykyisin matalakorkoisia lyhytaikaisia sijoituksia, kuten keskuspankin valuuttavaranto. On sinänsä luonnollista, että sijoitusten likviditeetistä joutuu maksamaan. Toisaalta ulkomaiset sijoitukset Venäjälle ovat paljolti pitkäaikaisina sijoituksina tuottavimmissa yrityksissä. Lisäksi sijoituksilta edellytetään Venäjän ongelmien vuoksi tuntuva riskilisää. Näistä sijoituksista maksetut korot ja osingot ovat suuria.

Voi kuitenkin epäillä, että merkittävä osa venäläisten ulkomailta saamista tuotoista jää kirjaamatta maksutaseeseen. Tuottoja kertyy tietenkin myös luvatta viedystä pääomasta, ja näitä tuottoja ei varmaan kerrota viranomaisille. Tilastoinnin ongelma on myös, ettei tiedetä tarkkaan, missä määrin näiden pääomien omistajia asuu enää Venäjällä. Ulkomailta asuvien venäläisten varathan eivät kuulu Venäjän maksutaseeseen.

Sijoitusten lisääntyessä Venäjän ulkomaisten sijoitusten tuottoihin kiinnitetään varmaan lisääntyvästi huomiota. Mahdollisesti Venäjä joutuu eräiden muiden maiden tapaan tekemään erityisiä "armahduksia" luvattoman pääomantuonnin kotiuttamiseksi tai ainakin sen raportoimiseksi viranomaisille. Joissakin Euroopan maissa sijoittajat ovat voineet kotiuttaa laittomat sijoituksensa laillisiksi maksamalla verot raportoimatta jääneistä pääoman tuotoista.

4 Päätelmiä

Venäjältä tapahtunut pääomanvienti on ollut viime vuosina pääosin luonnollista yllättävän vahvan vaihtotaseen vastineränä. On myös erittäin perusteltua koota osa öljytuloista erityisesti juuri valtion öljyrahaston kautta ulkomaisiin sijoituksiin energian ja raaka-aineiden mahdollisesti putoavien hintojen varalle. Venäjän valuuttatilanne muuttuisi epäilemättä jyrkästi, jos energian hinta nopeasti laskisi. Vahvat pyrkimykset pitää vaihtotaseen ylijäämän tuoma rahoitus keinotekoisesti kotimaassa lisäävät rahamarkkinoiden likviditeettiä ja inflaatiopaineita sekä vahvistavat ehkä valuuttakurssia epätoivottavan paljon.

Toisaalta ulkomaisten rahoitussijoitusten jatkuva kasvaminen on jo ilmeinen Venäjän talouden rakenteellinen ongelma. Venäjä tarvitsisi nykyistä enemmän kotimaisia sijoituksia ja korkeamman investointiasteen – ja paljonkin korkeamman, jos hyvin kunnianhimoisiin kasvutavoitteisiin todella pyritään. Rahoituksen laaja-alainen siirtyminen kotimaahan vaatisi kuitenkin investointi-ilmapiirin parantamista. Taloutta ei auta pelkkä pääomanvienin syyllistäminen. Tietenkin rikolliseen varallisuuden syntymiseen ja maastavientiin tulee puuttua voimakkaasti.

Tilapäiset pääomapaot Venäjältä ovat olleet toistaiseksi määrältään vähäisiä. Niihin liittyvä uutisointi pyrkii olemaan liiallista, mutta näinhän käy yleensäkin raha- ja valuuttamarkkinoiden uutisoinnissa.

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