

BOFIT Venäjä-ennuste  
24.9.2015

BOFIT Venäjä-ryhmä

BOFIT Venäjä-ennuste 2015–2017



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.suomenpankki.fi/bofit](http://www.suomenpankki.fi/bofit)

BOFIT Venäjä-ennuste 2015–2017  
BOFIT Venäjä-ryhmä

24.9.2015

Tietojen oikeellisuus ja vastuun rajoitus

Suomen Pankin verkkopalvelun tiedot perustuvat luotettaviin lähteisiin. Osaa materiaalista päivitetään säännöllisesti. Teknisistä syistä verkkopalvelussa olevan tiedon oikeellisuutta, muuttumattomuutta ja ajantasaisuutta ei kuitenkaan kaikissa tilanteissa voida taata. Suomen Pankki ei vastaa mistään verkkopalvelun käytöstä mahdollisesti aiheutuneesta vahingosta.

Suomen Pankki varaa oikeuden milloin tahansa muuttaa ja poistaa verkkopalvelussa olevaa aineistoa, joko osittain tai kokonaan.

Verkkopalvelussa olevaa aineistoa saa vapaasti lainata, mutta lähde on mainittava. Palveluun voi myös tehdä linkkejä omilta sivuilta. On kuitenkin muistettava, että vastuu linkin ajantasaisuudesta on linkin tekijällä.

## BOFIT Venäjä-ryhmä

# BOFIT Venäjä-ennuste 2015–2017

*Venäjän talous on supistunut tänä vuonna, koska öljyn hinta laski jyrkästi vuonna 2014. Ennustamme BKT:n pienenevän vuonna 2015 noin 4 %, jos öljyn hinta on vähän alle 55 dollaria. Epävarmuus vähentää investointeja, ja kulutus kärsii nopeasti nousseista hinnoista. Valtiontalouden menot vähenevät reaalisesti. Toisaalta Venäjän öljynvienti kasvaa hyvin. Tuonti on supistunut, ja sen odotetaan olevan neljäsosan pienempi kuin vuonna 2014. Vuosina 2016–2017 öljyn hinnan oletetaan nousevan melko lievästi, mutta vuoden 2014 hinnan romahdus painaa taloutta vielä vuonna 2016. Odotamme talouden ja tuonin supistuvan edelleen hieman vuonna 2016 ja elpyvän sitten vähitellen. Elpymisen jälkeen talouden kasvu jää hitaaksi, sillä kasvun mahdollisuuksia ovat heikentäneet vähäiset investoinnit sekä Venäjän systeemipuutteet ja niiden korjaamatta jättäminen. Epävarmuutta ylläpitävät jatkuvat jännitteet Itä-Ukrainassa ja pakotteet sekä epäselvyys talouden ja kaupan rajoitustoimien kehityksestä Venäjällä. Rahapoliittinen elvytys on vaikeaa, ja valtiontalous on joutunut niukuuden keskelle. Ennusteen riskit ovat edelleen suuret ja koskevat etenkin investointeja ja tuontia.*

### Kotimainen kysyntä ja tuotanto vähentyneet – tuonti pienentynyt

Venäjän talouden kasvua on jo aiemmin rasittanut kaksi tekijää: systeemipuutteet ja epävarmuuden lisääntyminen etenkin vuodesta 2014 lähtien. Epävarmuuden kasvu on johtunut Venäjän Ukrainaa ravistavista toimista ja niistä aiheutuneista rahoitus- ja kauppapakotteista sekä Venäjän toimista, mm. vastasanktioista, jotka ovat rajoittaneet sen oman talouden ja ulkomaankaupan markkinaehtoista toimintaa.

Lisäksi viimeisen vuoden, puolentoista aikana öljyn ja myös kaikkien muiden Venäjälle tärkeiden perusvientihyödykkeiden hinnat ovat laskeneet jyrkästi, mikä on supistanut merkittävästi Venäjän kotimaista kysyntää. Yksityisen kulutuksen valtaosaa edustava vähittäiskauppa pieneni vuoden alussa kerralla lähes kymmenesosan, ja vähittäiskauppa on ollut sen suuruista siitä lähtien. Kotitalouksien reaalitytulot ovat vähentyneet tuntuvasti inflaation kiihdyttyä talvella, ja sen jälkeen kuluttajahinnat ovat olleet 15–16 % vuodentakaista korkeammat. Lisäksi kotitalouksien velanmaksut pankeille ovat vuoden 2009 laman tapaan ylittäneet niiden luotonoton pankeista. Kiinteiden investointien väheneminen on jatkunut: investointeja tehtiin tammi-elokuussa 6 % vähemmän kuin vuotta aiemmin ja 8–9 % vähemmän kuin kaksi vuotta aiemmin siitä huolimatta, että investoinnit öljyn ja kaasun tuotantoon ovat lisääntyneet nopeasti. Varastojen vähentäminen on jatkunut voimakkaana.

Tämä on supistanut Venäjän BKT:tä, joka oli vuoden toisella neljänneksellä yli 4,5 % vuodentakaista pienempi (koko ensimmäisellä puoliskolla supistumislukema oli noin 3,5 %). Toisaalta vielä suuremman vähenemisen on estänyt lähinnä kaksi keskeistä kysyntäseikkaa. Venäjän öljyn ja öljytuotteiden viennin määrä on tänä vuonna kasvanut paljon paremmin kuin venäläiset ja kansainväliset energiaviranomaiset odottivat. Valtion budjettimenot puolestaan lisääntyivät vuoden ensimmäisellä puoliskolla nimellisruplissa lähemmäs viidenneksen vuotta aiemmasta, kun puolustus- ja sosiaalimenot kasvoivat kolmasosan.

Venäjän vientitulot ovat vähentyneet (vuoden alkupuoliskolla arvoltaan lähes 30 % vuodentakaisesta dollareissa ja runsaat 10 % euroissa ja ruplan kauppapainotetussa korivaluutassa), ja yksityisten pääomien virta pois ruplasta ja Venäjältä on voimistunut, etenkin

talvella. Tämä on heikentänyt ruplan kurssia jyrkästi. Heikon ruplan, vähentyneen kotimaisen kysynnän sekä Venäjän tuonninrajoitustoimien vuoksi Venäjän tuonti on pienentynyt rajusti. Tavaroiden ja palvelujen tuonti oli vuoden ensimmäisellä neljänneksellä määrältään neljäsosan vuodentakaista pienempi ja arvoltaan vuoden ensimmäisellä puoliskolla viidesosan vuodentakaista pienempi (euroissa).

Talous ja tuonti supistuvat edelleen hieman, toipuminen on verkkaista

Keväisen nousun jälkeen öljyn hinta on jälleen laskenut keskikesästä alkaen. Ennusteesamme öljyn hinnaksi oletetaan vuonna 2015 vähän alle 55 dollaria tynnyriltä eli runsas puolet vuoden 2014 keskihinnasta. Lisäksi epävarmuus pienentää yksityisiä investointeja. Yksityinen kulutus pysyy vaisuna, kun kotitalouksien ostovoima on kärsinyt viime talven inflaatioryöpystä. Valtiontalouden menot vähenevät reaalisesti, etenkin vuoden jälkipuoliskolla, mikäli finanssiministeriön keskikesän arviot koko vuoden menoista toteutuvat. Toisaalta Venäjän öljysektorin viennin kasvu on tänä vuonna muodostumassa huomattavan hyväksi.

Ennustamme Venäjän BKT:n pienenevän vuonna 2015 noin 4 %. Venäjän tuonti on supistunut ja sen arvioidaan olevan neljäsosan pienempi kuin vuonna 2014.

Vuosina 2016–2017 maailmankaupan kasvu elpyy ja toisaalta öljyn hinnan oletetaan nousevan melko lievästi (vähän alle 60 dollariin). Vuoden 2014 puolivälissä alkaneen öljynhinnan romahduksen odotetaan heikentävän Venäjän taloutta edelleen vuonna 2016. Talouden epävarmuutta ylläpitävät jatkuvat jännitteet Itä-Ukrainassa ja pakotteet, joiden oletetaan pysyvän voimassa suhteellisen kauan, sekä epäselvyys talouden ja kaupan rajoitustoimien kehityksestä Venäjällä. Vuonna 2016 yksityinen ja julkinen kulutus, investoinnit, BKT sekä tuonti supistuvat edelleen hieman ja elpyvät sitten vähitellen. Vienti kasvaa verkkaisesti. Elpymisen jälkeen talouden kasvu jää hitaaksi, sillä kasvun mahdollisuuksia ovat heikentäneet vähäiset investoinnit sekä Venäjän systemiputteet ja niiden korjaamatta jättäminen.

Kulutus ja investoinnit pysyvät vaihtelevina, vienti kasvaa hitaasti

Yksityinen kulutus vähenee edelleen jonkin verran vuonna 2016, koska inflaatio vaimentuu suhteellisen hitaasti. Palkkojen nousu pysyy vaisuna, sillä lamassa yritysten kannattavuus kärsii ja julkisen sektorin palkkojen korotuksia on rajoitettu ja jopa jäädytetty. Maan johto pohtii eläkkeiden indeksoinnin lieventämistä alle inflaation. Lisäksi julkisen sektorin eräiden lohkojen työntekijämäärän vähentämisestä on tehty konkreettisia päätöksiä. Vuoden 2015 tapaan irtisanomiset yrityksissä voivat olla lieviä verrattuna toiminnan vähenemiseen, mutta paineita puretaan lomautuksilla ja osa-aikaistamisilla. Kotitalouksien luotonotto säilynee laimeana, ja lamasäästäminen voi pysyä huomattavana.

Maa- ja kaupan paranevasta kasvusta huolimatta Venäjän viennin arvioidaan lisääntyvän hitaasti, sillä energia-asiantuntijat odottavat Venäjän öljysektorin viennin vähenevän ennustejaksolla. Vähenemistä paikkaavat kaasun viennin elpyminen ja heikon ruplan tukema muiden perustuotteiden vienti.

Investoinnit vähenevät hieman lisää vuonna 2016, sillä epävarmuus Venäjän talouden ja liiketoimintaympäristön näkymistä ei helpota. Investoinnit elpyvät hitaasti myös siksi, että taantuma on vapauttanut tuotantokapasiteettia. Lisäksi laman, riskien ja pakotteiden vuoksi rahoituksen kustannukset pysyvät melko korkeina. Valtion tukemat suuret investointihankkeet etenevät hiljalleen.

## Tuonti elää talouden, vientitulojen, ruplan kurssin ja inflaation mukaan

Talouden supistumisen loiventuessa ja talouden alkaessa asteittain parantua tuonti toipuu hitaasti. Lisäksi – rahoituspakotteiden rajatessa tuonnin kasvuvaraa – tuonnin elpymiselle on hyvin oleellista se, että öljyn hinnan lievä nousu ja viennin määrän kasvu lisäävät Venäjän vientituloja vähitellen.

Osaltaan tuontia tukee myös ruplan reaalkurssi, joka vahvistuu, kun Venäjän inflaatio pysyy hidastumisestaan huolimatta tuntuvasti nopeampana kuin tärkeimmissä kauppakumppanimaissa – inflaatioero kumppanien hyväksi on tänä vuonna edelleen toistakymmentä prosenttiyksikköä. Ruplan nimelliskurssin oletetaan pysyvän varsin ennallaan, sillä tuonnin joustavuus ylläpitää vaihtotaseen ylijäämää, jonka oletetaan kattavan pääoman nettovirran Venäjältä. Koska keskuspankki puuttuu enää vain poikkeustilanteissa osto- ja myynti-interventioillaan Venäjän valuuttamarkkinoiden toimintaan, nopeita vaihteluja ruplan kurssiin voi syntyä aika ajoin. Maan johto on kylläkin pyrkinyt talvesta lähtien edistämään ruplan vakautta käsiohjauksella, mm. ohjeistamalla suurimpia valtion viejäyrityksiä.

## Talouspolitiikan elvytysmahdollisuudet vähäiset, rajoittaminen kasvussa

Rahapoliittisella elvytyksellä on edessään haasteita. Rahapolitiikan ohjauksen tavoitteille muodostui hieman uusi asetelma viime talvena, kun keskuspankki nosti jyrkästi ohjaukorkoiaan vastatakseen ruplan rajuun laskuun ja siitä seuranneeseen inflaatioryöppyyn. Tämä vuonna korkoa on laskettu asteittain selvästi alle inflaatiiovauhdin. Tämä on tapahtunut nopean inflaation ja inflaatio-odotusten sekä toisaalta talouden heikentymisen luomissa ristipaineissa. Tärkeintä pankkien varojen saannille on tänä vuonna ollut kuitenkin kotimaisten talletusten paluu, mikä on osaltaan tukenut pankkien pitkän luotonannon korkojen pysymistä hieman inflaatiota pienempinä. Maan johdon haluama lopputulos on odotuttanut itseään, sillä yritysten luotonotto on pysynyt pienempänä kuin viime vuonna, kun investointihalut ovat muutoin vähäisiä.

Valtiontalous on joutunut niukkuuden keskelle. Öljyn hinnan laskettua valtiontalouden tulot olivat vuoden ensimmäisellä puoliskolla nimellisoruplissa vain hiukan suuremmat kuin vuotta aiemmin, eli reaalisesti tulot supistuivat jyrkästi. Tulot öljy- ja kaasuveroista vähenivät nimellisesti viidenneksellä, vaikka verojen dollarimääräisyys yhdistettynä ruplan kurssin laskuun paikkasi nimelliskehitystä. Muut tulot lisääntyivät alle 10 %. Finanssiministeriön mukaan valtiontalouden vaje syvenee tänä vuonna yli 5 prosenttiin BKT:stä, jos öljyn tämän vuoden keskihinnaksi muodostuu vähän yli 50 dollaria, jos BKT supistuu 3 %, ja jos menot kasvavat nimellisesti vähän yli 10 % (joulukuun 2014 suuri pankkitukisumma on jätetty pois laskuista). Puolustus- ja sosiaalimenojen kovan kasvun takia muiden menojen nimelliskasvu on jäämässä tänä vuonna 5 prosenttiin.

Valtiontalouden vajeen rahoittaminen on mutkistunut. Valtion reservirahastoa pidetään yhtenä harvoista talouden vahvuuksista, eikä sen nopea käyttö houkuttane (rahastossa oli varoja vuoden alussa 7 % BKT:stä). Ulkomainen luotonotto on melko kallista. Valtion luotonottoa kotimaisista pankeista on tänä vuonna helpottanut yksityisen sektorin luotonoton väheneminen, mutta pankkien tila voi heikentyä edelleen. Valtion pankkiluotonoton haittariskinä on myös yksityisen luotonoton syrjäytyminen. Elvytysvaran sijasta käsillä on näin ollen tarve karsia menoja heikon vuoden 2015 jatkoksi.

Taluspoliittinen elvyttäminen on vaikeaa, mutta esiin on yhä selvemmin noussut rajoittamispolitiikka, jolla pyritään kotimaisen tuotannon suojaamiseen ja tuonnin korvaamiseen. Tulevaisuutta ajatellen syntyvät korvikerakenteet eivät kuitenkaan ole kestäviä.

## Ennusteen riskit edelleen suuria

Keskeisenä ennusteriskinä on öljyn hinnan mahdollinen muuttuminen oletetusta suuntaan tai toiseen. Lisäksi Itä-Ukrainan tilanne voi heikentyä tai myös kääntyä parempaan päin. Etenkin jälkimmäisen tekijän erisuuntaiset vaikutukset investointeihin voivat kuitenkin muodostua erilaisiksi sikäli, että kielteiset tapahtumat voivat heikentää nopeasti tunnelmia yksityisten investoijien keskuudessa, kun taas myönteiset muutokset voivat palauttaa investoijien luottamusta sen verran hitaammin, että vaikutukset eivät paljoa näkyisi runsaan kahden vuoden pituisen ennustejaksomme aikana. Sama asetelma koskee yleisemminkin talouden rajoittamispolitiikan (tai uudistamispolitiikan) mahdollisten muutosten heijastumista investointeihin.

Tuontiennusteen oleellisen riskin muodostavat erilaiset kielteiset tapahtumat, jotka sysäisivät pääomaa pois Venäjältä ja siten heikentäisivät ruplaa jälleen. Tästä aiheutuva inflaation nopeutuminen söisi mm. kulutusta, mikä myös vähentäisi tuontia samoin kuin kotimaista tuotantoa, jolle koitua hyöty heikosta ruplasta viennin lisäyksen kautta jäisi todennäköisesti mainittua haittaa pienemmäksi.

Venäjän johto voisi taipua lisäämään valtiontalouden menoja huolimatta vajeen rahoituksen pulmista, jos sosiaaliset paineet kasvaisivat tuntuvasti syksyn 2016 duuman vaalien alla tai tiellä kohti maaliskuun 2018 presidentin vaaleja. Valtion menoelvytys esimerkiksi kulutuksen tukemiseksi voisi parantaa talouden lukemia ennustejaksollamme mutta pienentäisi valtiontalouden myöhempää pelivaraa parantamatta talouden kasvuperustaa.

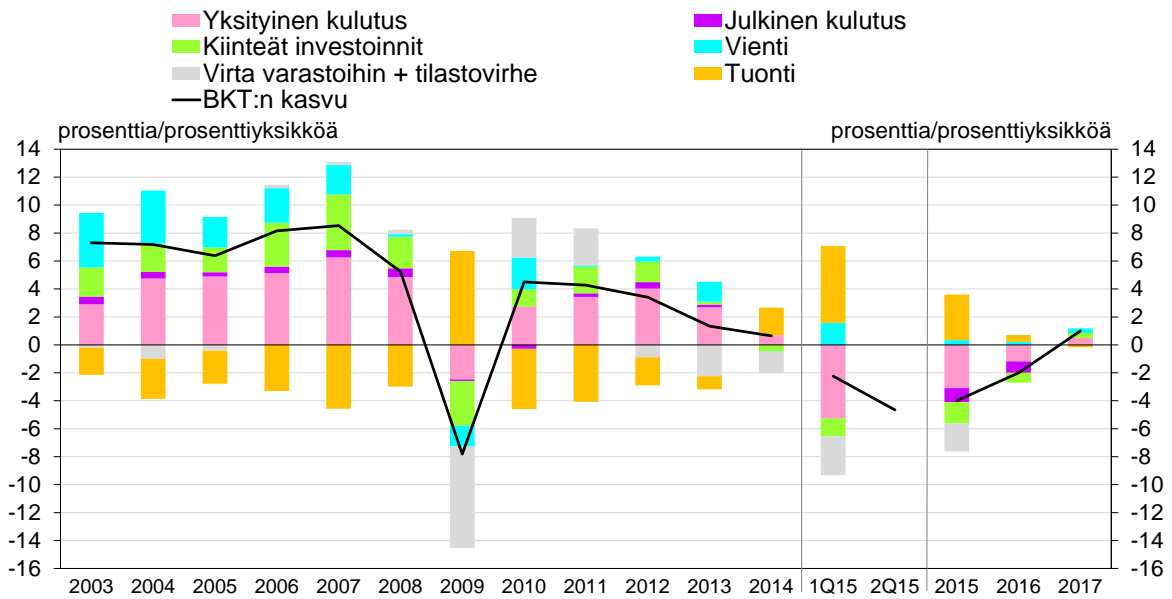
## Venäjän BKT:n ja tuonnin määrän kasvu

prosenttia

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
BKT	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-4	-2	1
Tuonti	-30	26	20	9	4	-8	-25	-4	1

Lähteet: Venäjän tilastokeskus (Rosstat) ja BOFIT-ennuste 2015–2017.

## Venäjän BKT:n kasvu vuodentakaisesta sekä kysyntäerien ja tuonnin osuus kasvusta



Lähteet: Venäjän tilastokeskus (Rosstat) ja BOFIT-ennuste 2015–2017.