

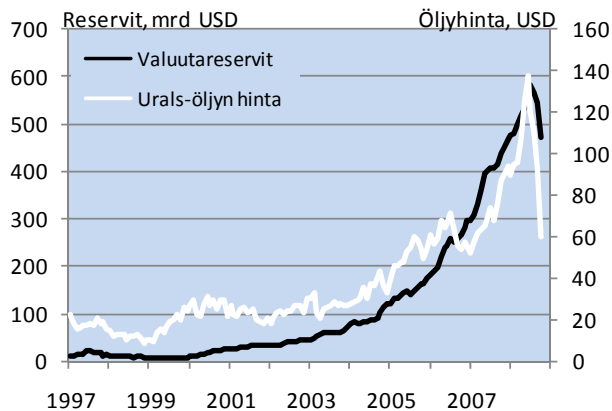
Mika Erkkilä: Venäjän keskuspankki siirtyy joustavaan valuuttakurssipolitiikkaan

Finanssikriisin laajeneminen tänä syksynä on merkinnyt käännettä Venäjän taloudessa ja politiikanteossa. Kun kriisi rajoittui rahoitussektoriin, Venäjä jatkoi pääasiallisesti vakaan ja kiinteän ruplakurssin politiikkaansa. Kriisi on nyt kuitenkin levinnyt myös reaaliatalouteen. Talouskasvua koskevia ennusteita tarkistetaan aiempia arvioita heikommiksi. Esimerkiksi Kansainvälisen valuuttarahaston World Economic Outlook -julkaisun tuoreimman ennusteen mukaan maailmantalouden kasvu vuonna 2009 on 2,2 % ja Venäjän talouskasvu vastaavasti 3,5 %.

Pelissäännöt ovat muuttuneet

Venäjä harjoitti usean vuoden ajan pääasiassa kiinteän valuuttakurssin politiikkaa. Öljyn hinnannousun ja ruplaan kohdistuneiden vahvistuspaineiden myötä keskuspankki keräsi huomattavat valuuttavarannot. Valuuttavaranto saavutti huippunsa elokuussa, jolloin se oli lähes 600 miljardia Yhdysvaltain dollaria ja noin 35 % BKT:stä. Ruplan vakautuminen ja vähittäinen vahvistuminen tämän vuosikymmenen alusta lähtien vaikuttivat osaltaan talouden dollarisoitumisen purkautumiseen. Tämän varjopuolena olivat vahvasti negatiiviset reaalikorot tilanteessa, jossa talouskasvu oli nopeaa ja jossa kireämpi politiikka olisi ollut paikallaan inflaation hillitsemiseksi. Osittain ruplan vahvistumisen vuoksi lainanotto ulkomailta lisääntyi nopeasti.

Valuuttavaranto ja Urals-öljyn hinta

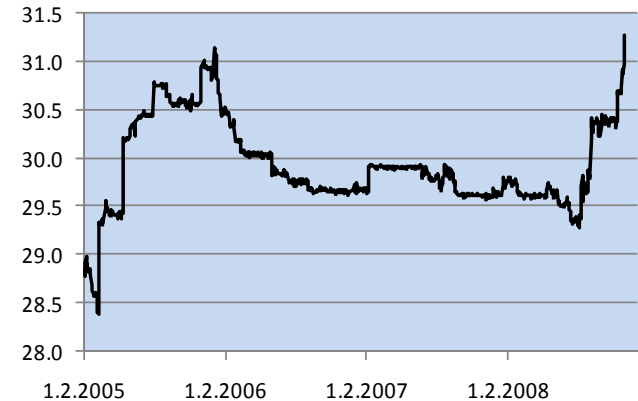


Lähde: CBR, Bloomberg

Ulkoiset olosuhteet ovat nyt muuttuneet dramaattisesti. Öljyn (Urals-laatu) hinta on tällä hetkellä alle 40 dollaria tynnyriltä eli se on laskenut yli 60 % vuoden 2008 ensimmäisen puoliskon keskimääräiseltä tasoltaan ja tätäkin enemmän heinäkuun alun yli 140 Yhdysvaltain dollarin huippuarvostaan. Ulkomainen lainanotto on periaatteessa pysähtynyt. Tämän seurauksena pääomantuonti on taittunut, ja keskuspankista on tullut ruplien ostaja valuutan heikkenemispaineiden torjumiseksi. Valuuttavaranto on kutistunut huipustaan lähes 150 miljardia Yhdysvaltain dollaria, kun keskuspankki on pyrkinyt estämään ruplan heikkenemisen suhteessa valuuttakoriin (Yhdysvaltain dollarin osuus korista on 0,55 % ja euron 0,45 %).

Keskuspankki on viime viikkojen aikana viestinyt luopumisesta kiinteän valuuttakurssin politiikastaan. Sallittua vaihteluväliä suhteessa valuuttakoriin on laajennettu jo neljästi 30 kopeekalla kulloinkin. Vaihteluvälin ala- ja yläraja näyttävät nyt olevan 28,1-31,6 ruplaa. Syynä on luultavasti ollut tarve lisätä vaihtelua ja kaksisuuntaista riskiä valuuttakurssiin, jonka vahvistumista aiemmin pidettiin pohjimmiltaan ns. varmana vetona. Uusi politiikka sallii ruplan vähittäisen heikkenemisen ja onnistuessaan hidastaa valuuttavarannon supistumista. Toimet viestivät enakoivasta valuuttakurssipolitiikan mitoitukselta ja siitä, että keskuspankki on päättänyt toimia vahvasta lähtötilanteesta eikä odota tilanteen huononemista entisestään, jolloin se saattaisi myöhemmin joutua pakon edessä turvautumaan suureen kertaluonteiseen ja mahdollisesti epävakautta aiheuttavaan devalvaatioon.

Ruplakori



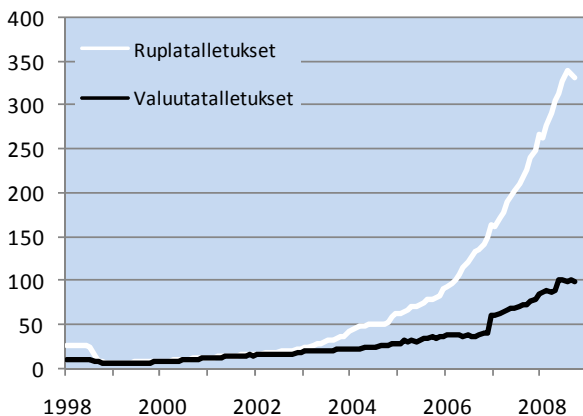
Lähde: CBR

Talletukset reagoivat herkästi ruplan kurssiin

Vaikka siirtyminen aiempaa joustavampaan valuuttakurssiin on periaatteessa tervetullut, siihen liittyy yksi keskeinen riski. Kun otetaan huomioon, että ruplan kurssiromahdus elokuussa 1998 tuhosi nousevan keskiluokan säästöt ja aiheutti konkurssiaallon pankkisektorilla, ruplan valuuttakurssi on Venäjällä luultavasti tärkein hinta, jota seurataan tarkasti. Uuden politiikan riskinä on, että se saattaa kiihdyttää sijoitusten siirtoja ruplasta valuuttamääräisiin varoihin. Toistaiseksi rupla on reagoinut vaihteluvälin leventämiseen heikkenemällä suhteessa valuuttakorin uuteen ylärajaansa.

Syyskuun loppuun mennessä pankkijärjestelmän ruplatalletukset olivat yhteensä 332 miljardia dollaria, josta kotitalouksien osuus oli 197 miljardia dollaria. Ruplatalletukset ovat viime vuosina lisääntyneet paljon nopeammin kuin valuuttatalletukset, kun rupla on vahvistunut trendinomaisesti. M2-raha-aggregaatti, joka koostuu ainoastaan ruplatalletuksista, supistui lokakuussa epätavallisen voimakkaasti eli 6 % edellisestä kuukaudesta. Tämä osoittaa, että ruplista on siirrytty ulkomaanvaluuttaan. Ruplatalletusten väheneminen osuu samaan ajankohtaan kuin ruplan heikkeneminen dollariin ja valuuttakoriin nähden.

Talletukset, mrd USD



Lähde: CBR

Vaikka keskuspankin valuuttavarannot riittävät teoreettisesti kattamaan kaikkien ruplatalletusten muuttamisen valuuttamääräisiksi, tämä vähentää pelivaraa ulkomaisen velan suhteen. Vuoden 2009 viimeiseen neljännekseen mennessä maksettavaksi erääntyvää ulkomaista velkaa on nyt 147 miljardia Yhdysvaltain dollaria, johon sisältyy vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä maksettavaksi erääntyvää velkaa yli 43 miljardia dollaria. Keskuspankki on toistaiseksi sitoutunut rahoittamaan velasta 50 miljardia dollaria. Lisäksi öljyn hinnanlaskun myötä supistuva vaihtotaseeseen ylijäämä kiristää jo nyt likviditeettitilannetta.

Lisää koronnostoja?

Keskuspankki on nostanut ohjauskorkojaan ruplan vaihteluvälin leventämisen jälkeen. Esimerkiksi jälleenerahoituskorkoa on marraskuun 11. päivän jälkeen nostettu kahteen otteeseen 200 peruspisteellä 13 prosenttiin ja repokorkoa kahdesti 200 peruspisteellä 10 prosenttiin. Valtiovarainministeri Alexei Kudrinin mukaan tarkoituksena oli luoda pankeille paineita talletuskorkojen nostoon. Kun inflaatio on yhä 14 prosentin tuntumassa ja reaalikorot ovat siten negatiiviset, korkojen lisänostot saattavat silti olla tarpeen, jotta rupla koettaisiin houkuttelevaksi sijoituskohdeksi. Ongelmana keskuspankin kannalta on, että ruplan puolustamiseksi sopiva korkotaso saattaa kuitenkin olla liian korkea hidastuvalle reaalityaloudelle.

Mika Erkkilä on BOFITin ekonomisti.