

Zuzana Fungáčová ja Sanna Kurronen

## Joukkovelkakirjojen merkitys rahoituskanavana kasvaa Venäjällä

Ennen talouskriisin alkua venäläiset yritykset ja kotitaloudet velkaantuivat nopeasti, mutta velkaantumisaste on edelleen verrattain alhainen. Pankkien luotonanto kasvoi vielä vuoden 2008 alussa 50 prosentin vuosivauhtia, mikä osaltaan tuki talouskasvua. Nyt luotonannon vaikutus on ollut päinvastainen, sillä pankkien luottokanta on reaalisesesti supistunut viime vuoden aikana. Myös Venäjän hallitus tunnustaa rahoitussektorin merkityksen talouden elvyttäjänä, ja valtion pankeja on painostettu lisäämään luotonantoaan. Joukkovelkakirjamarkkinat ovat olleet alkukesästä 2009 lähtien toimiva rahoituskanava parhaille yrityksille.

Rahoituksen saatavuus on vaikeutunut kriisin aikana

Venäläisyriyten suurin rahoituslähde on tulorahoitus, ja pankkilainojen osuus kiinteiden investointien rahoittamisessa on alhainen, noin 12 %. Osakeantien ja joukkovelkakirjojen merkitys on ollut pieni. Samoin kuin muuallakin maailmassa, Venäjällä yritysrahoituksen saatavuus on vaikeutunut kriisin aikana. Vaikka pankkisektorilla ei näytä olevan likviditeettiongelmia, luotonanto ei toimi. Keskuspankin koronlaskuista huolimatta pankit karttavat riskejä ja pitävät antolainauskorkonsa korkeina, sillä riski lisääntyvistä ongelmaluotoista on edelleen olemassa. Kansainvälisiltä markkinoilta otetut syndikaattilainat, joiden määrä vielä vuonna 2007 muodosti noin neljänneksen kotimaisesta lainakannasta, eivät pankkien luotonannon kiristymisen myötä ole venäläisten yritysten saattavissa. Niiden määrä on viime vuoden aikana pienentynyt noin 90 %. Venäläiset yritykset ovat sen seurauksena laskeneet liikkeelle joukkovelkakirjalainoja, ja sama ilmiö on nähty muuallakin maailmassa<sup>1</sup>.

Joukkovelkakirjamarkkinat rahoituskanavana

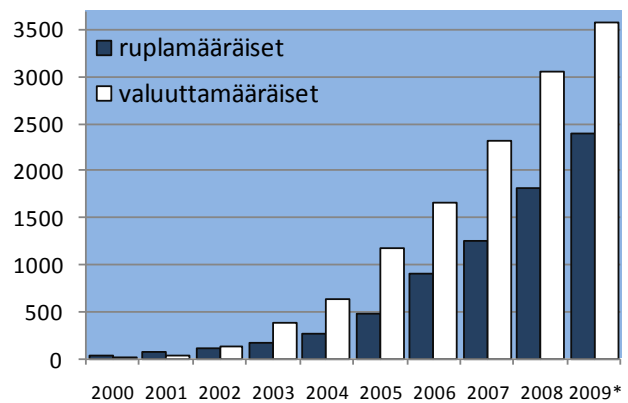
Rahoituksen saaminen Venäjän joukkovelkakirjamarkkinoilta on mahdollista lähinnä parhaille, usein valtio-omisteisille yrityksille, pankeille sekä valtiolle ja aluehallinnoille. Suuret energia-yhtiöt laskevat liikkeelle myös dollarimääräisiä velkakirjoja kansainvälisillä markkinoilla, sillä niiden tulot ovat usein dollarimääräisiä. Viimeisen vuoden aikana nähdyt voi-

<sup>1</sup> Yritysten (pl. finanssisektori) joukkovelkakirjoja laskettiin kansainvälisillä markkinoilla tammi-syyskuussa 2009 liikkeelle 1310 mrd. dollarin arvosta, mikä ylittää yritysten pankkiluottokannan (1080 mrd. dollaria) arvon (Dealogic).

makkaat valuuttakurssiliikkeet ja ruplan suojaamisen kalleus pitänevät muut yritykset pääosin poissa kansainvälisiltä pääomamarkkinoilta.

Vaikka kappalemääräisesti suurin osa venäläisten yritysten joukkovelkakirjoista lasketaan liikkeelle ruplissa, niin marraskuussa 2009 liikkeelle olleista joukkovelkakirjalainoista 60 % oli valuuttamääräisiä. Osuus oli sama kuin kriisiä edeltäneenä aikana. Vuonna 2009 useimmat liikkeelle lasketut lainat olivat kuitenkin ruplamääräisiä.

**Liikkeellä olevat venäläisyriyten joukkovelkakirjat (mrd. ruplaa)**



\*Tammi-marraskuu 2009 (www.cbonds.ru)

Lähde: Venäjän keskuspankki

Venäjän joukkovelkamarkkinat kasvoivat kriisiä edeltäneinä vuosina ripeän talouskasvun seurauksena nopeasti. Kansainvälinen kriisi kuitenkin pysäytti kasvun. Ruplan devalvaation myötä ruplamääräiset sijoitukset menettivät nopeasti arvoaan viime talvena, mikä yhdessä pankkien likviditeettipulan kanssa aiheutti joukkovelkakirjojen kysynnän romahtamisen. Syyskuun 2008 ja helmikuun 2009 välisenä aikana laskettiin liikkeelle vain muutamia uusia ruplamääräisiä joukkovelkakirjoja. Venäläiset yhtiöt palasivat markkinoille maaliskuusta 2009 alkaen ja uusien joukkovelkakirjojen kuukausimäärät ylittivät kriisiä edeltävät luvut kesällä. Venäläiset yhtiöt laskivat tammi-marraskuussa 2009 liikkeelle ruplamääräisiä joukkovelkakirjoja liki 820 mrd. ruplan (18 mrd. €) arvosta, kun koko edeltävän vuoden aikana määrä oli 470 mrd. ruplaa. Valtiollinen rautatieyhtiö RZD ja valtion öljyputkikuljetusmonopoli Transneft olivat vuoden 2009 suurimmat liikkeeseenlaskijat.

Kansainvälisiä joukkovelkakirjalainoja venäläiset yhtiöt laskivat liikkeelle tammi-syyskuussa 2009 9,4 mrd. dollarin arvosta. Määrä on 15 % kaikista ko. aikana liikkeeseen lasketuista kansainvälisistä joukkovelkakirjalainoista.

Vaikka jälkimarkkinoiden kaupat moskovalaisessa MICEX-pörsissä kasvoivat loppuvuonna ennätyslukemiin, niiden rakenne kertoo Venäjän joukkovelkakirjamarkkinoiden ohuudesta. Kahdeksan yrityksen velkakirjat muodostavat puolet jälkimarkkinoiden vaihdosta. Yllätyksettömästi likvideimpiä velkakirjoja ovat energiayhtiöiden, rahoituslaitosten sekä valtiollisen rautatieyhtiön joukkolainat.

### Kuka investoi ruplamääräisiin joukkovelkakirjoihin?

Merkittävin sijoittaja ruplamääräisillä joukkovelkakirjamarkkinoilla, joiden koko viime syyskuussa oli lähes 2300 mrd. ruplaa (52 mrd euroa), ovat venäläiset pankit. Ylimääräistä likviditeettiä on sijoitettu velkapaperimarkkinoille ja toisaalta hyvien yritysten velkakirjat toimivat edullisen keskuspankkirahan vakuutena. Repo-operaatioissa yritysten joukkovelkakirjojen osuus oli syyskuussa 2009 yli 60 %. Lisäksi ne muodostivat noin kolmanneksen muiden keskuspankkiluottojen vakuuksista.

Venäläisten pankkien salkuissa oli syyskuun 2009 lopussa lähes 40 % liikkeellä olevista yksityisen sektorin ruplamääräisistä joukkovelkakirjalainoista, eli noin 850 miljardia ruplaa. Syyskuun 2009 lopussa pankkisektorin tase oli kasvanut nimellisesti 15 % vuositasolla, kun samaan aikaan pankkien joukkovelkakirjasalkun koko oli kasvanut 60 %. Erityisen nopeasti ovat lisääntyneet sijoitukset ulkomaisten yritysten velkapapereihin, mutta myös sijoitukset venäläisten yritysten papereihin ovat kasvaneet 50 % vuodentakaisesta. Pankkilainat venäläisille yrityksille ovat sen sijaan kasvaneet vain 6 % edellisvuodesta, mikä merkitsee niiden reaalista pienenemistä.

Erityisesti suurten, valtion omistamien pankkien (Sberbank, VTB, Bank Moskv) sijoitukset joukkovelkakirjoihin kasvoivat, samoin kuin muiden valtion tukea saaneiden pankkien sijoitukset (Alfa Bank). Sijoitusten määrä yli kaksinkertaistui tammi-lokakuussa 2009, ja niiden keskimääräinen osuus taseesta kasvoi suurilla pankeilla 3 prosentista vajaa 7 prosenttiin.

### Joukkovelkakirjamarkkinoiden kasvumahdollisuudet yhä suuret

Viime aikoina maailman joukkovelkakirjamarkkinoiden kasvua on tukenut keskuspankkien tarjoama edullinen likviditeetti, jota on sijoitettu erityisesti valtiosektoriin ja hyvin luottoluokiteltuihin yrityksiin. Toistaiseksi keskuspankit ovat ylläpitäneet hyvää likviditeettiä rahoitusmarkkinoilla, mutta rahapolitiikan kiristämisestä on annettu jo ensimmäisiä vihteitä. Jos pankki- ja syndikaattilainojen saatavuus pysyy heikkona, niin joukkovelkakirjamarkkinoilla riittää liikkeeseenlaskijoita myös tulevaisuudessa. Kilpailu rahasta siten todennäköisesti kiristyy myös pääomamarkkinoilla erityisesti, kun tilannetta verrataan kriisiä edeltäneisiin löysemmän likviditeetin vuosiin.

Jos venäläisillä yrityksillä ei ole pääsyä kansainvälisille rahoitusmarkkinoille, niin riittääkö Venäjän markkinoilta sijoittajia edes hyvien yritysten velkakirjoihin, kun myös Venäjän valtion on tarkoitus laskea tänä vuonna liikkeelle joukkovelkakirjoja? Tällä hetkellä suhteellisen korkean öljyn hinnan myötä Venäjän valtion rahoitustarpeet näyttävät kuitenkin ennakoitua pienemmiltä ja valtio painottaa liikkeeseenlaskujaan kansainvälisille markkinoille mahdollisuuksien mukaan turvatakseen kotimaan likviditeetin riittävyyden.

Vaikka Venäjän joukkovelkamarkkinoilla on vielä varaa kasvuun, ne tuskin tulevat viemään pankkuluotonannon roolia yritysten rahoituksessa. Yritysrahoituksen monipuolistuminen ja rahoitusmarkkinoiden syveneminen parantanevat kuitenkin venäläisten yritysten mahdollisuuksia rahoittaa ja kasvattaa toimintaansa myös velkarahalla.

*Zuzana Fungáčová on BOFITin ekonomisti ja Sanna Kurronen seuraa Venäjän taloutta ja rahoitusmarkkinoita Pohjola Pankissa*