

Kaarevirta, Juuso; Kerola, Eeva; Nuutilainen, Riikka

Research Report

Kiinan kiinteistösektorin kriisiytymisen vaikutuksista Kiinan talouteen ja euroalueelle

BOFIT Policy Brief, No. 12/2021

Provided in Cooperation with:

Bank of Finland, Helsinki

Suggested Citation: Kaarevirta, Juuso; Kerola, Eeva; Nuutilainen, Riikka (2021) : Kiinan kiinteistösektorin kriisiytymisen vaikutuksista Kiinan talouteen ja euroalueelle, BOFIT Policy Brief, No. 12/2021, Bank of Finland, Bank of Finland Institute for Emerging Economies (BOFIT), Helsinki,
<https://nbn-resolving.de/urn:nbn:fi:bof-202112082143>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/251713>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.

BOFIT Policy Brief
2021 No. 12

Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola ja
Riikka Nuutilainen

Kiinan kiinteistösektorin
kriisiytymisen vaikutuksista
Kiinan talouteen ja euroalueelle



Suomen Pankki
Suomen Pankin nousevien talouksien
tutkimuslaitos, BOFIT

BOFIT Policy Brief
Päätoimittaja Mikko Mäkinen

BOFIT Policy Brief 12/2021
8.12.2021

Juuso Kaaresvirta, Eeva Kerola ja Riikka Nuutilainen
Kiinan kiinteistösektorin kriisiytymisen vaikutuksista Kiinan talouteen ja euroalueelle

ISSN 2342-205X (online)

Suomen Pankki,
Suomen Pankin nousevien talouksien tutkimuslaitos, BOFIT

PL 160
00101 Helsinki
Puh: 09 1831
bofit@bof.fi

www.bofit.fi

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

Sisällys

Tiivistelmä	3
1. Johdanto	4
2. Kiinteistösektorin merkitys Kiinan taloudelle on suuri	4
3. Velanoton rajoitukset paljastivat kiinteistösektorin ongelmat.....	6
Kehikko. Evergrande ja muut velkaiset rakennuttajat maksuvaikeuksissa.....	7
4. Kiinteistösektorin ongelmat voivat heijastua Kiinan talouskasvuun laajasti	10
5. Kiinan kiinteistösektorin mahdollinen kriisiytyminen voi heijastua myös euroalueelle.....	11
6. Lopuksi	14

Juuso Kaaresvirta, Eeva Kerola ja Riikka Nuutilainen

Kiinan kiinteistösektorin kriisiytymisen vaikutuksista Kiinan talouteen ja euroalueelle

Tiivistelmä

Kiinassa kiinteistösektori ja rakentaminen toimivat talouskasvun vetureina viime vuosikymmenellä ja niiden merkitys taloudelle kasvoi poikkeuksellisen suureksi. Kasvu oli kuitenkin erittäin velkavetoista ja etenkin rakentajien velkatasot nousivat korkeiksi. Kun viranomaiset kiristivät sektorin rahahanoja viime vuonna ja asuntomarkkinat viilenivät, rakentajien maksuhäiriöt lisääntyivät syksyllä 2021 ja ongelmat nousivat pintaan. Tässä artikkelissa tarkastelemme Kiinan kiinteistösektorin ja rakentamisen merkitystä Kiinan taloudelle, nykytilannetta ja sitä, miten sektorin mahdollinen kriisiytyminen vaikuttaisi maan talouteen ja mitä se merkitsisi euroalueen kasvulle. Suorat vaikutukset rahoitussektorin kautta näyttäivät euroalueen osalta vähäisiltä. Jos kiinteistösektorin ongelmat leviäisivät Kiinassa laajemmin reaalityömarkkinoille ja epävarmuus kasvaisi maan ulkopuolella, vaikutukset myös euroalueelle olisivat selvästi isommat.

Asiasanat: Kiina, riskit, kiinteistösektori, rakentaminen, talous, talouskasvu

1. Johdanto

Kiinteistösektorin ja rakentamisen merkitys Kiinan taloudelle on kasvanut voimakkaasti viimeisen reilun kymmenen vuoden aikana. Kiinan talous oli hyvin vientivetoinen, kun kansainvälinen finanssikriisi iski voimalla maailmantalouteen vuonna 2008. Vastatakseen ulkomaisen kysynnän romahtamiseen, Kiina elvytti talouttaan erittäin suurella, pääasiassa rakentamiseen keskittyneellä investointipaketilla, jota rahoitettiin pitkälti pankkilainoilla. Rakentamisen ja kiinteistösektorin osuus taloudesta nousi kohisten, samoin talouden velkasuhde. Myöhemmin 2010-luvulla, kun Kiina pyrki kaksinkertaistamaan talouden koon vuodesta 2010 vuoteen 2020 mennessä, rakentaminen koettiin hyväksi tavaksi vauhdittaa kasvua kohti tavoitetta. Kiinan rakentaminen ja kiinteistösektori kasvoivatkin talouden kokoon suhteutettuna poikkeuksellisen suuriksi. Samalla sektori, ja myös koko Kiinan talous, velkaantui erittäin nopeasti ja rakentamiseen liittyvät riskit kasvoivat.

Kiinan lukuisien rakennushankkeiden mielekkyys ja kannattavuus on herättänyt runsaasti huolta maailmalla, kun liian usein velkavetoisella rakentamisella on lyhytnäköisesti vauhditettu talouskasvua kohti poliittisesti asetettua vuosikasvutavoitetta. Tavallisesti muissa maissa nopea velkaantuminen on johtanut taloudellisiin hankaluuksiin, usein kriisiinkin. Kiinassa velka on pääosin kotimaista, mikä tuo osaltaan suojaa. Tästä huolimatta monet kansainväliset toimijat ovat olleet Kiinan velkakehityksestä huolissaan. Samalla kiinteistöjen hinnat ovat tulotasoon verrattuna nousseet monissa kaupungeissa erittäin korkeiksi kansainvälisesti verrattuna, tyhjillään olevia asuntoja on runsaasti ja hintojen korjausliikettä on pelätty vuosia. Viime vuonna Kiina alkoi puuttua rakentamisen ja kiinteistösektorin velkariskeihin selvästi aiempaa tiukemmin. Nyt viranomaisten kiristystoimet ovat ajaneet jotkut rakentajat suuriin rahoitusvaikeuksiin. Syksyn 2021 mittaan kiinteistökauppa on alkanut supistua uhkaavasti ja asuntojen hinnat ovat laskeneet. Muutamien rakentajien sijaan koko sektori näyttää olevan suuressa paineessa.

Tässä artikkelissa tarkastelemme Kiinan kiinteistösektorin ja rakentamisen merkitystä Kiinan taloudelle, nykytilannetta ja sitä, miten sektorin mahdollinen kriisiytyminen vaikuttaisi maan talouteen ja mitä se merkitsisi euroalueen kasvulle. Luku 1 tarkastelee kiinteistösektorin ja rakentamisen merkitystä Kiinan taloudelle, jonka jälkeen käydään läpi uudet sektorille asetetut rajoitukset. Luku 3 selvittää rakentajien tilannetta ja viimeaikaisia maksuvaikeuksia. Luvussa 4 pohditaan sitä, miten kiinteistösektorin ja rakentamisen ongelmat voisivat välittyä muualle talouteen ja luvussa 5, miten ongelmat voisivat heijastua euroalueelle. Lopuksi esitetään johtopäätökset.

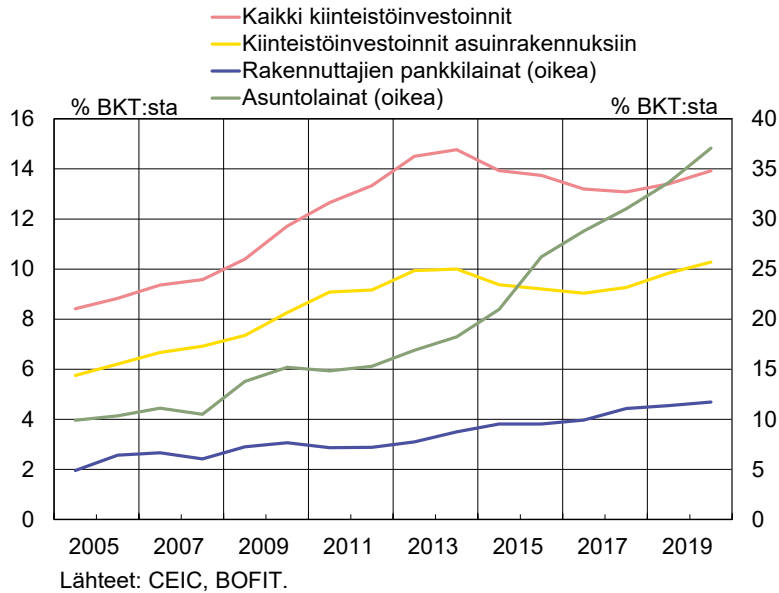
2. Kiinteistösektorin merkitys Kiinan taloudelle on suuri

Kiinteistösektorilla toimivien yritysten lukumäärä nelinkertaistui vuosien 2000–2019 välillä ja sektorin merkitys työllistäjänä kasvoi. Rogoffin ja Yangin (2021)¹ mukaan kiinteistö- ja rakennussektori työllistävät vuonna 2017 noin 18 % kaupunkien työvoimasta. Kiinteistösektorilla toimivien yritysten investoinnit nousivat vuonna 2014 korkeimmilleen, lähes 15 prosenttiin BKT:stä (Kuvio 1). Viime vuonna osuus oli noin 14 prosenttia, ja lähes kolme neljäsosaa kaikista kiinteistösektorin investoinneista oli asuntoinvestointeja. Mittaustavasta riippuen rakentamisen ja kiinteistösektorin osuus maan BKT:stä arvioidaan olevan noin 15–30 %. Rakennuttajille

¹ Rogoff, K. & Yang, Y. (2021): Has China's Housing Production Peaked? *China & World Economy* 29, 1–31.

myönnettyjen lainojen ja asuntolainojen osuus kaikista pankkilainoista on noussut vajaaseen 30 prosenttiin ja niiden yhteenlaskettu osuus BKT:stä on vajaat 50 prosenttia.

Kuvio 1. Kiinteistösektorin investoinnit ja pankkilainat suhteessa BKT:hen



Asumismenojen osuus kotitalouksien kulutuksesta on noussut parin vuosikymmenen aikana 10 prosentista 25 prosenttiin. Yli 90 % kaupunkilaisista asuu omistusasunnossa ja noin 80 % kotitalouksien varallisuudesta on kiinni kiinteistöissä. Sijoitusmahdollisuuksien vähäisyys ja sosiaalisten turvaverkkojen puute ovat ajaneet kotitaloudet sijoittamaan varansa tähän mennessä turvalliseksi mieltämilleen asuntomarkkinoille. Vuonna 2018 uuden asunnon ostajista 66 prosenttia omisti jo aiemmin yhden asunnon ja 22 % kahden tai useamman (Rogoff ja Yang, 2021).

Rakennuttajat ovat vuosien ajan velkaantuneet kovaa vauhtia halvalla lainarahalla. Suurin osa rakennuttajien tulovirrasta on ennakkomaksuja asunnonostajilta vielä rakenteilla olevista asunnoista. Osa rakennuttajista on lisäksi kerännyt rahoitusta kaupittelemalla omaisuudenhoitotuotteita erityisesti piensijoittajille ja työntekijöilleen, sekä laajentanut toimintaansa myös kiinteistösektorin ulkopuolelle.

Kiinteistösektori on myös kiinteästi yhteydessä paikallishallintojen toimintaan. Maankäyttöoikeuksien myynti on viime vuosina muodostanut parhaimmillaan jopa kolmanneksen paikallishallintojen tuloista. Lisäksi korkeat BKT-kasvutavoitteet ovat saaneet paikallishallinnon päättäjät suosimaan suuria kiinteistöjen rakennusprojekteja talouskasvun vauhdittamiseksi ja oman uransa edistämiseksi. Keskushallinto on ollut huolissaan asuntohintojen nopeasta noususta ja kiinteistösektorin korkeiksi paisuneista velkatasoista jo vuosien ajan ja tilanteeseen on aika ajoin puututtu erinäisillä tiukentavilla politiikkatoimilla. Rakentamiseen ja investointeihin vahvasti nojaavasta talousmallista on pyritty siirtymään kohti kulutus- ja palveluvetoista mallia. Toimista on kuitenkin luovuttu aina, kun niiden on nähty uhkaavan talouskasvua.

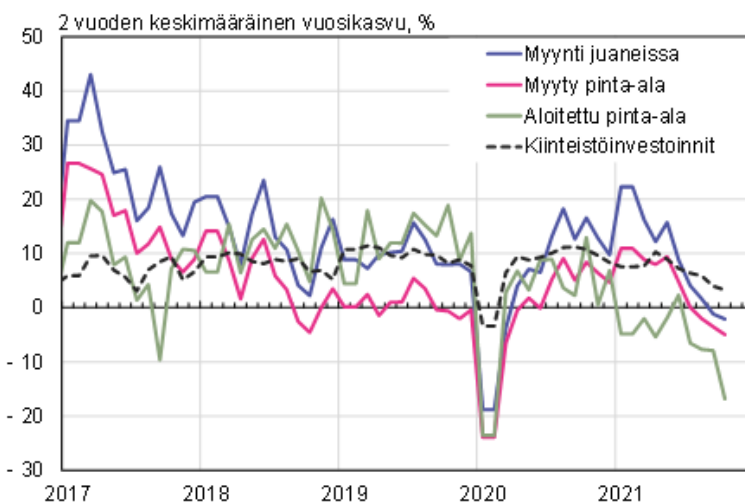
3. Velanoton rajoitukset paljastivat kiinteistösektorin ongelmat

Presidentti Xi ilmoitti jo vuonna 2017, että ”asuntojen tulisi olla asumista, ei keinottelua varten”. Kun talous palautui nopeasti vuoden 2020 alun koronakuopasta, näytti aika otolliselta viimein tarttua tiukemmin sektorin velkaantumiskehitykseen. Asuntojen hinnat ovat etenkin suurimmissa kaupungeissa karanneet tulasoon nähden maailman korkeimpien joukkoon. Lisäksi kotitalouksien reaalitytulot ovat kehittyneet koronapandemian aikana heikosti. Asumiskustannusten maltillistaminen olisi linjassa presidentti Xin viime aikoina rummuttaman tasaisemman tulonjaon periaatteiden (common prosperity) kanssa².

Elokuussa 2020 rakennuttajille asetettiin kolme velkasääntöä, ns. ”kolme punaista viivaa”. Velkaantumistasen tulisi olla alle 100 %, velan suhde omaisuuseriin alle 70 % ja lyhytaikaista velkaa saisi olla korkeintaan käteisvarojen verran. Jos rakennuttaja ylittää velkasäännöt, sen velanottoa rajoitetaan. Tammikuussa 2021 rajoituksia asetettiin vastaavasti pankkisektorille ja määriteltiin rajat kiinteistösektori- ja asuntolainojen osuuksille lainakannasta. Suurimmat sallitut osuudet riippuvat pankkien koosta. Isojen valtion pankkien osalta kiinteistösektorin lainoja saa olla 40 % ja asuntolainoja reilu 30 % lainakannasta, kun pienempien maaseutupankkien osuudet ovat selvästi tätä pienemmät (12,5 % ja 7,5 %). Rahoituksen saatavuuden kiristyttyä rakennuttajat ovat olleet yhä enemmän myyntitulojensa varassa.

Kun samaan aikaan asuntomarkkinat ovat viilenemässä ja asuntojen myyntimäärät ovat laskeneet, osa rakennuttajista on joutunut lykkäämään maksujaan alihankkijoille ja työntekijöille, ja keskeyttämään rakennusprojekteja. Tammi-lokakuussa uutta rakennuspinta-alaa rakennettiin lähes 8 % vähemmän kuin vuotta aiemmin ja 10 % vähemmän kuin vuonna 2019. Lokakuussa kiinteistöjä myytiin pinta-alalla mitattuna 22 % vuotta aiempaa vähemmän ja kahden vuoden keskimääräinen vuosikasvu painui -5 prosenttiin (Kuvio 2).

Kuvio 2. Rakennusaloituksia aiempaa vähemmän, myyntimäärät vähentyneet



Lähteet: NBS, CEIC, BOFIT.

² Kiinteistösektori ei ole ainoa toimiala, missä on viime aikoina pyritty suitsimaan erityisesti suuriksi kasvaneiden yksityisyriyten toimintaa ja painoarvoa. Kommunistisen puolueen ote taloudesta on kiristynyt huomattavasti myös muilla sektoreilla, mm. teknologiasektorilla ja rahoitusallalla.

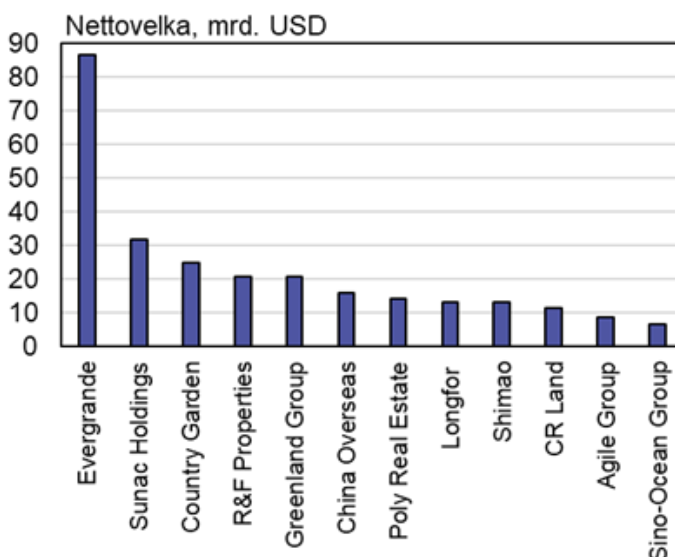
Kehikko. Evergrande ja muut velkaiset rakennuttajat maksuvaikeuksissa

Kiinan kiinteistösektorin ongelmat nousivat laajasti kansainvälisiin otsikoihin, kun Evergrande jätti maksamatta velkakirjalainojensa korkoja syyskuussa. Evergrande oli viime vuonna Kiinan suurin rakennuttaja noin 4 % markkinaosuudella ja myös velkaisin (Kuvio 3). Yhtiön ongelmat kärjistyivät ”3 punaisen viivan” rajoitusten myötä. Yksityinen Hongkongin pörssiin listattu Evergrande on ääriesimerkki nopeasti velkarahalla kasvaneesta rakennuttajasta. Se on myös laajentanut liiketoimintaansa rakennussektorin ulkopuolella mm. sähköautoihin, terveydenhuoltoon, vakuutussektorille ja jalkapallojoukkueeseen.

Evergranden koko vieras pääoma on noin 2 000 mrd. juania (\$300 mrd.), josta nettovelkaa on noin 570 mrd. juania (\$86 mrd., mikä on alle 0,4 % Kiinan kotimaisesta pankkilainakannasta). Kesäkuussa pankkisektorin suorat ja epäsuorat vastuut yhtiöstä oli luottoluokitusyhtiö Standard & Poor’sin (S&P) mukaan noin 400 mrd. juania (\$60 mrd.), eivätkä ne näytä olevan suuresti keskittyneet yksittäisille pankeille. Suurimmassa vaarassa on Evergranden osin omistama, ja sitä rahoittanut pieni Hongkongiin listattu Shengjing Bank. Elo-syyskuussa Evergrande myi osuuksia pankista Shenyangin paikallishallinnolle. Evergranden kohdalla pankkilainariskiä huolestuttavampana on pidetty trustilainoja³. Evergranden korollisista veloista 40–45 % on joidenkin tietojen mukaan trustilainoja, pankkilainojen osuus on selvästi pienempi.

Evergrande on onnistunut myymään joitain omistuksiaan, muttei isossa mittakaavassa, ja sen rahoitustilanne säilyy vaikeana. Aluehallinnot ovat ottaneet aktiivisen roolin rakennusprojektien loppuunsaattamisessa, jotta etukäteen maksaneet asukkaat eivät jäisi ilman asuntoja tai alihankkijat ilman maksuja. Yrityksen omaisuuden ja velkojen uudelleenjärjestely ja myynti tapahtuu suljettujen ovien takana, ja siitä on tihkunut vain vähän tietoja julkisuuteen.

Kuvio 3. Evergrande on kiinalaisrakennuttajista velkaantunein



Lähteet: Reuters Refinitivin dataan perustuen ja BOFIT. Tilanne syyskuussa 2021.

³ Trustilaina vastaa Suomessa notariaattilainaa. Lainan laskee liikkeeseen ja hallinnoi trustiyhtiö, ja sen pääoma on peräisin usein liikepankin välityksellä yhtiöön sijoittaneilta yksityishenkilöiltä ja yrityksiltä.

Evergrande on velkaantunut myös ulkomaille sekä emoyhtiön että sen kahden tyttären kautta, joilla on yhteensä noin \$19 mrd. dollarivelkaa. Yhtiö onnistui välttämään vielä marraskuussa virallisen maksuhäiriömerkinnän maksettuaan syys- ja lokakuussa erääntyneiden ulkomaisten velkakirjojensa kuponkimaksut 30 päivän jatkoajan sisällä (yht. \$277 milj.). Näyttää kuitenkin siltä, että joulukuussa yhtiö ei pystynyt maksamaan vastuullaan olevia tytäryhtiönsä 6.11. erääntyneitä \$83 mrd. kuponkimaksuja ja voi näin ajautua maksukyvyttömyyteen koko ulkomaisen velkansa osalta.

Viranomaisten kiristykset kotimaan pankkilainanannolle ovat heikentäneet kiinalaisrakennuttajien rahoituksen saatavuutta, minkä lisäksi uuden dollarivelan liikkeeseenlasku on hyytynyt. Taloustutkimusyhtiö Capital Economicsin laskelmien mukaan suurin osa rakennuttajien veloista on kotimaisia pankkilainoja. Niiden osuus on noin kaksi kolmannesta velasta (yhteenlaskettu kanta noin 11 % Kiinan BKT:stä, ks. Kuva 1). Seuraavaksi suurimmat erät ovat kotimaiset joukkovelkakirjalainat (bondit) ja trustilainat (molemmat vajaa 2 % BKT:stä). Ulkomaisten velkakirjalainojen osuus rakennuttajien koko velasta oli 9 % vuoden 2021 toisella neljänneksellä (noin 1 % BKT:stä).

Uutistoimisto Bloombergin mukaan lokakuun lopulla kiinalaisrakennuttajat olivat laskeneet liikkeeseen yhteensä \$207 mrd. arvosta dollarimääräisiä joukkovelkakirjoja (ns. dollaribondeja), mikä on noin neljännes kaikkien kiinalaisyriyten dollaribondeista. Suurin osa rakennuttajien dollarivelasta on luokiteltu high yield- tai roskalainaluokkaan. Kiinalaisrakennuttajien dollaribondeja on ennen kaikkea suurilla sijoitusrahastoilla; S&P:n mukaan 64 % vuosina 2019–2021 liikkeeseen lasketuista bondeista (liikepankkien osuuden ollessa 16 % ja yksityispankkien 12 %).

Kiinalaisrakennuttajien dollaribondien maksuhäiriöt ovat lisääntyneet ja ovat Bloombergin laskelmien mukaan olleet kuluvana vuonna arvoltaan noin \$3 mrd., kolmanneksen kaikista kiinalaisyriyten maksuhäiriöistä. Yksin lokakuussa ulkomaisten velkakirjojensa maksuvelvoitteet laiminlöivät China Properties Group (\$226 milj.), Fantasia Holdings (\$206 milj.), Sinic Holdings (\$246 milj.) ja Modern Land (\$250 milj.). Xinyuan Real Estate Co. vaihtoi lokakuussa erääntyviä velkakirjojaan (\$205 milj.) uusiin velkakirjoihin, jotka erääntyvät vasta kahden vuoden päästä. Samoin Yango Group vaihtoi marraskuussa velkakirjojaan (\$670 milj.) myöhemmin erääntyviin ja vältti näin maksuhäiriön. Joulukuun alussa Sunshine 100 liittyi yritysten joukkoon, jotka laiminlöivät ulkomaisen bondivelkansa maksuvelvoitteet (\$179 milj.).

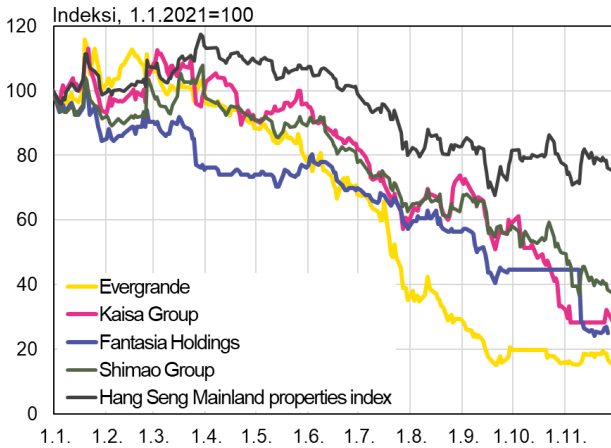
Rahoitusongelmissa oleva Kaisa ehdotti sijoittajilleen joulukuussa erääntyvien dollaribondiansa (\$380 milj.) vaihtamista myöhemmin erääntyviin vetoamalla tämänhetkisiin vaikeuksiin maksaa niitä takaisin. Sijoittajat eivät tätä hyväksyneet, eikä yhtiö maksanut 7.12. erääntyviä kuponkimaksuja. Mikäli maksuille ei saada neuvoteltua jatkoaikaa, näyttää siltä, että myös Kaisa on jälleen ajautumassa maksukyvyttömyyteen ulkomaisen velkansa osalta.

Maksuvaikeuksissa olevien rakennuttajien bondien ja osakkeiden hinnat ovat pudonneet tänä vuonna reippaasti varsinkin Manner-Kiinan ulkopuolella (iso osa yrityksistä on listautunut Hongkongiin) (Kuvio 4). Manner-Kiinan pörsseissä kiinteistösektorin osakeindeksit ovat laskeneet vähemmän. Kansainväliset luottoluokittajat ovat laskeneet yritysten luottoluokituksia tiuhaan.

Vuonna 2015 Kaisasta tuli ensimmäinen kiinalaisrakennuttaja, joka laiminlöi ulkomaisten velkakirjojensa maksut. Kansainvälisesti luottoluokitettujen kiinalaisrakennuttajien dollaribondien maksuhäiriöitä on ollut noin kaksikymmentä, joista noin puolet tänä vuonna. Evergrande (2 prosentin osuus kaikista kiinalaisyriyten ulkomaisista dollaribondeista) ja niin ikään maksuvaikeuksissa oleva roskapankki Huarong ovat suurimmat ulkomailta bondivelkaa liikkeeseen laskeneet kiinalaisyriykset. Rakennuttajista Kaisalla on toiseksi eniten dollarivelkaa (\$11 mrd.). Luottoluokitusyhtiö Fitchin mukaan Kaisan ja Fantasia Holdingsin korollisesta velasta yli puolet on ulkomaista. Ulkomaisia sijoittajia huolestuttaa se, että yritykset priorisoivat maksuvaikeuksissa

kotimaisia velkasitoumuksia, sillä rahoitushanojen pysymien auki Manner-Kiinassa on yrityksille offshore-markkinaa tärkeämpää.⁴

Kuvio 4. Ongelmissa olevien Hongkongissa listattujen yhtiöiden osakekurssit laskeneet selvästi



Lähteet: Macrobond ja BOFIT.

Kaikkien rakennuttajien tilanne ei kuitenkaan vaikuta yhtä huonolta. Keskimäärin Kiinan suurimpien rakennuttajien tilanne on parantunut viime vuoteen verrattuna ja tilinpäätöstietojen perusteella yhä harvempi niistä rikkoo viime vuonna viranomaisten julkaisemia ”kolmen punaisen viivan” rajoituksia (Kuvio 5).

⁴ Kysymysmerkki on myös kiinalaisyriyten ulkomaisten dollaribondien liikkeelle laskuissa yleisesti käyttämä ns. keepwell-järjestely. Järjestelyssä bondit on laskenut liikkeeseen emoyhtiön sijaan yleensä veroparatiisiin rekisteröity offshore-tytäryhtiö ja emoyhtiö lupaa pitää offshore-yhtiön maksukykyisenä ns. keepwell-sopimuksella, muttei suoraan takaa bondien takaisinmaksua. Emoyhtiön maksukyvyttömyystapauksessa on epäselvää, onko se vastuussa sijoittajille keepwell-sopimuksella tukemistaan bondeista. Järjestelyä ei ole käyttänyt yksikään nyt maksukyvyttömyyteen ajautunut rakennusyhtiö. Evergrande on laskenut dollaribondeja omista nimissään sekä Tianji Holding ja Scenery Journey -yhtiöiden nimissä, joilla on keepwell-järjestely Evergranden tyttären Hengda Real Estaten kanssa.

Kuvio 5. Velkaisimmat rakennuttajat ovat onnistuneet parantamaan tilannettaan "3 punaisen viivan" - rajoituksilla mitaten, rikottujen tapausten lkm

	1H2020	1H2021
1 Evergrande	3	3
2 Country Carden	1	0
3 Vanke	1	0
4 Greenland Group	3	1
5 Poly RE	0	0
6 Sunac	3	0
7 Longfor	0	0
8 CR Land	0	0
9 China Overseas	0	0
10 Seazen	1	0
11 Shimao	1	0
12 Fortune Land	3	2
13 Greentown	1	0
14 Gemdale	0	0
15 CIFI	1	0
16 Jinmao	2	0
17 Guangzhou R&F	3	2
18 Aoyuan Group	1	1
19 Agile Group	1	1
20 Kaisa Group	2	0
Ainakin yksi rike, lkm	15	6

Lähteet: DBS Bank, Capital Economics ja BOFIT.

4. Kiinteistösektorin ongelmat voivat heijastua Kiinan talouskasvuun laajasti

Millä tavalla kiinteistösektorin ongelmat voisivat vaikuttaa Kiinan talouskasvuun? Vaikutuskanavat voidaan jakaa karkeasti kolmeen: 1) suorat rahoitusmarkkinavaikutukset, 2) suorat vaikutukset reaalityömarkkinaan, ja 3) epävarmuuden kasvu.

Suorat rahoitusmarkkinavaikutukset näkyisivät ensin erityisesti kiinteistösektorin toimijoiden ja näihin kiinteästi kytköksissä olevien yritysten kasvavina rahoituskustannuksina ja laskevana markkina-arvoina. Pahimmillaan sijoittajien epäluulo voisi levitä koskemaan valtaosaa yrityskehityksestä, tai erityisesti ulkomaisten sijoittajien osalta kaikkia kiinalaisia yrityksiä. Korkojen nousu ja vakuusarvojen pieneneminen vähentäisivät yritysten mahdollisuuksia saada tarvittavaa lisärahoitusta ja syventäisivät niiden ongelmia. Kiinan keskuspankin kesällä julkaisemia pankkisektorin stressitestin mukaan kiinteistösektorin hoitamattomien lainojen tuntuvakaan nousu ei pitäisi muodostua systeemitasoisen uhaksi pankkisektorilla, vaikka haasteet pienemmille pankeille saattavatkin olla tuntuvia.

Kiinteistösektorin ongelmilla olisi myös suoria vaikutuksia reaalityömarkkinaan. Kiinteistö- ja rakennussektori on suuri työllistäjä ja alihankintaketjut ovat valtavat. Pahimmillaan vaikutukset työllisyyteen ja tulojen kehitykseen voisivatkin olla massiiviset, ja kotimainen kysyntä supistuisi merkittävästi. Lisäksi maankäyttöoikeuksien kysynnän väheneminen ja hintojen lasku romahduttaisi paikallishallintojen tulovirrat.

Rahoitusmarkkinaheilunta, asuntohintojen korjausliike ja työllisyysvaikutukset kasvattaisivat myös epävarmuutta. Luottamuksen rapautuminen näkyisi erityisesti yksityisellä sektorilla. Kotitaloudet olisivat aiempaa haluttomampia lisäämään kulutustaan ja yritykset epäoivastaisivat investoimista. Koska kotitalouksien varallisuus on pitkälti kiinni asunnoissa, hintojen selvä lasku lisäisi kotitalouksien tyytymättömyyttä. Sosiaalisen epävakauden kasvulla voisi olla peruuttamattomia seurauksia. Rahoitusmarkkinoilla epäluottamus nykyhallintoon saisi rahoittajat vähintään epäilemään

suurten valtionyhtiöiden oletettujen valtioneuvosten pitävyyttä. Kannattamattomimpien yritysten rahoituksen saanti vähenisi oleellisesti ja ajaisi ne varmasti ongelmiin. Luottamuksen rapautuminen olisi vähintään suuri imagotappio kommunistiselle puolueelle ja sen nykyjohdolle.

Viime aikoina kansainväliset investointipankit ovat julkaisseet arvioita kiinteistösektorin hiljenemisen vaikutuksista Kiinan talouskasvuun. JP Morgan on arvioinut, että mikäli kiinteistöinvestoinnit laskisivat 5 %, BKT-kasvuvauhti hidastuisi 0,6–0,7 prosenttiyksikköä. Vastaavasti asuntohintojen yhden prosentin lasku pienentäisi kotitalouksien kulutuksen kasvua 0,2 prosenttiyksikköä. Goldman Sachsin negatiivisessa skenaariossa maankäyttöoikeuksien myynti ja uudet asuntoaloitukset laskisivat 15 % ja asuntohinnat halpenisivat 5 %. Tämä saisi vuoden 2022 BKT-kasvun pienenemään 1,4 prosenttiyksikköä.

Vaikutuksia listatessa on kuitenkin hyvä muistaa, että viranomaisilla on Kiinassa runsaasti työkaluja puuttua markkinoiden toimintaan. Rahoitusmarkkinoiden heiluntaan voidaan puuttua suoraan erinäisillä tukistoilla, mahdollisia luottotappioita voidaan korvata valtion toimesta ja luotonantoa saadaan lisättyä yksinkertaisesti käskemällä etenkin valtionomisteisia pankkeja kasvattamaan lainanantoon. Lisäksi erityisesti rahapolitiikassa on runsaasti liikkumavaraa. Vaikka julkinen talous on heikentynyt pandemian aikana ja IMF arvioi julkisen talouden alijäämän pysyvän seuraavat vuodet yli 15 prosentissa BKT:stä, valtaosa julkisesta velasta on kotimaisessa omistuksessa.

Vaikka valtiolla onkin suhteellisen paljon sananvaltaa tarjontapuoleen, yksityistä kysyntää on vaikeampi pakottaa. Siksi kotitalouksien ja yksityisten yritysten kokeman epävarmuuden pienentäminen on mahdollisissa ongelmatilanteissa äärimmäisen tärkeää. Tästä syystä onkin todennäköistä, että valtio suojelee asunnonostajia, tavarantoimittajia, piensijoittajia ja säästäjiä mahdollisilta tappioilta. Toisaalta yhtä todennäköistä on, että ongelmiin joutuneiden yhtiöiden johto, rahoittajat, institutionaaliset sijoittajat ja ulkomaiset velkojat joutuvat kantamaan osansa seurauksista.

5. Kiinan kiinteistösektorin mahdollinen kriisiytyminen voi heijastua myös euroalueelle

Suorat riskit Kiinan kiinteistösektorin ongelmista euroalueelle muodostuisivat rakennuttajien velkakirjamaksujen laiminlyönneistä ja näistä syntyvistä luottotappioista. Kokonaiskuvan saaminen Kiinan rakennussektoriomistuksista on vaikeaa, koska rakennuttajat laskevat liikkeeseen velkakirjoja myös usein tytäryritysten kautta, joista osa on vielä kirjoilla erinäisissä veroparatiiseissa. Kaiken kaikkiaan euroalueen toimijoiden suorat sijoitukset Kiinan kiinteistösektoriin näyttävät olevan kokoluokaltaan vähäisiä, ja suurelta osin suurten sijoitusrahastojen omistuksessa.

Kiinan rahoitussektorin sulkeutuneisuus käytännössä estää isompien rahoitusmarkkinariskien leviämisen maailmalle. Suurimmat vaikutukset muualle maailmaan ja euroalueelle syntyisivätkin silloin, jos rakennussektorin riskit leviäisivät laajemmin reaalityömarkkinoille ja Kiinan talouskasvu hidastuisi merkittävästi.

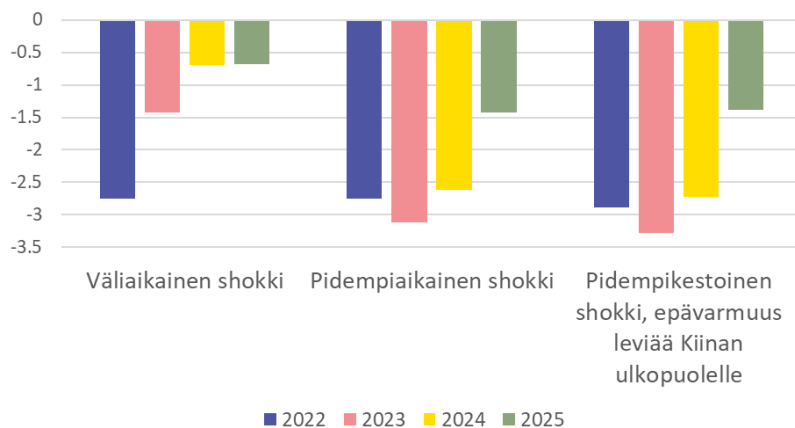
Rakentamisen voimakas hidastuminen vaikuttaisi välittömästi niihin maihin, jotka tuottavat rakentamisessa tarvittavia raaka-aineita, sekä rakennuksiin toimitettavia koneita, laitteita ja teknologiaa. Hieman pidemmällä aikavälillä vaikutus leviäisi investointihyödykkeisiin. Epävarmuuden kasvu ja työllisyyden heikkeneminen supistaisivat Kiinassa yksityistä kulutusta, mikä vaikuttaisi laajasti maailman kulutushyödykkeiden Kiinan-vientiin. Sen lisäksi, että Kiina on kirkkaasti maailman suurin viejä, se on maailman toiseksi suurin tuontimaa heti Yhdysvaltojen jälkeen.

Tätä artikkelia varten teimme mallilaskelmia käyttämällä IMF:n kehittämää globaalia kokonaistaloudellista mallia (GIMF). Kiinteistösektorin riskejä mallintaaksemme asetimme Kiinan talouden alttiiksi kolmenlaisille shokeille: yritysten riskipreemiot kasvavat (riskipreemioshokki), investoinnit vähenevät (investointishokki) ja kotitalouksien epävarmuus kasvaa (preferenssishokki). Katsoimme kolmea eri skenaariota: ensimmäisessä skenaariossa Kiina saa ongelmat nopeasti hallintaansa, jolloin shokit pysyvät väliaikaisina, eivät leviä maan ulkopuolelle ja kestävät yhden vuoden ajan. Toisessa skenaariossa tilanteen vakauttaminen vie selvästi pidempään ja shokkien kesto on kolme vuotta, mutta ne eivät edelleen leviä muihin maihin. Kolmannessa skenaariossa shokkien pidempi kesto (3 vuotta) levittää epävarmuutta myös muualle maailmaan⁵. Kaikissa skenaarioissa oletetaan, että investoinnit vähenevät Kiinassa ensimmäisenä vuonna (2022) lähes 9 % verrattuna perusuraan, kulutus on reilut 4 % pienempi, ja ulkoisen rahoituksen riskipremio kasvaa vajaat 2 prosenttiyksikköä. Shokkien koot on valittu niin, että Kiinan BKT supistuu ensimmäisenä vuonna noin puoleen IMF:n uusimmasta, lokakuussa ilmestyneestä ennusteesta (jossa Kiinan vuoden 2022 BKT-kasvu 5,6 %).⁶

Ensimmäisessä skenaariossa shokki jää väliaikaiseksi, ja Kiinan BKT on vuonna 2024 enää puoli prosenttia perusuraa alempi (Kuvio 6). Toisessa ja kolmannessa skenaariossa tilannetta ei saada heti hallintaan ja shokin kesto on pidempi. Tällöin BKT on vielä kolmen vuoden päästä 2,5 % perusuraa alempana.

Tuloksia arvioidessa täytyy huomioida, että GIMF-malli on aikoinaan kalibroitu käyttäen dataa ajalta ennen vuoden 2008 kansainvälistä finanssikriisiä. Sen jälkeen Kiinan painoarvo maailmantaloudessa ja erityisesti maailmankaupassa on kasvanut merkittävästi, mistä syystä mallin tulemia voinee pitää jonkinlaisina alarajoina. Aiemmissa Kiinaa koskevissa mallisimuloinneissa GIMF-mallilla saadut tulokset ovatkin olleet mallivertailun pienimmästä päästä⁷.

Kuvio 6. Skenaarioiden vaikutukset Kiinan BKT:hen
Kiinan BKT, vaikutus perusuraan*, %



Lähde: Suomen Pankin laskelmat. *Perusuralla tarkoitetaan tässä IMF:n lokakuun WEO-ennustearaa.

⁵ Oletamme lisäksi, että Yhdysvalloissa ja Kiinassa on rahapoliittista liikkumavaraa, mutta euroalueella sitä rajoittaa nollakorkoraja. Juanin kurssi on laskelmissa endogeeninen (määräytyy mallin puitteissa), mutta tuloksissa ei ole suurta eroa vaikka sen olettaisi eksogeeniseksi (määräytyy mallin ulkopuolella).

⁶ Rogoffin & Yangin (2021) arvion perusteella noin 10 % pudotus kiinteistösektorin aktiviteetissa voisi aiheuttaa suunnilleen tämän kokoluokan pudotuksen BKT:n tasoon.

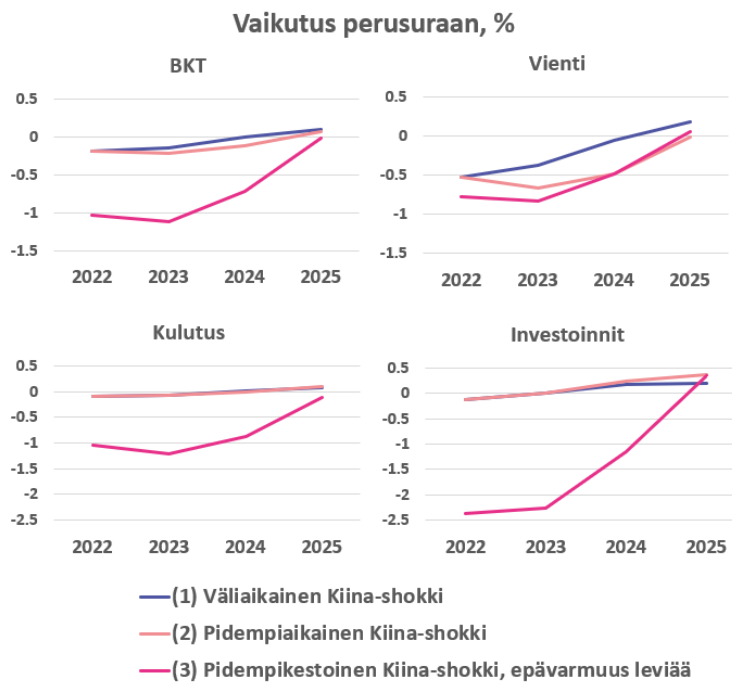
⁷ Vuonna 2018 EKP:ssä tehtiin analyysi, jossa katsottiin Kiinan talouskasvun hidastumisen vaikutuksia euroalueelle ja vertailtiin eri mallien antamia tulemia keskenään. EKP:n omalla ECB-Global puolirakenteellisella mallilla saatiin euroalueelle lähes kaksi kertaa GIMF-mallia suuremmat vaikutukset. Empiirisesti estimoidulla 36 maan GVAR-mallilla vaikutukset olivat lähes nelinkertaiset (ks. [The transition of China to sustainable growth – implications for the global economy and the euro area](#), ECB Occasional paper 206, January 2018).

Mitä tämä tarkoittaa euroalueelle? Ensimmäisen ja toisen skenaarion vaikutukset näyttävät olevan euroalueelle suhteellisen pienet. Pidempikestoinenkaan BKT:n kasvun hidastuminen Kiinassa ei pienentäisi euroalueen BKT:tä seuraavina kahtena vuotena kuin noin 0,2 % verrattuna perusuraan (Kuvio 7). Vienti supistuisi vuonna 2022 puoli prosenttia, ja palaisi pidempiaikaisen Kiina-shokin skenaariossa perusuralle vasta vuonna 2025. Kulutukseen tai investointeihin pidempiaikaisellakaan Kiinan BKT:n hidastumisella ei olisi merkitystä.

Vaikutukset kasvavat suuremmiksi kolmannessa skenaariossa, jossa oletetaan (hyvin asiaankuuluvasti), että Kiinan talousvaikeuksien pidempi kesto aiheuttaisi epävarmuutta myös muualla maailmassa. Tällöin euroalueen BKT olisi noin prosentin perusuraa matalammalla kahtena seuraavana vuonna ja vienti putoaisi 0,8 %. Jos suhteuttaa nämä IMF:n uusimpaan ennusteeseen, BKT:n kasvu putoaisi ensi vuonna lähes neljänneksen (4,3 prosentista 3,2 prosenttiin), viennin kasvuvauhdin pudotessa 5,4 prosentista 4,6 prosenttiin. Epävarmuuden kasvu vaikuttaisi etenkin kulutukseen ja investointeihin. Kulutus olisi seuraavien kolmen vuoden ajan noin prosentin perusuraa matalammalla ja investoinnit olisivat seuraavat kaksi vuotta lähes 2,5 % pienemmät.

Yhteenvetona voi todeta, että Kiinan kasvun hidastuminen vaikuttaa kaikissa kolmessa skenaariossa suoraan euroalueen vientiin. Näissä mallilaskelmissa vaikutus euroalueen investointeihin ja kulutukseen ja näin ollen BKT-kasvuun on kuitenkin marginaalinen ilman oletusta epävarmuuden leviämisestä Kiinan ulkopuolelle. Jos epävarmuus leviää myös muualle maailmaan, Kiinan BKT-kasvun puolittuminen ensi vuonna pienentäisi euroalueen BKT-kasvua neljänneksellä.

Kuvio 7. Skenaarioiden vaikutukset euroalueelle



Lähde: Suomen Pankin laskelmat.

6. Lopuksi

Kiinan talouden kasvuvauhti on hyytymässä. Vuoden 2021 kolmannen neljänneksen talouskasvu jäi 0,2 prosenttiin edelliseen neljännekseen nähden ja investointien kontribuutio BKT:n kasvuun oli täysin poikkeuksellisesti negatiivinen. Kuukausitilastojen valossa kasvu jatkoi hidastumistaan myös lokakuussa. Kasvu on hidastunut useammilla sektoreilla, mutta etenkin taloudelle tärkeä kiinteistösektori on viranomaisten asettamien rajoitustoimien myötä jyrkkenevässä laskusuhdanteessa. Asuntokaupan volyyymi supistuu nopeasti, asuntojen hinnat ovat kääntyneet laskuun, ja uudet rakennusaloitukset supistuvat.

Viranomaiset ovat vakuutelleet, että yhden tai muutaman rakennuttajan vaikeudet ovat pitkälti hallittavissa, eivätkä ne aiheuta järjestelmätason uhkaa. Vaikeudet ovat kuitenkin jo selvästi levinneet yksittäisistä rakennuttajista koko sektoriin kohdistuviksi paineiksi, mikä lisää riskejä merkittävästi. Samalla viranomaiset ovat pitäneet kiinni rakennussektorin velkasäännöistä, mutta joutuvat jo puntaroimaan talouspolitiikan eri tavoitteiden välillä, sillä talouskasvun ylläpitäminen ja etenkin vakauden vaaliminen ovat Kiinassa tärkeitä päämääriä. Viime päivinä on uutisoitu, että viranomaiset olisivat hieman joustaneet valtionomisteisten rakentajien velkasäännöissä. Viranomaiset eivät kuitenkaan ole, ainakaan julkisesti, ilmoittaneet sektorille suunnatuista laajemmista tukitoimista.

Kiinteistösektorin velkaantuneisuuden purkaminen ja asuntohintojen hallittu korjausliike ovat kaiken kaikkiaan toivottuja pyrkimyksiä, mutta tilanteen pitäminen hallinnassa on vähintään vaikeaa. Kiinassa viranomaisilla on kuitenkin muita maita laajemmin mahdollisuus vaikuttaa laajan valtiosektorin kautta. Etenkin valtion pitkälti hallitsema pankkisektori on keskeisessä asemassa. Kun viimekädessä pelissä on myös luottamus vallassa olevien kykyyn hoitaa ongelmia ja johtaa maata, päättäjillä on poikkeuksellisen suuret kannustimet estää tilanteen eskaloituminen, vaikkapa lieventämällä asunnonostamiseen liittyvää sääntelyä. Kuitenkin niin kauan, kun koko kiinteistösektorin tilanne jatkuu vaikeana, kasvaa mahdollisuus jonkinlaiselle politiikkavirheelle – viranomaisten kokonaisarvio tilanteesta on väärä tai politiikkatoimien ajoitus menee pieleen. Virheiden mahdollisuutta lisää se, että epävarmuutta liittyy yritysten raportoimiin tietoihin omasta taloudestaan, monimutkaisiin yritysjärjestelyihin ja ylipäätään viranomaisten tuottamiin taloustilastoihin. Nämä hämärtävät tilannekuvan muodostamista ja hankaloittavat tarvittavien politiikkatoimien laatimista.

Kiinan kiinteistösektorin mahdollinen kriisiytyminen vaikuttaisi kotimaan talouteen useita kanavia pitkin. Rakentaminen supistuisi nopeasti, työttömyys lisääntyisi, pankkien hoitamattomien saamisten määrät kasvaisivat, asuntohintojen mahdollinen lasku saattaisi painaa kulutuskysyntää ja epävarmuus lisääntyisi merkittävästi, kun luottamus viranomaisten kykyyn hoitaa ongelmia järkkyisi. Kriisiytyminen vaikuttaisi suoraan rakentamisessa tarvittavien raaka-aineiden kysyntään ja maailmanmarkkinahintoihin. Vaikka euroalueelta on virrannut vain vähän rahoitusta Kiinan kiinteistösektorin yrityksiin, Kiina on maailman toiseksi suurimpana taloutena ja tuojamaana eurooppalaisyrityksille tärkeä markkina. Kiinan talouskasvun hidastuminen jarruttaisi myös euroalueen kasvua etenkin silloin, kun epävarmuus leviää Kiinan ulkopuolelle.

- 2017
- No 1 Jouko Rautava: Kiinassa talouspolitiikka ei pysy maan muutosten vauhdissa
 - No 2 Heli Simola: China's growing role in global production boosted by strong competitiveness – evidence from international input-output tables
 - No 3 Heli Simola ja Laura Solanko: Katsaus Venäjän öljy- ja kaasusektoriin
 - No 4 Heli Simola: Chinese production chains rely increasingly on domestic services
 - No 5 Heli Simola and Laura Solanko: Overview of Russia's oil and gas sector
 - No 6 K.C. Fung, Nathalie Aminian, Iikka Korhonen and Keith Wong: The Chinese yuan: Influence of interest groups examined
 - No 7 Päivi Määttä: Meeting the challenges of impact measurement
 - No 8 Caroline Stern, Mikko Mäkinen and Zongxin Qian: FinTechs in China – with a special focus on peer to peer lending
 - No 9 Iikka Korhonen and Riikka Nuutilainen: Breaking monetary policy rules in Russia
 - No 10 Andrei Yakovlev, Lev Freinkman, Sergey Makarov and Victor Pogodaev: In response to external shocks: How advanced Russian regions react to changes in federal policies – Experience of Tatarstan
- 2018
- No 1 Ivan Lyubimov and Maria Lysyuk: Schooling ain't learning in Russia either: High level of student employment as an indicator for slow human capital accumulation
 - No 2 Jouko Rautava: Intian nopea kasvu ei vähennä reformien tarvetta
 - No 3 Eeva Kerola: Hongkongin talous on vahvasti kytkeytynyt Manner-Kiinaan
 - No 4 Iikka Korhonen, Heli Simola and Laura Solanko: Sanctions, counter-sanctions and Russia – Effects on economy, trade and finance
 - No 5 Andrei Yakovlev, Lev Freinkman and Nina Ershova: Channels of dialogue between international businesses and national governments: The implications for domestic reforms and international relations in the case of Russia
 - No 6 Helmut Wagner: Structural change, rebalancing, and the danger of a middle-income trap in China
 - No 7 Wing Thyee Woo: A U.S. perspective on China's external economic disputes in the past 40 years and in the coming 40 years
 - No 8 Nigel Gould-Davies: Economic effects and political impacts: Assessing Western sanctions on Russia
 - No 9 Jouko Rautava: Kiina ja Venäjä – eripariset talouskumppanukset
 - No 10 Sergey Vlasov and Mariam Mamedli: Russia's pension system in the context of world experience and expected trends
 - No 11 Riikka Nuutilainen: Juanin kansainvälistyminen ei etene suoraviivaisesti
- 2019
- No 1 Mariya Hake and Alice Radzyner: Western Balkans: Growing economic ties with Turkey, Russia and China
 - No 2 Iikka Korhonen: Sanctions and counter-sanctions – What are their economic effects in Russia and elsewhere?
 - No 3 Carsten Sprenger and Srđjan Todorović: Corporate Governance of the Largest Russian Banks
 - No 4 Heli Simola: Effects of external shocks on Russian economy
- 2020
- No 1 Laura Solanko: From reforms to stagnation – 20 years of economic policies in Putin's Russia
 - No 2 Riikka Nuutilainen and Jouko Rautava: Russia and the slowdown of the Chinese economy
 - No 3 Le Xia: Lessons from China's past banking bailouts
 - No 4 Heli Simola: CO2 emissions embodied in EU-China trade and carbon border tax
 - No 5 Jouko Rautava: Protektionismi ja uudistusvastaisuus estävät Intian nousun keskeiseksi globaaliksi taloustoimijaksi
 - No 6 Heli Simola and Laura Solanko: Domestic and global economic effects of corona containment measures - Russia in international comparison
 - No 7 Heli Simola: Venäjän talous koronan kourissa
 - No 8 Christian Alexander Belabed and Thomas Theobald: Why the Chinese recovery will slow – some lessons from sectoral data
 - No 9 Risto Herrala: Capital controls in an integrated world: A review of recent developments, policies and the academic debate
 - No 10 Vesa Korhonen: Chasing developments in Russia's government budget
 - No 11 Heli Simola: Climate change and the Russian economy
 - No 12 Jinsok Sung: Implications of sectoral sanctions on Russia's gas sector
 - No 13 Yin-Wong Cheung: A Decade of RMB Internationalization
 - No 14 Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola, Riikka Nuutilainen, Seija Parviainen ja Laura Solanko: Miten kaukana ilmastotavoitteista ollaan? – katsaus Kiinan energiasektoriin
- 2021
- No 1 Julia Lintunen: An overview of China's regional trade agreements
 - No 2 Heli Simola: The impact of Covid-19 on global value chains
 - No 3 Seija Parviainen: Jiefang-kuorma-autosta Nio-sähköautoon: Kiinan autoteollisuuden pitkä marssi
 - No 4 Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola, Riikka Nuutilainen, Seija Parviainen ja Laura Solanko: How far is China from hitting its climate targets? – An overview of China's energy sector
 - No 5 Juuso Kaarevirta and Helinä Laakkonen: China as an international creditor
 - No 6 Heli Simola ja Laura Solanko: Venäjän öljy- ja kaasusektori globaalien energiemarkkinoiden murroksessa
 - No 7 Heli Simola and Laura Solanko: Russia's oil & gas sector in global energy transition
 - No 8 Jamie Barker and Risto Herrala: Assessing the mid-term growth outlook for the Indian economy
 - No 9 Iikka Korhonen: Russia's growth potential post-COVID-19
 - No 10 Heli Simola: CBAM! – Assessing potential costs of the EU carbon border adjustment mechanism for emerging economies
 - No 11 Heli Simola: Long-term challenges to Russian economic policy
 - No 12 Juuso Kaarevirta, Eeva Kerola ja Riikka Nuutilainen: Kiinan kiinteistösektorin kriisiytymisen vaikutuksista Kiinan talouteen ja euroalueelle