

VAASAN YLIOPISTO
KAUPPATIETEELLINEN TIEDEKUNTA
KANSANTALOUSTIETEEN LAITOS

Jari-Mikko Meriläinen

VERTAILUSSA VENÄJÄN TALOUSKRIISIT

Kansantaloustieteen
pro gradu -tutkielma

VAASA 2011

SISÄLLYSLUETTELO	1
TIIVISTELMÄ	5
1. JOHDANTO	7
2. SIIRTYMÄTALOUEDET JA TALOUSKRIISIT	9
2.1. Siirtymätaloudet	9
2.2. Siirtymätalouksien kriisit	13
3. VENÄJÄN TALOUSKRIISIT 90-LUVUN LOPUSSA JA VUOSINA 2008–2010	14
3.1. 1990-luvun lopun kriisi	14
3.1.1. Venäjän talous ennen 90-luvun lopun kriisiä	14
3.1.2. Venäjän talouden erityispiirteitä	18
3.2. 1990-luvun lopun kriisin kulku	20
3.2.1. Aasian kriisi ja heikko talouskasvu	21
3.2.2. Pankkisektori	25
3.2.3. Julkisen talouden alijäämä ja velkaantuminen	27
3.2.4. Ulkoinen tasapaino ja devalvaatio-odotukset	30
3.2.5. Veronkanto	32
3.3. Kriisin puhkeaminen elokuussa 1998	34
3.3.1. Pelastuspaketti ja GKO/Eurobond -vaihtosopimus	37
3.3.2. Devalvaatio ja velkajärjestely	39
3.4. Kriisistä toipuminen vuodesta 1999 eteenpäin	42
3.5. Venäjän talouskriisi 2008–2010	46
3.5.1. Venäjän talous ennen kriisiä	46
3.5.2. Öljyn merkitys Venäjän taloudelle	49
3.6. Kriisin vaikutukset Venäjän talouteen	53
3.6.1. Kansainvälinen talouskehitys ja Venäjän talous	53
3.6.2. Pankkisektorin kriisit	55
3.6.3. Velkatilanne ja julkinen alijäämä	60
3.6.4. Ulkoinen tasapaino ja devalvaatio	64
3.7. Elvytystoimet ja kriisistä toipuminen	68
3.8. Venäjän talous vuonna 2010	70
3.9. Modernisaatio-ohjelma ja Venäjän WTO-jäsenyys	73
4. KRIISIEN VERTAILU	75
4.1. Kriisien taustat ja kansainvälinen talouskehitys	75
4.2. Talouskasvu	77
4.3. Velkatilanne	79
4.4. Ulkoinen tasapaino	80
4.4.1. Venäjän valuuttareservit ja rupla kriiseissä	80
4.4.2. Sijoittajien reaktio	83
4.5. Pankkisektori ja sen kriisit	85
4.6. Vastatoimet ja uudistukset sekä kriisin jälkeinen aika	88

5. JOHTOPÄÄTÖKSET	93
LÄHDELUETTELO	96
KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO	103
LIITTEET	105
Liite 1. Kriisien vertailutaulukko	105

VAASAN YLIOPISTO**Kauppätieteellinen tiedekunta**

Tekijä:	Jari-Mikko Meriläinen	
Tutkielman nimi:	Vertailussa Venäjän talouskriisit	
Ohjaaja:	Petri Kuosmanen	
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri	
Laitos:	Kansantaloustieteen laitos	
Oppiaine:	Kansantaloustiede	
Aloitusvuosi:	2008	
Valmistumisvuosi:	2011	sivumäärä: 105

TIIVISTELMÄ

Tässä työssä käsitellään ja vertaillaan toisiinsa Venäjän kahta talouskriisiä 90-luvun lopussa ja vuosina 2008–2010. Venäjän talouden tuntemus on Suomelle tärkeää, sillä Venäjä on yksi Suomen tärkeimmistä vientikohteista, jolla lisäksi on paljon kasvupotentiaalia. Kriisit tarjoavat oivan lähtökohdan talouden tutkimiselle, sillä mahdolliset rakenteelliset heikkoudet tapaavat tulla esiin kriisien yhteydessä.

1990-luvun lopun kriisin syyt syntyivät osin jo siirtymävaiheen alussa. Valtio velkaantui kriisiä edeltäneinä vuosina ja korkotason noustua valtionvelan hoito kävi kestävämmäksi, jolloin Venäjä joutui kelluttamaan ruplan ja tekemään velkajärjestelyn. Venäjän olisi pitänyt välttää valtionvelan nopea kasvu toteuttamalla verouudistus ja tiukkabudjettikuri jo IMF:n stabilisaatio-ohjelman alussa vuonna 1995. Venäjä ei todennäköisesti tule tulevaisuudessa kohtaamaan samankaltaista kriisiä, sillä se liittyi siirtymävaiheeseen.

2000-luvulla Venäjän talous kasvoi pääosin öljytulojen ansiosta alle kymmenessä vuodessa 2,5-kertaiseksi. Öljytuloista Venäjä maksoi velkansa pois ja keräsi suuret reservit. Öljyn hinnan romahduksen vuoksi Venäjän vientitulot supistuivat vuoden 2008 lopussa, jolloin myös sijoittajat pakenivat Venäjältä. Lisäksi Venäjän Interbank-markkinat jäätivät hetkeksi syksyllä 2008. Talouskriisi aiheutti budjettialijäämän ja reservien rajun supistumisen, mutta öljyn hinnan nousu vuoden 2009 alussa alkoi elvyttää Venäjän taloutta ja vuoden 2010 talouskasvu oli jo positiivinen.

Tutkielman tuloksena voi todeta, että Venäjän täytyy päästä eroon öljyriippuvuudestaan, mikä tekee sen taloudesta herkän suhdannevaihteluille. Asia on huomattu myös Venäjällä ja talouden modernisaatio-ohjelma on jo aloitettu. Siihen kuitenkin tarvitaan paljon ulkomaisia investointeja, joten Venäjän täytyy tehdä itsestään houkutteleva investointikohde. Lisäksi pankkisektori kaipaa kehittämistä, mitä varten Venäjän suuret valtio-omisteiset pankit voisi pilkkoa pienemmiksi kilpailun lisäämiseksi. Pankkisektorin selkeyttämistä voisi harkita joko eväämällä pankkitoimintalupia tai fuusioituttamalla pienimpiä pankkeja toisiinsa. Se edesauttaisi Interbank-markkinoiden toimintaa.

AVAINSANAT: Venäjä, siirtymätalous, talouskriisi, finanssikriisi

1. JOHDANTO

Venäjällä on tapahtunut Neuvostoliiton romahduksen jälkeen kaksi talouskriisiä. Ensimmäinen kriiseistä tapahtui 90-luvun lopussa, jota edelsi ongelmallinen siirtymävaihe sosialismista markkinatalouteen. Toinen kriiseistä tapahtui kymmenen vuotta myöhemmin, jolloin sen aiheutti maailmanlaajuinen talouskriisi, joka ravisteli myös Venäjän taloutta ja pysäytti sen pitkän kasvusuhdanteen. 2000-luvun lopun kriisissä keskeinen tekijä oli öljyn hinnan jyrkkä romahdus, mutta 90-luvun kriisin synty oli monisyisempi. Vuonna 2008 alkanut maailmanlaajuinen talouskriisi on vielä osittain kesken, joten siltä osin asiat voivat vielä muuttua.

Öllyntuotannolla on Venäjällä pitkät, 1800-luvulle yltävät perinteet ja öljy oli Venäjän taloudelle tärkeä sektori myös 1990-luvun lopun kriisin aikana. Sen merkitys muuttui vielä tärkeämmäksi 2000-luvulla, jolloin Venäjä investoi lisää öljyntuotantoon ja kasvatti sen volyymia niin, että Venäjä oli kriisivuonna 2008 maailman toiseksi ja vuonna 2010 maailman suurin öljyntuottaja. Öljykauppa on tuonut Venäjälle paljon tuloja, mutta toisaalta tehnyt sen taloudesta yksipuolisen ja riippuvaisen öljyn suhdanneherkästä markkinahinnasta.

Suomelle Venäjän talouden tutkimus on tärkeää, koska Venäjä on merkittävä kauppakumppani. Suomen viennin arvo Venäjälle oli vuonna 2008 noin kahdeksan miljardia euroa, mutta talouskriisin vuoksi se laski vuonna 2009 neljään miljardiin. Viennin supistumisesta huolimatta Venäjä kuitenkin oli Suomen tärkein vientimaa. Tuonnin arvo Venäjältä oli vuonna 2009 seitsemän miljardia euroa, joten vajetta venäjänkaupasta syntyi kolme miljardia viennin ja tuonnin arvoista laskettuna. (Tulli 2010.) Lisäksi Venäjän tekee Suomelle tärkeäksi sen nopea talouskasvu, ja suomalaisilla oli myös investointeja Venäjällä seitsemän miljardin euron arvosta vuonna 2010.

Kriisiajat tarjoavat hyvän lähtökohdan talouden syvälliselle tutkimiselle, sillä mahdolliset rakenteelliset puutteet ja ongelmat tapaavat tulla esiin kriisien yhteydessä. Lisäksi kriisit hidastavat talouskehitystä ja supistavat talouden kokoa, joten niiden tutkiminen on tärkeää jo niiden suurten vaikutusten vuoksi. Koska tutkimuksessa on

mukana myös 90-luvun kriisi, saadaan mukaan myös hiven historiallista perspektiiviä, joka edesauttaa ymmärtämään, mistä Venäjä ja sen talous ovat tulossa. Sen avulla Venäjän hallinnon ja myös tavallisten venäläisten motiiveja voidaan yrittää ymmärtää paremmin. Lisäksi Venäjän talous on kasvanut koko 2000-luvun, mikä on tehnyt siitä jo maailman kuudenneksi suuremman talouden. Venäjän hallinnon tavoite on tehdä Venäjästä viidenneksi suurin talous vuoteen 2020 mennessä.

Tutkimuksen tavoitteena on vertailla sosialismin jälkeisen Venäjän kohtaamaa kahta merkittävää talouskriisiä keskenään. Lisäksi tavoitteena on kartoittaa näiden talouskriisien tärkeimmät syyt ja merkittävimmät seuraukset sekä Venäjän hallinnon toimet kriiseissä. Aineistona toimivat paitsi aiemmat Venäjän talouskriiseistä tehdyt tutkimukset, myös Venäjän keskuspankin Internet-sivuilta saatavilla ollut aineisto, joista tärkeimpiä ovat olleet tilastot, vuosiraportit sekä eri kausijulkaisut. Jonkin verran aineistona on hyödynnetty myös Venäjää käsitteleviä uutisia.

Työ jakautuu viiteen lukuun. Johdantoluvussa käydään läpi tutkimuksen tavoitteet ja lisäksi määritellään tutkimusongelma ja tavoitteet. Toisessa luvussa käydään lyhyesti läpi siirtymätalouksia koskevaa teoriaa sekä niiden yleisimpiä ongelmia. Tutkimuksessa käytetty aineisto on esillä luvussa kolme ja varsinainen analyysi on luvussa neljä. Viimeisessä luvussa on esitetty tutkimuksen johtopäätökset. Niiden perusteella Venäjän tulee päästä eroon öljyriippuvuudestaan luomalla talouteen myös muita kasvusektoreita. Talouden modernisaatio-ohjelma on Venäjällä jo aloitettu, ja siinä tärkeässä roolissa ovat ulkomaiset investoijat. Heitä houkuttaakseen Venäjän täytyy luoda hyvä maine sijoituskohteena. Lisäksi Venäjän pankkijärjestelmä kaipaa kehittämistä, koska se on nyt monopolistinen ja heikosti toimiva, minkä vuoksi luototus on Venäjällä suhteellisen pientä.

2. SIIRTYMÄTALOUDET JA TALOUSKRIISIT

2.1. Siirtymätaloudet

Neuvostoliiton romahdus vuonna 1991 tuotti maailmaan 15 uutta itsenäistä valtiota. Ne sekä muut Itä-Euroopan maat aloittivat siirtymävaiheen, jonka aikana niiden oli tarkoitus muuttua keskusjohtoisista suunnitelmatalouksista markkinatalouksiksi. Siirtymätalouksia on Itä-Euroopan lisäksi Aasian maissa (Kiina tunnetuimpana), mutta niitä ei juuri käsitellä tässä tutkielmassa.

Syy markkinatalouteen siirtymiselle oli sosialismin tarjoama kilpailukyvytön tuotanto verrattuna markkinatalouteen. Itä-Euroopan maiden taloudet olivat sodan jälkeen kasvaneet verrattain nopeasti korkean investointiasteen ja pääomakannan kasvamisen sekä työllisyysasteen kohoamisen ansiosta, mutta 70-luvun loppupuolella kasvu oli muuttunut pysähtyneisyydeksi. Sosialistisista maista paras elintaso per capita oli ollut Itä-Saksassa, jossa se CIA:n arvion mukaan oli 60 prosenttia Yhdysvaltojen elintasosta. (Fischer & Gelb 1991: 4.) Arviointi on kuitenkin hankalaa, koska harmaan talouden koko Itä-Euroopan maissa oli suuri (Pääkkönen 2009: 2).

Siirtymätaloudet eivät olleet lähtökohdiltaan identtisiä, vaan niiden rakenteissa oli suuria eroja huolimatta siitä, että ne kaikki olivat sosialismeja. Esimerkiksi Puolassa maatalous oli pääsääntöisesti (75 prosenttisesti) yksityistä, kun vastaavasti Bulgariassa sen tuotanto oli muutaman suuren valtionyhtiön vastuulla. Lisäksi yksityisen sektorin koko BKT:sta vaihteli maiden välillä huomattavasti, sillä esimerkiksi Vietnamin sen osuus kansantuotteesta oli 50 prosenttia, mutta Tšekkoslovakiassa lähes nolla. (Fischer & Gelb 1991: 12.) Puolassa yksityisen sektorin osuus siirtymävaiheen alussa oli noin 20 prosenttia, vertailuna Yhdysvalloissa sen koko BKT:sta oli samaan aikaan noin 80 prosenttia (Tanzi 1999). Yksityisen sektorin suuri koko luonnollisesti helpotti siirtymävaihetta, koska yksityistä talouden sektoria ei tarvinnut luoda kokonaan tyhjästä (Fischer & Gelb 1991: 12).

Seuraavassa käydään läpi kaksi määritelmää siirtymävaiheelle sen kautta, mitä se käsittää. Siirtymävaihe on monimutkainen murros, mutta se voidaan Havrylyshynin ja Wolfin (1999) mukaan laajassa mielessä määritellä sisältämään seuraavat asiat:

- taloudellisen toiminnan, hintojen ja markkinoiden liberalisointi
- makrotalouden tasapainottamiseen tarvittavien markkinapohjaisten keinojen kehittäminen
- tehokkaan talouden ja yrityshallinnon luominen, yleensä yksityistämällä
- tiukat budjettirajoitteet, jotka kannustavat tehokkuuteen
- omistusoikeuden, lainmukaisuuden ja markkinasääntelyn läpinäkyvyyden turvaavan oikeusjärjestelmän ja instituutioiden luominen

IMF:n käyttämän (2000) määritelmän mukaan siirtymävaihe kattaa seuraavat osa-alueet:

- liberalisointi. Markkinoiden ja hintamekanismin vapauttaminen sekä markkinoiden avaaminen maailmankaupalle
- makrotalouden tasapainottaminen. Ensisijaisesti inflaation hallitseminen sääntelyn purkamisen jälkeen sekä kestävän ulkoisen tasapainon luominen. Inflaation hoito vaatii tiukkaa finanssi- ja rahapolitiikkaa.
- uudelleen järjestäminen ja yksityistäminen. Elinkykyisen finanssisektorin luominen ja yritysten uudistaminen siten, että ne kykenevät tuottamaan hyödykkeitä vapaita markkinoita varten ja että niiden omistus muuttuu julkisesta yksityiseksi.
- lain ja instituutioiden uudistus. Siirtymätalouksissa valtion rooli täytyy määritellä uudelleen sekä kehittää oikeusturvaa ja laatia tarkoituksenmukainen kilpailupolitiikka.

Ehkä tärkein osa siirtymävaihetta on liberalisointi, joka on olennainen markkinatalouden piirre, sillä sääntely ja elinkeinovapauden rajoittaminen eivät lähtökohtaisesti kuulu siihen. Makrotalouden tasapainottaminen ja yksityistäminen ovat myös tärkeitä osa-alueita siirtymävaiheessa, sillä vakaa makrotaloudellinen ympäristö

on kestäväen talouskasvun perusedellytys. Markkinataloudessa elintärkeitä ovat myös sen toiminnan turvaavat lait ja instituutiot, joilla laaditaan ja turvataan ”pelin säännöt”.

Valtion roolin muutos liittyy keskusjohtoisen talouden purkamisen lisäksi myös verotukseen. Suunnitelmataloudessa valtio määrää kokonaistuotannosta, joten se voi omia osan tuotannosta omiin tarpeisiinsa. Verotus suunnitelmatalouksissa oli sen vuoksi lähinnä tulojen siirtoa toiminnolta toiselle, ja jos valtio tarvitsi lisää verotuloja, saattoi se neuvotella yritysten kanssa veroja suuremmiksi. Vastaavasti talousvaikeuksiin joutunut yritys pystyi neuvottelemaan veroja alemmiksi. (Tanzi 1999.)

Valtion omaisuuden yksityistämässä oli karkeasti jaoteltuna käytettävissä kaksi erilaista strategiaa. Ensimmäinen strategia perustui sille, että yksityisen sektorin osuuden BKT:sta oli tarkoitus kasvaa uusien yritysten ilmaantuessa markkinoille. Samaan aikaan valtion omistuksia oli tarkoitus myydä (likvidoida) markkinahintaan. Valtionyhtiöiden yksityistäminen oli siten tarkoitus toteuttaa myymällä niiden varallisuus eikä antamalla sitä esimerkiksi yritysten henkilökunnalle. (Kornai 2000.) Strategian tarkoitus oli turvata omistuksen siirtyminen sellaisille tahoille, jotka olisivat valmiita sitoutumaan yritykseen ja halukkaita kehittämään sitä tehokkaammaksi (IMF 2000). Strategian puolustajat tähdensivät vapaiden markkinoiden, sopimusoikeuden ja omistussuojan merkitystä (Kornai 2000). Siirtymätalouksista esimerkiksi Puola ja Unkari käyttivät tätä vaihtoehtoa yksityistämässä, ja ne onnistuivat siinä erinomaisesti: Puolassa yksityisen sektorin osuus BKT:sta vuonna 1998 oli 65 prosenttia ja Unkarissa 80 (Tanzi 1999).

Toinen strategia pyrki nopeaan yksityistämiseen. Strategiassa valtion omaisuus jaettiin vastikkeetta tavallisille kansalaisille tavoitteena luoda hajautettu omistus ja ns. kansankapitalismi (Kornai 2000). Strategiaa perusteltiin sen oikeudenmukaisuudella ja nopeudella (IMF 2000). Sitä käytettiin mm. Tšekkoslovakiassa, jossa valtion omaisuus jaettiin tasajakona miljoonien kansalaisten kesken. Omistus kuitenkin keskittyi myöhemmin sijoitusrahastoihin, joilla joko ei ollut resursseja kehittää yrityksiä eteenpäin tai jotka olivat valtion omistamien pankkien hallinnoimia (Kornai 2000). Nopeassa yksityistämässä ongelmallista on vähemmistöosakkeiden oikeussuoja sekä jälkimarkkinoiden oikeudenmukaisen toiminnan turvaaminen (World Bank 2002: 73).

Strategiaa sovellettiin myös Venäjällä, jossa yksityistäminen epäonnistui ja johti harvainomistukseen eli ns. oligarkiaan (Kornai 2000). Tanzin (1999) mukaan Venäjän valtion 50–60 miljardin dollarin omaisuudesta maksettiin yksityistämisen yhteydessä 1,5 miljardia dollaria.

Hintojen vapauttaminen johti aiemmin säänneltyjen, keinoitekoisesti alhaalla pidettyjen hintojen nopeaan nousuun. Ensimmäisen siirtymävuoden aikana inflaatio oli Euroopan siirtymätalouksissa 450, Baltiassa 900 ja Itsenäisten valtioiden yhteisössä keskimäärin yli tuhat prosenttia vuodessa. Inflaation kestoja piti yllä keskusjohtoisen talouden aikana tukahdutettu kysyntä. Vuoteen 1998 mennessä inflaatio oli hidastunut yksinumeroisiin lukuihin Euroopan ja Baltian siirtymätalouksissa, mutta IVY:n jäsenmaissa oli vielä keskimäärin 30 prosenttia. Lisäksi tuotanto romahti aluksi kaikissa kolmessa maaryhmässä keskimäärin 40 prosenttia. Se selittyy pääosin sosialistisen tuotantomekanismien ja -ketjun hajoamisella sekä Neuvostoliiton sisäisen kaupan romahtamisella. (IMF 2000.)

Siirtymätalouksissa talouskasvua voi heikentää myös korruptio. Se vaikeuttaa investointeja, sillä investoijan täytyy lahjoa sitä enemmän, mitä enemmän hän investoi. Lisäksi korruptio hidastaa lisenssien ja lupien käsittelyä, mikä viivästyttää uuden teknologian käyttöönottoa. Alikehittyneissä maissa korruptio edistää myös harmaan talouden syntyä, koska yrittäjien on usein helpompi toimia lain ulkopuolella vältellen lupien hankkimista ja verojen kasvua. (Pääkkönen 2008.)

Sosialismissa omistus on pääosin julkista, joten omistussuoja ei ole siinä niin tärkeä osa lainsäädäntöä kuin markkinatalouksissa. Riittämätön omistussuoja ei kannusta investointeihin, joita talouskasvu ja yksityisen sektorin synty edellyttävät. Sen vuoksi siirtymävaiheen alussa täytyy luoda uudestaan kaikki ne rakenteet, jotka lain, säännöin tai muuten tukevat markkinatalouden toimintaa (Fischer & Gelb 1990: 19). Se kuitenkin vaatii investointeja henkiseen pääomaan, sillä esim. tilintarkastus vaatii syvällistä osaamista. Vielä vuonna 1999 siirtymätalouksissa toimivista yrityksistä 20–80 prosenttia (maasta riippuen) tunsivat epävarmuutta omistussuojan suhteen (The World Bank 2002: 61). Venäjällä määrä oli noin 70 prosenttia ja pienintä epävarmuus oli Baltian maissa.

2.2. Siirtymätalouksien kriisit

Siirtymävaiheen alun tuotannon romahduksen lisäksi moni siirtymätalous ajautui valuutta- tai finanssikriisiin jo 1990-luvulla. Ukrainassa valtion velkaantuminen johti Venäjän tapaan sijoittajien pakenemiseen ja reservien supistumiseen vuoden 1998 elokuussa. Venäjän kriisi levisi nopeasti Valko-Venäjälle, jonka talous oli riippuvainen Venäjästä viennin vuoksi. (Liorgovas & Dapontas 2008.) Lisäksi Venäjän kriisi levisi Baltian maihin, joista Latvia kärsi eniten (Árvai & Vincze 2000). Näiden lisäksi esim. Bulgariassa tapahtui kolmoiskriisi (talous-, pankki- ja valuuttakriisi) ja Makedoniassa valuuttakriisi, jossa se joutui luopumaan aiemmin melko vakaasta, kiinteästä valuuttakurssista. Siirtymätalouksien mallioppilana pidetyssä Albaniassa kansantalouden romahdutti pyramidihuijaus. (Liorgovas & Dapontas 2008.) Lista 1990-luvulla kriisiytyneistä siirtymätalouksista on pitkä, ja lisäksi niiden kriiseissä oli suuria eroja.

Huolimatta kriisien eroista on niille myös yhteisiä selittäviä muuttujia. Siirtymätalouksissa valuuttakriisiä usein edeltää korkea inflaatio, pienet reservit, korkotason nousu tai rahan tarjonnan kasvu (Liorgovas & Dapontas 2008). Laajemmin tarkasteltuna kehittyvissä talouksissa valuuttakriisin todennäköisyys kasvaa, jos julkinen velka, yksityisen sektorin velat, vaihtotaseen alijäämä, M2:n suhde reserveihin, pankkien ulkomaiset vastattavat, inflaatio, työttömyys tai reaalisen valuuttakurssin yliarvostus kasvavat. Lisäksi valuuttakriisit ovat vahvasti yhteydessä pankkikriiseihin. (Komulainen & Lukkarila 2003.) Pankkikriisejä siirtymätalouksissa aiheuttavat ulkoiset shokit ja makrotaloudelliset olosuhteet. Lisäksi pankkikriisejä on aiheutunut sen vuoksi, ettei pankkitoimintaa osattu entisissä sosialistisissa maissa tehdä voittoa tuottavasti. (Klytschnikova ym. 2000.)

3. VENÄJÄN TALOUSKRIISIT 1990-LUVUN LOPUSSA JA VUOSINA 2008–2010

3.1. Venäjän 90-luvun lopun kriisi

3.1.1. Venäjän talous ennen vuosien 1998–99 kriisiä

OECD:n (OECD Statistics 2010) mukaan Venäjän bruttokansantuote vuonna 1997 oli 843 miljardia dollaria, josta bruttokansantuotteeksi per capita muodostuu 5 700 dollaria. Vertailun vuoksi Suomen BKT samana vuonna oli 108 miljardia dollaria, josta henkeä kohden jää jaettavaksi noin 21 000 dollarin edestä ostovoimaa. Näistä luvuista laskettuna venäläisten elintaso vuonna 1997 oli siis reilu neljäsosa suomalaisten elintasosta. Molempien maiden yhteydessä lukujen ulkopuolelle kuitenkin jää tilastoimaton eli harmaa talous. Luvut ovat dollarin nykyarvossa. Venäjän nimellinen BKT oli Maailmanpankin tilastopalvelun (World Data 2010) mukaan 405 miljardia dollaria.

Taulukko 1. Venäjän makrotaloudellisia tunnuslukuja 1992–1999 (Bofit Venäjätilastot).

	92	93	94	95	96	97	98	99
Taloukasvu (%)	-14,5	-8,7	-13	-4,1	-3,6	1,4	-5,3	6,4
Valtiontalouden tasapaino %:a BKT:sta		-1,4	-4	-5,7	-8,4	-7,6	-6	-4,2
Valtionvelka %:a BKT:sta		64,6	42,5	36,6	32,1	33,4	50,4	66,8
Inflaatio,%	2508,8	839	215	131	21,8	11	84,4	36,5
Kiinteät investoinnit,%-muutos	-40	-12	-24	-10	-18	-5	-12	5,3
Teollisuustuotannon kasvu,%	-16	-13,7	-22	-4,6	-7,6	1	-4,8	8,9
Vaihtotase, mrd. \$	-0,1	9	7,8	7	10,8	-0,1	0,2	24,6
Reservit, mrd. \$		5,8	4	17,2	15,3	17,8	12,2	12,5
Työttömyys-%						9,00	13,20	12,40

Taloukasvu oli negatiivinen lähes koko 90-luvun. Sille yksi syy oli investointiaste, joka oli myös negatiivinen vuoteen 1999 asti. Se johtui hankalasta taloustilanteesta, joka johti yritysten pilkkomiseen (*asset stripping*) ja muihin kuin rahallisiin instrumentteihin perustuvan talouden syntyyn. Valtavaan inflaatioon johtivat tuotannon (tarjonnan)

romahdus ja hintasääntelyn purkaminen sekä valtion budjettialijäämän rahoittaminen rahan määrää kasvattamalla.

Kriisiä edeltäneinä 90-luvun vuosina Venäjä oli muuttunut paljon, sillä maassa ei enää ollut yksipuoluejärjestelmää, sensuuria tai virallista ideologiaa. Neuvostojärjestelmän muutos ylsi myös talouteen, ja Sutelan (1999: 6) mukaan Venäjän taloutta saattoi kutsua markkinataloudeksi vuoden 1998 taluskriisiä edeltäneenä aikana. Ensinnäkin Venäjällä ei enää ollut käytössä suunnitelmataloudelle leimallisia piirteitä kuten hintasääntelyä, täystyöllisyyttä tai pieniä tuloeroja. Toiseksi rupla oli vaihtokelpoinen valuutta, ja yrityksillä oli sekä vapaa pääsy että poistuminen Venäjän markkinoilla.

Monista heikkouksistaan huolimatta Venäjän talous vaikutti vuoden 1997 alussa vahvemmalta kuin koskaan aiemmin siirtymävaiheen aikana. Siirtymävaihe sosialistisesta komentotaloudesta kohti markkinataloutta oli osoittautunut ongelmalliseksi, mutta vuonna 1997 tuotannon tason jokavuotinen heikkeneminen oli päättynyt ja bruttokansantuotteen muutos kääntynyt heikosti positiiviseksi. Yhdessä IMF:n kanssa vuonna 1995 laadittu stabilisaatio-ohjelma näytti lopettaneen inflaatio-ongelman, joka oli aiheuttanut ongelmia Venäjän taloudelle koko 90-luvun alun, inflaation ollessa pahimmillaan 131 prosenttia vuodessa, mutta vuonna 1997 inflaatioaste oli enää ”vain” 11 prosenttia, mikä tarkoittaa, että kuukausittainen inflaatio oli noin 0,9 prosenttia (Lukkari 2003: 30).

IMF:n kanssa laadittu stabilisaatio-ohjelma perustui kiinteään valuuttakurssiin, joka toimi nimellisten hintojen määrittäjänä. Ohjelmassa tätä tuettiin julkisen sektorin alijäämän leikkauksilla, julkisen talouden setelirahoituksen vaihtamisella lainarahoitukseen sekä yksityiselle sektorille suuntautuneen pankkilainauksen sääntelyllä. (Pinto & Ulatov 2010: 5–7.)

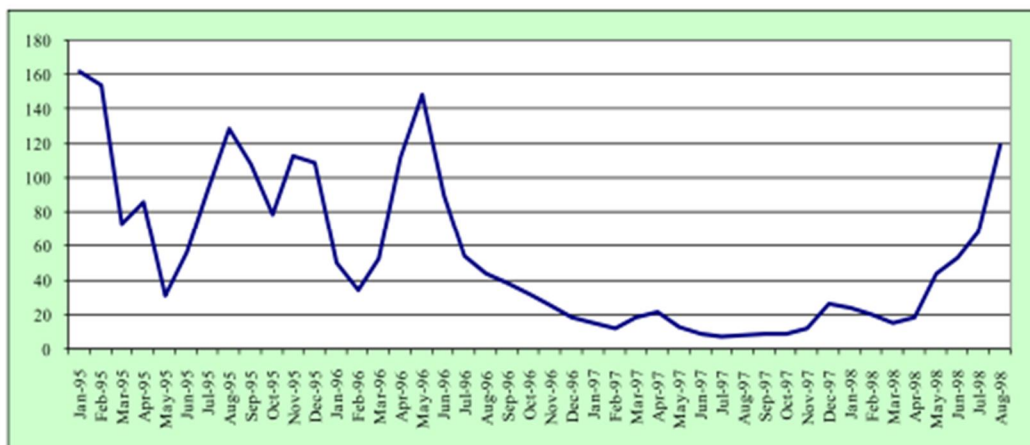
Inflaatiota oli tarkoitus hidastaa rajoittamalla lasean rahan (M2) määrän kasvua vuosittaiseen 22–30 prosenttiin. Rahamäärän kasvun lisäksi ruplan kurssille asetettiin ns. valuuttaputki, eli ylä- ja alarajat valuutan vaihtokurssille dollarin suhteen. Rahan määrä kasvoi vuonna 1997 31 prosenttia. Reaalinen M2:n kasvu oli 18,5 prosenttia, kun vuonna 1996 se oli 10 prosenttia. (Venäjän keskuspankki 1997.)

Keskuspankin stabilisoima Venäjän ruplan vaihtokurssi yhdistettynä hillittyyn raha-aggregaatin kasvuun mahdollistivat hintamekanismin toiminnan. Inflaation kehitykseen vaikutti myös valtion harjoittama sääntely, joka kohdistettiin tiettyihin palvelumaksuihin ja luonnollisten monopolien tuottamiin tuotteisiin. Ja koska ruplan kurssi oli vakaa, saattoi se toimia hintojen määrittäjänä. (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1997: 10.)

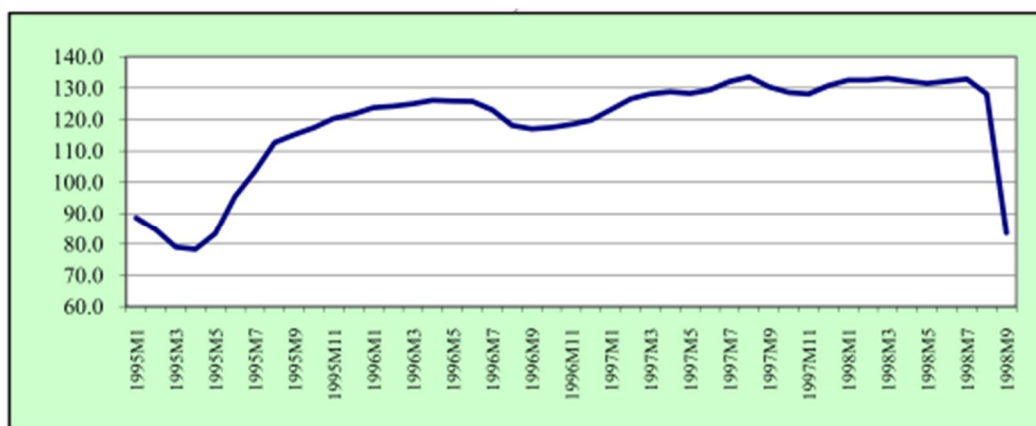
Teollisuustuotteiden tuottajahintojen nousu laski ohjelman ansiosta vuoden 1996 25,6 prosentin tasosta 7,4 prosenttiin. Inflaatioasteen muutos oli vielä sitäkin suurempi pääomatuotteiden hinnoissa, joissa se laski 40 prosentista viiteen prosenttiin. Kuljetusten hinnat nousivat vuonna 1997 vain 0,9 prosenttia, kun vuotta aiemmin ne olivat nousseet 20 prosenttia. (Venäjän keskuspankki 1997.)

Korkotaso pysyi kuitenkin korkealla, sillä lyhytaikaisen velan korko oli vuoden 1995 toukokuun ja 1997 heinäkuun välisenä aikana keskimäärin 56 prosenttia. Tähän vaikutti kolme syytä: ensimmäiseksi Venäjä ei päässyt IMF:n kanssa laatimiinsa fiskaalisiin tavoitteisiin (budjettialijäämä enintään kolme prosenttia BKT:sta), mikä johti odotettua suurempaan lainaukseen (Pinto & Ulatov 2010: 5–7). Holtiton lainaus ja 7–8 prosentin julkisen budjetin alijäämä aiheuttivat uskottavuusongelmia lainamarkkinoilla (Tiusanen 2003: 10). Yhdessä samanaikaisen rahan tarjonnan vähentämiseen pyrkivän inflaatiopolitiikan (*credit squeeze*) kanssa se nosti korkotasoa. (Pinto & Ulatov 2010: 5–7).

Toinen syy korkealle korkotasolle oli lainoihin liittyvä poliittinen riski. Presidentti Jeltsinin kannatus oli tuolloin yksinumeroisissa luvuissa, ja kommunistien ehdokkaat olivat hänelle vaaleissa varteenotettavia vastustavia. Presidentti Jeltsin kuitenkin voitti vuoden 1996 presidentinvaalit, mikä pienensi poliittista riskiä ja laski korkotasoa. Kolmanneksi Venäjän valtion GKO-velkakirjojen päämarkkinatakaajina (*primary dealer*) toimineet suuret moskovalaispankit olivat lähes monoponiasemassa (markkinoilla vain yksi ostaja), mikä nosti reaalisia korkotasoa. GKO-markkinoiden vapauttamisen jälkeen reaalin korkotaso kuitenkin laski alas kahteenkymmeneen prosenttiin vuoden 1997 huhtikuussa. Aasian talouskriisin yhteydessä korot kuitenkin alkoivat nousta uudelleen. (Pinto & Ulatov 2010: 5–7.)



Kuvio 1. Lyhytaikaisten lainojen reaalin korkotasoa Venäjällä: tammikuu 1995 – elokuu 1998 (Pinto & Ulanov 2010).



Kuvio 2. Ruplan reaalin valuuttakurssi suhteessa kauppakumpaneista muodostettuun valuuttakoriin. Vuosi 1995 = 100 (Pinto & Ulanov 2010).

Myös Venäjän ruplan reaalin valuuttakurssi vahvistui kriisiä edeltäneinä vuosina, mitä voidaan todennäköisesti pitää yhtenä syynä heikolle talouskasvulle, koska vahvistuminen vaurioittaa maan kilpailukykyä (esim. Pinto ym. 2010; Kharas ym. 2001). Kuvioista 2 voi nähdä, että reaalin valuuttakurssin vahvistuminen alkoi, kun valuuttakurssi kiinnitettiin dollariin vuoden 1995 puolivälissä, tasaantui vuoden 1997 lopussa ja pysyi vakiona kriisiin saakka, jolloin reaalin valuuttakurssi heikkeni jyrkästi.

Venäjällä reaalin valuuttakurssin vahvistuminen johtui yksinkertaisesti siitä, että inflaatio oli paljon nopeampaa kuin ruplan nimellisen vaihtokurssin devalvoituminen

dollarin tai muiden valuuttojen suhteen. Tällöin syy reaalisen valuuttakurssin revalvoitumiselle oli kiinteään valuuttakurssiin perustuva stabilisaatio-ohjelma, joka ei sallinut ruplan devalvoitua riittävästi. Pääomien ulosviennin aiheuttama vaje rahoitustaseessa olisi voinut painostaa reaalisen valuuttakurssin devalvointiin, mutta pääomien ulosvientä Venäjältä paikkasivat maksutaseessa julkisen alijäämän rahoittaminen velkarahalla, ulkomaiset portfoliosijoitukset ja vaihtotaseen ylijäämä. Öljyn hinta ei juuri vaikuttanut reaaliseseen valuuttakurssiin, sillä sen vaikutukset kumosi ulkomaankaupan vaihtosuhteen kehitys. Todennäköisesti reaalisen valuuttakurssin arvonnousu toimi esteenä talouskasvulle; todisteena tälle voi pitää vuoden 1998 jyrkän arvonnousun aiheuttamaa piristysruisketta Venäjän talouselämälle ja yritysten tilanteille. (Kharas ym. 2001: 20–23.)

3.1.2. Venäjän talouden erityispiirteitä

Rupla ei vuonna 1997 ollut ainoa Venäjällä yleisesti käytössä ollut valuutta. Ruplan lisäksi venäläiset suosivat vaihdannan välineenä myös Yhdysvaltain dollaria, joka oli jopa ruplaa suositumpi valuutta. Ruplan lavean rahan (M2) suhde bruttokansantuotteeseen olikin alhainen, noin 15 prosenttia. Toinen selitys alhaiselle M2-suhteelle on vaihtotalous, joka oli Venäjällä myös yleisesti käytetty vaihdannan keino. Vaihtotalouden osuus teollisuustuotteiden kaupassa kasvoi tasaisesti vuoden 1992 viiden prosentin tasosta 46 prosenttiin vuoden 1998 alkuun mennessä. Lisäksi osa julkisen ja yksityisen sektorin välisistä transaktioista perustui vastakauppoihin ja -ostoihin. (Sutela 1999.)

Rahankäytön puutteen vaikutukset taloudelle ovat moninaiset, mutta jo pelkästä talousteoriasta voidaan luetella niitä pitkä lista: se vaikeuttaa veronkeruuta, raha- ja finanssipolitiikan toteuttamista, markkinoiden koordinoitua (hintojen määrittäjä), vaikeuttaa säästämistä ja investointia, vaikeuttaa vaihdantaa (vaihdon väline) ja niin edelleen. Toisaalta vaihtotalous ei kärsi valuuttakriisistä yhtä paljon kuin rahatalous, sillä rahaa ei siinä käytetä.

Toinen Venäjän 90-luvun lopun taloutta leimaava piirre oli laaja sisäpiirin omistus. Vuosien 1992–1994 teollisuuden massayksityistäminen johti tilanteeseen, jossa suuri osa teollisuudesta oli yritysten sisäpiiriläisten omistuksessa. Sisäpiirin omistuksen laskelmoitiin heikentyvän ajan mittaan, mutta vuoden 1998 talouskriisi päinvastoin säikäytti potentiaaliset ulkomaiset sijoittajat pois ja heikensi nk. oligarkkeja, yritysten ulkopuolista omistajaryhmää. Tämän jälkeen sisäpiirin omistukselle ei enää ollut selkeää vaihtoehtoa. (Sutela 1999: 6.)

Laaja sisäpiirin omistus voi tuottaa ongelmia taloudelle, sillä sisäpiiriläiset usein rahoittavat investointinsa pelkästään yritysten kassavirroista, eivätkä käytä muita lähteitä investointiensa rahoitukselle. Lisäksi he suhtautuvat penseästi ulkopuoliseen omistukseen ja velkaantumiseen, ja lisäksi voivat nähdä asemansa yrityksen omistajina lähinnä turvattuna työpaikkana tuotannontekijöiden hallinnan sijaan. (Sutela 1999.) New York Times (1998) kuvaili yksityistämisprosessia seuraavasti:

“While speedy, this privatization program did not produce effective owners or profitable enterprises. Instead, insiders -- that is, Soviet-era enterprise directors in cahoots with trade union officials loyal to them -- gained controlling shares at three-quarters of all large enterprises. These insider owners were interested first and foremost in securing control of their companies and thereby maintaining their jobs. Attracting investment or expanding market share were distant, secondary concerns.

Because these directors do not report to outside shareholders interested in profits, they have avoided pressure to become more efficient, to downsize and improve their products. Through complex arbitrage schemes, delays in paying workers and the stripping of assets, these directors can amass individual wealth while their companies continue to operate in the red. “

Kolmas erityispiirre Venäjän taloudessa on taloudellisen ja poliittisen päätävällän kietoutumisen toisiinsa. Vallan keskittyminen periytyi osin Neuvostoliiton ajoilta, jolloin yritysten taloudelliset päätökset tehtiin keskusjohtoisesti. 90-luvulla päätöksenteko yritysten ja julkisen vallan oli vielä kietoutunut toisiinsa. Talouskriisin syntymiselle poliittisten ja talous- ja teollisuuspiirien yhteys oli tärkeä, koska tämä kytkös antoi yrityksille neuvotteluvaraa verojen maksussa. (Komulainen 2002.)

Lisäksi Venäjän talouden erityispiirteenä voi pitää öljyn suurta merkitystä sen kehitykselle, vaikka öljystä riippuvaisia talouksia on toki muitakin. Vuonna 1997 Venäjän viennin arvosta 51,9 prosenttia muodostui polttoaineiden viennistä ja muut raaka-aineet (metallit, puu) huomioiden osuus nousee vielä suuremmaksi, 60–70 prosenttiin (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1997: 144). Sen vuoksi myös raaka-aineiden hinnat ovat Venäjän talouden kannalta merkittäviä. Öljyn hinnan raju lasku aiheutti Venäjän vientitulojen supistumisen sekä 90-luvun lopun että 2000-luvun kriiseissä. Lisäksi Venäjän pörssit laskivat öljyn hinnan laskun myötä.

3.2. 1990-luvun lopun kriisin kulku

Sutelan (1999) mukaan minkä tahansa kriisin syyt voidaan usein jakaa huonoon onneen, huonoon politiikkaan ja huonoihin instituutioihin. Venäjän tapauksessa vuonna 1997 toteutuivat nämä kaikki: huonoa onnea edustivat Aasian talouskriisi ja raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen lasku, huonoa politiikkaa valtiontalouden epätasapaino sekä huonoja instituutioita pankkisektorin puutteellinen riskinhallinta. Tarkastelen seuraavia viittä tekijää Venäjän 90-luvun lopun talouskriisille:

1. Aasian kriisi ja heikko talouskasvu
2. Pankkisektori
3. Julkisen talouden alijäämä ja velkaantuminen
4. Ulkoinen tasapaino ja devalvaatio-odotukset
5. Veronkanto

Venäjän 90-luvun lopun talouskriisin syntyyn vaikutti Aasian kriisi, jonka myötä siirtymätalouksien kasvuodotukset muuttuivat synkemmiksi ja öljyn hinta laski rajusti. Se aiheutti sijoittajien paon Venäjältä, mikä vahvisti Venäjään kohdistuvia devalvaatio-odotuksia ja aiheutti valuuttareservien supistumisen. Hankala taloustilanne nosti jo valmiiksi korkeaa korkotasoa, mikä paisutti Venäjän valtion velanhoitokulut tasolle, josta se ei enää voinut selvitä. Hankala taloustilanne johti pakon edessä tehtyihin devalvaatioon ja velkajärjestelyyn.

Vaikka Aasian kriisi oli yksi vaikuttava tekijä Venäjän kriisin synnylle, syntyi kriisi Venäjällä kuitenkin hyvin eri lähtökohdista, jotka olivat syntyneet jo ennen Aasian vuoden 1997 kriisiä. Tärkein niistä oli Venäjän valtion velkaantuminen.

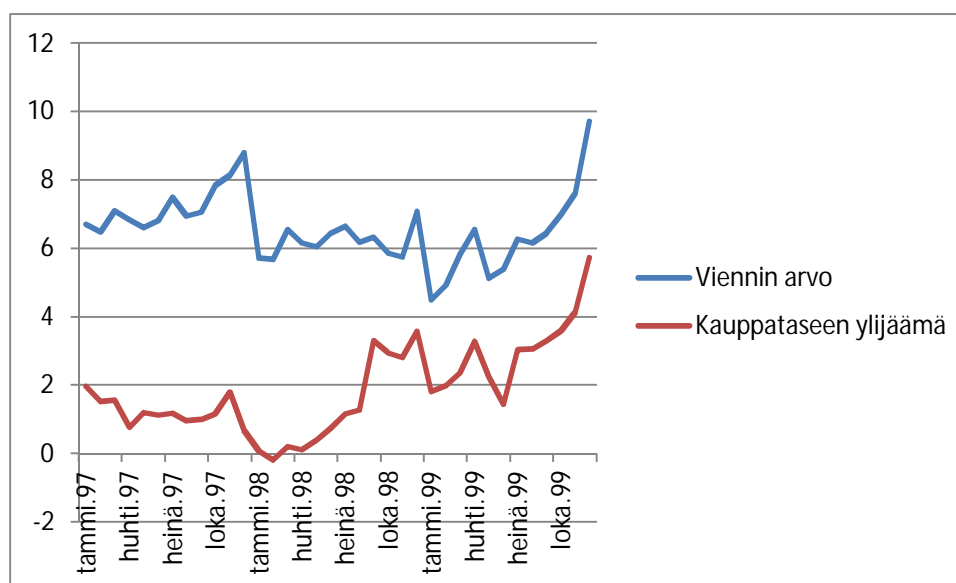
3.2.1. Aasian kriisi ja heikko talouskasvu

Venäjän valuutta- ja rahoituskriisi puhkesi pian Aasian vuoden 1997 kriisin jälkeen. Yhtenä syynä Venäjän kriisille oli Aasian tapahtumien vuoksi heikentynyt sijoittajien usko siirtymätalouksien talouskasvuun. Viisi Aasian maata (Thaimaa, Malesia, Indonesia, Filippiinit ja Etelä-Korea) ajautui valuuttakriisiin loppusyksystä 1997, mihin johtivat talouden kehojen fundamenttien lisäksi Aasian maiden tukeutuminen pankkijärjestelmään ja yritysten laaja lainarahoitus. Kehittyviin maihin keskittyneet rahastot ja pankit kärsivät Aasiassa tappioita, mitkä pakottivat ne vähentämään sijoituksiaan muissa kehittyvissä maissa, eli myös Venäjällä. Lisäksi Aasian kriisin myötä sijoittajat heräsivät selvittämään muiden kehittyvien talouksien kuntoa tarkemmin. (esim. Lukkarila 2003: 48–49 ; Komulainen 2002: 11.)

Aasian kriisiä edelsi voimakkaasti kasvanut pankkien antolainaus ja lyhytaikaisen ulkomaisen rahoituksen kasvaminen, mikä johti pankkien korostuneeseen maturiteettiriskiin taseen vastaavaa ja vastattavaa -puolien aikarakenne-erojen vuoksi. Lisäksi ulkomaisista lainoista suurinta osaa ei ollut suojattu valuuttakurssimuutoksien varalta, koska vaihtokurssien oletettiin pysyvän vakaina. Markkinoiden luottamuksen hiipussa myös pääomavirrat alkoivat heiketä, joka lopulta johti suureen pääomapakoon ja edelleen rahoitusmarkkinakriisiin ja sijoittajien paniikkiin. (Lukkarila 2003: 48–49.)

Sijoittajien luottamuspulan lisäksi Aasian kriisi vaikutti Venäjän talouteen raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen kautta. Venäjän taloudelle raaka-ainevienti on hyvin merkittävää, sillä vuoden 1998 alkupuoliskolla Venäjän tavarakaupasta 77 prosenttia koostui raaka-aineiden viennistä. Öljyn markkinahinta oli korkeimmillaan 24 dollaria barrelilta vuosien 1996–97 vaihteessa, mutta Aasian kriisin aiheuttaman kysynnän laskun vuoksi laski kymmeneen dollariin vuonna 1998. Muiden raaka-aineiden markkinahinnat laskivat hieman myöhemmin. (Sutela 1999.)

Venäjän vaihtotase oli alijäämäinen vuoden 1997 kaksi viimeistä sekä vuoden 1998 kaksi ensimmäistä neljännestä. Alijäämä oli suurin vuoden 1998 ensimmäisellä neljänneksellä, jolloin se oli noin neljä miljardia dollaria. Alijäämä selittyi kauppataseen rajulla supistumisella, jonka ylijäämä kyseisellä neljänneksellä oli lähellä nollaa. Kauppatase kuitenkin oli ylijäämäinen koko 90-luvun vuosineljänneksittäin tarkasteltuna. Vuosien 1997–98 vaihde poislukien myös vaihtotase oli ylijäämäinen koko 90-luvun, mutta sen sijaan palvelu- ja rahoitustaseet olivat alijäämäisiä koko ajanjaksolla. (Venäjän keskuspankki 2011.)



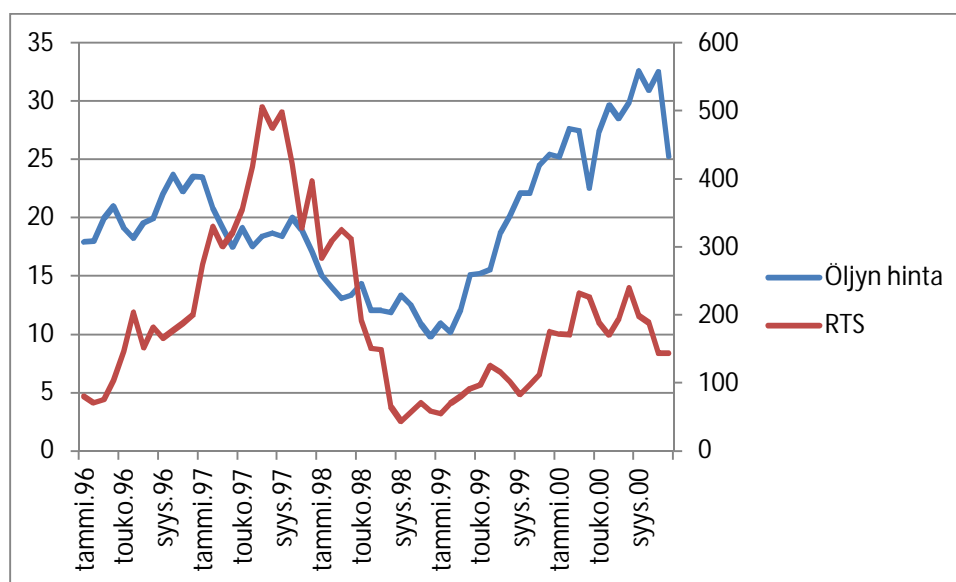
Kuvio 3. Venäjän viennin arvon ja kauppataseen ylijäämän kehitys 1997–99 (miljardia dollaria) (Venäjän keskuspankki 2010).

Kuviossa 3 on kuvattu kauppataseen ylijäämä, jolloin huomioon täytyy vielä ottaa palvelutase, joka Venäjällä oli kyseisenä aikana alijäämäinen noin 1–1,5 miljardia dollaria vuosineljännestä kohden. Joka tapauksessa kuviosta on helppo huomata silmämääräisesti, että Venäjän vientitulot laskivat selvästi vuoden 1997 lopussa, ja sen seurauksena kauppatase (ja myös vaihtotase) kääntyi alijäämäiseksi. Alijäämä ei kuitenkaan ollut kovin merkittävä.

Vientitulojen lasku johti myös verokertymän suppenemiseen ja vientiyriyten osakkeiden pörssikurssien laskuun (Sutela 1999). Yksin marraskuussa venäläisten osakkeiden hinnat laskivat enemmän kuin 20 prosenttia (Venäjän keskuspankki vuosiraportti 1997). Se heikensi venäläisten pankkien asemaa, koska ne olivat

hankkineet venäläisten raaka-aineyritysten osakkeita osaksi taseitansa (Lukkarila 2003). Öljyn hinnalla ei ollut merkittävää osuutta julkisen velkaantumisen kehittymiseen, sillä öljylle ja sen viennille asetetut verot olivat määrään sidonnaisia, eivät arvoon (*ad valorem* -vero) (Kharas ym. 2010:20–21).

Sen lisäksi öljy-yhtiöt eivät Venäjällä tuottaneet liikevoittoa, ja kolmanneksi öljystä saadut verotulot jäivät pääasiassa paikallishallintojen käyttöön. Selvä suhde öljyn hinnan ja valtiontalouden yli- tai alijäämän välille syntyi vasta kriisin jälkeen vuonna 1999, kun öljylle asetettiin vientivero. (Sutela 1999: 9.) Öljyn hintaromahdus kuitenkin kiihdytti ruplaan kohdistuneita spekulatiivisia hyökkäyksiä (Kharas ym. 2001).



Kuvio 4. Öljyn ja RTS-indeksin kehitys 1996–2000.

Öljyn hinta laski noin puoleen Aasian kriisin seurauksena. RTS-indeksin (oikea asteikko) lasku huipusta pohjimmaiseen arvoon on noin 90 prosenttia. Maailmantalouden elpymisen myötä öljyn hinta aloittaa uuden nousun, ja vuoden 1999 joulukuussa barrelista maksetaan jo 25 dollaria, eli barrelihinta 2,5-kertaistui yhdessä vuodessa. Se toimi Venäjän talouden pelastajana 90-luvun lopun kriisissä, sillä sen ja verouudistusten ansiosta Venäjä sai tasapainotettua julkista talouttaan.

Aasian kriisin yhteydessä Venäjän keskuspankki joutui puolustamaan ruplan kurssia sen laskua (spekulatiivista hyökkäystä) vastaan, jonka vuoksi Venäjän keskuspankin reservit kutistuivat marraskuussa 22,9 miljardista dollarista 16,8 miljardiin dollariin.

Lisäksi keskuspankki stabilisoi GKO- ja OFZ-markkinoita ostamalla jälkimarkkinoilta kyseisiä velkakirjoja. Aasian kriisin yhteydessä Venäjän keskuspankissa harkittiin myös ensimmäistä kertaa devalvaatiota. Vaikkei Aasian kriisi aiheuttanut Venäjällä systemaattista kriisiä, muuttui sen myötä ilmapiiri Venäjälle sijoittaneiden keskuudessa herkemmäksi Venäjää koskevia huonoja uutisia kohtaan. (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 2007: 30.)

Kansainväliset kriisit heijastuivat myös kotimaiseen talouskasvuun. Talouskasvu olisi helpottanut Venäjän velkatilannetta tuomalla enemmän verotuloja ja ehkäissyt kriisin syntyä jo ennakkoon. Myös presidentti Jeltsin peräänkuulutti kaiken muun ohella talouskasvua kansakunnan tilaa käsittelevässä puheessaan helmikuussa 1998 (CNN 1998a). Vuosien 1990–95 BKT:n kumulatiivisen 40 prosentin laskun jälkeen Venäjälle odotettiin yleisesti talouskasvua vuodesta 1996 alkaen (Kharas ym. 2001). Optimistisiin kasvuennusteisiin oli syynä jo aiemmin mainittu stabilisaatio-ohjelman aiheuttama inflaation nopea hidastuminen yksinumeroisiin lukuihin, joka oli aiemmin aloittanut talouskasvun Keski-Euroopan siirtymätalouksissa (Kharas ym. 2001). Kuten nyt tiedetään, olivat kasvuennusteet väärinä. Periaatteessa talouskasvu olisi voinut alkaa vielä vuoden 1997 lokakuussa, mutta kuten kuvioista 1 voi nähdä, nousi korkotasoa kyseisen ajanjakson jälkeen selvästi.

Kasvuodotuksia arvioitiin uudelleen vuoden 1997 lopulla talousuudistusten hitaan etenemisen, verotulojen puutteen ja Aasian kriisin aiheuttaman maailmanlaajuisen volatiliiteetin vuoksi. Vuoden 1998 puoliväliin mennessä sekä ulkomaisille sijoittajille että Venäjän hallinnolle oli tullut selväksi, että Venäjän tuli ratkaista muihin kuin rahallisiin instrumentteihin perustuvan talouden (*nonpayments*) aiheuttama ongelma, jotta he voisivat luoda pohjan kestäväälle talouskasvulle. (Kharas ym. 2001: 17.)

Venäjälle ennustettiin vuodeksi 1998 1–2 prosentin talouskasvua (Kharas ym. 2001). Jälkikäteen arvioituna on paitsi selvää ettei niin tapahtunut, myös se, että Venäjällä ei ollut rakenteellista perustaa riittävän suurelle talouskasvulle, jotta velanhoidosta aiheutuvat ongelmat olisi saatu tasapainotettua. Vaikka neuvostojärjestelmän romahdettua tuotannon taso vajosi hyvin alas, ei talouskasvua saatu Venäjällä

synnytettyä. Rahatalouden puutteen lisäksi kasvua estivät korkealle noussut reaalin korkotaso ja ruplan liian vahva reaalin valuuttakurssi.

3.2.2. Pankkisektori

Pankkien velkaantuminen oli Aasian kriisissä tärkeä tekijä, mutta huolimatta noin 1 700 pankista Venäjän pankkisektori oli ennen kriisiä pieni ja vähän velkaantunut. Kotitalouksien yhteenlaskettujen säästöjen koko oli seitsemän prosenttia BKT:sta, ja annettujen luottojen määrä yksityiselle sektorille oli vain neljä prosenttia BKT:sta. Pankkisektorilla ei siis juurikaan ollut yhteyttä reaalitalouteen, minkä vuoksi sitä ei voi pitää syyllisenä finanssikriisiin. (Komulainen 2002). Pankkisektori toimikin lähinnä väylänä ulkomaisen rahoituksen ja Venäjän valtion lainauksen välillä (Kharas ym. 2010: 20).

Lisäksi yli 75 prosenttia kotitalouksien talletuksista oli keskittynyt valtio-omisteiseen säästöpankkiin, Sberbank:iin, jonka talletuksille oli annettu talletussuoja (Lukkarila 2003). Pankkien kokonaisvarallisuudesta Sberbankin taseessa oli 24,7 prosenttia ja sijoituksista valtion velkakirjoihin 62,6 prosenttia (Venäjän keskuspankki 1997: 79). Kriisin yhteydessä myönnetty pankkituki on arvioitu korkeintaan kahdeksi prosentiksi vuoden 1998 BKT:sta (Lukkarila 2003).

Pankkien yhteenlasketun kokonaisvarallisuuden osuus BKT:sta oli vain 28,5 prosenttia, ja ilman Sberbankia osuus oli vain 21,5 prosenttia (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1997: 79). Vertailuna Puolassa pankkisektorin koko BKT:sta oli samaan aikaan reilut 50 prosenttia, Tsekissä 150 prosenttia ja Saksassa noin 180 prosenttia (Komulainen 2002).

Kolmeenkymmeneen suurimpaan pankkiin oli (tammikuussa 1998) kertynyt 67 prosenttia pankkien yhteenlasketusta varallisuudesta. Kaikista pääomista niihin oli kertynyt 55 prosenttia. 200 suurimmassa pankissa oli yhteenlasketusta varallisuudesta 88,4 prosenttia. Luottolaitosten määrä vuonna 1997 oli laskenut 16,3 prosentilla (vuonna 1996 11,6 prosentilla). (Venäjän keskuspankin vuosiraportin 1997: 78.)

Koska talletusten määrä Venäjällä oli vähäinen, hakivat pankit rahoitusta sieltä, mistä sitä saivat eli ulkomailta. Ennen vuotta 1997 ulkomaisen rahoituksen osuus pankkien vastattavista oli ollut tasaista n. 10 prosentin luokkaa, mutta vuonna 1997 niiden osuus alkoi kasvaa ja oli jo samana vuonna 17 prosenttia. (Chapman ym. 2001.)

Venäjän markkinoille oli tullut myös pankkeja, jotka olivat ulkomaisessa omistuksessa. Varallisuuksien suhteellisesta kehityksestä tämä näkyy siten, että pankkien kokonaisvarallisuus kasvoi vuonna 1997 kymmenen prosenttia, mutta niiden pankkien, joilla oli ulkomaisia omistajia, kokonaisvarallisuus kasvoi 24 prosenttia. Suurin osa näistä pankeista kuului 200 suurimman pankin joukkoon ja 12 niistä oli kokonaan ulkomaisessa omistuksessa. (Venäjän keskuspankki 1997.)

Venäjän tekivät ulkomaiselle pääomalle houkuttelevaksi teollistuneiden maiden matalat korkotasot, markkinoiden vapautuminen ja sääntelyn purkaminen sekä vakaa ruplan vaihtokurssi, joka pienensi dollarimääräisten lainojen riskipremiota. Tästä johtuen ulkomaisten vastattavien suhde ulkomaisiin saamisiin kasvoi selvästi vuosina 1995–1998: 0,58:sta 1,65:een, joka tarkoittaa käytännössä, että venäläiset pankit tekivät ottolainauksen ulkomaisilta sijoittajilta ja antolainauksen kotimaisiin kohteisiin. Taseen eri puolet koostuivat siis suurilta osin eri valuutoista, mikä altisti venäläiset pankit valuutan devalvoitumisriskille. (Chapman ym. 2001: 11–12.) Kasvusta huolimatta ulkomaisen velan osuus BKT:sta oli kuitenkin pieni: ulkomaisia luottoja Venäjän pankeilla oli alle kaksi miljardia dollaria, eli noin neljä prosenttia BKT:sta (Komulainen 2002).

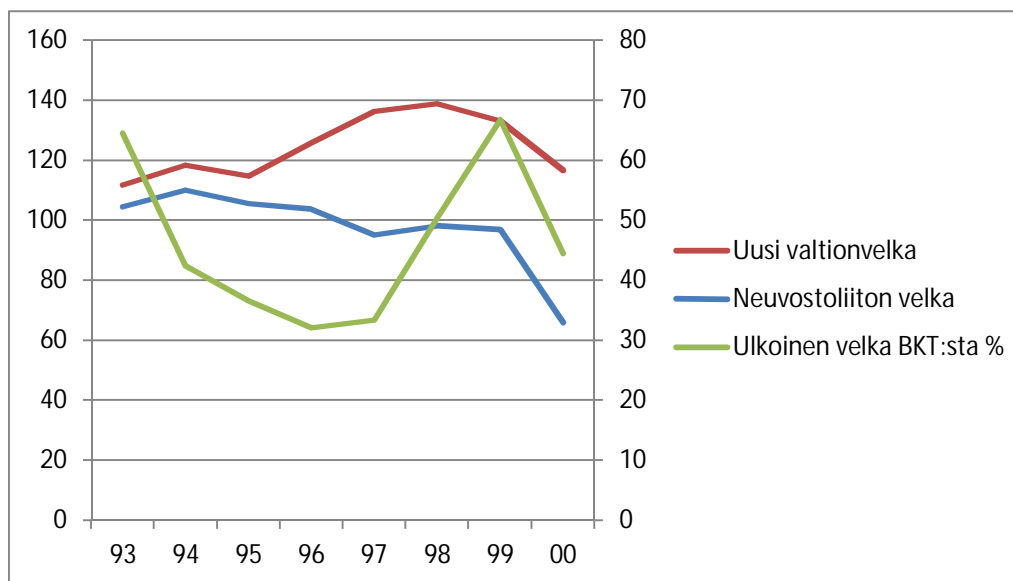
Koska pankit eivät juuri olleet luotottaneet yksityisasiakkaita eikä heille kohdistunut luototus kasvanut, kohdistuivat pankkien sijoitukset julkiselle sektorille. Suuri osa – yli kolmannes – varoista oli sijoitettu valtion arvopapereihin, jotka myös tuottivat hyvin ennen kriisiä (Chapman ym. 2001: 13). Se altisti Venäjän pankit lainojen laiminlyömisriskille (Kharas ym. 2001: 33). Yrityksille ja tuotannolle kohdistuva luototus oli myös kooltaan pientä, keskimäärin 11 prosenttia BKT:sta, mikä osin selittyy yritysten käyttämällä vaihtokaupalla ja muilla rahattomilla transaktioilla. (Chapman ym. 2001: 13.)

Muutamit venäläiset liikepankit olivat ryhtyneet myymään termiinisopimuksia kansainvälisille sijoittajille. Termiinisopimuksilla sijoittajat pyrkivät suojautumaan valuuttariskiltä, joka liittyi GKO-velkakirjoihin, jolloin termiinit siirsivät velkojen valuuttariskin venäläisille pankeille. Joidenkin arvioiden mukaan termiinisopimusten arvo olisi ollut noin kaksi kertaa suuremmat kuin pankkien varat, eli noin 200 miljardia dollaria. Ruplan devalvoiduttua termiinisopimukset syvensivät kriisiä. (Komulainen 2002: 9.)

3.2.3. Julkisen talouden alijäämä ja velkaantuminen

Velkaantuminen on Venäjän 90-luvun lopun kriisille syy, josta ei ole paljoa erimielisyyttä ja joka esitetään lähes samanlaisena missä tahansa Venäjän kriisiä käsittelevässä lähteessä. Venäjällä oli 90-luvulla valtavasti valtionvelkaa perintönä Neuvostoliitolta. Vuonna 1993 vanhan velan suuruus oli Venäjän keskuspankin (External Debt 2010) lukujen mukaan noin 104,5 miljardia dollaria, jonka lisäksi Venäjän valtio oli ottanut uutta velkaa Neuvostoliiton romahtamisen jälkeen reilut seitsemän miljardia dollaria. Sen lisäksi myös valtio-omisteisilla pankeilla, valtionyhtiöillä sekä Venäjän keskuspankilla oli velkaa ulkomaille, mutta niitä ei ole käsitelty vielä tässä yhteydessä, koska ne eivät ole varsinaista valtionvelkaa.

Venäjän liittovaltiota rasitti koko 90-luvun valtiontalouden alijäämä, jonka osuus BKT:sta vaihteli välillä 5–11 prosenttia. Venäjän valtio alkoi velkaantua 90-luvulla kiihtyvällä vauhdilla, koska budjettialijäämän rahoitus keskuspankin toimesta lopetettiin IMF:n stabilisaatio-ohjelman myötä. Alijäämä rahoitettiin vuodesta 1995 eteenpäin pääosin velkarahalla, jota hankittiin markkinoilta lyhyen maturiteetin GKO-velkakirjoilla. Vuonna 1996 GKO-markkinat avattiin myös ulkomaisille sijoittajille, mikä helpotti Venäjän lainanottoa ja nopeutti velkaantumista. (esim. Lukkarila 2003; Komulainen 2002.) Ulkomaisilla sijoittajilla oli vuoden 1998 kesällä hallussaan 25 miljardin dollarin arvosta GKO-velkakirjoja, mutta Venäjän keskuspankin reservien määrä oli samaan aikaan noin 16 miljardia (Sutela 1999).

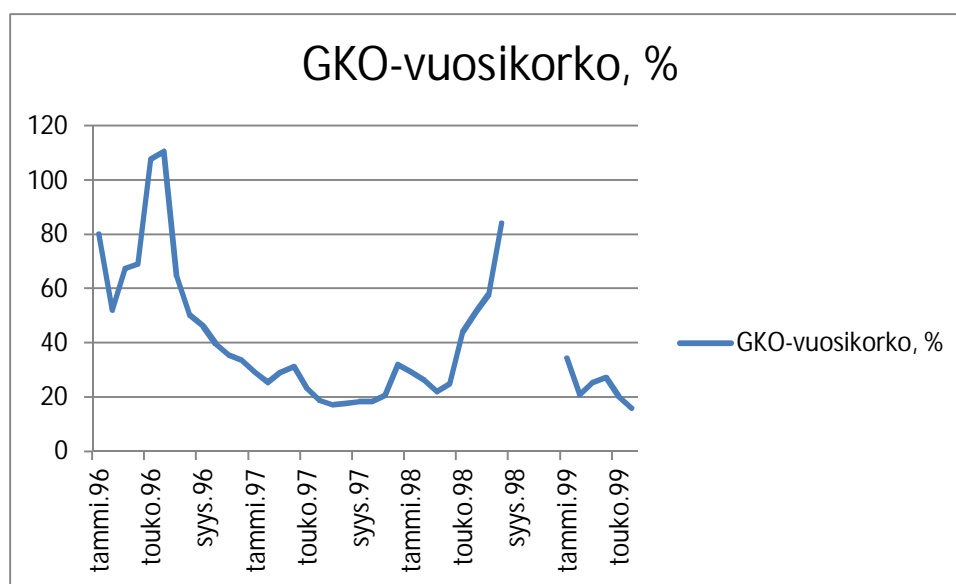


Kuvio 5. Venäjän valtionvelan kehitys 1993–2000 (Venäjän keskuspankki 2010; %:a BKT:sta BOFIT 2010).

Vielä vuoden 1995 lopulla GKO-velkakirjojen määrä oli 3,5 prosenttia bruttokansantuotteesta, mutta kaksi vuotta myöhemmin se oli jo 13,5 prosenttia ja vuoden 1998 puolivälissä koko julkinen velka ylitti 50 prosentin osuuden bruttokansantuotteesta (Lukkarila 2003). Vaikka velan määrä ei ollut kansainvälisesti verrattuna paljoa, johti se Venäjän kohdalla velkaloukkuun (*debt trap*) (Chapman ym. 2001: 20). Yhdistettynä Venäjän korkeisiin GKO-velkakirjojen reaalkorkoihin, jota vielä pahensi alijäämäinen julkinen talous, riitti velan määrä viemään Venäjän velkakierteeseen, josta se ei selvinnyt. Velan määrä ja korkeat korot pakottivat Venäjän viranomaiset myöntämään velkakirjoille aina entistä korkeampia korkoja, mikä synnytti itseäänruokkivan kierteen.

Velasta 45 prosenttia oli maturiteetiltaan alle kuusi kuukautta, ja lähes 75 prosenttia alle vuoden mittaista (Komulainen 2002). Velan ollessa lyhytaikaista valtion täytyy jatkuvasti laskea liikkeelle uusia velkakirjoja maksaakseen vanhat velkansa pois (*rollover*). Mikäli sijoittajien odotukset kääntyvät heikommiksi ja liikkeelle laskettavien velkakirjojen korot nousevat, kasvavat myös lainanhoitokulut ja valtion velkaantumisen. Pahimmillaan se voi synnyttää velkakierteen, josta velallinen ei voi selvitä. Juuri siten kävi Venäjälle.

GKO- ja OFZ-velkakirjojen suuri määrä ja niiden vuoden 1997 lopussa nousseet korot nostivat voimakkaasti Venäjän valtion velanhoitokustannuksia. Vuoden 1998 ensimmäisellä neljänneksellä julkisen velan korkomenot nousivat 46 prosenttiin julkisista tuloista ja 5,1 prosenttiin BKT:sta. Toisella vuosineljänneksellä luvut olivat 53 % ja 5,7 %. Koska GKO-velkakirjojen maturiteetti oli lyhytaikaista, joutui Venäjän hallitus ottamaan joka viikko arviolta keskimäärin kahdeksan miljardia ruplaa (1,3 miljoonaa dollaria) velkaa uusiakseen entiset raukeavat GKO-velkansa. Yhden prosentin nousu velan koroissa lisäsi arviolta velan kustannuksia yhdellä miljardilla ruplalla. (Chapman ym. 2001: 19.)



Kuvio 6. GKO-velkakirjojen vuosikorko 1996–1999. Käyrä katkeaa, koska korkoja ei noteerattu vuoden 1998 syksyllä (Venäjän keskuspankki 2010).

GKO-velkakirjojen korko alkaa nousta jyrkästi vuoden 1998 toukokuussa. Korkojen nousu muutti velanhoidon kestäättömäksi ja vei Venäjän velkajärjestelyyn. Käyrä kuvaa korkotason kuukausittaista keskiarvoa painotettuna volyymin ja kiertonopeuden mukaan.

Korkomenojen kasvu vaikeutti yrityksiä leikata julkisen budjetin alijäämää. Pääministeri Kirijenko halusi pienentää alijäämää budjettileikkauksilla, koska poliittisista syistä veronkorotukset eivät olleet mahdollisia (NYT 1998b). Budjetti oli ollut vuoden 1998 helmikuun ja toukokuun välisen ajan ylijäämäinen, minkä vuoksi

Venäjän parlamentti antoi hallitukselle luvan leikata menoja tulojen suhteessa, jotta velanotto voitaisiin lopettaa (Chapman 2001: 20).

Toukokuun puoliväliin mennessä velkatilanne oli muuttunut epävakaaaksi: Venäjän kasvuennusteita vuodelle 1998 oli muutettu 0–1 prosentin arvioiduksi kasvuksi, jonka vuoksi GKO-velkakirjojen korot nousivat 40 prosenttiin (Kharas ym. 2001: 16). Kasvaneet korkomenot tekivät budjetista taas alijäämäisen, jonka lisäksi liittovaltion verotulojen määrä laski 8,9 prosenttiin BKT:sta, kun vuoden 1997 alkupuoliskolla ne olivat olleet 9,3 prosenttia (Chapman ym. 2001: 20.). Tavoite budjetin alijäämälle oli 25 miljardia dollaria (n. 5 prosenttia BKT:sta), joka oli tarkoitus rahoittaa paitsi kotimaisella velalla, myös pitkäaikaisilla Eurobond-velkakirjoilla (Kharas ym. 2001).

3.2.4. Ulkoinen tasapaino ja devalvaatio-odotukset

Venäjän päätös tukea kiinteää valuuttakurssia köyhdytti maan valuuttareservejä ruplaan kohdistuneiden spekulatiivisten hyökkäyksien vuoksi, mikä vahvisti jo olemassaolevia taloudellisia tasapaino-ongelmia liittyen erityisesti ulkomaanvaluuttoja koskevaan tilanteeseen. Venäjän keskuspankin valuuttareservit olivat korkeimmillaan heinäkuussa 1997, jolloin niiden arvo oli noin 24,5 miljardia dollaria (josta kultaa noin 4,2 miljardia), ja alimmillaan elokuussa 1998, jolloin niiden arvo oli enää noin 12,5 miljardia dollaria (Bulletin of Bankin Statistics 1998).

Venäjällä vallinneet likviditeettierot ulkomaanvaluuttamääräisten velkojen ja saamisten suhteen laskivat nopeasti vuoden 1997 toisella puoliskolla, ja tippuivat vaarallisen alas vuoden 1998 puolivälissä, kun ulkomaiset vastattavat (velat) kasvoivat nopeammin kuin ulkomaiset vastaavat (varat). Näiden suhdeluku (vastattavaa/ vastaavaa) oli vuoden 1997 puolivälissä 0,41, kun vuotta myöhemmin se oli 0,27. Ulkomaisen lyhytaikaisen velan osuus kokonaisvelasta ei kuitenkaan ollut päällekkävyä, sillä vuoden 1998 kesäkuussa sen osuus oli reilu kolmasosa (36 %). (Chapman ym. 2001: 20–21.)

Venäjän kannalta ulkomaisen velan osuus näytti kuitenkin paljon huonommalta, kun sitä vertaa Venäjän silloisiin valuuttareserveihin. Velan suhde reserveihin oli paitsi

korkea, niin se myös kasvoi jyrkästi vuosina 1997–98: vuoden 1997 kesäkuussa suhde oli 191 % ja vuotta myöhemmin jo 315 %. Suhteen nopea ja suuri kasvu johtui valuuttareservien supistumisesta ruplan puolustamisen yhteydessä. (Chapman ym. 2001: 21–22.) Ulkomaisten sijoittajien omistamien GKO-velkakirjojen yhteenlaskettujen markkina-arvojen suhde valuuttareserveihin nousi myös, ja oli vuoden 1997 toisella neljänneksellä 0,62 mutta reilu vuosi myöhemmin heinäkuun 17. päivänä 1998 korkeimmillaan arvossa 1,19 (Kharas ym. 2001: 30–31).

Vapailla rahoitusmarkkinoilla hyödyllinen indikaattori valuuttareservien riittävyydelle on lavean rahan (M2) suhde valuuttareserveihin. Suhde mittaa keskuspankin kykyä taata sen likvidit vastattavat: sekä suorat vastattavat (rahaperusta) että liikepankkien likvidit vastattavat – asiakastalletukset. Venäjällä M2:n ja valuuttareservien suhde (M2/reservit) oli vuosina 1996–97 keskimäärin neljä, ja nousi nopeasti vuoden 1997 puolivälistä lähtien tavoittaen huippuarvonsa kuusi vuoden 1998 puolivälissä (Chapman ym. 2001: 22). Kun suhdeluku laskettaessa otetaan huomioon myös GKO-velkakirjojen markkina-arvot, oli suhdeluku korkeimmillaan heinäkuussa 1998, jolloin se oli 9,3 (Kharas ym. 2001: 30). Se tarkoittaa, että reilun kymmenen prosentin muutos pois kotimaisten varojen (*assets*) hallussapidosta olisi kuluttanut Venäjän keskuspankin valuuttareservit loppuun.

Venäjän keskuspankki oli ilmoittanut yhdeksi tavoitteekseen ylläpitää ruplan ja dollarin kiinteää vaihtosuhdetta, joka sijoittui vaihteluvälille 5,57–6,35 ruplaa/dollari (Kharas ym. 2001: 28). Vuoden 1998 keväällä Venäjän ruplaan kohdistuneet devalvaatio-odotukset olivat kuitenkin nousseet, mihin vaikuttivat paitsi Venäjän hankala tilanne, myös Aasian kriisin yhteydessä tehdyt devalvaatiot, jotka vaikuttivat sijoittajien näkemyksiin valuuttojen vakaudesta. Lisäksi pääministeri Kirijenkön lausunto siitä, että liittovaltion verotulot olivat 26 prosenttia tavoitetta alempia, lisäsi yleisiä odotuksia devalvaatiosta. (Chiodo & Owyang: 2002: 12.) Venäjän valtionvarainministeri oli vielä suorapuheisempi, sillä hänen mukaansa verotuloja piti saada kolmannes lisää, jottei Venäjän olisi pakon edessä devalvoitava ruplaa (BBC 1998a). Näiden ohessa 11 dollariin per barreli tippunut öljynhinta sai energiantuottajat kannattamaan devalvaatiota suurempien ruplamääräisten liikevoittojen ja paremman kilpailukyvyn toivossa (Chiodo & Owyang: 2002: 12).

Venäjän kiinteä valuuttakurssi suhteessa dollariin ei jättänyt mahdollisuutta monetisoida Venäjän valtionvelkaa, jolloin velkajärjestelyn lisäksi keinoksi jäi vain devalvaatio. Levinneet odotukset uhkaavasta devalvaatiosta nostivat kuuden kuukauden rupla/dollari-termiinien arvoa kesäkuussa 1998 24 prosenttia, ja verrattuna saman vuoden toukokuun loppuun, olivat liikkeellä olevien GKO-velkakirjojen ja ulkomaanvaluuttamääräisten velkakirjojen korkoerot kasvaneet 85 prosentilla. Myös kotimaiset (venäläiset) toimijat siirsivät omistuksiaan ulkomaanvaluuttoihin, koska heidän näkökulmastaan ne olivat eräänlaisia suojasatamia vaikeana aikana (Chapman 2001: 23.) Kesäkuussa Venäjän keskuspankin puheenjohtaja Dubinin kuitenkin ”kiisti kategorisesti” ministerien antamat lausunnot devalvaatiosta ja sanoi, ettei Venäjä devalvoi ruplaa (BBC 1998a).

Toukokuun aikana rahavirrat valtion arvopapereista kohti ulkomaanvaluuttoja olivat kiihtyneet, ja Venäjän rupla joutui uudelleen hyökkäyksen kohteeksi. Venäjän keskuspankki nosti ohjaukorkoaan ajalle 19.5–26.5 50 prosenttiin, jonka jälkeen viikoksi 150 prosenttiin. Toukokuussa Venäjän keskuspankin reserveistä katosi noin 1,3 miljardia dollaria, jolloin niiden yhteissumma oli 14,6 miljardia dollaria. (Bulletin of Banking Statistics 1998.)

3.2.5. Veronkanto

Venäjällä laajassa käytössä ollut muihin kuin rahallisiin instrumentteihin perustunut talous (*nonpayments*) vaikeutti julkisen sektorin veronkeruuta. Käytän tässä yhteydessä termiä ”muihin kuin rahallisiin instrumentteihin perustunut talous”, koska vaihtotalous ei terminä kuvaa riittävän kattavasti Venäjällä käytössä olleita vaihdannan muotoja. Käytäntöön oli alun perin siirrytty vaikean makrotaloudellisen tilanteen vuoksi, jossa korkea korkotaso ja ruplan reaalisin kurssin vahvistuminen tekivät yritysten tilanteen vaikeaksi. Vaihdantatapa ulottui koko kansantalouteen, mukaan lukien hallintoon ja energiantuotantoon. (esim. Pinto & Ulanov 2010 ; Sutela 1999)

Vaihtotalous koostui kahdesta osa-alueesta: maksamattomista veloista (*arrear*), joiden osuus BKT:sta kasvoi vuoden 1994 lopun 15 prosentin tasosta arvioituun 40 prosenttiin vuoden 1998 lopussa, sekä rahattomista transaktioista. Vuonna 1998 rahattomien

(*noncash*) suoritteiden osuus yritysten myynnistä oli noussut 50–70 prosenttiin, ja vastaavasti vuosien 1995–1998 aikana paikallishallintojen tekemistä suoritteista 50 prosenttia tehtiin ilman rahaa. (Kharas ym. 2001: 13.)

Muihin kuin rahallisiin instrumentteihin perustuneissa suoritteissa vaihtokauppa oli yleinen keino välttää rahankäyttö. Yleensä vaihtokauppaan liittyi pitkä ketju yrityksiä, joiden koordinoitua helpotti mukana ollut välittäjätaho. Vastakaupat (*offset*) ja molemminpuolinen velkojen mitätöinti olivat myös yleisiä vaihdantakeinoja, ja niiden mukana yleistyi myös verojen maksu vastakaupoilla. Kriisiä edeltäneinä vuosina liittovaltion menoista ennen korkomenoja keskimäärin 20 prosenttia rahoitettiin vastakaupoilla tai erilaisilla korvikerahoilla (*money surrogate*). (Pinto & Ulanov 2010: 9.)

Venäjän liittovaltion siirryttyä muihin kuin rahallisiin transaktioihin veronkannon yhteydessä sen huomasivat myös yritykset ja ymmärsivät saaneensa laillisen hyväksynnän verojen maksamatta jättämiselle: verovelat kuitattiin vastakaupoilla, mutta inflaation nostaessa hintoja nopeasti ylöspäin saivat yritykset käytännössä ilmaisia veroalennuksia (Pinto & Ulanov 2010: 9). Tähän kontekstiin voi asettaa vuodenvaihteessa 2010–11 Venäjällä käydyn oikeudenkäynnin, jossa venäläinen miljardööri ja oligarkki Hodorkovski tuomittiin vankeuteen kavalluksesta aiemman veropetostuomion lisäksi (Yle 2010).

Vaikka rahatalouden hylkääminen oli alkujaan ase- ja raskaan teollisuuden pakon sanelema selviytymiskeino vaikeassa taloustilanteessa, liittyivät siihen mukaan myös voittoa tuottavat yritykset, joilla oli paljon käteistä. He hyödynsivät järjestelmää kahdella tavalla: jättivät verot maksamatta ja kuittasivat ne myöhemmin neuvotellulla (kiristetyllä) alennushinnalla, tai ostivat vaikeuksissa olevilta yrityksiltä valtion myöntämiä korvikerahoja vajaahintaan, ja maksoivat niillä omia verovelkojaan täyden hinnan mukaan, jolloin voitot vaihtoivat omistajaansa arbitraasihinnoittelun kautta. Tämä aiheutti vakavan kierteen, jossa valtionhallinto kannusti käyttämään rahattomia ja vaikeasti verotettavia transaktioita tilanteessa, jossa verotulot muutenkin olivat epävarmoja. (Pinto & Ulanov: 9–10.)

Lisäksi Venäjän silloista verojärjestelmää on pidetty uutistoimisto CNN:n (1997) mukaan monimutkaisena, joka lisäksi oli täynnä porsaanreikiä niitä etsiville veronkiertäjille. Hankalan ja työlään veroilmoituksen lisäksi verotus oli raskasta, mutta veronkierrosta rangaistiin kuitenkin kevyesti. Myös presidentti Jeltsin epäili, että verosysteemi kannusti joukkopakoon veronmaksusta ja tukahdutti yritystoimintaa (CNN 1998a). Hän peräänkuulutti uutta verolainsäädäntöä ongelman ratkaisuksi.

Nämä tekijät vaikuttivat Venäjän liittovaltion verotulojen liian pieneen määrään vuosina 1996–1998, mikä omalta osaltaan ruokki budjettivajetta. Esimerkiksi vuoden 1997 ensimmäisellä ja kolmannella neljänneksellä ei veroja saatu kerättyä kuin 57,1 ja 51,6 prosenttia asetetuista tavoitteista, mutta toinen (69,8 %) ja varsinkin neljäs (78,6 %) vuosineljännes menivät hieman paremmin, mille syynä olivat verosaamisten tilittäminen ja vastakauppojen teko (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1997: 32). Venäjän liittovaltion verotulot laskivat 16,6 prosentista BKT:sta 12 prosenttiin vuosina 1992–1997 (Chapman ym. 2001). Varsinaisten verotulojen määrä suhteessa BKT:hen kuitenkin ei laskenut kuin 42:sta 39 prosenttiin, mutta ongelman asiasta teki se, että verotuloista osa oli vastakaupoista saatuja tavaroita (Lukkarila 2003). Lisäksi harmaan (eli verottamattoman) talouden osuus Venäjän BKT:sta oli vähintään 25 prosenttia (Chapman ym. 2001: 6, ks. myös Pääkkönen 2008).

3.3. Kriisin puhkeaminen elokuussa 1998

Vuoden 1998 keväällä sijoittajien riskiodotukset Venäjällä olivat kasvaneet, sillä pelko valtionvelkojen laiminlyömisestä oli vahvistunut Venäjän hankalan fiskaalisen tilanteen vuoksi. Venäjän hallitus laati tilanteen helpottamiseksi uuden veropaketin, jonka tarkoitus oli tarjota vähemmän mutta tehokkaampia veroja ja siten lisätä valtion verotuloja. Uudistusta ei kuitenkaan täysimääräisesti hyväksytty Venäjän Duumassa. Vähän sen jälkeen presidentti Jeltsin erotti koko hallituksensa ja nimitti pääministeriksi vain 35-vuotiaan Kirijenkon. (Chiodo & Owyang: 2002: 12.) Kirijenkon hyväksymiseksi presidentin täytyi uhkailla parlamentin (Duman) hajottamisella ja uusilla vaaleilla (NY Times 1998a). Venäjän toimeenpanevaa valtaa nauttiva johto,

parlamentti ja keskuspankki olivat ajautuneet täyteen konfliktiin, mikä entisestään heikensi sijoittajien luottamusta Venäjää kohtaan (Chiodo & Owyang: 2002: 12).

Aasian kriisin seurauksena venäläisten pankkien riskiluokitukset muuttuivat huonommiksi ja lisäksi kotimaisen valtionvelan lainanhoitokulut nousivat kasvaneen korkotason myötä (Venäjän keskuspankki 1997: 30–31). Vuoden 1998 helmikuun loppuun mennessä tilanne näytti kuitenkin jo rauhoittuneen, sillä Venäjän rahaviranomaiset olivat osoittaneet puolustavansa ruplan kurssia huolimatta sen kalliista hinnasta: lokakuun ja helmikuun välisenä aikana Venäjän keskuspankki oli menettänyt 45 prosenttia valuuttareserveistään ja korkotaso oli noussut kaksinkertaiseksi, sen ollessa helmikuussa korkeimmillaan 42 prosenttia. (Chapman ym. 2001: 16–17.)

Venäjän keskuspankin politiikka tilanteessa piti ulkomaisten sijoittajien määrän Venäjällä suurena, jotka jopa kasvattivat osuuttaan Venäjän markkinoilla 3,3 miljardilla dollarilla vuoden 1998 ensimmäisellä vuosineljänneksellä. Vaikka Venäjän talous kärsi suurista ongelmista, olivat sijoittajat valmiita ottamaan Venäjä-riskin, sillä he olettivat, että Venäjän ei annettaisi laiminlyödä velkojaan (*”too big to fail”*) ja Venäjän keskuspankki toimisi pankkijärjestelmän hätärahoittajana. Usko julkisen sektorin periytyi aiemmista kansainvälisistä talouskriiseistä, joissa yksityisiä sijoittajia oli pelastettu virhesijoituksilta (*bail out*), jotta kriisi ei leviäisi lainaajamaiden rahoitusjärjestelmiin. (Chapman ym. 2001: 17.)

Venäjän viranomaisten aikaansaamat parannukset jäivät kuitenkin lyhytikäisiksi, koska ne vain syvensivät rakenteellisia heikkouksia. Ruplan vaihtokurssin puolustaminen heikensi pankkijärjestelmää ja julkisen velan ja sen hoidon vakautta sekä supisti viranomaisten käytettävissä olevia valuuttareservejä. Lisäksi yritykset pitää yllä keinotekoista ruplan kurssia loivat markkinoille devalvaatio-odotuksia (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1998).

Venäjän viranomaiset julkistivat ruplan vaihtokurssin tavoitearvot vuosiksi 1998–2000, toivoen sen pienentävän sijoittajien ruplaan liittämiä devalvaatioriskejä. Laskupaineet ruplan kurssia kohtaan kuitenkin vain kasvoivat, kun kasvava osa markkinoista piti

ruplan vaihtokurssia kestävämmän (Chapman ym. 2001: 16). Lisäksi öljyn hinta laski ja aiheutti vientitulojen supistumisen ja kauppaja- ja vaihtotaseen alijäämän (ks. kuvio 3). Syntyi alijäämä rahoitustaseeseen, joka oli alijäämäinen vuoden 1998 sekä kolmannella että viimeisellä neljänneksellä. Alijäämä jakautui pankki- ja muille sektoreille (3,5 ja 5 miljardia dollaria). Pääomatase sen sijaan oli alijäämäinen yhtä vaille kaikilla neljänneksillä vuosina 1995–99, joskin alijäämä oli keskimäärin noin 100 miljoonaa dollaria per vuosikvartaali. Juuri kriisin hetkellä vuoden 1998 kolmannella neljänneksellä pääomatase oli lievästi ylijäämäinen (15 milj. dollaria). (Bulletin of Banking Statistics 1999: 14)

Suorat ulkomaiset sijoitukset Venäjän pankeissa kutistuivat kalenterivuonna 1998 lähes 65 prosenttia 358 miljoonaan dollariin ja lisäksi portfoliosijoitusten määrä laski 57 prosenttia 358 miljoonaan dollariin (Bulletin of Banking Statistics 1999). Vajeen rahoitustaseessa voi siis tulkita johtuneen Venäjään kohdistuneista devalvaatio-odotuksista. Sitä tukevat Bulletin of Banking Statisticsin (2000) vuotta tuoreemmat tiedot, joiden mukaan suorat, ulkomaiset sijoitukset Venäjän pankeissa olivat lähes kaksinkertaistuneet vuoden 1999 aikana.

Sijoittajien ulosvirtauksen vuoksi Venäjän pörssin RTS-indeksi (ks. kuvio 4) oli kesään mennessä menettänyt arvostaan 60 prosenttia. Pääomavirtojen kääntyminen pois Venäjän markkinoilta lisäsi laskupaineita ruplan kurssille, joita oli jo aiemmin aiheuttanut kotitalouksien siirtyminen ulkomaanvaluuttojen käyttöön: sijoittajien poislähdöstä tuli itseään ruokkiva kierre (Chapman ym. 2001: 16). Devalvaatioon Venäjän viranomaiset eivät halunneet ryhtyä, sillä heidän mielestään se olisi nostanut inflaatio-odotuksia ja vienyt uskottavuutta harjoitetulta rahapolitiikalta sekä Venäjän ruplalta ja siten vaikeuttanut makrotaloudellista tilannetta. Venäjän keskuspankki halusi siksi aluksi suojella ruplan kiinteää vaihtokurssia ostamalla markkinoilta ruplia kiinteällä kurssilla sekä nostamalla ohjauskorkoa (*refinancing rate*). (Keskuspankin vuosiraportti 1997.)

3.3.1. Pelastuspaketti ja GKO/Eurobond -vaihtosopimus

Myös kansainväliset taloudelliset instituutiot reagoivat Venäjän vaikeaan tilanteeseen ja sijoittajien heikentyneeseen luottamukseen, ja yhdessä Kansainvälisen valuuttarahaston, Maailmanpankin sekä Japanin valtion kanssa Venäjälle laadittiin apupaketti (Pinto & Ulanov 2010). Tieto paketista annettiin julkisuuteen heinäkuun 13. päivänä 1998. IMF:ää painosti apupaketin laadintaan Bill Clintonin hallinto, joka paitsi pyrki kiirehtimään viikkoja kestäneitä neuvotteluja, myös kasvattamaan Venäjälle myönnettävää tukea. Yhdysvallat myös antoi IMF:lle 2,1 miljardin dollarin lainan paketin rahoittamiseksi. Muita lainanantajamaita tässä yhteydessä olivat Japani, Saksa, Ranska ja Saudi-Arabia. Paketin tarkoitus oli helpottaa Venäjän talouskriisiä ja palauttaa sijoittajien luottamus Venäjän markkinoihin. (New York Times 1998c.)

Yksin IMF tuki Venäjän talousohjelmaa apupaketissa 11,2 miljardilla dollarilla (8,5 miljardia ns. erityisnosto-oikeuksina) sekä korvasi vientitulojen menetyksiä 2,9 miljardilla dollarilla. Välittömästi käyttöön annettiin 4,8 miljardia dollaria. Tätä aiemmin vuoden 1996 maaliskuussa Venäjälle oli jo myönnetty 9,2 miljardin dollarin avustus. Yhteensä Venäjälle annetun tuen määrä oli noin 22,6 miljardia dollaria (Pinto & Ulanov 2010). Apupaketti ei estänyt kriisin puhkeamista. (IMF 1998.)

Tärkeä osa Venäjän pelastuspakettia oli mahdollisuus vapaaehtoiseen vaihtosopimukseen (*swap*), jossa lyhytaikaiset GKO-velkakirjat oli mahdollisuus vaihtaa pitkäaikaisiin dollarimääräisiin Eurobond-velkakirjoihin. Mahdollisuus vaihtosopimukseen julkistettiin heinäkuun 13. päivänä 1998. Perusidea vaihdossa oli yksinkertainen: valuuttakurssin ollessa kiinteä, voitiin ruplamääräiset GKO-velkakirjat vaihtaa dollarimääräisiin Eurobondeihin, jolloin maksettava korko tippuisi 50 prosentista 12 prosenttiin. (Pinto & Ulanov 2010: 26.) Toisin sanoin Eurobondeja laskettaisiin liikkeelle dollareita vastaan, joilla liikkeelle lasketut GKO:t olisi kuoletettu (Kharas ym. 2001: 37).

Vaihtosopimus paitsi pienentäisi valtion korkomenoja, myös maturiteetin pidentyessä huomattavan paljon käytännössä poistaisi lainojen uusintaan liittyvät riskit (*rollover risk*), mikä antaisi valtiolle tilaa ja aikaa hoitaa fiskaaliset ongelmansa. Vaihto oli

vapaaehtoinen ja perustui markkinakäytännöille, ja siihen olivat oikeutettuja kaikki GKO-velkakirjat, jotka vanhentuivat ennen vuoden 1999 heinäkuun 1. päivää. Näiden lainojen yhteenlaskettu nimellinen arvo oli 39,3 miljardia dollaria ja markkina-arvo 32,3 miljardia senhetkisillä vaihtokursseilla. (Kharas ym. 2001: 35–37.)

Lisäksi Venäjän valtionvarainministeriö julkaisi takaisinostohinnan eri GKO-sarjoille, ja tarjosi markkinahinnan päälle annettavan preemion niille maturiteeteille, jotka raukesivat seitsemänä seuraavana viikkona eli ennen syyskuun 9. päivää. Vaihdon ulkopuolelle kuitenkin jätettiin valtio-omisteisen Sberbankin ja Venäjän keskuspankin GKO-velkakirjat, mikä pienensi vaihtokelpoisten velkakirjojen yhteenlasketun markkina-arvon noin 13 miljardiin dollariin (Pinto & Ulanov 2010: 26). Velkakirjat olivat ulkomaalaisten sijoittajien ja venäläisten liikepankkien hallussa. (Kharas ym. 2001: 35.)

Heinäkuun 20. päivä liikkeelle laskettujen Eurobondien nimellinen arvo oli 6,4 miljardia dollaria, joista vaihtosopimukseen kuului 5,9 miljardia (Kharas ym. 2001: 37). Lopulta kuitenkin vain 4,4 miljardin dollarin arvosta GKO-velkakirjoja vaihdettiin Eurobondeiksi. GKO-velkakirjojen omistajat todennäköisesti halusivat pitää omistuksensa lyhytaikaisissa velkakirjoissa ja ottaa devalvaatoriskin, jota pienensi IMF:n pelastuspaketti, kuin vaihtaa ne pitkäaikaisiin Eurobondeihin ja lisätä siten maturiteettia ja velkoihin liittyvää mitätöimisriskiä (Pinto & Ulanov 2010: 27). Pelastukseksi tarkoitettu vaihtosopimusohjelma laukaisi kriisin muutama viikko myöhemmin.

Heinäkuussa GKO-velkakirjojen korkotaso laski IMF:n myöntämän tukipaketin vuoksi selvästi, joskin se oli vielä noin 50 prosenttia, johon se laski pakettia edeltäneestä sadan prosentin tasosta (ks. taulukko 2) (Pinto & Ulanov 2010: 28). Syynä korkotason laskulle oli devalvaatoriskipreemion pienentyminen tukipaketin ansiosta. Velkakirjoja koskeneeseen laiminlyöntirisktiin (*sovereign risk premium*) tukipaketilla ei ollut kuin mitätön vaikutus, sillä se laski vain kolmella promillella. Vaikka IMF:n tukipaketti helpotti lyhyen ajan likviditeettiä, ei sillä ollut aikaa lievittää laiminlyöntiriskiä. (Kharas ym. 2001: 28–29.)

Heinäkuussa toteutetulla GKO-Eurobond -vaihtosopimusohjelmalla ei ollut toivottua vaikutusta. GKO-velkakirjojen korot nousivat selvästi vaihtoa seuranneena päivänä, vaikka ohjelman tarkoitus oli päinvastoin pienentää korkomenoja pienentämällä lainoihin liittyviä uusinta- ja devalvaatoriskejä (Kharas ym. 2001: 28). GKO-Eurobond -vaihdon jälkeen Venäjän tilanne lähti syöksykierteeseen, eikä sen jälkeen enää ollut paluuta entiseen (Pinto & Ulanov 2010: 29).

3.3.2. Devalvaatio ja velkajärjestely

GKO-markkinoiden heilahtelut olivat aiheuttaneet pankeille tappioita jo alkuvuonna, mutta elokuussa Venäjällä syntyivät ensimmäiset pankkikriisit, kun pankit joutuivat kasvaviin likviditeettivaikkeuksiin (Pinto & Ulanov 2010). Vuoden 1997 lopusta vuoden 1998 heinäkuun loppuun hoitamattomien lainojen osuus lainakannasta nousi 3,6 prosentista 6,8 prosenttiin ja lisäksi ongelmapankkien osuus kaikista pankeista nousi 32,4 prosentista 36,7 prosenttiin samana aikana (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1998).

Eurobondien kasvattaessa huomattavasti jo olemassaolevaa dollarimääräistä velkaa laskivat kyseisten arvopapereiden markkinahinnat. Sen vuoksi Venäjän toiseksi suurin liikepankki, SBS-Agro, joutui likvidoimaan dollarimääräisiä arvopapereitaan rahaksi, jolloin niitä ilmestyi markkinoille lisää laskemaan niiden markkinahintoja jo aiempaa alemmas. Venäläisten hallussapitamät takaisinostosopimukset (*repo*) aiheuttivat pankeille lisävaatimuksia velan vakuuksien suhteen (*margin call*) ja lähensivät niitä kohti pankkikriisiä. (Pinto & Ulanov 2010: 29–30.)

Asiaa pahensi se, että elokuussa erääntyi maksettavaksi paljon lainoja, jotka oli tarkoitus uusida toisilla lainoilla. Tämän vuoksi pankit joutuivat pakon sanelemana myymään omistamiaan GKO-velkakirjoja, joka aiheutti markkinoilla paniikin. Syntyi talletuspako, kun tallettajat halusivat ensin vaihtaa talletuksensa dollarimääräiseksi ja sen jälkeen nostaa rahavaransa kokonaan pois. (Pinto & Ulanov 2010: 29–30.)

Pankkien (pl. valtio-omisteinen Sperbank) ruplamääräisistä talletuksista vedettiin talletuspaon myötä pois 47,6 prosenttia ja ulkomaanvaluuttamääräisistä 58 prosenttia. Sen lisäksi iso osa (12 %) Sperbankin ulkopuolisista talletuksista siirtyi Sperbankiin. Interbank-markkinoiden volyymi elo–joulukuussa supistui yli 45 prosentilla, kun luottamus yksittäisiin pankkeihin ja koko pankkisektorin jatkuvuuteen laski. (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1998.) Tilanne aiheutti likviditeettikriisin ja 14. elokuuta Venäjän keskuspankki ilmoitti pankkituesta, joka oli kohdistettu SBS-Agro -pankille (Pinto & Ulanov 2010: 29–30).

Taulukko 2. GKO: n tuotot ja riskilisien kehitys (Pinto & Ulanov 2010).

Päivämäärä ja tapahtuma	GKO:n korko	Laiminlyönti-riskilisiä	Devalvaatio-riskilisiä
15.5.1998: valtiontalouden kestävyys kyseenalaista	39,3	4,8	23,0
13.7.1998: 22,6 mrd:n pelastuspaketti ja GKO-Eurobond -vaihto julkistetaan	102,3	8,5	82,3
14.7.1998	58,2	8,1	38,6
20.7.1998: IMF: johto hyväksyy paketin; Duuma viivyttää uudistuksia	51,6	7,8	32,3
23.7.1998: GKO-Eurobond -vaihtoa edeltävä päivä	54,2	8,2	34,4
24.7.1998: GKO-Eurobond -vaihto. Laiminlyöntiriski kasvaa 180 peruspistettä	66,4	10,0	44,9
6.8.1998: Maailmanpankki hyväksyy lainat ja tukee 300 miljoonalla \$:lla	77,7	12,0	54,1
10.8.1998: viikkoa ennen kriisin puhkeamista	99,0	20,0	67,5
14.8.1998: kriisiä edeltävä perjantai; 17 mrd \$ reserveistä katoaa, SBS-Agro pelastetaan	144,9	23,8	109,5
17.8.1998: maanantai ja kriisi puhkeaa: devalvaatio, lainojen laiminlyönti ja moratorio julkistetaan			

Venäjän keskuspankkireservit olivat käymässä vähiin, ja IMF:n tarjoama tukipaketti, 4,8 miljardia, oli jo kadonnut puolustettaessa ruplan kurssia heinä–elokuun aikana (Desai 2002). Venäjän keskuspankin valuuttareservit kutistuivat yksin elokuussa 18,4 miljardista 12,4 miljardiin dollariin, eli pudotus oli noin 33 prosenttia (Bulletin of Banking Statistics 1998). Ulkomaanvaluuttareservit eivät enää riittäneet lunastamaan GKO- ja OFZ-velkakirjojen ulkomaisilla sijoittajilla olevaa kuuden miljardin dollarin osuutta ja venäläisten pankkien ulkomaanvelkaa, jota oli 16 miljardia dollaria (Desai 2002). Yhteensä se teki 22 miljardia dollaria, joten Venäjän keskuspankin reservit jäivät 10 miljardia dollaria vajaaksi. Ulkomaanrahoitusta ei enää ollut saatavilla, sillä Eurobond-vaihto oli osoittautunut epäonnistuneeksi.

Venäjällä oli enää kolme vaihtoehtoa jäljellä: hallitus saattoi lainata suoraan Venäjän keskuspankilta, luoda uutta rahaa ja pilata makrotaloudellisen tasapainon, tai määrätä pakollisen velkajärjestelyn lyhytaikaiselle velalle (Desai 2002). Venäjä valitsi viimeisen vaihtoehdon, joka merkitsi myös kotimaisten valtionvelkojen laiminlyöntiä (*default*) ja IMF:n hyväksymää 90 päivän pakollista lykkäystä venäläisten pankkien ulkomaanvelkojen maksuihin (Sutela 1999: 11). Lykkäys (*debt moratorium*) koski yksityistä ulkomaanvelkaa (Venäjän keskuspankki 1998: 19). Päätös toimista annettiin julki 17. elokuuta (Komulainen 2002). Pääministeri Kirijenko erotettiin vain neljän kuukauden pestin jälkeen, ja presidentti Jeltsin yritti saada pääministeriksi uudelleen Viktor Chernomyrdinin (New York Times 1998d). Se ei kuitenkaan onnistunut, ja pääministeriksi valittiin syyskuun 11. päivänä Jevgeni Primakov (New York Times 1998e).

Aluksi velkajärjestelyn oli tarkoitus suosia venäläisiä sijoittajia, sillä heille (lähinnä pankeille) luvattiin likviditeetin turvaamiseksi 20–25 prosentin välitön käteismaksu, mutta ulkomaisille sijoittajille vain mahdollisuus vaihtaa ruplamääräiset velkakirjansa dollarimääräisiin. Yhdysvaltain keskuspankki ei kuitenkaan suostunut tähän, ja lopulta Venäjä myönsi kaikille sijoittajille 20 prosentin käteismaksun, jonka se rahoitti uutta rahaa luomalla. (Desai 2002.)

Elokuun 17. päivä tapahtui myös ensimmäinen de facto -devalvaatio, kun ruplan vaihteluväliä laajennettiin 6,0–9,5 ruplaan per dollari (esim. Komulainen 2000:11;

Sutela 1999). Uuden valuuttaputken yläraja saavutettiin jo syyskuuhun mennessä, ja syyskuun 2. päivä Venäjän keskuspankki poisti dollarisidoksen kokonaan ja muutti ruplan kelluvaksi valuutaksi (Venäjän keskuspankki 1998: 45). Tätä ennen keskuspankin valuuttareserveistä oli menetetty 3 miljardia dollaria lisää. Ruplan vaihtokurssi suhteessa dollariin oli laskenut syyskuun 9. päivään mennessä 21:een, kun vielä ennen elokuun vaihteluvälin muutosta se oli ollut 6,29 (Pinto & Ulanov 2010: 29–30).

3.4. Kriisistä toipuminen vuodesta 1999 eteenpäin

Vuoden 1999 alussa Venäjän talous oli vielä kriisin merkeissä. Rupla oli devalvoitunut 70 prosenttia, jonka vuoksi venäläisten ostovoima oli pienentynyt reaalisesti edeltäneestä elokuusta 35 prosenttia. Odotukset tulevasta olivat heikot, ja mm. IMF ennusti Venäjän kokonaistuotannon laskevan 6 prosenttia vuonna 1999. (Komulainen 2000: 7.) Vastoin odotuksia valuutta- ja pankkikriisin vaikutukset jäivät kuitenkin vähäisiksi, sillä jo aiemmin mainittu laajalti käytössä ollut vaihtokauppa ja pankkisektorin pieni koko aiheuttivat sen, että Venäjä toipui kriisistä nopeasti (esim. Sutela 1999 tai Lukkarila 20003).

Ruplan devalvoituminen paransi Venäjän vienti- ja kotimarkkinateollisuuden kilpailukykyä ja aiheutti niille runsasta kasvua. Teollisuustuotanto kasvoi vuonna 1999 kokonaisuudessaan 8 prosenttia, jolloin tuotanto nousi vuoden 1995 tasolle (Venäjän keskuspankki 1999). Eri toimialoista kemian-, metsä- ja koneteollisuus kasvoivat yli 15 prosenttia. Kokonaisinvestoinnit kuitenkin kasvoivat vain yhden prosentin, joten teollisuuden kasvu tapahtui alikäytössä ollutta kapasiteettia paremmin hyödyntämällä. (Komulainen 2000: 7.)

Lisäksi öljyn hinta alkoi nousta vuosien 1998–1999 vaihteessa ja nousi vuoden aikana 2,5-kertaiseksi. Se lisäsi Venäjän saamia vientituloja ja kiihdytti talouskasvua. Lisäksi öljyn hinnan nousu kasvatti Venäjän vaihtotaseen ylijäämän noin 24 miljardiin dollariin. Vuoden 1998 vaihtotase oli kokonaisuutena ollut alijäämäinen. Vuonna 2000 ylijäämä oli jo lähes 50 miljardia dollaria. (Venäjän keskuspankki 2010.)

Teollisuustuotannon kasvu veturinaan myös kokonaistuotanto kasvoi vuonna 1999 yli kolme prosenttia (Venäjän keskuspankin mukaan 3,2 prosenttia). Vielä vuoden ensimmäisellä neljänneksellä BKT laski yli prosentin, mutta kokonaistuotanto kääntyi kasvuun jo vuoden puolivälissä. Kasvu kiihtyi vuoden loppua kohden, ja viimeisellä neljänneksellä se oli jo 8 prosenttia. Palveluiden tuotanto pieneni hieman vuonna 1999, joten kasvu johtui paljolti teollisuustuotannon kasvusta. (Komulainen 2000: 7.)

Devalvoituminen paransi myös yritysten kannattavuutta. Vientiyrityksistä venäläisen Gazpromin tulos kääntyi devalvaation myötä kaksi miljardia dollaria voitolliseksi, kun se vuonna 1998 oli ollut saman verran tappiollinen (Komulainen 2000: 8). Kotimarkkinoilla toimiville yrityksille muutos ei ollut yhtä suuri, mutta kuitenkin niistä vuonna 1999 59 prosenttia tuottivat voittoa, kun vastaava luku vuotta aiemmin oli 51. Kaikista yrityksistä 55,6 prosenttia (kasvua 10,8 %-yksikköä) tuotti voittoa vuonna 1999, ja niiden yhteenlaskettu voitto oli noin 576,9 ruplaa. Siitä teollisuuden siivu oli 74,2 prosenttia. (Venäjän keskuspankki 1999: 13.)

Devalvaation lisäksi kannattavuutta nosti se, että lopputuotteiden hinnat nousivat (keskimäärin) nopeammin kuin niiden valmistukseen tarvittavien eri kustannustekijöiden hinnat. Myös maailmanmarkkinahinnat nousivat vuonna 1999. Venäjän inflaatiouvauhti koko vuodelle oli 36,5 prosenttia (84,4 % vuonna 1998) ja vuosineljänneksittäin inflaatio vaihteli välillä 3,9–16,0. Teollisuustuotteiden hinnat nousivat 67,3 prosenttia. (Venäjän keskuspankki 1999: 10–13.) Tärkeänä sivutuotteena yritysten parantunut kannattavuus ja sitä myötä kohentunut likviditeetti vähensivät vaihtokaupan osuutta taloudesta: vuoden 1999 lokakuussa sen osuus oli enää 34 %, vaikka vuoden 1998 elokuussa osuus oli ollut 54 %. (Komulainen 2000: 8).

Taloukasvua ruokki osaltaan myös maltillisempiin mittasuhteisiin asettunut korkotaso: GKO-velkakirjojen korkotaso oli jo vuoden 1999 aikana 16–34 prosenttia, mistä ne edelleen laskivat vuosituhannen vaihtuessa, ja vuonna 2001 niiden korot olivat enää 10–15 prosenttia (Venäjän keskuspankki 2010). Talletuskorot olivat vuonna 2001 välillä 4,5–5,5, mikä siis oli inflaatiota pienempi korkotaso. Lainakorot pankkilaitoksissa olivat samana vuonna 17–19 prosenttia. Korkotaso oli siis 2000-luvulle tullessa laskenut

selvästi 90-luvusta, jolloin se oli käytännössä tuhonnut Venäjän talouden ja sen yrityksille tarjoaman toimintaympäristön. (Venäjän keskuspankki 2010)

Kasvanut tuotanto ja raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen nopea nousu kasvattivat myös Venäjän federaation keräämiä verotuloja vuonna 1999. Vuoden budjetissa verojen keruu kasvoi 13 prosenttiin BKT:sta, kun se edeltävänä vuotena oli vain 9 prosenttia. Kasvaneet verotulot ja pakon sanelemana tehdyt menojen leikkaukset helpottivat valtiontalouden tasapainottamista. Bulletin of Banking Statisticsin (2000: 9) lukujen mukaan Venäjän liittovaltion budjetti oli vuonna 1999 alijäämäinen noin 1,1 prosenttia, mikä oli tasapainoisin budjetti koko 90-luvulla. Jos aluehallintojen budjetit otetaan lukuun mukaan, on budjetti vielä hieman tasapainoisempi. Tasapainottumiseen kuitenkin vaikutti myös tehty velkajärjestely. (Komulainen 2000: 8.) Vuoden lopussa budjetin tasapainoa alkoivat heikentää sotatoimet Kaukasuksella, joiden vuoksi puolustusmenojen osuus valtionbudjetista oli jo yli 20 prosenttia (NYT 1999a).

Tammikuun 1. päivänä presidentti Jeltsin erosi tehtävästään puoli vuotta ennen kauden loppua. Seuraajakseen hän nimitti jo aiemmin elokuussa pääministeriksi nimitetyn Vladimir Putinin, joka myönsi Jeltsinille syytesuojan kaikkia hänen presidenttinä tekemiään toimia kohtaan. (NYT 1999b.)

Venäjä uudisti kriisin jälkeen talouttaan rakenteellisilla uudistuksilla, joiden oli tarkoitus tarjota yrityksille institutionalisoitu ja säädelty toimintaympäristö sekä pienentää hallinnollisia riskejä ja transaktioihin liittyviä kustannuksia. Uudistuksilla oli viisi pääteemaa (Vasiliev 2000):

- yksityistäminen, yhtiöhallinto, osakkeenomistajien ja sijoittajien suoja sekä konkurssimenettelyn kehittäminen. Lisäksi haluttiin kehittää tehokkaita kannustimia liiketoiminnalle.
- verouudistuksen jatkaminen edelleen. Tarkoituksena oli keventää yritysten verotaakkaa ja kehittää oikeudenmukaisempi ja liiketoimintaa tukeva verotus.
- pankkijärjestelmän uudistaminen. Venäjälle tarvittiin kestävä pankkijärjestelmä, joka voisi täyttää reaalitalouden tarpeet lainanannon ja maksuliikenteen hoidon suhteen.

- kansainvälinen kauppapolitiikka. Tarkoituksena oli lisätä viennin määrää ja suojata kotimarkkinoita.
- luonnolliset monopolit: luonnollisten monopolien kattamille sektoreille haluttiin kilpailumekanismit lisäämään tehokkuutta ja laskemaan hintoja.

Verotuksen osalta oli tarkoitus paitsi keventää verotaakkaa niin myös verotusta keventämällä aloittaa talouskasvu uudelleen (Vasiliev 2000). Venäjän verotus vuosina 1992–1999 oli ollut sekava, epäoikeudenmukainen sekä huonosti hallinnoitu, ja korkea tulo- ja liikevoittovero olivat hidastaneet talouden kehitystä ja suosineet harmaata taloutta. Erityisiä ongelmakohtia verotuksessa olivat progressiivinen tuloverotus ja alhaiset verotulot mineraalien tuotannosta. Veroreformi oli tarkoitus toteuttaa vuosina 1999–2002, ja se ulottui kaikkiin valtion kannalta tärkeimpiin tulonlähteisiin. (Krivka 2006: 73.)

Henkilön tuloverotuksesta poistettiin vuonna 2001 kokonaan progressiivinen 12–35 prosentin asteikko, ja se korvattiin kaikille samalla suhteellisella tuloverotuksella, jonka veroaste oli 13 prosenttia. Sen seurauksena valtion tuloverot kasvoivat 46,3 prosenttia 255,8 miljardiin ruplaan, ja vuosina 2000–2001 tuloveropotti kasvoi vuosittain melkein 35 prosenttia. Kasvu selittyy paitsi Lafferin efektillä, myös veronkeruun tehostumisella ja harmaan talouden suhteellisen osuuden pienenemisellä. (Krivka 2006: 74.)

Reformiin liittyivät myös arvonlisäveron alentaminen kymmeneen prosenttiin (18 prosentista) ja yhtiöveron leikkaus 24 prosenttiin (ennen 35 %) sekä joukko epäoikeudenmukaisten veroetuuksien poistoja, mutta arvonlisäveron uudistuksen presidentti esti vetollaan (Vasiliev 2000). Vuonna 2000 arvonlisäveron osuus valtionbudjetista oli 21,8 prosenttia, vaikka arvonlisäveroista saatiin kerättyä vain 50–70 prosenttia. Yhtiöverotuksen uudistus ei ollut aluksi fiskaalisesta näkökulmasta yhtä menestyksenkäs kuin tuloverouudistus, sillä vuonna 2002 niiden yhteissumma laski 463,3 ruplaan vuoden 2001 513,8 ruplasta. Vuonna 2004 niiden summa oli kuitenkin yli 800 miljardia ruplaa. (Krivka 2006: 74.)

Verrattuna muihin öljynviejämaihin Venäjän verotulot öljystä olivat pienet, minkä selittävät huonosti suunniteltu verotus ja heikko verohallinto (Stepanyan 2003: 13).

Verouudistus ulottui myös mineraalien (ml. öljy) tuotantoon ja vientiin, ja sen ansiosta ne vuonna 2002 2,5-kertaistuivat edellisvuoteen verrattuna. Ruplissa tämä tarkoitti kasvua 135 miljardista 330 miljardiin. Vuonna 2004 mineraalien verotuksen osuus kaikista verotuloista oli 10,68 prosenttia. Energiantuotanto olikin ainoa talouden sektori, jonka verotaakka kasvoi uudistuksen myötä: kipuraja oli 20,5 dollaria/barreli, jonka ylityttyä öljyntuottajat hävisivät uudessa verotuskäytännössä. Verouudistuksen myötä öljystä saatujen verotulojen määrään vaikutti nyt siis myös öljyn maailmanmarkkinahinta. (Krivka 2006: 74.)

3.5. Venäjän talouskriisi 2008–2010

Tarkastelen seuraavassa vastaavia viittä tekijää Venäjän vuosien 2008–2010 talouskriisille kuin 90-luvun lopun kriisissä. 2000-luvulla kriisin laukaisijana eivät toimineet muiden kehittyvien talouksien tapahtumat, vaan Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta alkunsa saanut finanssikriisi. 2000-luvulla kriisiä ei myöskään aiheuttanut Venäjän valtion velkaantuminen, sillä valtiontalous oli nyt käytännössä velaton. Sen sijaan yksityinen velkaantuminen oli ollut rajua, minkä vuoksi Venäjällä oli paljon ulkoista velkaa.

Öljyn hinnan raju lasku johti Venäjän tulojen supistumiseen, minkä vuoksi vaihtotaseen ylijäämä puolittui ja rahoitus- ja pääomatase muuttui rajusti alijäämäiseksi, kun ulkomaiset sijoittajat poistuivat Venäjältä. Venäjän pörssi laski sen seurauksena vuoden 2008 loppupuoliskolla 80 prosenttia. Pankkisektorilla aiheutui kriisin vuoksi luottamus- ja likviditeettikriisi, jonka seurauksena Interbank-markkinat pysähtyivät hetkeksi. Venäjän hallinto reagoi kriisiin sarjalla vastatoimia ja veroelvytyksellä. Öljyn hinta lähti uudelleen nousuun jo vuoden 2009 alkupuolella, mikä helpotti Venäjän taloustilannetta.

3.5.1. Venäjän talous ennen kriisiä

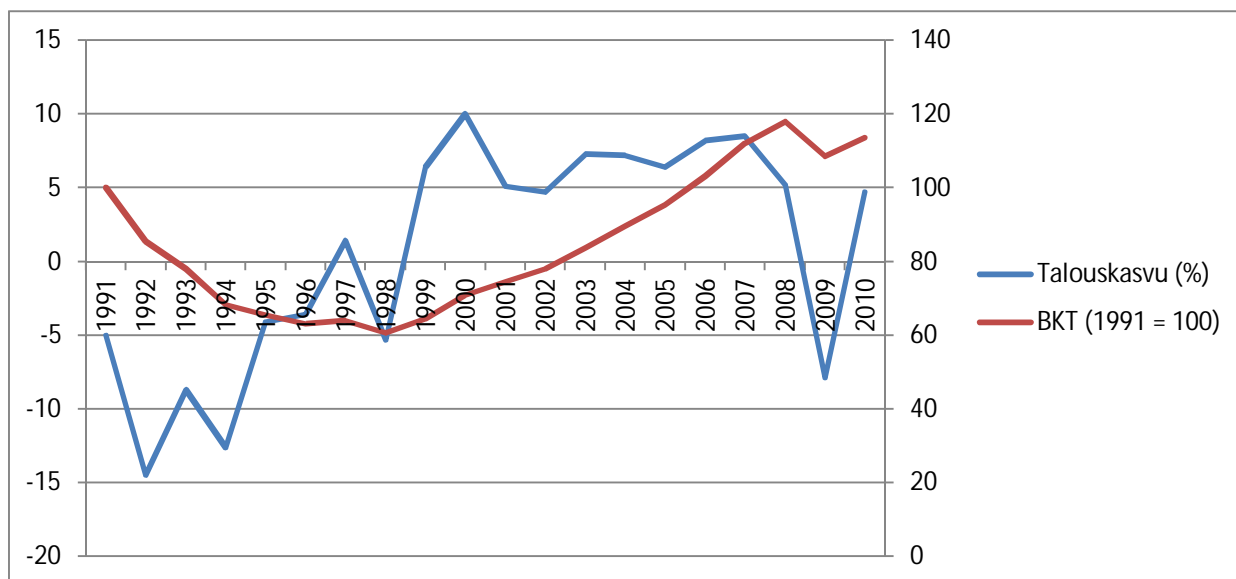
Vuoden 1998 talouskriisin jälkeen Venäjän talous siirtyi pitkäaikaiselle ja nopealle kasvu-uralle. Vuoden 2007 ostovoimakorjattu bruttokansantuote Venäjällä oli OECD:n

tarjoamien (OECD Statistics Portal 2010) tilastotietojen mukaan noin 2097 miljardia dollaria. Nimellinen BKT oli Maailmanpankin tilastopalvelun (World Data 2010) mukaan noin 1 300 miljardia dollaria. Reaalista kasvua vuoden 1999 talouteen verrattuna tapahtui noin 141 prosenttia, ja mitattu reaalisen talouden kasvunopeus vaihteli välillä 6–10 prosenttia. Henkeä kohden venäläisillä oli vuonna 2007 ostovoimaa keskimäärin käytettävissään noin 14 800 dollarin verran, kun vastaava luku Suomessa oli noin 35 300 dollaria. Venäjän talous siis oli 2000-luvulla selittänyt koko 90-lukua leimanneen talouskasvun puutteen aiheuttaman ongelman.

Taulukko 3. Venäjän talouden tunnuslukuja 2000-luvulta (BOFIT Venäjä-tilastot).

	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10
Talouskasvu (%)	10	5,1	4,7	7,3	7,2	6,4	7,7	8,1	5,2	-7,9	4
Valtiontalouden tasapaino BKT:sta	0,8	3	1,4	1,7	4,4	7,5	7,4	5,4	4,1	-5,9	-4,1
Valtionvelka %:a BKT:sta	44,5	33,3	27,7	22,4	16,1	9,2	4,4	2,7	1,8	2,2	2,2
Inflaatio,%	20,2	18,6	15,1	12	11,7	10,9	9	12	13,3	8,8	8,8
Kiinteät investoinnit,%-muutos	17,4	10	2,8	12,5	13,7	10,9	16,7	23	9,1	-17	10,1
Teollisuustuotannon kasvu,%	8,7	2,9	3,1	8,9	8	5,1	6,3	6,8	0,6	-9,3	8,2
Vaihtotase, mrd. \$	46,8	33,9	29,1	35,4	59,5	84,4	94,3	76	104	49	72,6e
Reservit, mrd. \$	27,9	36,6	47,8	76,9	125	168	303	476	427	439	479
Työttömyys-%	9,9	8,6	9	8,6	8,3	7,6	6,9	6,1	7,8	8,2	7,2

Vuoden 1998 kriisiä edeltäneisiin vuosiin verrattuna taloustilanne on ollut huomattavasti parempi, johtuen etenkin vaihtotaseen ylijäämästä sekä suurista valuuttareserveistä. Lisäksi investointiaste on ollut positiivinen koko lamaa edeltäneen 2000-luvun.



Kuvio 7. Venäjän talouskasvu 1991–2010 (Maailmanpankki 2010).

Kuvion 7 vasen asteikko kuvaa reaalista talouskasvua prosentteina ja oikea talouden kokoa, jossa vuoden 1991 lähtötaso on indeksoitu sadaksi. Venäjä saavutti siirtymävaihetta edeltäneen elintasonsa vasta vuonna 2006.

Venäjän finanssipolitiikka koko kriisiä edeltäneellä 2000-luvulla oli hyvin konservatiivista. Valtiontaloudelle kertyneitä ylijäämiä ei lisätty julkisiin menoihin, vaan ne säästettiin. Julkinen sektori ei omilla toimillaan halunnut lisätä kokonaiskysyntää ja siten nostaa jo ennestään kohonneita raaka-aineiden hintoja, koska sen pelättiin vaarantavan tasapainoisen talouskehityksen. Budjettikuria korostava talouspoliittinen linjaus laadittiin valtionvarainministeriössä, mutta sen toteuttaminen ei olisi onnistunut ilman presidentti Putinin tukea ja hyväksyntää. (Korhonen 2009). Venäjän budjettipolitiikan tavoitteena ennen kriisin syntymistä oli ylläpitää tasapainoista budjettikehitystä (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 2007: 16). Ylijäämät tuli sijoittaa ”Venäjän liittovaltion stabilisaatorahastoon” (Korhonen 2009).

Julkisten menojen kasvua on hillitty asettamalla seuraavan vuoden budjetille varovainen öljyn hintaoletus (Korhonen 2009). Hintaoletus vuodelle 2008 oli 92 dollaria per barreli (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 2008). Vuoden hintapiikki oli miltei 150 dollaria, mutta vuoden keskihinta öljybarrelille (Urals Crude -laatu) Venäjän keskuspankin (2008) mukaan oli 93,9 dollaria, mikä siis niukasti ylittää asetetun hintaolettaman, vaikka öljyn hinta romahti talouskriisin seurauksena (ks. kuvio 9). Vuonna 2007 öljyn

keskihinta oli 69,5 dollaria/barreli. Venäjän valtion verotuloista yli puolet tulee suoraan tai epäsuorasti energiasektorilta, joten öljyn hinta-arvioilla on merkittävä vaikutus valtion tulo- ja menoennusteisiin (Korhonen 2009).

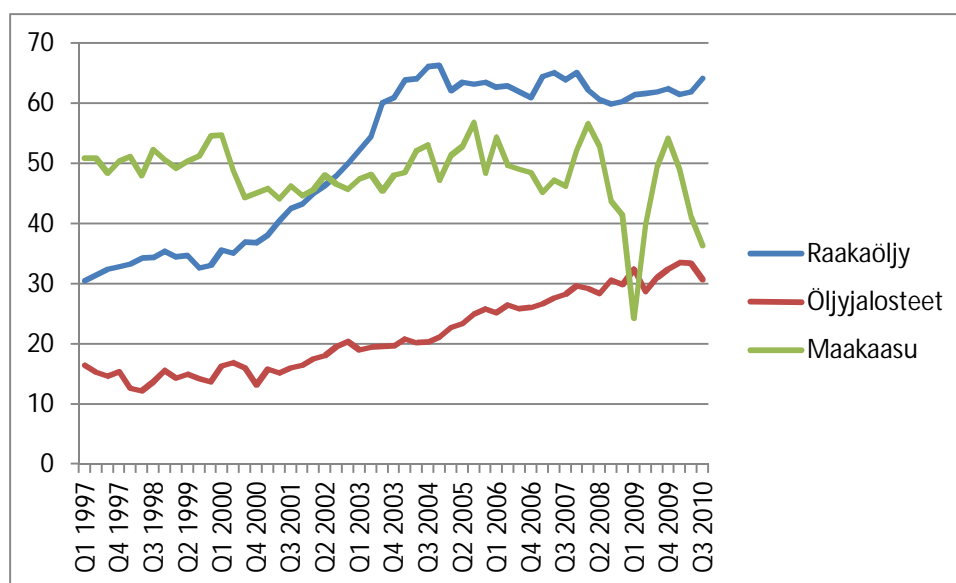
Julkisen sektorin ylijäämistä säästynyttä rahaa on käytetty Venäjän valtion maksutilanteen kohentamiseen. Venäjä on paitsi maksanut lähes kaiken julkisen velkansa pois, myös perustanut Stabilisaatorahaston (perustettiin 2004), johon se on kerännyt valtiontalouden ylijäämät (Korhonen 2009). Stabilisaatorahastoa käytetään myös rahapolitiikassa rahan määrän rajoittamiseen, sillä inflatorisia paineita aiheuttava liiallinen rahamäärän kasvu on sterilisoitu kyseiseen rahastoon (Venäjän keskuspankin 2007: 53). Rahasto on osa Venäjän keskuspankin valuuttareserviä, joka on sijoittanut Stabilisaatorahaston varoja muun toimintansa ohella (n. 60 % AAA-luottoluokituksen kohteisiin, loput AA- ja A-luokkaa (Venäjän keskuspankki 2007: 69).

Öljyn hinnan nousun ja öljytulojen myötä rahaston koko paisui niin suureksi, että alkoi poliittinen väittely rahojen oikeasta käytöstä. Sen seurauksena rahasto jaettiin kahtia Reservirahastoon ja Kansallisen hyvinvoinnin rahastoon. Edellistä oli tarkoitus käyttää valtiontalouden alijäämien rahoitukseen ja jälkimmäistä pitkän aikavälin talouskehitystä tukevien hankkeiden rahoittamiseen. Vuoden 2008 elokuussa Reservirahaston koko oli 143 miljardia dollaria, hyvinvointirahaston saman vuoden toukokuussa noin 90 miljardia. (Korhonen ym. 2009: 10–11.) Molemmat rahastot kuitenkin olivat osa keskuspankin reservejä.

3.5.2. Öljyn merkitys Venäjän taloudelle

Vaikka öljyntuotanto oli Venäjän taloudelle merkittävä sektori jo 90-luvulla, muuttui se vielä tärkeämmäksi 2000-luvulla, jolloin Venäjä kasvatti öljyntuotannon volyymia reilusti. 2000-luvun alussa öljyntuotannon viennin vuosivolyymi oli noin 145 miljoonaa tonnia, mutta vuoteen 2008 mennessä se oli kasvanut noin 80 prosenttia. Öljyn hinnan nousun vuoksi viennin arvo oli kasvanut lähes viisinkertaiseksi (kasvua 380 prosenttia), jolloin sen arvo oli noin 121 miljardia dollaria. Maakaasun vientimäärä sen sijaan pysyi miltei samana, mutta sen arvo kasvoi samana aikana noin 2,5-kertaiseksi reiluun 40

miljardiin dollariin. Näiden lisäksi myös öljyjalosteiden vienti kasvoi 2000-luvulla kaksinkertaiseksi: vuonna 2007 niiden viennin arvo oli noin 52 miljardia dollaria. (Venäjän keskuspankki 2010)



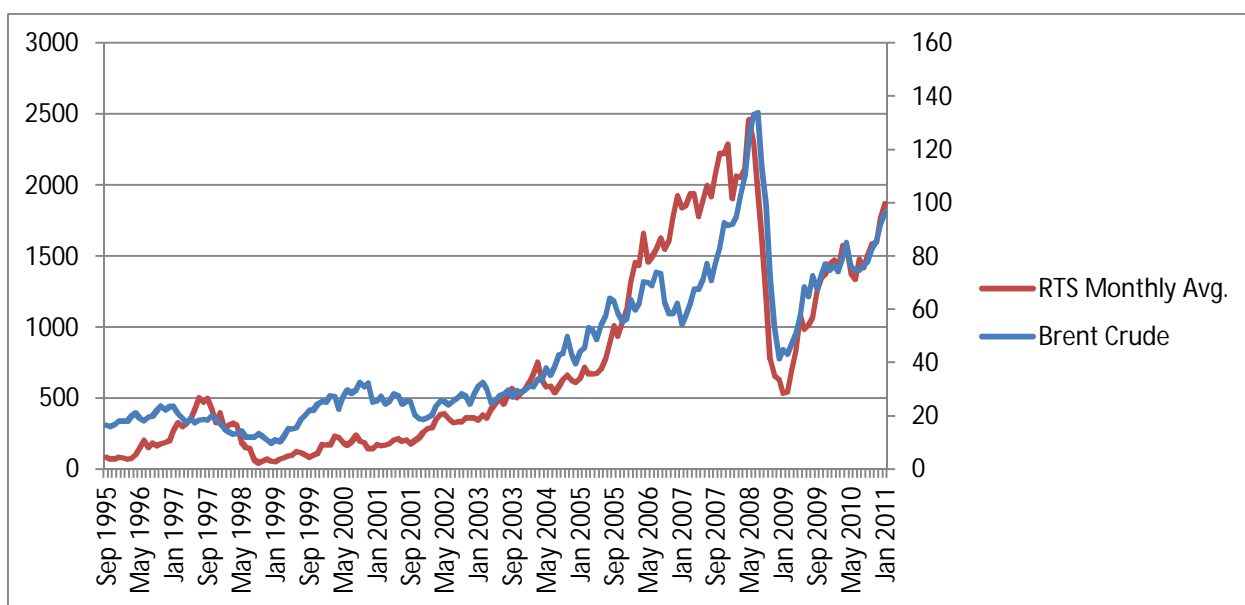
Kuvio 8. Venäjän raakaöljyn, öljyjalosteiden ja maakaasun viennin volyymin kehitys 1997–2010 (tuhansia tonneja) (Venäjän keskuspankki 2010).

Markkinahinnan nousun lisäksi öljyn teki 2000-luvulla Venäjälle entistä tärkeämmäksi myös verouudistus, jonka yhteydessä öljylle asetettiin vientivero, jolla öljyn verotus kohdistettiin öljyn määrän sijaan öljyn arvoon. Uudistus teki öljysektorin verotaakan raskaammaksi ja lisäsi valtion saamien öljyverotulojen määrää. (Krivka 2006.) Samalla se kuitenkin teki verokertymän koon enemmän riippuvaiseksi öljyn maailmanmarkkinahinnasta, mikä oli tärkeä tekijä vuosien 2008–2010 kriisissä. 90-luvulla öljyn hinnalla ei ollut suurta vaikutusta valtiontalouden yli- tai alijäämiin, vaan niiden selvä yhteys öljyn hintaan syntyi vasta verouudistuksen myötä (Kharas ym. 2001: 20).

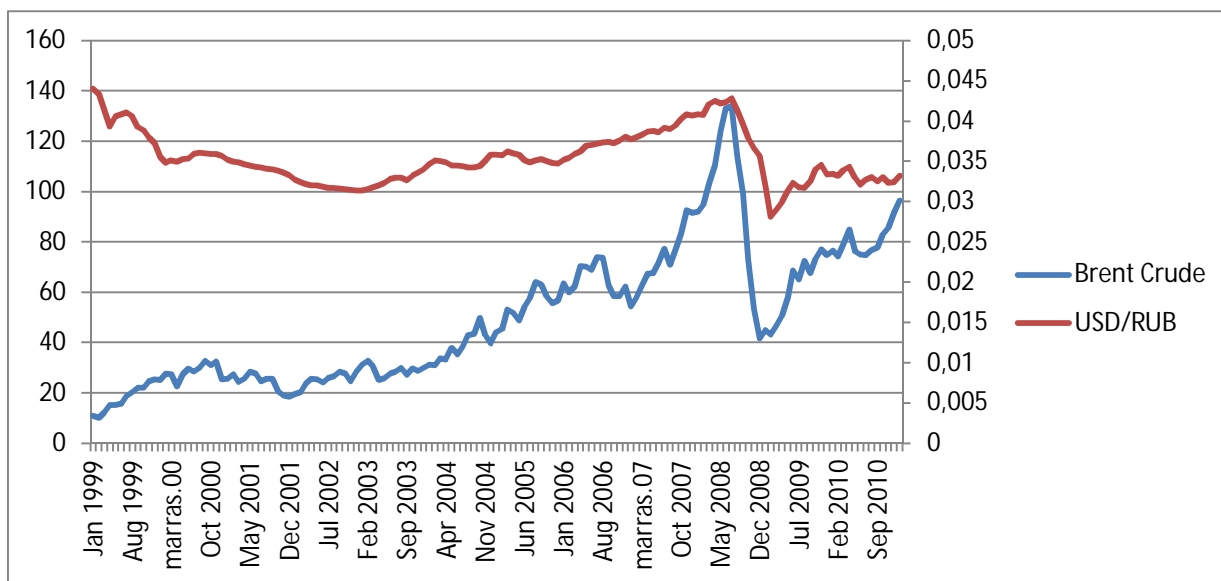
Öljy- ja kaasusektorin osuus bruttokansantuotteesta on arvioiden mukaan ollut viime vuosina 20–30 prosenttia ja Venäjän vientituloista kyseinen sektori muodostaa kaksi kolmasosaa ja liittovaltion budjetista puolet (BOFIT 2009: 4). Maailmanpankin (2008a: 17) mukaan öljyn osuus BKT:sta oli vuonna 2008 30 prosenttia ja viennistä 60 prosenttia. Joka tapauksessa voi sanoa, että Venäjän talous on erikoistunut öljyyn, jonka hintakehitys tunnetusti on heilahtelevaa ja arvaamatonta.

Öljystä saatujen tulojen vaikutus heijastuu talouteen myös laajemmin julkisten menojen, yritysten kassavirtojen, palkkojen yms. kautta: julkisten menojen osuus BKT:sta oli vuonna 2008 Venäjällä noin 31 prosenttia (Maailmanpankki 2008a). Öljytulojen ansiosta myös Venäjän valtion sekä yritysten vakavaraisuus on kohentunut viime vuosina, mikä on vaikuttanut Venäjää koskeviin luottoluokituksiin ja siten kansainvälisen rahoituksen hintaan ja saatavuuteen. (BOFIT 2009.)

Öljyn hintakehitys vaikuttaa myös ruplan kurssikehitykseen sen valuuttavaranto- ja vaihtosuhteivaikutuksien vuoksi (ks. kuvio 10). On myös syytä huomata, että vientitulojen koostuessa lähinnä öljykaupasta saaduilla tuloilla, on öljyn maailmanmarkkinahinnalla suora yhteys vientitulojen määrään. Öljyn vientiä on myös määrällisesti vaikea lisätä lyhyellä aikavälillä, koska se vaatisi huomattavia lisäinvestointeja ja uusien (mahdollisesti vaikeammin hyödynnettävien) öljyesiintymien käyttöönottoa (BOFIT 2009). Lisäksi viennin koostuessa pääosin öljystä ja muista energiatuotteista, ei valuuttakurssin heikentyminen lisää tuotteiden kysyntää, sillä energian kysyntä on paljolti sen hinnasta riippumatonta. Valuuttakurssin heikentyessä vientiyritysten kannattavuus kuitenkin kohenee.

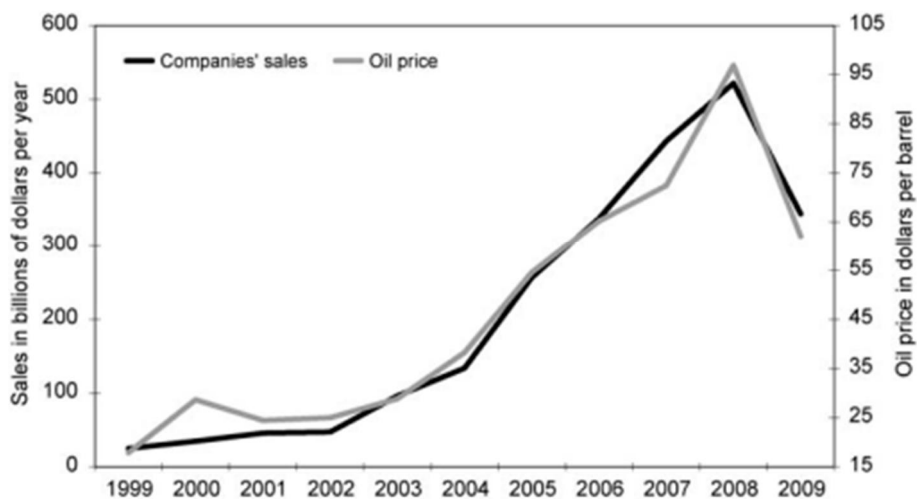


Kuvio 9. Öljyn hinnan ja RTS-indeksin kehitys 1995–2011. Muuttujien välinen korrelaatiokerroin on 0,92. Arvot kuukausittaisia keskiarvoja.



Kuvio 10. Öljyn hinnan sekä dollarin ja ruplan vaihtokurssin kehitys 1999–2010. Vaihtokurssi oli kiinteä ennen vuoden 1998 elokuun kellutusta.

Huomionarvoinen on myös Gaddyn ja Ickesin (2010) havainto öljyn hinnan sekä öljy- ja kaasusektorin ulkopuolisten yritysten myynnin kehityksestä öljyn hinnan muuttuessa. Korrelaatio selittyy öljytulojen merkityksellä kuluttajien ostovoimalle. Kuviossa on huomioitu Venäjän sadan suurimman öljy- ja kaasusektorin ulkopuolisen yrityksen myyntiluvut.



Kuvio 11. Öljyn hinnan ja öljy- ja -kaasusektorin ulkopuolisen sadan suurimman yrityksen myyntilukujen kehitys (Gaddy & Ickes 2010).

3.6. Kriisin vaikutukset Venäjän talouteen

3.6.1 Kansainvälinen talous ja Venäjän talouskehitys

Vuonna 2008 Venäjän talouskriisin ulkoisena synnyttäjänä toimi muiden siirtymätalouksien sijaan kansainvälinen finanssikriisi, jonka alkuperä voidaan jäljittää Yhdysvaltain asuntomarkkinoiden romahdukseen. Lyhyesti ilmaistuna siihen johti muiden syiden ohella Yhdysvaltojen aiemmin harjoittama sosiaalinen asuntomarkkinapolitiikka, jolla haluttiin tarjota mahdollisuus omistusasumiseen ("amerikkalainen unelma") jokaiselle amerikkalaiselle, myös maksukyvyttömille (Kanniainen & Malinen 2010: 28). Rahoituksen tarjoamiseksi suunniteltiin subprime-tyyppinen asuntoluotto ("alle priiman").

Yhdysvaltojen löysän rahapolitiikan aiheuttaman matalan korkotason ja maassa vallinneen ylioptimistisen asuntojen hintakehitykseen liittyvän uskon vuoksi Yhdysvalloissa oli syntynyt asuntojen hintakupla. Korkotason nousun ja halvan rahan ajan päättymisen vuoksi asuntojen hinnat alkoivat laskea, mikä yhdessä taantuman kanssa aiheutti luottotappioiden määrissä rajun kasvun ja subprime-markkinoiden romahduksen. (Tervala 2009:173.)

Vuosien varrella Yhdysvaltoihin oli kehittynyt pankkisääntelyn ja -valvonnan ulottumattomissa ollut varjopankkijärjestelmä. Sen tarkoitus oli alentaa pankkilaitosten kustannuksia, sillä sen varoista ei tarvinnut maksaa sääntelyn aiheuttamia kustannuksia vakuusmaksuina ja kerättyinä reserveinä. Se teki pankkitoiminnasta halvempaa, mutta kääntöpuolena varjopankit eivät olleet pankkisääntelyn turvaverkkojen ulottuvissa. (Tervala 2009: 180.)

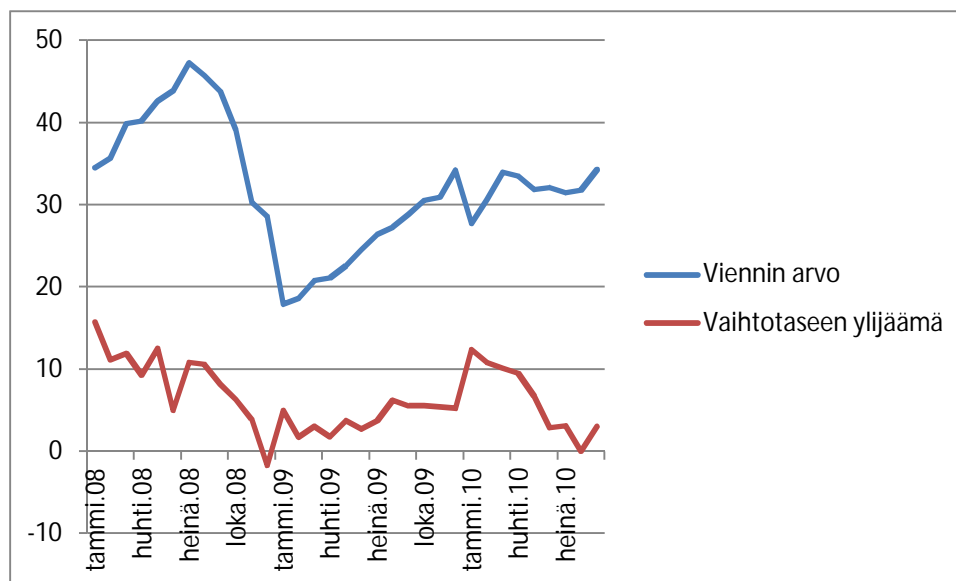
Asuntojen hinnanlasku teki niihin sidotuista arvopapereista (CDO) arvottomia. Siitä alkoi itseään ruokkiva noidankehä, joka johti varjopankkijärjestelmän tuhoon, kun ne myivät suurissa määrin omistamiaan sijoituksia: rahoitusmarkkinoita kohdannut shokki oli makrotaloudellinen, joten ostajia arvopapereille ei ollut riittävästi. Varallisuusarvojen lasku aiheutti ensin luottopulan mutta laajeni myöhemmin

rahoituskriisiksi. Lehman Brothersin konkurssin myötä rahoituskriisi muuttui paniikiksi ja syntyi luottamuskriisi. (Tervala 2009: 181–183.)

Venäjän talouskriisi alkoi toukokuussa 2008, kun Venäjän pörssi oli historiallisessa huippuarvossaan. Toukokuun puolivälissä Venäjän pörssiä kuvaava RTS-indeksi (*Russian Trading System*) aloitti pitkäaikaisen laskusuhdanteen, mikä elo-marraskuussa kiihtyi jyrkäksi pörssiromahdukseksi. Marraskuun jälkeen kurssilasku kuitenkin taittui ja volatilitteetti väheni. RTS-indeksi oli tuolloin laskenut 72,4 prosenttia edellisvuoden loppuun verrattuna (Venäjän keskuspankki 2008: 44).

Laskulle olivat syinä maailmantalouden huono tila ja laskenut luottamus osakemarkkinoihin ympäri maailman. Aluksi maailmanlaajuiset likviditeettiongelmat ja sijoittajien heikentynyt luottamus sekä nopeasti hidastunut Yhdysvaltojen talous johtivat osakehintojen laskuun koko maailmassa, kun sijoittajat etsivät parempia varallisuudensäilyttäjiä epävarmassa taloustilanteessa. Lisäksi tässä vaiheessa oli tullut selväksi, että Yhdysvalloista alkanut talouskriisi on maailmanlaajuinen. Niinpä sekä Venäjän RTS-indeksi että Yhdysvaltojen suurten yritysten osakkeiden hintakehitystä kuvaava S&P500-indeksi laskivat noin 11 prosenttia toukokuun 19. ja heinäkuun 3. päivän välillä. (The World Bank 2008b: 20.)

Heinäkuun alun jälkeen hyytynyt maailmantalous ja siihen liittyneet pessimistiset kasvuennusteet aiheuttivat nopean ja rajun pudotuksen öljyn hinnassa: maksimissaan Venäjälle relevantti Urals-öljy (*Ural Crude*) maksoi noin 144 dollaria per barreli vuoden 2008 heinäkuussa (ks. kuvio 9 tai 10 öljyn hintakehityksestä) (BOFIT 2009). Heinäkuun alussa öljyn hinta alkoi laskea, jonka seurauksena myös RTS-indeksi laski heinäkuun 3. ja syyskuun 12. päivän välisenä aikana 38 prosenttia (The World Bank 2008b: 20). Kyseisenä ajanjaksona korrelaatio öljyn hinnan ja RTS-indeksin välillä oli miltei identtinen; 0,973. Alimmillaan barrelihinta oli joulukuussa, jolloin Ural Crude -barrelista maksettiin 28 dollaria.



Kuvio 12. Venäjän viennin kuukausittaisen arvon ja vaihtotaseen kehitys 2008–2010 (miljardia dollaria) (Venäjän keskuspankki 2010).

Öljyn hinnan laskun vuoksi Venäjän vientitulot laskivat jyrkästi, minkä vuoksi myös vaihtotaseen ylijäämä supistui ja jopa oli negatiivinen joulukuussa 2008, jolloin öljyn hinta oli alimmillaan. Viennin arvo kuitenkin kääntyi uudestaan kasvuun jo vuodenvaihteessa 2008–09.

3.6.2. Pankkisektorin kriisit

Syksyn 2008 edetessä Venäjällä syntyi likviditeetti- ja luottamus kriisi, joka johtui pääosin Lehman Brothersin kuohuntaa aiheuttaneesta konkurssista 16.9.2008 (BBC 2008a) ja vakuutusyhtiö AIG:n pelastamisesta päivää myöhemmin Yhdysvaltain valtion tuella (BBC 2008b). Ne yhdistettynä jo valmiiksi vaikeaan taloustilanteeseen toimivat markkinashokkina, joka aiheutti Venäjällä Interbank -markkinoiden sulkeutumisen lähes kokonaan (BOFIT 2009). Interbank-korot nousivat muutamassa päivässä sadalla peruspisteellä, mutta siitä huolimatta pankkienväliset rahamarkkinat eivät toimineet syyskuun 15.–19. päivinä (The World Bank 2008b: 21–22). Venäjän Interbank-markkinoiden vuosivolyymin kasvu hidastui sulkeutumisen vuoksi vuoden 2007 62,2 prosentin tasosta 29,6 prosenttiin vuonna 2008 ja pankkien vastattavista Interbank-lainojen osuus supistui vuoden aikana 13 prosenttiin (vuoden alussa 13,9) (Banking Supervision Report 2008).

Pankkisektorin likvidit varat (käteinen, talletukset, arvometallit, jalokivet) kattoivat pankkien kokonaisvarallisuudesta 7,2 prosenttia elo-lokakuussa 2008, mutta vuoden loppuun mennessä niiden osuus oli kasvanut 10,4 prosenttiin (Banking Supervision Report 2008: 35). Syy kasvulle ja likviditeettitilanteen stabiloitumiselle oli Venäjän keskuspankin ja hallituksen harjoittama politiikka kriisin aikana. Venäjän keskuspankki mm. höllensi kriteerejä Lombard -tyyppisten lainojen myöntämiselle, jolloin niitä vuonna 2008 sai yhteensä 423 pankkia (1 100:sta). Niiden volyyymi kasvoi 30 prosentilla 17,8 biljoonaan ruplaan. Sen lisäksi REPO-lainojen (takaisinostosopimus) ehtoja lievennettiin, jolloin niiden kokonaismäärä nousi 21,5 biljoonaan ruplaan. Kasvua REPO-lainojen määrällä oli 179 prosenttia. Vuoden 2008 loppuun mennessä keskuspankkirahoituksen määrä pankkien vastattavista oli vuoden alusta noussut 3,3 prosentista 12 prosenttiin (Valvontaraportti 2008: 16).

Venäläisten rahoitusvalvontaviranomaiset sulki kaupankäynnin kahdeksi päiväksi syyskuun 17. päivänä, koska he pelkäsivät osakemarkkinoilla syntyvän paniikin (The World Bank 2008b: 21–22). Samana päivänä Venäjän viranomaiset julkistivat massiiviset pelastautumistoimet, joihin kuului 44 miljardin dollarin laina pankeille (NYT 2008c). Laina jaettiin suurimmille pankeille ja tarkoitus oli, että ne jakaisivat sen lainoina eteenpäin muille pankeille (BOFIT 2009). 950 miljardin ruplan lainasta 500 miljardia annettiin keskuspankin varoista Sberbankille ja Hyvinvointirahastosta 450 miljardia ruplaa valtion kehityspankille VEB:lle, jonka oli tarkoitus antaa ne eteenpäin liikepankeille oman pääoman ehtoisina lainoina sillä ehdolla, että pankkien omistajat osallistuivat pankin rahoittamiseen lainaa vastaavalla summalla (BOFIT 2009). Lisäksi venäläisiä pankkiasiakkaita rauhoitettiin nostamalla talletusturva 700 000 ruplaan eli noin 28 000 dollariin (The World Bank 2008b).

Myös pankkien reservivaatimuksien laskettiin: yksityisiltä ihmisiltä saaduille talletuksille vaadittu reservisuhde laskettiin syyskuussa 5,5 prosentista ensin 1,5 prosenttiin ja lokakuun puolivälissä 0,5 prosenttiin, jossa se oli kevääseen saakka (Bulletin of Banking Statistics 2009: 60–61). Muilla talletuksilla vaadittu reservisuhde oli 0,5 prosenttiyksikköä suurempi. Ruplina reservisuhdeiden muutos tarkoitti noin 280 miljardin ruplan vapautumista pankkisektorin käyttöön elo-lokakuun aikana (The World Bank 2008b).

Paketti nosti pörssi-indeksin takaisin viikontakaiselle tasolle: RTS-indeksi nousi 22,39 prosenttia, mutta oli vielä 48 prosenttia jäljessä toukokuisesta huipustaan. Lisäksi Venäjän valtio kielsi osakkeiden lyhyeksi myynnin. (New York Times 2008c.) Myös Venäjän finanssiministeriö elvytti pankkijärjestelmää huutokauppaamalla vapaita budjettivaroja lyhytaikaisiksi talletuksiksi suurimmille pankeille, mikä lopetettiin keskuspankkirahoituksen määrän kasvaessa lokakuussa (BOFIT 2009: 10).

Vaikkei pankkijärjestelmän kokonaislikviditeetti Venäjällä ollut kriittisellä tasolla, ja vaikka se itse asiassa alkoi kohentua syyskuun loppua kohden, ei likviditeetti aluksi siirtynyt muutamasta suuresta pankista pienempiin pankkeihin (World Bank 2008b: 21–22.). Syynä sille oli pankkienvälinen epäluottamus toistensa vakavaraisuuteen. Lisäksi Venäjän kehittymättömillä rahoitusmarkkinoilla normaalit rahapoliittiset välineet eivät koskaan ole olleet erityisen tehokkaita. (BOFIT 2009: 10.) Osakemarkkinoilla myynnin volyyymi kuitenkin kasvoi sijoittajien muuttaessa omistuksiaan käteiseksi, kun heiltä vaadittiin lisää vakuuksia. (World Bank 2008b: 21–22.)

Lokakuusta alkaen Interbank-markkinoita kuitenkin elvyttivät takaukset, joista Venäjän keskuspankki oli sopinut osan pankkien kanssa (Banking Supervision Report 2008: 18). Takauksien tarkoitus oli korvata osa Interbank-markkinoilla kärsityistä tappioista. Helmikuussa 2009 keskuspankki oli sopinut riskinjakosopimuksen kymmenen pankin kanssa (BOFIT 2009). Myös ulkomaisista pankeista otetun nettolainan volyyymi supistui vuoden aikana 34,3 prosenttia, jolloin sen arvo oli 843,1 miljardia ruplaa (Banking Supervision Report 2008: 18).

Vuoden 2009 edetessä Venäjän keskuspankki myös laski keskuspankkikorkoja 13 prosentista helpottaakseen pankkilainausta. Ohjauskorko alkoi laskea keväällä asteittain niin, että 12,5 prosentin tasosta se oli laskenut marraskuussa 9 prosenttiin (Venäjän keskuspankki 2010). Samalla se kuitenkin joutui kiinnittämään erityistä huomiota inflaatiotasoon, joka sen helpotukseksi laski, kun Venäjän talous ajautui taantumaan, jonka myötä sekä yritysten että kuluttajien rahankulutus laski (Desai 2010).

Venäjän pankkisektori oli kasvanut koko 2000-luvun. Kasvua ylläpitivät kansantalouden nopea kasvuvauhti, jatkuvasti kasvaneet vientitulot sekä

integroituminen kansainvälisille rahoitusmarkkinoille. Pankkisektorin lainakannan koko kasvoi useampana vuotena enemmän kuin 40 prosenttia, ja vuonna 2007 lainakannan arvo ylitti jo talletuskannan koon. Niiden välinen erotus katettiin ulkomaisella rahoituksella, mutta edes lainakannan nopea kasvu ei nostanut ulkomaisen rahoituksen suhteellista osuutta talouteen kovinkaan korkeaksi. (Solanko 2010.)

Ulkomainen velka oli kuitenkin lyhytaikaista: mukaan 40 prosenttia Venäjän pankkien talletuskannan ulkomaanvaluuttamääräisistä talletuksista oli alle vuoden mittaista kesäkuussa 2008 (Bulletin of Banking Statistics 12/2009: 110). Talletuksien kokonaissumma tuolloin oli 5 771 353 miljoonaa ruplaa, eli 5,7 biljoonaa. Venäjällä on edelleen suuri määrä toimivia pankkilaitoksia ja toiminta on yhä polarisoitunutta: vuoden 2008 lopussa pankkilaitoksien määrä oli 1 108 ja viiden suurimman pankin osuus pankkien varallisuudesta oli 46,2 prosenttia. (Banking Supervision Report 2008). Lisäksi 40 prosenttia sektorin kokonaistaseesta on kolmen valtio-omisteisen pankin (Sberbank, VTB ja Gazprombank) hallinnassa (Fungáčová & Solanko 2008).

Taulukko 4. Venäjän pankkisektorin tunnuslukuja (Solanko 2010).

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Pankkisektorin tase, %/BKT	42	45	52	61	68	75
Luotonanto yksityiselle sektorille, %/BKT	23	25	30	37	40	41
josta kotitalouksille, %/BKT	3	5	7	9	10	10
Yleisötalletukset, %/BKT	24	27	32	37	35	44
josta kotitalouksien, %/BKT	17	13	14	16	14	19
Yritysluottokannan kasvu, %	37	30	40	52	37	0,3
Kotitalousluottokannan kasvu, %	106	91	75	58	35	-11
Vuosi-inflaatio, %	12	11	9	12	9	7
Pankkien ulkomainen velka, mrd. USD		31	60	98	105	77

Investointien ja kulutuksen rahoituksessa pankkisektorin rooli on Venäjällä pieni. Kiinteistä investoinneista vain noin kymmenen prosenttia rahoitetaan pankkirahoituksella. Kulutusluotot ja asuntolainat ovat yleistyneet vasta aivan viime vuosina, ja keskimäärin maan asuntokaupoista alle kymmenen prosenttia maksetaan asuntolainalla. Kotitalouksien lainoista asuntolainojen osuus on 15 prosenttia. (Fungáčová & Solanko 2008.) Lisäksi talletuskorot ovat Venäjällä olleet koko 2000-luvun inflaatioastetta pienemmät. Lisäksi talletus- ja lainakorkojen välinen

korkomarginaali on esimerkiksi vuonna 2010 ollut 5–6 prosenttiyksikköä (Venäjän keskuspankki 2011).

Pankkisektorin kasvu pysähtyi vasta kansainvälisen rahoituskriisin puhjetessa talouskriisiksi syksyllä 2008. Venäläisten pankkien ja suuryritysten ulkomaisen velan ottaminen oli hidastunut vuodesta 2007 lopulta lähtien, mutta edelleen noussut öljyn hinta kuitenkin ylläpiti odotuksia vahvaan kasvuun, jota olisi rahoitettu kotimaisella (venäläisellä) rahoituksella. (Solanko 2010.)

Venäjän pankkisektorin toimintaa häiritsi likviditeettivaikkeuksien lisäksi ruplan tulevaa kurssia koskeva epävarmuus. Se johtui siitä, että kotimaisen rahoitusjärjestelmän kehittymisestä huolimatta melkein 30 prosenttia yritysten lainakannasta oli vielä valuuttamääräistä. Venäjän rahoitusjärjestelmän likviditeettiongelmien akuutti vaihe oli takanapäin vasta loppukeväällä 2009, jolloin myös rupla oli löytänyt uuden tasapainotasonsa. (Solanko 2010.) Myös Venäjän talous oli tuolloin päättänyt syöksynsä ja alkanut hitaasti toipua kriisistä. Bulletin of Banking Statisticsin (2009) tietojen mukaan myös Venäjän laeva raha kutistui vuosien 2008–09 vaihteessa: vuoden 2009 tammikuussa laeva raha kutistui jopa 11 prosenttia, mutta lähti jälleen kasvuun sen jälkeen.

Vuoden 2009 alussa pankkien taseista 12 prosenttia oli keskuspankilta likviditeettikriisiä varten otettua rahoitusta. Vuoden loppuun mennessä kyseisen rahoituksen osuus oli kuitenkin laskenut jo 4,8 prosenttiin. Omia varoja (eli omaa pääomaa) vuoden 2009 alussa taseista oli 21,1 prosenttia, vuoden loppuun mennessä niiden osuus oli kasvanut 25,4 prosenttiin. Vuoden aikana myös ulkomaiset talletukset kasvoivat huomattavasti nopeammin kuin kotimaiset; syynä tälle oli ruplan nopea arvonlasku. Myös vuonna 2009 valtio-omisteinen Sberbank dominoi talletusmarkkinoita, sillä kotitalouksien talletuksista noin puolet (49,4 %) oli vuoden lopussa Sberbankissa. (Banking Supervision Report 2009: 17.)

Reaalitalouden romahduksen myötä pankkisektorin ongelmat kuitenkin muuttuivat likviditeettiongelmistä luottokannan laatua koskeviksi ongelmiksi. Pankkisektorin koko lainaportfoliosta järjestämättömien lainojen osuus oli vuoden 2010 alussa 9,6 prosenttia, josta luottotappioiden osuus on 6,5 prosenttiyksikköä (Banking Supervision Report

2009: 26). Ongelmaluottoja oli siis 3,1 prosenttia lainakannasta. Ongelmallisoin sektori on ollut maatalous, jolle myönnettyistä lainoista enemmän kuin joka viides oli hoitamaton. Vuoden 2009 alussa lainatappioiden ja ongelmaluottojen osuus oli 3,6 prosenttia lainakannasta (Banking Supervision Report 2008). Huonojen luottojen osuuden kasvu kuitenkin pysähtyi vuoden 2010 alussa (Solanko 2010). Tällä hetkellä ei vielä ole tietoa, kuinka suuri osuus ongelmalainoista muuttuu luottotappioiksi. Keskimäärin Venäjän pankkisektorin vakavaraisuus kuitenkin on hyvä, joten venäläiset pankit voivat kuitata luottotappioita omalla pääomallaan. Ennen kriisiä omien varojen osuus taseista oli 15 prosenttia, joka sekin oli vaatimuksia korkeampi (Solanko 2010).

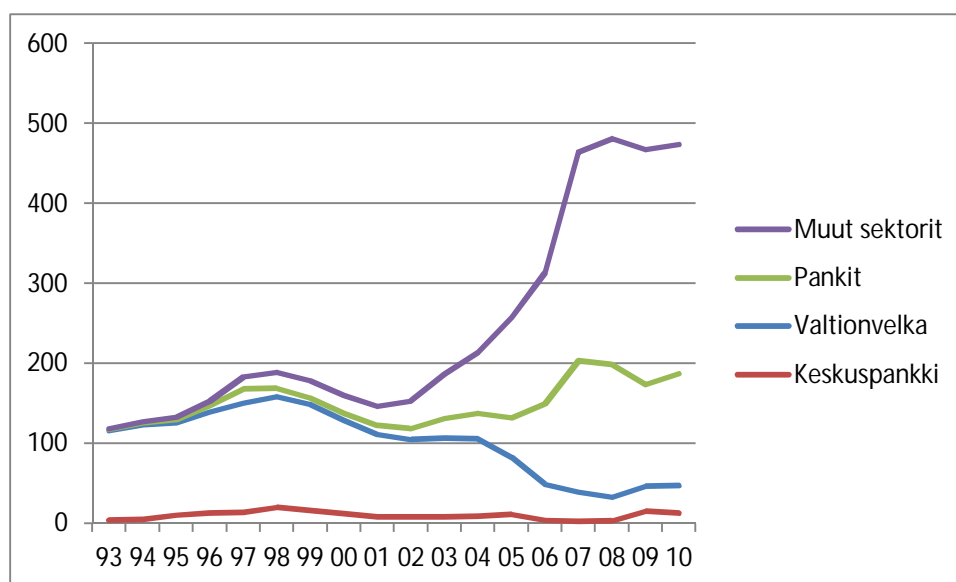
3.6.3. Velkatilanne ja julkinen alijäämä

Kun Venäjän valtion budjetti kääntyi ylijäämäiseksi vuosituhaten vaihteessa, myös valtionvelkaa alettiin lyhentää. 2000-luvun edetessä Venäjä maksoi pois sekä vanhaa Neuvostoliiton velkaa että uutta valtionvelkaa, joiden yhteissumma vuosina 2008–2010 oli enää 30–40 miljardia dollaria (Venäjän keskuspankki 2010). Se on noin kaksi prosenttia BKT:sta, joka kansainvälisesti vertailtuna on erittäin pieni luku. Vaikka valtionvelkaa on jäljellä noin kolmasosa vuoden 1993 tasosta, on sen suhteellinen osuus kutistunut Venäjän talouskasvun myötä. Lisäksi Venäjä keräsi 2000-luvulla öljyrahoista suuret, parhaimmillaan lähes 600 miljardin dollarin valuuttareservit, joten Venäjää voi käytännössä pitää valtiona, jolla ei ole lainkaan valtionvelkaa.

Jos julkisen velan piiriin lasketaan myös valtio-omisteiset pankit ja valtionyhtiöt, on Venäjällä kuitenkin jonkin verran julkista velkaa. Venäjän valtion omistamilla pankeilla oli vuoden 2007 lopussa ulkoista velkaa noin 65 miljardin dollarin ja valtionyhtiöillä noin 80 miljardin dollarin arvosta. Yhteensä ne kasvattavat Venäjän julkisen ulkoisen velan noin 183 miljardiin dollariin. (Venäjän keskuspankki 2010.)

Kun tarkastellaan Venäjän koko ulkoista velkaa, eli mukaan otetaan myös muut kuin valtio ja valtion omistamat pankit ja yhtiöt, on Venäjällä huomattavan paljon ulkoista velkaa myös vuosina 2007–10. Velka alkoi kasvaa vuonna 2002 ja sen kasvu pysähtyi vasta vuoden 2008 talouskriisiin. Tärkein velanottaja on ollut ”muut sektorit”, joka

tarkoittaa venäläisiä yrityksiä, jotka ovat rahoittaneet investointejaan ulkomaisella rahalla (Venäjän keskuspankki 2010). Investoinnit on kotimaisen rahan sijaan rahoitettu ulkomaisella rahalla, koska Venäjällä uskotaan ulkomaisen rahan investoitavan tehokkaammin ja lisäksi ulkomaisilla investoinneilla on tarkoitus kierrättää vaihtotaseen ylijäämää (Gaddy & Ickes 2010).



Kuvio 13. Venäjän ulkoinen velka yksityinen sektori mukaan lukien (miljardia dollaria) (Venäjän keskuspankki 2010).

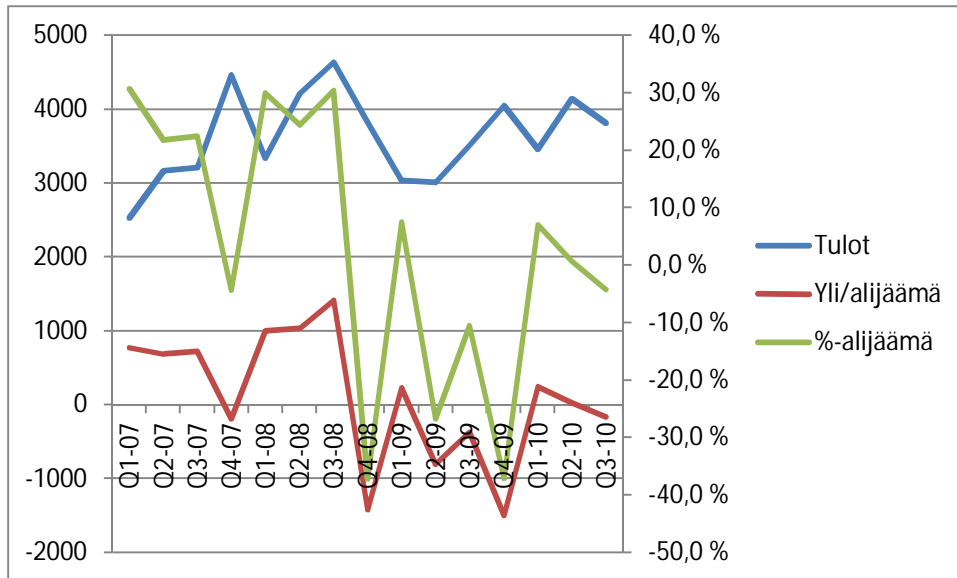
Venäjällä oli ulkoista velkaa kriisiä edeltäneenä kesäkuuna 2008 535,7 miljardia dollaria. Siitä valtionvelkaa oli 34,7 miljardia, eli noin 6,5 prosenttia. Pankkien osuus (pl. sijoitukset omaan pääomaan) velasta on 192,8 miljardia (36 prosenttia). Suurin siivu velasta lankeaa ”muille sektoreille”, joiden osuus velasta on 304,1 miljardia (56,7 prosenttia). Ulkomaanvaluuttamääräistä ulkoisesta velasta oli 407,7 miljardin dollarin arvosta, eli noin 76,1 prosenttia. Maailmanpankin tilastopalvelun (World Databank 2010) lukujen mukaan Venäjän nimellinen BKT dollareissa oli vuonna 2008 noin 1 666 miljardia dollaria, jolloin ulkomaisen velan osuus siitä on karkeasti kolmasosa. Banking Supervision Reportin (2009: 8) lukujen mukaan ulkomaisen velan osuus BKT:sta vuoden 2009 lopussa oli 38 prosenttia, kun vastaava luku saman vuoden alussa oli 28,7 prosenttia. (Bulletin of Banking Statistics 2009: 20–21)

Vastineeksi ulkomaiselle velalle Venäjä on kerännyt 2000-luvulla kookkaat reservit. Lisäksi Venäjän liittovaltiolla ja pankkisektorilla on velkaa enemmän saatavia, joten

ainoa nettovelkaantunut sektori Venäjällä on ”muut sektorit”, eli venäläiset yritykset, joiden nettovelka on negatiivinen (Venäjän keskuspankki 2010). Niiden nettovelka oli vuosina 2007–09 120–160 miljardia dollaria. Kokonaisuutena Venäjä on ollut 2000-luvun loppupuolella selvästi omavarainen, sillä sen varat ovat vuosina 2005–09 olleet velkoja suuremmat 91–321 miljardia dollaria (Venäjän keskuspankki 2011). Summa kasvaa vuoteen 2008 asti, josta lähtien pysyy lähes vakiona.

Öljytulojen supistuminen ja aktiivinen lamantorjunta synnyttivät budjettialijäämän. Venäjän liittovaltion budjetti oli alijäämäinen jokaisella vuoden 2009 neljänneksellä. Ensimmäisellä neljänneksellä alijäämä oli kaikkein pienin, vain 29,7 miljardia ruplaa, mutta jo toisella neljänneksellä se oli 690 miljardia. Kolmannen kvartaalin alijäämä oli 600 miljardia ja neljännen suurin, 995 miljardia. Liittovaltion budjetin ulkopuoliset menot mukaan lukien alijäämät kasvavat vielä suuremmiksi, ja neljännen neljänneksen alijäämä oli 1 500 miljardia ruplaa. Dollarilla sai tuolloin noin 30 ruplaa, joten dollareissa 1 500 miljardin ruplan alijäämä on noin 50 miljardia. (Bulletin of Banking Statistics 2010: 7.)

Yhteensä vuoden 2009 budjetin alijäämät mukaan lukien budjetin ulkopuoliset (*extrabudgetary*) menot ovat noin 2450 miljardia ruplaa, mikä vaihtokurssilla 30 tekee noin 82 miljardia dollaria. Ruplissa Venäjän bruttokansantuote oli vuonna 2009 noin 39 100 miljardia, joten valtion budjetin alijäämä BKT:sta oli noin 6,3 prosenttia. 16 048 miljardin ruplan budjetista alijäämä on noin 15,3 prosenttia. Vuoden 2009 ensimmäisen neljänneksen budjetti oli kuitenkin ylijäämäinen liittovaltion ulkopuoliset menoerät mukaan lukien. Myös vuoden 2010 kaksi ensimmäistä neljännestä budjetti oli ylijäämäinen, mutta kääntyi alijäämäiseksi kolmannella kvartaalilla, joskin alijäämä oli enää 162 miljardia ruplaa. 4 000 miljardin ruplan budjetista se on noin 4 prosenttia. (Bulletin of Banking Statistics 2010: 6–7.)



Kuvio 14. Venäjän liittovaltion yhdistettyjen budjettien tulot ja yli- tai alijäämä. Vasemman asteikon yksikkö on miljardia ruplaa (Bulletin of Banking Statistics).

Toinen taloustilannetta vaikeuttanut huolenaihe liittyi öljyn hintakehitykseen ja erityisesti hinnanlaskuun. Öljyn hinta oli laskenut vuoden 2008 heinäkuun 147 dollarin barrelihinnasta 30 dollarin saman vuoden joulukuuhun mennessä. 50 dollarin barrelihinnalla maaliskuussa 2009 valtiontalouden arvioitu alijäämä olisi ollut kahdeksan prosenttia BKT:sta, ja edelleen 70 dollarin hinnalla tasapainossa, joten alle 70 dollarin hintataso kulutti aiemmin kertyneitä ylijäämiä (Desai 2010). Aiemmin korkea öljyn hinta tuki myös vientivetoista Venäjän keskimäärin seitsemän prosentin vuotuista talouskasvua, jonka aikana työttömyysaste oli ollut 6–6,7 prosenttia. Korkea työllisyys siten ollen vaarantui, mutta Venäjän valtionvarainministeriö reagoi tapahtuneeseen ottamalla käyttöön aiemmin kerätyn ja rahastoidun Hyvinvointirahaston (Desai 2010). Työttömyys kuitenkin nousi laman aikana jonkin verran (ks. kuvio 20).

Vaikka budjettitilanne oli vaikea, se helpottui vuoden 2009 alkupuolella, sillä maailmantalouden elpymisen mukana myös öljyn hinta nousi uudestaan ylöspäin. 2008 joulukuun 30 dollarin tasosta se oli vuotta myöhemmin noussut jo 75 dollariin. Urals Crude -öljyn kuukauden keskihinta oli alimmillaan vuoden 2008 joulukuussa, jolloin se oli 38,1 dollaria per barreli. Ylimmillään keskihinta oli 2008 heinäkuussa, jolloin se oli 129,3 dollaria (Venäjän keskuspankki 2008 & 2009 & 2010).

Vuoden 2009 tammi- ja huhtikuun öljyn hinta pysytteli 40–50 dollarin välillä, mutta lähti sen jälkeen nousuun, ja vuoden ensimmäisen puoliskon keskihinnaksi tuli 50,5 dollaria. Loka-joulukuussa Urals Crude -öljyn keskihinta oli jo yli 70 dollaria. Vuoden 2010 ensimmäisen puoliskon keskihinta oli 75,8 dollaria, josta öljyn hinta lähti vuoden lopun lähestyessä nousuun, ja vuoden 2010 joulukuun keskihinta oli 89,7 dollaria/barreli. (Venäjän keskuspankki 2009 & 2010)

Nousun mukana kasvoivat myös öljyn vientitulot ja keskuspankin valuuttareservit, ruplan vaihtokurssi löysi uuden tasapainonsa (RUB/USD noin 29–30) ja ulkomainen pääoma alkoi palata takaisin Venäjälle. G-20 -maiden Lontoon kokouksen alla 2. huhtikuuta 2009 ruplan vaihtokurssi suhteessa euro/dollari-koriin oli 41, ja Venäjän keskuspankin reservit olivat kooltaan noin 385 miljardia dollaria (Desai 2010.) Saman vuoden marraskuun lopussa ruplan vaihtokurssi suhteessa valuuttakoriin oli revalvoitunut 29:ään ja keskuspankin reservit olivat kasvaneet 444 miljardiin dollariin (Venäjän keskuspankki 2010). Myös RTS-indeksi oli noussut 176 prosenttia tammikuusta 2009.

3.6.4. Ulkoinen tasapaino ja devalvaatio

Maailmantalouden tilan muuttuessa synkemmäksi kansainväliset sijoittajat arvioivat uudelleen myös Venäjän markkinoiden houkuttelevuutta, missä voi nähdä yhtäläisyyksiä vuoden 1998 Aasian kriisiä seuranneisiin tapahtumiin. Monet sijoittajat, joukossa suuria sijoitusrahastoja, myivät venäjäsijoituksensa, sillä tässä vaiheessa kriisiä Venäjää ei enää pidetty turvasatamana sijoittajien keskuudessa (World Bank 2008b: 20). Yksityisen pääoman nettoulosvirta vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä oli arviolta 130 miljardia dollaria, mikä ylittää vuosien 2006–09 yhteenlasketun nettosisäänvirtauksen 12,8 miljardilla dollarilla (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 2008: 51). Pääoman ulosvirtaus koski sekä pankki- että reaalisektoria (Maailmanpankki 2010: 10).

Taulukko 5. Venäjän maksutase 2006–09: miljardia dollaria (World Bank 2010).

	2006	2007	2008	Q4-08	Q1-09	Q2-09	Q3-09	Q4-09	2009
Vaihtotase	94,7	77	102,4	8,6	9,3	7,6	15	16,1	48
Kauppatase	139,3	130,9	179,7	24,7	19,1	24,4	33,1	32,4	109
Pääoma- rahoitustase	3,3	84,8	-	-	-32	3,2	-25,4	12,2	-42
Tilastovirheet	9,5	-12,9	-11,9	-2,8	-7,7	3,5	1,3	0,6	-2,3
Valuuttavarannon muutos (+ = kasvu)	107,5	148,9	-45,3	-	131,1	-30,5	14,2	-9,1	28,8

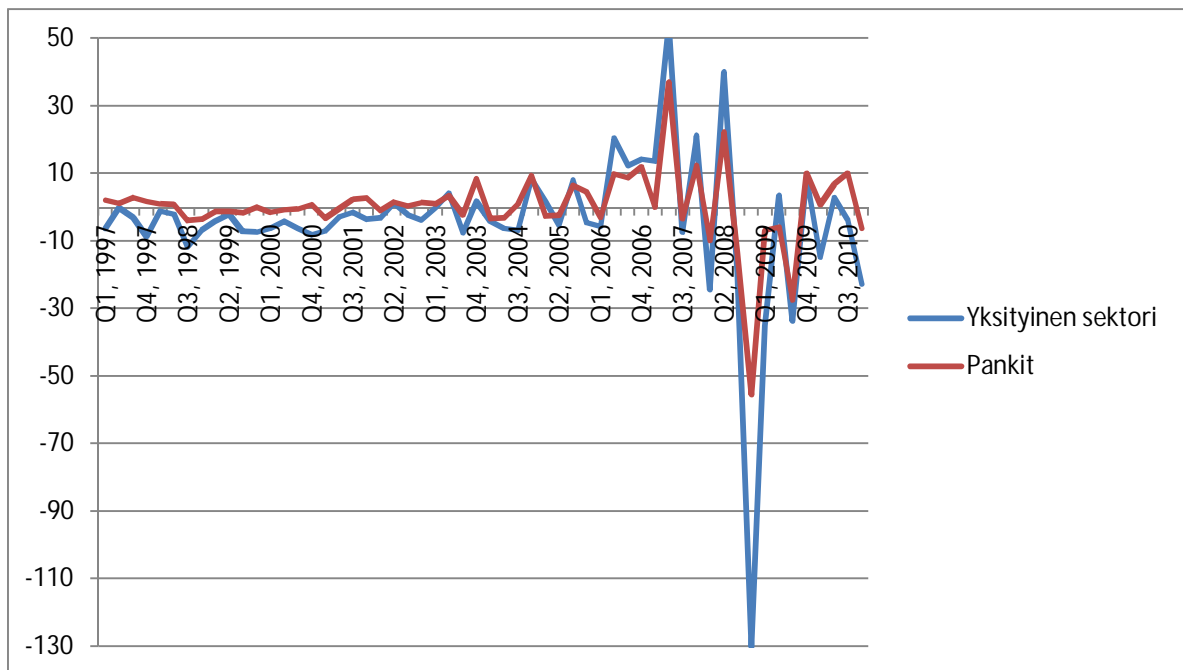
Taulukko 6. Venäjän maksutase 2010: miljardia dollaria (Venäjän keskuspankki 2010).

	Q1-10	Q2-10	Q3-10
Vaihtotase	33,3	19	6
Kauppatase	41,9	33,4	19,9
Pääoma- rahoitustase	-11,2	8,1	-6
Tilastovirheet	-5,4	-1	-2,7
Valuuttavarannon muutos (+ = kasvu)	16,6	26,1	2,7

Pääoma- ja rahoitustaseessa oli suuri alijäämä vuoden 2008 viimeisellä ja vuoden 2009 ensimmäisellä neljänneksellä, mikä aiheutti valuuttavarannon nopean ja mittavan supistumisen. Venäjän vaihtotase oli ylijäämäinen koko kriisin ajan, joskin vuonna 2009 sen koko tippui puoleen edellisvuodesta. Vaihtotaseen supistumiselle oli syynä öljyn hinnan lasku (ks. kuvio 9) Yksityisen pääoman nettoulosvirrasta vuonna 2008 57,6 miljardia dollaria koski pankkisektoria ja 75,1 miljardia muita sektoreita (The World Bank 2009a). Ulkomaalaisten suorat investoinnit laskivat vuoden 2008 aikana noin 165 miljardilla dollarilla, mikä selittyy kokonaan oman pääoman ja investoitujen tuottojen jyrkällä laskulla (Bulletin of Banking Statistics 2010: 22).

Taulukko 7. Pääomien nettovirtaus Venäjän yksityisellä sektorilla 2006–2010: miljardia dollaria (World Bank 2010).

	2006	2007	2008	2009	2009 Q1	2010 Q1
Pääoman nettovirta yksityiselle sektorille	41,4	81,7	-133,9	-56,9	-35	-12,9
Nettovirta pankkisektorille	27,5	45,8	-56,9	-31,4	-6,9	0,8
Muut sektorit	13,9	35,9	-77	-25,5	-28,1	-13,7



Kuvio 15. Pääoman nettosisäänvirtaus 1997–2010 (miljardia dollaria) (Venäjän keskuspankki 2011).

Yksityinen pääoma alkoi virrata Venäjällä vuonna 2006, jota ennen nettovirta oli ollut tasaista ja melko merkityksetöntä. Laman seurauksena ulkomaiset investoinnit Venäjälle pakenivat, minkä vuoksi pörssi-indeksi laski 80 prosenttia ja maksutaseeseen syntyi valtava alijäämä.

Öljyn hinnan laskun lisäksi pörssiä painoi alas elokuussa syttynyt Georgian sota. Pörssin kokonaisarvosta katosi Venäjän hyökkäyksen myötä seitsemän miljardin dollarin arvosta sijoituksia (New York Times 2008a). Se tarkoitti RTS-indeksille 6,5 prosentin laskua. Georgian sodan lisäksi pörssiä painoi alas ns. Mechel-tapaus, jossa

presidentti Putin hyökkäsi erästä venäläistä miljardiomaisuuden hankkinutta oligarkkia vastaan syyttäen häntä hiilen hinnan manipuloinnista (Kommersant 2008). Sijoittajat tulkitsivat sen poliittisen riskin palaamisena Venäjälle ja RTS-indeksi laski 8,6 prosenttia (World Bank 2008b: 20).

Pörssin lisäksi myös Venäjän ruplan arvo heikkeni kriisin seurauksena. Ennen vuoden 2008 syksyä dollarin vaihtokurssi suhteessa ruplaan oli Venäjän keskuspankin tietokannan (Official Exchange Rates 2010) lukujen mukaan noin 23, mutta se alkoi nousta elokuussa ja oli vuodenvaihteessa jo 29–30, josta se edelleen nousi huippuunsa 35:een vuoden 2009 maaliskuussa. Suhteessa dollariin kurssi oli alimmillaan sitten vuoden 2005, ja suhteessa euroon vuoden päätöskurssi 41,7 oli huonoin koskaan noteerattu (NYT 2008b).

Ruplan vaihtokurssin heikentyminen ei tällä kertaa ollut hallitsematon, sillä Venäjän viranomaiset antoivat ruplan arvon heikentyä asteittain suhteessa eurosta ja dollarista koostettuun valuuttakoriin (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 2008: 10). Devalvaatio toteutettiin valuuttaputkea laajentamalla. Pääministeri Putinin antaman lausunnon mukaan devalvaatio toteutettiin tarkoituksellisen hitaasti, jotta ”ihmiset pysyisivät tilanteessa mukana” (New York Times 2008b). Venäjän keskuspankki ei normaalisti anna ruplan arvon tippua yhdessä päivässä yli prosenttia (New York Times 2008b). Venäjän keskuspankki devalvoi ruplan vuoden 2009 helmikuuhun mennessä yhteensä parikymmentä kertaa (Yleisradio 2009a).

Ruplan kurssin hallittu devalvointi, supistunut vaihtotase sekä alijäämäiset rahoitus- ja pääomataseet aiheuttivat Venäjän suuren valuuttavarannon rajun kutistumisen. Venäjän valuuttareservit olivat suurimmillaan heinäkuun lopussa, jolloin niiden arvo oli 596 miljardia dollaria: pääosa (446 miljardia) niistä oli valuuttamuotoista (Bulletin of Banking Statistics 2009). Reservien kutistuminen alkoi elokuussa ja alamäki jatkui (kuukauden loppuarvossa mitattuna) tammikuun loppuun saakka, jolloin reservien arvo oli 386 miljardia dollaria. Reservit kutistuivat kuudessa kuukaudessa 210 miljardia, mikä yhdelle kuukaudelle tekee 35 miljardin dollarin pudotuksen. Venäjän keskuspankki menetti siis valuuttareservejään karkeasti miljardi dollaria päivässä. Helmikuun alusta huhtikuun loppuun reservien arvo pysyi lähes samana, kunnes

aloittivat uudelleen kasvun toukokuussa. Vuoden lopussa niiden arvo oli 439 miljardia dollaria (Bulletin of Banking Statistics 2010: 35). Viimeisin arvo 31.1.2011 oli 484 miljardia dollaria (Bulletin of Banking Statistics 2011: 36).

3.7. Elvytystoimet ja kriisistä toipuminen

Venäjä vastasi reaalityalouden kriisiin runsailla elvytystoimilla. Lähtökohdat elvytykselle olivat erinomaiset terveen valtiontalouden ja suurten reservien ansiosta. Työttömyyttä hoidettiin hyödyntämällä kerättyjä rahastoja (Desai 2010). Pääosin elvytys kuitenkin oli veroelvytystä, mikä osaltaan aiheutti Venäjän budjettialijäämän. Venäjän elvytyspaketin koko vuonna 2008 oli kooltaan 1,8 prosenttia BKT:sta: 0,8 prosenttiyksikköä oli pääomittamiseen tarkoitettua tukea julkisille strategisille yhtiöille ja finanssilaitoksille (Ponomarenko & Vlasov 2010).

Vuoden 2009 elvytys mukaan sisälsi sekä veropoliittisia että finanssipoliittisia toimenpiteitä, jotka yhteensä kumuloituivat 6,4 prosentiksi BKT:sta (Ponomarenko & Vlasov 2010). Vuoden alusta voimaan astuivat veronkevennykset, joissa öljysektorin verotusta kevennettiin, yritysten voittoveroa alennettiin neljä prosenttiyksikköä 20 prosenttiin ja niiden poistomääräyksiä helpotettiin sekä Venäjän aluehallinnoille annettiin oikeus alentaa pienyritysten voittovero viiteen prosenttiin (15:sta) (BOFIT 2009).

Tuotannon ja työllisyyden ylläpitämiseksi Venäjän hallitus myönsi tukea myös keskeisiksi katsomilleen yrityksille, joiden yhteismäärä oli noin 300. Lisäksi päätettiin tukea puolustussektorin noin 1 200 yritystä. Varoja tukea varten budjetoitiin 300 miljardin dollarin edestä, ja se oli muodoltaan korko- tai pääomatukea ja lainatukuita. (BOFIT 2009)

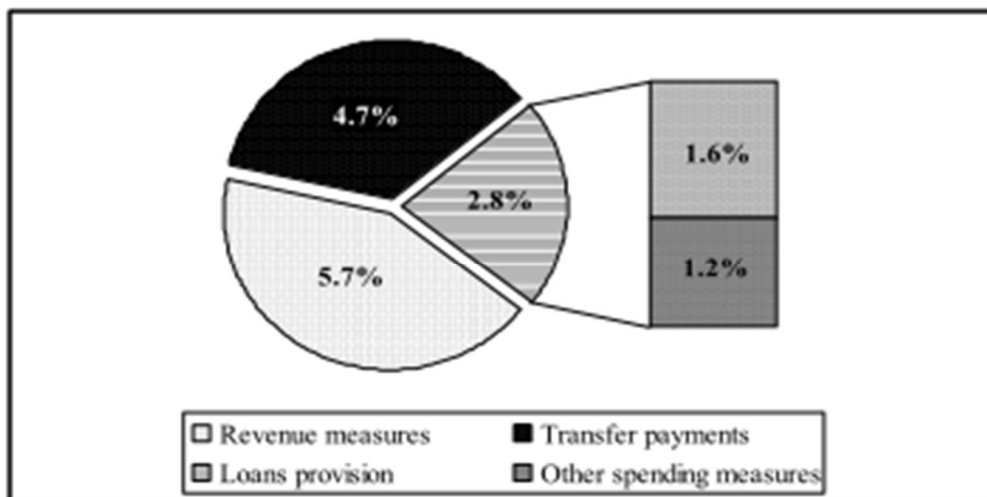
Alla on listattu vuoden 2009 elvytystoimet (Ponomarenko & Vlasov 2010). Suluissa on kerrottu elvytyksen suuruus prosentteina bruttokansantuotteesta. Yksi prosentti Venäjän BKT:sta on noin 20 miljardia dollaria:

- veronalennukset yksityis- ja yrityssektoreille (2,0 %)
- tulonsiirrot kriisin vuoksi taloudelliseen ahdinkoon joutuneille kotitalouksille ja talouden sektoreille (2,0 %) sekä strategisille julkisyhtiöille ja finanssilaitoksille (1,4 %)
- budjettirahojen käyttö loppukulutukseen (0,4 %)
- finanssilaitosten (pääasiassa VEB:n) lainoittaminen Hyvinvointirahastosta (0,6 %)

Vuoden 2010 elvytystoimien suuruus on arvioitu 5,0 prosentin suuruisiksi (Ponomarenko & Vlasov 2010). Ne ovat:

- vakuutusmaksuihin liittyvät verotuksen korotuksen lykkääminen ja vuoden 2009 veronalennusten jatkaminen edelleen (3,7 %)
- tulonsiirrot Euraasian talousyhteisön (Eurasian Economic Community) taantumarahastoon (0,3 %), strategisille julkisyhtiöille (0,2 %) sekä valtioneudet venäläisyrityksille ja finanssilaitoksille (< 0,1 %)
- budjettivarojen käyttö loppukulutukseen (< 0,1 %) ja finanssilaitosten pääomittamiseen OFZ-velkakirjalainoilla (0,2 %)
- investoinnit (0,1 %)
- rahastojen käyttö (*reversed funds*) (0,5 %)

Jos kaikki yllämainitut elvytystoimet toteutetaan ja jos vuoden 2010 arviot lukujen osalta pitävät paikkansa, voi vuosien 2008–2010 aikaisten elvytystoimien kokonaissumma nousta 13,2 prosenttiin BKT:sta. 10,4 prosenttia siitä on luettavissa veroelvytyksen ja 2,8 julkisen kulutuksen piiriin. Vuoden 2010 osalta luvut voivat kuitenkin vielä muuttua, ja lisäksi vuoden 2011 ja siitä eteenpäin luvut ovat luonnollisesti vielä täysin avoimia. Venäjän hallitus on suunnittelemassa strategiaa, jolla se voi hallitusti siirtyä asteittain pois elvytystoimista (Ponomarenko ym. 2010).



Kuvio 16. Elvytyksen jakautuminen eri lähteisiin (Ponomarenko & Vlasov 2010).

3.8. Venäjän talous vuonna 2010

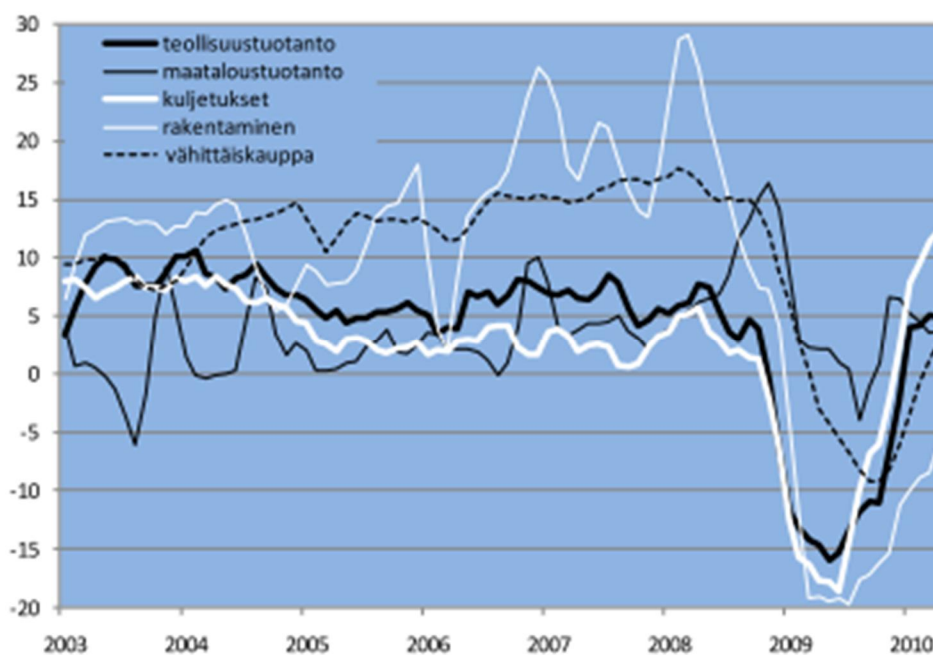
Venäjän bruttokansantuote supistui vuonna 2009 7,9 prosenttia. Vuoden 2008 talouskasvu oli ollut 5,6 prosenttia (Banking Supervision Report 2009). Maailmanpankki ennusti kesäkuussa 2009 talouden kutistuvan 7,9 prosenttia, mutta aiempi ennuste vuoden 2008 huhtikuulta ennusti vain 4,5 prosentin pudotusta (World Bank 2009a). Jälkikäteen katsottuna se osoittautui liian optimistiseksi.

Pudotuksessa merkittävä rooli oli varastosopeutuksella ja investointien voimakkaalla supistumisella (Korhonen 2010). Teollisuustuotanto laski vuonna 2009 10,8 prosenttia ja kiinteän pääoman investoinnit 16,2 prosentilla (Banking Supervision Report 2009). Vuonna 2008 yritysten yhteenlasketut liikevoitot supistuivat 30,8 prosentilla vuoteen 2007 verrattuna. Niiden määrä vuonna 2008 oli 3 984 miljardia ruplaa. (Banking Supervision Report 2008.) Vuonna 2009 liikevoitot kasvoivat 9 prosenttia, mutta tappiota tuottavien yritysten määrä kuitenkin kasvoi 30,1 prosenttiin (Banking Supervision Report 2009).

Ruplan heikentyminen kolmanneksella nosti tuonnin kanssa kilpailevan tuotannon kilpailukykyä kuitenkin tilapäisesti ja julkisen vallan tuki yksityiselle kysynnälle (mm. eläkkeiden nosto neljä kertaa, reaalin kasvu 10,7 prosenttia (Banking Supervision Report 2009: 8)) piti yllä yksityistä kysyntää (Korhonen 2010). Venäjän BKT laski

pohjimmaiselle tasolleen vuoden 2009 toisella neljänneksellä, jolloin se oli 89 prosenttia vuotta aiemmasta tasosta (Bulletin of Banking Statistics 2010: 6). Sen jälkeen se kasvoi niin, että kolmannen neljänneksen koko vuotta aiempaan verrattuna oli 91,4 ja neljännen 97,1. Kasvu johtui osittain varastojen lisääntymisestä, mutta myös viennin toipumisesta alkuvuoden romahduksesta (Korhonen 2010). Lisäksi eri alojen tuotanto aloitti hitaan toipumisen, mutta rakentaminen ja muut investoinnit jatkoivat kuitenkin supistumistaan (Korhonen 2010).

Vertailuna mainittakoon, että USA:n BKT laski vuonna 2009 2,4, euroalueen 4,1 ja Japanin 5,2 prosenttia. Koko maailman tuotanto laski 0,6–1 prosenttia ja maailmankauppa 10,7–14,4 prosenttia. Kiinan talouskasvu hidastui 8,7 prosenttiin 9,6:sta. (Venäjän keskuspankki 2009: 14.) Suomen talous supistui 8,2 prosenttia.

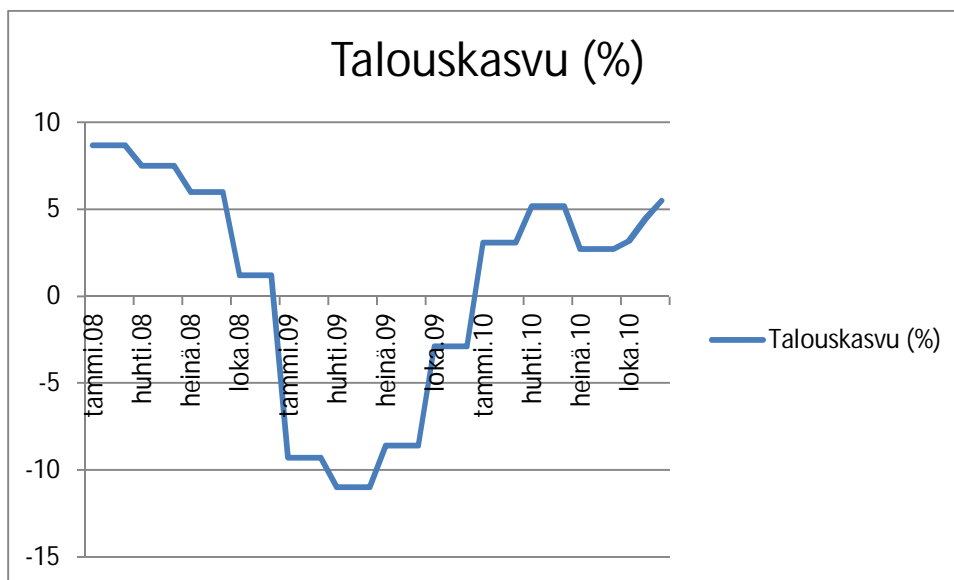


Kuvio 17. Venäjän eri tuotantoalojen muutoksia vuosittain. Prosenttia, 3 kk:n liukuva keskiarvo (Korhonen 2010).

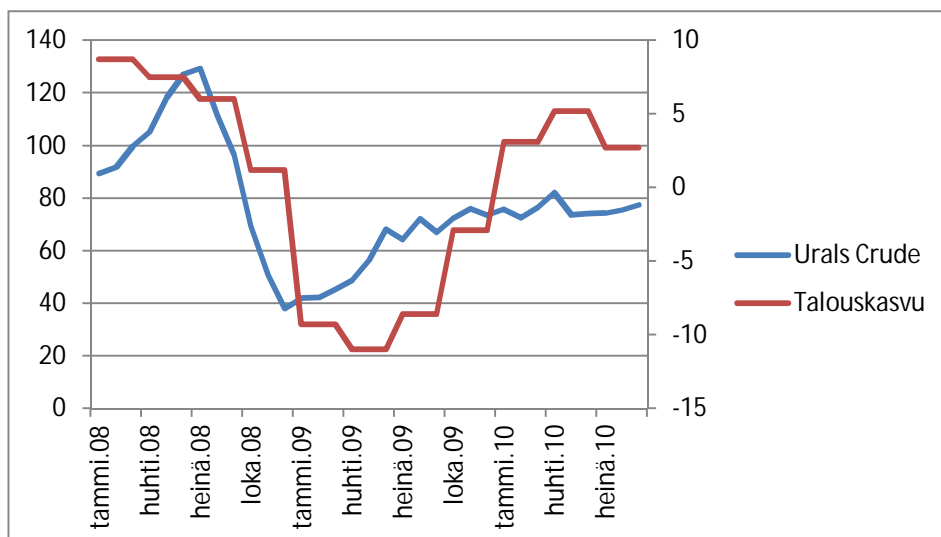
Jo vuoden 2010 alkupuolella useat eri talousindikaattorit näyttivät taloudellisen aktiviteetin Venäjällä elpyvän ja myös Venäjän talousministeriö arvioi Venäjän vuoden 2010 ensimmäisen neljänneksen talouskasvuksi 4,5 prosenttia vuoden takaiseen verrattuna

(Korhonen 2010). Arvio oli kuitenkin tehty yläkanttiin, sillä Bulletin of Banking Statisticsin (2010) lukujen mukaan kasvuprosentti oli 3,1. Toinen vuosineljännes kasvoi jo 5,2 prosenttia vuoden takaiseen verrattuna, mutta kolmas enää 2,7. Lisäksi jokaisen periodin tuotanto oli aina edellistä suurempi, Venäjän tapauksessa yhden vuosineljänneksen bruttokansantuote on karkeasti noin 10 000 miljardia ruplaa. Varauksetta voi siis sanoa, että Venäjän talous kasvoi vuoden 2010 kolmella ensimmäisellä periodilla. Bulletin of Banking Statisticsin (2010) tilastoista voidaan myös havaita, että Venäjän bruttokansantuotteesta ensimmäinen kvartaali on aina pienin, ja vuoden loppua kohden kunkin neljänneksen bruttokansantuote kasvaa aina edellistä suuremmaksi.

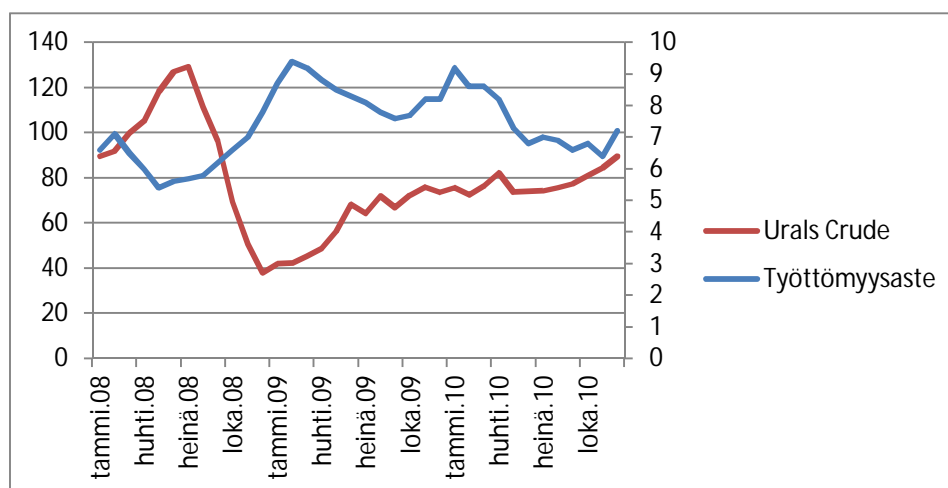
RTS-indeksin arvo oli 21.1.2010 1 946, eli vielä reilusti (22 %) jäljessä vuoden 2008 toukokuun huippuarvosta, joka oli 2 498. Urals Crude -öljyn markkinahinta (U.S. Energy Information Administration 2011) on vuoden 2011 alkupuolella ollut noin 100 dollaria barrelilta, joten välimatkaa vuoden 2008 maksimihintaan – reiluun 140 dollariin – on vielä.



Kuvio 18. Venäjän taloukasvu 2008–2010 (Venäjän keskuspankki 2011).



Kuvio 19. Venäjän taloukasvu ja öljyn hinta (Venäjän keskuspankki 2011).



Kuvio 20. Venäjän työttömyysaste ja öljyn hintakehitys (Venäjän keskuspankki 2011).

3.9. Modernisaatio-ohjelma ja Venäjän WTO-jäsenyys

Öljyriippuvuuden luoma ongelma on huomattu myös Venäjällä ja Venäjän hallitus on aloittanut modernisaatio-ohjelman, jonka tarkoitus on kehittää maan teollisuutta ja vähentää tavaroiden tuontia (Kauppalehti 2011a.) Modernisaatio-ohjelman eräänlainen lippulaiva on Skolkovon teknologiakeskus, josta kaavaillaan Venäjän vastinetta Piilaaksolle (Kauppalehti 2011a). 25 000–30 000 asukkaan teknologiakaupungin on tarkoitus valmistua viiden vuoden kuluttua ja ensimmäiset rakennukset ovat jo valmiita. Skolkovo on yksi näkyvimmistä uusista hankkeista, joilla Venäjä haluaa houkutella

investointeja tuotekehitykseen ja tuotantoon. Hankkeiden tavoite on monipuolistaa maan taloutta ja vähentää sen riippuvuutta raaka-aineista. Hankkeeseen on jo lupautunut joukko länsimaisia yrityksiä, joihin kuuluvat mm. Nokia ja Microsoft. (Kauppalehti 2011b.)

Myös kaupan esteitä on tarkoitus vapauttaa ja Venäjän talousministeri Nabiullinan mukaan Venäjän WTO-jäsenyys on mahdollinen jo vuoden 2011 ensimmäisellä puoliskolla (Taloussanomat 2010). Venäjä on hakenut kauppajärjestön jäsenyyttä jo vuodesta 1993, mutta vuonna 2010 sekä Yhdysvallat että EU pääsivät sopuun ehdoista, joilla Venäjä voi liittyä WTO:hon (Helsingin Sanomat 2010). Neuvotteluissa Venäjä taipui laskemaan EU:n kanssa välejä hiertäneitä puun vientituloja (Taloussanomat 2010).

Venäjän WTO-jäsenyyden neuvottelut ovat kuitenkin olleet loppusuoralla jo pitkään, ja esim. vuonna 2009 niitä viivytti Venäjän päätös liittyä järjestöön osana Valko-Venäjän ja Kazakstanin tulliliittoa (Elinkeinoelämän keskusliitto 2009). WTO-jäsenyyden myötä pääsy Venäjän markkinoille helpottuu, mikä World Bankin arvion mukaan lisää Venäjän talouskasvua ulkomaisten investointien vuoksi (Elinkeinoelämän keskusliitto 2009). Lisäksi jäsenyys lisää kilpailua Venäjällä ja helpottaa Venäjän kehityksen ennustettavuutta (Elinkeinoelämän keskusliitto 2009).

4. KRIISIEN VERTAILU

Tässä osiossa käydään läpi Venäjän molemmat taluskriisit, jotka pilkotaan eri osa-alueiksi ja käsitellään rinta rinnan vertaillen. Vertailun ja analyysin osa-alueiksi on valittu ne tekijät, jotka olivat tärkeitä molemmissa kriiseissä. Lisäksi tarkastellaan kriisin jälkeistä talouskehitystä. Taulukko kriiseistä on liitteessä 1.

4.1. Kriisien taustat ja kansainvälinen talouskehitys

Venäjän vuoden 1998 taluskriisin merkittävin taustasyö oli epäonnistunut siirtymävaihe sosialismista markkinatalouteen, jonka vuoksi Venäjän talouskehitys polki paikoillaan eikä talous kasvanut lainkaan. Venäjän talouden suuret ongelmat kärjistyivät lopulta finanssi- ja pankkikriisiksi. Vaikka 90-luvun lopun kriisissä oli ulkoisena tekijänä Aasian kriisi, olisi Venäjän kriisi todennäköisesti tapahtunut ilman sitäkin, sillä sen ehkä tärkein syy oli Venäjän valtion raju velkaantuminen lyhytaikaisella velalla. Kriisi oli siis sisäsyntyinen.

2000-luvun lopun kriisiä edelsi päinvastoin pitkä hyvien vuosien jakso, jonka aikana Venäjän talous oli öljytulojen ansiosta kasvanut nopeasti ja jopa hieman vaurastunut. Lisäksi valtio oli maksanut pois käytännössä kaikki velkansa. 2000-luvun lopun kriisi ei ollut Venäjän syytä, vaan sen aiheutti öljyn hinnan romahdus maailmanlaajuisen laskusuhdanteen yhteydessä. Kriisi oli siis ulkosyntyinen. Kuitenkin myös Aasian kriisi painoi alas öljyn hintaa, missä on yhtäläisyys 2000-luvun lopun kriisiin. 2000-luvulla öljyn hinnan lasku oli kuitenkin jyrkempi, sillä korkeimmasta pohjimmaiseen hintaan lasku oli vuonna 2008 80 prosenttia, mutta vuosina 1997–1998 noin 50.

Taluskriisien yleisistä eroista huomattavin on se, että 1990-luvun kriisi oli aikajänteenä huomattavasti pidempi, sillä sen voi katsoa alkaneen jo vuonna 1992 ja jatkuneen koko 90-luvun valtiontalouden alijäämänä (budjettivaje) ja negatiivisena talouskasvuna (taluskriisi). Varsinaista kriisiä – eli vuoden 1998 elokuun valuuttakriisiä, pankkikriisiä, devalvaatiota ja velkajärjestelyä – edelsi siis vuosia kestänyt ajanjakso,

joka synnytti elokuun tapahtumat. Vuosien 2008–2010 kriisissä sen synty oli paljon nopeampaa ja sen ajallinen kesto lyhyempi.

Vuoden 1998 kriisiä edelsi Aasian kriisi, joka oli osasy myös Venäjän kriisiin. Aasian kriisiä edelsi vahvan talouskasvun synnyttämä puhe ”Aasian tiikereistä”, mutta vuonna 1997 niiden talouskasvu oli osoittautunut osin kuplaksi, ts. Aasian talouksien fundamentit oli yliarvioitu. Seurauksena sijoittajat alkoivat myydä Aasian sijoituksiaan, ja se johti Aasian talouksien kriisiytymiseen. Kriisin vuoksi Aasiassa tehtiin sarja devalvaatioita, mitkä nostivat devalvaatio-odotuksia myös Venäjällä. Sijoittajat alkoivat paeta myös Venäjältä ja venäläisten varallisuushyödykkeiden hinnat laskea. Öljyn hinta tavoitti pohjat vuoden 1998 joulukuussa, jolloin barrelihinta oli yhdentoista dollarin tuntumassa.

1990-luvun lopun kriisissä on selviä samankaltaisuuksia vuoden 2008 tapahtumiin. Vuoden 2008 viimeisellä neljänneksellä sijoittajat pakenivat Venäjältä, mikä aiheutti suuren vajeen pääoma- ja rahoitustaseeseen sekä painoi pörssi-indeksin jyrkkään laskuun. Aluksi Venäjän pörssi laski osana koko maailman laskusuhdannetta, mutta hieman myöhemmin sijoittajat myivät Venäjän-sijoituksensa, kun öljyn hinta alkoi laskea jyrkästi. Laskusuhdanne kiihtyi pörssiromahdukseksi. Lisäksi ruplan kurssi on 2000-luvulla ollut kelluva, joten siihen kohdistui devalvaatio-odotuksia öljy- eli vientitulojen supistuttua rajusti. Uusi tasapainokurssi löytyi vuoden 2009 alkupuolella, jolloin öljyn hinnan lasku loppui. Ruplan arvon ja öljyn hinnan vakiinnuttua myös sijoittajat alkoivat palata takaisin Venäjälle.

Samankaltaisuuksista huolimatta talouskriiseillä on kansainvälisen taloustilanteen suhteen myös eroja. Aasian kriisi vuonna 1997 oli melko paikallinen talouskriisi, sillä se koski muutamia Aasian maita. Vuonna 2008 Venäjälle levinnyt kansainvälinen finanssikriisi koski sen sijaan miltei koko maailmaa eikä se rajoittunut pelkästään siirtymä- tai kehittyviin talouksiin. Lisäksi Aasian kriisi vaikutti kaikkien siirtymätalouksien tulevaisuudennäkymiin ja sijoittajien mielialoihin, mutta vuoden 2008 kriisi vaikutti Venäjään öljyn hinnan kautta. Öljyn hinnalla oli vaikutus talouskehitykseen myös vuonna 1998, mutta sen merkitys yksittäisenä tekijänä oli huomattavasti pienempi kuin vuonna 2008. Molemmissa kriiseissä öljytulojen lasku

kuitenkin aiheutti vaihtotaseen alijäämän, joka oli melko pieni. Vuosina 1997–1998 vaihtotaseen alijäämä kesti yhteensä vuoden ajan, mutta vuonna 2008 se oli alijäämäinen vain joulukuussa, jolloin öljyn hinta oli alimmillaan. Vuosineljänneksittäin tarkasteltuna vuosina 2008–2010 ei ollut vaihtotaseen alijäämää.

Maailmantalouteen Venäjä ei raaka-aineidentoimittajan roolinsa vuoksi voi vaikuttaa oikein mitenkään. 2000-luvulla Venäjän talous on niin riippuvainen öljyn hinnasta, että sen vaihtelut ja erityisesti romahdus vaikuttavat Venäjän tuloihin ja talouskehitykseen syvästi. Venäjä keräsi 2000-luvulla suuren määrän reservejä huonoja aikoja varten, jonka voinee tulkita siten, että myös he ovat olleet huolissaan öljyn hintakehityksestä. Lisäksi öljytulojen ansiosta Venäjän talous on kasvanut ja se on saanut kerättyä jonkinlaista vaurautta itselleen ja ilman öljytuloja asiat olisivat Venäjällä mahdollisesti nykyistä huonommin. Venäjän hallinto on aloittanut modernisaatio-ohjelman, jolla öljyriippuvuutta pyritään vähentämään. Ulkomaiset sijoitukset ovat ohjelmassa keskeisessä asemassa, jolloin Venäjän houkuttelevuus investointikohteena on tärkeä tekijä hankkeen onnistumiselle.

4.2. Talouskasvu

Venäjän taloutta vaivasi lähes koko 90-luvun talouden supistuminen. Sen aiheuttivat nopea inflaatio, korkea korkotaso ja ruplan liian vahva reaalin valuuttakurssi. Talouskasvun esteenä toimi myös yritysten pilkkominen, jossa niiden pääomat romutettiin tai realisoitiin eikä niitä käytetty tuottavaan toimintaan. Vaikeassa taloustilanteessa pääomaa oli hankala hyödyntää tuottavalla tavalla, mikä johti negatiiviseen investointiasteeseen. Investoinneilla on tarkoitus rakentaa tulevaisuuden hyvinvointi, joten Venäjän talouskasvu romutettiin yritysten pilkkomisen myötä.

Lisäksi hankalaan taloustilanteeseen selviytymiskeinoksi syntynyt vaihtotalous vaikeutti talouden koordinoitua ja investointeja, ja yritykset olivat sisäpiirin omistuksessa, jolloin johdon ensisijaisena intressinä oli omien työpaikkojensa turvaaminen. Kasvuongelma oli siis monimutkainen, ja sinänsä IMF:n tavoite stabilisoida nopea inflaatio oli oikea ratkaisu (vuonna 1995), koska se nosti korkoja ja vahvisti reaalista

valuuttakurssia, mitkä tekivät yritysten toiminnan vaikeaksi. Kiinteä valuuttakurssi kuitenkin asetettiin yliarvostetuksi, ja taloustilanne alkoi muuttua paremmaksi vasta ruplan devalvoiduttua. Talouskasvun syntyä helpotti myös nousuun lähtenyt öljyn hinta, ja tekijöiden yhteisvaikutuksesta Venäjän talous kasvoi jo heti vuonna 1999. Ironisesti valuuttakriisi ei juuri vaikuttanut Venäjän talouteen, sillä se ei ollut täysin rahatalous, ja lisäksi käytössä oli myös muita valuuttoja.

2000-luvulla Venäjän talous kasvoi aina kriisiin saakka. Tärkein selittävä tekijä sille on öljyn hinnan nousu, joka jatkui koko kriisiä edeltäneen 2000-luvun, pl. 2000-luvun alun taantuma. Lisäksi Venäjä kasvatti 2000-luvulla öljyntuotannon volyymin kaksinkertaiseksi. Vaihtotalouden käyttö katosi yritysten paremman kannattavuuden myötä ja myös yritysten pilkkominen oli päättynyt, koska pääomia voitiin hyödyntää makrotaloudellisen tilanteen kohennuttua. Investointiaste olikin positiivinen koko 2000-luvun, mikä mahdollisti öljyntuotannon laajentamisen ja kiihdytti talouskasvua. Investointiaste on kuitenkin melko matala: taulukossa 3 esitettyjen lukujen keskiarvo on noin 15 prosenttia. Vertailuna toisen BRIC-maan (Brasilia, Venäjä, Intia, Kiina), Kiinan investointimenot ovat 2000-luvulla olleet 30–40 prosenttia BKT:sta.

1990-luvulla Venäjän talouden ongelmat olivat niin suuria, ettei niillä oikein ole yhtäläisyyksiä vuosien 2008–2010 kriisiin. Ainoa selvä yhdistävä tekijä on öljyn hinta, joka auttoi Venäjän talouden kasvuun vuonna 1999. Se elvytti Venäjän taloutta myös 2000-luvun lopun kriisissä, kun se alkoi nousta vuoden 2009 alkupuolella. Öljyn hinnan nousun ansiosta Venäjän talouskasvu oli positiivinen jo vuonna 2010, joten Venäjän talouskriisi jäi tällä kertaa lyhyeksi. Öljyn hinnan merkitys tuotannon laskulle oli kuitenkin paljon tärkeämpi 2000-luvun kriisissä, jonka synnylle se oli tärkein tekijä. 90-luvulla laskenut öljyn hinta lähinnä pahensi jo ennestään vaikeaa tilannetta. Devalvaation merkitys talouskasvulle oli 90-luvulla myös suurempi, sillä silloin yliarvostettu rupla toimi kasvun esteenä.

4.3. Velkatilanne

Vuoden 1998 kriisin ehkä tärkein yksittäinen syy oli Venäjän velkaantuminen niin, ettei sillä enää ollut edellytyksiä selviytyä veloistaan. IMF:n stabilisaatio-ohjelmaan kuuluivat fiskaaliset uudistukset ja tiukempi budjettikuri, mutta siinä vaiheessa niiden toteuttaminen oli jo hankalaa, sillä lainanhoitokulut veivät valtion budjetista jopa 50 prosenttia. Lisäksi julkisen talouden tilannetta pahensivat vaihtotalouden ja harmaan talouden vuoksi liian pieniksi jääneet verotulot. Venäjä oli myös vuosina 1994–97 sodassa Tsetseniaa vastaan, mikä kasvatti Venäjän puolustusmenoja ja pahensi budjettialijäämää. Toinen – sillä kertaa voittoisa – sota Tsetseniassa syttyi kriisin puhkeamisen jälkeen vuonna 1999, mutta silloin Venäjän julkinen talous jo kesti sodan aiheuttamat menot. Korokojen nousu vei Venäjän velkajärjestelyyn huolimatta siitä, että julkista velkaa oli vuoden 1998 kesällä ”vain” noin 50 prosenttia BKT:sta.

Venäjän vuoden 1998 kriisiin johti selkeä virhe julkisen velan maturiteettiin liittyen. GKO-velka oli maturiteetiltaan lyhytaikaista, jolloin siihen liittyvä uusintariski kasvoi. Venäjän tapauksessa korot nousivat ylöspäin jyrkästi, jolloin myös lainanhoitokulut kasvoivat, sillä uudella velalla kuitattiin vanhoja velkoja pois. Voi helposti todeta, että siirtymäkaudella Venäjän olisi täytynyt suosia pitkäaikaisia velkakirjoja. Nyt oli päinvastoin suosittu lyhytaikaista velkaa, sillä Venäjän julkisesta velasta 75 prosenttia oli maturiteetiltaan alle vuoden mittaista. Venäjä yritti hetki ennen kriisin puhkeamista vaihtaa lyhytaikaiset GKO-velkansa pitkäaikaisiin Eurobondeihin (jotka olivat lisäksi dollarimääräisiä), mutta vaihto epäonnistui. Voi tietysti myös olla, ettei Venäjä 1990-luvulla olisi saanut pitkäaikaista velkaa yhtä helposti kuin lyhytaikaista.

Vuoden 2008 kriisiin mennessä Venäjä oli käytännössä velaton valtio. Jäljellä velkaa oli noin kaksi prosenttia BKT:sta. Venäjä kuitenkin olisi voinut maksaa sen helposti pois keräämillään reserveilla, mutta jostain syystä valtion taseeseen on jätetty myös hieman velkaa. On melko selvää, että Venäjän johto on oppinut edellisestä kriisistä ja sen dynamiikasta ja ei ole antanut Venäjän velkaantua. Kriisien dynamiikoiden kannalta tämä ero on tärkeä.

Sen sijaan Venäjän yrityksillä oli 2000-luvun kriisiin tultaessa ulkoista velkaa, jolla ne ovat rahoittaneet investointejaan. 90-luvun kriisissä yritysten velkaantuminen ei ollut tärkeä tekijä, mikä on yksi ero kriisien välillä. Yhteensä ulkoista velkaa Venäjällä oli ennen vuosien 2008–2010 kriisiä vajaat 500 miljardia dollaria, mutta ainoa nettovelkaantunut sektori oli venäläiset yritykset, sillä sekä valtiolla että pankeilla oli saamia (tai varallisuutta) enemmän kuin velkoja. Syynä ulkomaisen velan otolle kotimaisen rahoituksen sijaan oli usko siihen, että ulkomaiset sijoitukset investoidaan tehokkaammin. Asenteelle voi olla selityksenä 90-luvun kriisiä edeltänyt yritysten pilkkominen ja niiden pääomien realisointi. Venäjän keskuspankin reservit olivat kuitenkin kriisiä edeltäneinä kuukausina selvästi suuremmat kuin koko ulkoinen velka ja lisäksi 500 miljardia dollaria oli silloisesta Venäjän BKT:sta noin kolmasosa. Venäjän kansantalouden velkatilanne oli siis kriisiin tultaessa erittäin hyvä, mikä on selkeä ja tärkeä ero verrattuna 90-luvun lopun kriisiin.

4.4. Ulkoinen tasapaino

4.4.1. Venäjän valuuttareservit ja rupla kriiseissä

Vuonna 1998 Venäjän keräämät ja keskuspankkiin säilötyt valuuttareservit olivat korkeimmillaan vuoden 1997 kesällä, jolloin niiden arvo oli noin 25 miljardia dollaria. Se ei ole paljoa, kun ottaa huomioon, että Venäjän nimellinen BKT tuolloin oli noin 405 miljardia dollaria ja valtiolla oli velkaa 50 prosenttia BKT:sta. Lisäksi ruplan vaihtokurssi oli kiinteä, jolloin Venäjän keskuspankin täytyi ylläpitää sitä reserveistä rahoitetuilla ostoilla, joilla se piti ruplan vaihtokurssin asetetulla vaihteluvälillä. Kriisien välillä tämä on selkeä ero. Spekulatiivisten hyökkäysten vuoksi reservit kutistuivat selvästi, mikä nosti ulkomaisen velan suhteellisen määrän suureksi. Laveaan rahaan sekä GKO-velkakirjoihin suhteutettuna valuuttareservien suhteellinen määrä oli vielä huonompi. Venäjän reservit olivat liian pienet 90-luvulla.

Lupauksista huolimatta kiinteä vaihtokurssi suhteessa dollariin ei pitänytään kriisin edetessä. Ensimmäinen devalvaatio tehtiin jo elokuussa, ja hetki myöhemmin rupla muutettiin pakon edessä kelluvaksi valuutaksi, jolloin uusi tasapainovaihtokurssi löytyi

arvosta 21, kun se vielä ennen valuuttakriisiä oli ollut 6,29. Rupla oli ollut selvästi yliarvostettu. Tältä osin syyllinen kriisiin oli siis IMF:n stabilisaatio-ohjelma, jossa ruplan vaihtokurssi suhteessa dollariin asetettiin liian korkealle. Ohjelma kuitenkin oli onnistunut nopean inflaation hidastamisessa ja tuotannon laskun pysäyttämässä, mitkä olivat sen tavoitteet.

Vuoden 1998 kriisin osalta suuri kysymys onkin ruplalle määritetty kiinteä vaihtokurssi, joka osoittautui kelluvien kurssien järjestelmässä selvästi yliarvostetuksi. Jälkikäteen selvä yliarvostus ei vaihtokurssia laadittaessa ollut niin selvää, sillä venäläisten reaalin ostovoima ja -palkka eivät olleet sen korkeampia kuin muissakaan Itä-Euroopan siirtymätalouksissa (Lukkarila 2003). Asetettu vaihtokurssi ei myöskään aiheuttanut epätasapainoa vaihtotaseessa (ennen vuotta 1997), mitä voi pitää merkinä tasapainoisesta vaihtokurssista. IMF:ää ei siis sinänsä voi syyttää väärän valuuttakurssin asettamisesta, koska mikään ei viitannut siihen vuonna 1995.

Vaikka on jälkikäteen helppo todeta, että ruplan vaihtokurssi oli laadittu väärin ja että Venäjän johdon olisi täytynyt devalvoida rupla jo aiemmin, ei asia kuitenkaan ole niin yksiselitteinen. Ruplan devalvointi olisi vaikeuttanut pankkien asemaa, sillä niiden taseissa oli paljon ulkomaanvaluuttamääräisiä vastattavia. Ruplan devalvointi olisi myös vaikeuttanut inflaatiotavoitteessa pysymistä ja ennen kaikkea kasvattanut valtion velkataakkaa. Lisäksi se olisi vaikuttanut sijoittajien luottamukseen Venäjän markkinoita kohtaan sitä heikentävästi, mutta toisaalta täytyy muistaa, että sijoittajien keskuudessa odotettiin yleisesti devalvaatiota jo Aasian kriisin aikaan marraskuussa 1997.

Ruplan kiinteään kurssiin oli myös sidottu iso osa Venäjän johdon poliittisesta uskottavuudesta, jolloin heidän uransa, agendansa sekä tietyissä määrin myös Venäjän tulevaisuus olivat riippuvaisia kiinteästä valuuttakurssista. Asian merkityksen arvioiminen on erittäin hankalaa, koska emme voi tietää vaihtoehtoista tulevaisuutta sille uralle, joka olisi syntynyt jos Venäjän johto olisi pyörtänyt puheensa ja devalvoinut tai kelluttanut ruplan kurssin jo vuoden 1997 marraskuussa, kun siihen kohdistui ensimmäinen spekulatiivinen hyökkäys, tai vuoden 1998 keväällä Aasian kriisin päättyttyä.

Joka tapauksessa talouspolitiikan suunnittelu ja toteuttaminen nivoutuvat yhteen muun politiikan kanssa. Sen vuoksi talouspolitiikkaa ei voi aina tehdä pelkkien taloudellisten realiteettien pohjalta, vaan sen laadintaan ja toteutukseen vaikuttavat myös muut poliittiset vaikuttimet. Näin kävi myös Venäjällä. Jossittelusta huolimatta Venäjä kuitenkin joutui devalvoimaan ruplan, jolloin sen kaikki kielteiset vaikutukset toteutuivat ja myös pääministeri erotettiin uskottavuusongelmien vuoksi. Presidentti Jeltsin kuitenkin erosi vasta yli vuosi myöhemmin vuosituhannen vaihduttua.

Aikaisempaa ja hallittua devalvaatiota puolletaan aihetta käsittelevissä artikkeleissa. Chapman (2001) argumentoi asian siten, että devalvaatio olisi antanut markkinoille signaalin siitä, että Venäjän tilanne on hallinnassa ja sitä johdetaan. Sekä Chapman (2001) että Desai (2000) puoltavat devalvaatiota Venäjän valuuttareservien kutistumisella ruplan puolustamisen vuoksi, mikä on hyvin selkeä argumentti devalvaation puolesta.

Venäläiset ottivat opikseen vuoden 1998 kriisistä ja keräsivät 2000-luvulla keskuspankkiin kookkaat ulkomaanvaluuttamääräiset reservit (noin 600 miljardia dollaria). Selvää on, että yhtenä motiivina reservien keruulle ovat olleet kantapään kautta saadut opit vuoden 1998 kriisissä. Toisena motiivina voi olla ollut ailahtelevien öljyn hintamuutosten Venäjän taloudelle aiheuttavien shokkien tasoittaminen. Kysyä voi myös, aiheuttivatko 90-luvun pääministereiden tuuliset virat ja myöhempi presidentti Jeltsinin ennenaikainen eroaminen presidentin virasta venäläisten poliitikkojen keskuudessa epävarmuutta omien poliittisten uriensa jatkuvuudesta. Vuoden 1998 kriisiin liittyi myös epävarmuutta ruokahuollosta sekä siitä aiheutuneita mellakoita, joten yksi selitys suurille reserveille varmasti on ollut Venäjän kansalaisten perustarpeiden turvaaminen myös talouskriisien pyörteissä.

Venäjän reservit supistuivat rajusti pääoma- ja rahoitustaseen alijäämän vuoksi, missä voi nähdä yhtäläisyyden kriisien välillä. Vuosina 2008–2009 reservit kutistuivat noin kolmasosalla, kun vuosina 1997–1998 niiden määrä laski noin puoleen, joten suhteellinen supistuminen oli 2000-luvun lopun kriisissä pienempää. Absoluuttinen reservien supistuminen oli 2000-luvun kriisissä kuitenkin melkein kymmenkertainen 90-luvun loppuun verrattuna. Lisäksi keskuspankin reservejä kulutti syyskuussa

alkanut pankkien luottamus- ja likviditeetikriisi, jonka hoito sitoi paljon keskuspankin varoja. Myös ruplan hallittu devalvointi tarvitsi tukioitoja, jotka rahoitettiin reserveistä. Merkittävin tekijä reservien supistumiselle oli kuitenkin ulkoisen tasapainon järkkäminen. Reservien kutistuminen pysähtyi kuitenkin jo vuoden 2009 helmikuussa öljyn hinnan nousun ja tilanteen rauhoittumisen vuoksi.

Yhteistä kriiseillä on myös se, että Venäjän ruplan arvo heikkeni selvästi molemmissa. Vuonna 1998 ruplan kiinteä vaihtokurssi jouduttiin purkamaan ja rupla kelluttamaan, koska sille ei ollut realistisia vaihtoehtoja pienten reservien ja epävakaa taloustilanteen vuoksi. Rupla menetti arvostaan noin 70 prosenttia. Vastaavasti vuonna 2008 rupla oli kelluva valuutta, jonka annettiin hallitusti heikentyä öljyn hinnan laskun myötä. Erona vuoden 1997–1998 tapahtumiin Venäjän ei vuoden 2008 kriisissä tarvinnut puolustaa ruplan kurssia. Parinkymmenen hallitun devalvoinnin jälkeen rupla oli menettänyt arvostaan (suhteessa dollariin) noin 35 prosenttia. Erona vuoden 1998 devalvaatioon se oli vuonna 2008 hallittu ja heikentyminen ei ollut niin jyrkkää.

4.4.2. Sijoittajien reaktio

Molempia kriisejä leimasi sijoittajien pakeneminen Venäjältä. Vuoden 1998 kriisissä paon synnytti aluksi Aasian kriisin aiheuttama uusi, aiempaa epäluuloisempi suhtautuminen siirtymätalouksien talouskasvuun. Kehittyviin maihin keskittyneet rahastot kärsivät Aasiassa tappioita, mitkä pakottivat ne vähentämään sijoituksia myös Venäjällä. Aasian kriisi myös laski raaka-aineiden hintoja, millä oli vaikutus Venäjän kansantalouden tuloihin. Vuoden 1998 kriisin yhteydessä RTS-indeksi laski vuoden alun arvosta 411 alle neljäänkymmeneen saman vuoden lokakuussa, mikä siis tarkoittaa yli 90 prosentin pudotusta vajaassa vuodessa. Lokakuussa pörssi aloitti uuden nousunsa, mutta saavutti kriisiä edeltäneen tasonsa vasta vuoden 2002 keväällä. Ennen Aasian kriisiä RTS-indeksin huippuarvo oli 571, joten se huomioituna pudotus oli vielä suurempi.

Sijoittajien ulosvirran aiheuttivat vuosina 1997–1998 GKO-lainoihin liittynyt laininlyöntiriski sekä kiinteään valuuttakurssiin liitetyt devalvaatiospekulaatiot, joita

Venäjän valtion ja keskuspankin johto eivät enää pystyneet hillitsemään. Aiemmin he olivat vakuuttaneet kiinteän valuuttakurssin pitävän, mutta sijoittajat menettivät uskonsa sidokseen Venäjän reservien ehtyessä ja velkakierteen syvetessä. Syntyi vaje rahoitus- ja pääomataseessa, mutta ruplan devalvoiduttua ja Venäjän julkistettua velkajärjestelyn sijoittajat alkoivat palata Venäjälle. Lisäksi öljyn hinta lähti nousuun samoihin aikoihin, mikä kasvatti Venäjän tulovirtoja.

Sijoittajat reagoivat myös Venäjän vuoden 2008 kriisiin, mutta tällä kertaa siihen ei vaikuttanut Venäjän valtion velkatilanne, vaan sijoittajien joukkopako Venäjältä liittyi ensin maailmanlaajuiseen finanssikriisiin, mutta myöhemmin öljyn hinnan laskuun sekä odotettuun devalvaatioon. Moskovan pörssin RTS-indeksi alkoi laskea jo vuoden 2008 toukokuussa yhtenäisesti S&P500-indeksin kanssa, mutta pörssi-indeksin kehitys kuitenkin irtaantui muista indekseistä heinäkuussa öljyn hinnan alkaessa laskea, mikä johti myöhemmin syksyllä pörssiromahdukseen. Pörssejä painoi lisäksi alas Venäjän aloittama Georgian sota sekä pääministeri Putinin eräälle oligarkille esittämä verhoiltu uhkaus, jonka sijoittajat tulkitsivat poliittisen riskin lisääntymisenä Venäjällä.

Yhdessä tekijät laskivat RTS-indeksin arvoa helmikuuhun mennessä 80 prosenttia, jolloin indeksi kääntyi uudestaan nousuun. Noususuhdanne liittyi öljyn hinnan nousuun. Sijoittajien ulosvirtaus oli kuitenkin ehtinyt aiheuttaa Venäjällä suuren alijäämän rahoitus- ja pääomataseeseen. Tällä kertaa sijoittajien nettoulosvirtaus koski pankkisektorin lisäksi myös muita sektoreita: noin 43 prosenttia pääoman ulosvirtauksesta koski pankkisektoria. Syynä ulkomaisten sijoittajien siirtymiselle pois Venäjältä oli turvasatamastatuksen menettäminen.

Kriisien välillä on nähtävissä selviä samankaltaisuuksia, sillä molemmissa kriiseissä epävarma taloustilanne johti sijoittajien joukkopakoon ja vajeeseen pääoma- ja rahoitustaseessa. Vuosina 2008–2009 pörssin lasku oli kuitenkin jonkin verran pienempi, ja lisäksi pörssiä painoi alas Georgian sota (-6,5 %) ja pääministeri Putinin käytös (Mechel-tapaus, -12,1 %), jotka yhteensä laskivat pörssi-indeksiä 18,6 prosenttia. Ilman niitä indeksi laski siis reilut 60 prosenttia. Vertailuna Yhdysvaltojen S&P500-indeksi laski finanssikriisin yhteydessä noin 57 prosenttia, eli ero RTS-indeksiin ei ollut

kovin suuri. OMX Helsinki -indeksi (eli ”Helsingin pörssi”) laski vuosina 2007–2009 noin 65 prosenttia.

Molemmissa kriiseissä odotettu devalvaatio vaikutti sijoittajien poislähtöön Venäjältä ja he myös alkoivat palata Venäjälle devalvaation toteuduttua ja uuden tasapainokurssin löydyttyä sekä vuosina 1998–1999 että 2009–2010. Selkeä ero kriisien välillä kuitenkin on se, ettei Venäjän valtion velkatilanne tai keskuspankin reservien supistuminen vaikuttanut sijoittajien käytökseen vuonna 2008, vaan se on johdettavissa öljyn hintaan, josta myös ruplan vaihtokurssi hakee tasapainonsa.

4.5. Pankkisektori ja sen kriisit

Venäjällä toimi vuonna 1998 1 700 pankkia, mutta pankkisektori oli vahvasti polarisoitunut. Venäjän pankkisektorin pääomakannan kasvuvauhti oli nopea ennen kriisiä, sillä vuonna 1997 se kasvoi peräti 26,5 prosenttia. Siitä huolimatta Venäjän pankkisektori oli edelleen erittäin pieni: pankkien yhteenlasketun kokonaisvarallisuuden osuus BKT:sta oli vain 28,5 prosenttia. Ilman Sberbankia osuus oli vain 21,5 prosenttia (Venäjän keskuspankin vuosiraportti 1997: 79). Sberbankin keskeinen asema ja suuri markkinaosuus eivät ole heikentyneet kymmenessä vuodessa, mikä on kriisejä yhdistävä tekijä.

Talletusten vähäinen määrä pakotti Venäjän pankit hakemaan rahoitusta ulkomailta. Venäjän pankkien ulkomaisten vastattavien suhde vastaaviin kasvoi selvästi vuosina 1995–98, jolloin Venäjä altistui devalvaatoriskille. Huomionarvoista kuitenkin edelleen on se, että kasvusta huolimatta ulkomaisen velan osuus BKT:sta oli 1998 pieni: mukaan ulkomaisia luottoja Venäjän pankeilla oli alle kaksi miljardia dollaria, eli noin neljä prosenttia BKT:sta.

2000-luvulla Venäjän pankkisektori oli jatkanut vahvaa kasvuaan (ks. taulukko 4). Kasvu kuitenkin pysähtyi talouskriisiin, ja vuonna 2009 pankkisektorin osuus Venäjän BKT:sta oli 75 prosenttia: kasvua vuoteen 1997 oli siis yli 45 prosenttiyksikköä (28,5 prosentista). Lukua pohtiessa tulee ottaa huomioon myös BKT:n kasvu, sillä Venäjän

talous oli kasvanut vuodesta 1999 vuoteen 2008 mennessä miltei 2,5-kertaiseksi. 75 prosentin koko suhteessa BKT:hen ei kuitenkaan ole järin suuri luku, vrt. Saksassa pankkisektorin koko on 180 prosenttia, joten Venäjän pankkisektori on edelleen suhteellisen pieni.

Myös luotonanto yksityissektorille on kasvanut 2000-luvulla, mutta on silti ollut volyymiltaan pientä. Kotitalouksilla lainoja ei edelleenkään ole suurissa määrin, vaikka niiden koko suhteessa BKT:hen on yli kaksinkertaistunut. Yritysten lainat sen sijaan ovat kasvaneet enemmän. Samaan aikaan myös ulkomaisen velan määrä Venäjän pankeissa kasvoi, ja vuonna 2008 sitä oli 105 miljardia dollaria. 1 666 miljardin dollarin nimellisestä BKT:sta se on noin 6,3 prosenttia. Luvut voi tulkita niin, että Venäjän pankit siirsivät ulkomaista rahoitusta lainoina yrityksille. Se on yksi puoliksi yhteinen tekijä molemmille kriiseille, sillä 1990-luvun lopussa Venäjän pankit siirsivät ulkomaista rahoitusta valtiolle. Lisäksi ulkomaisen velan määrä pankeissa on molemmissa kriiseissä samaa kokoluokkaa prosentteina BKT:sta. Talletusten määrä on ollut melko pieni myös ennen vuoden 2008 finanssikriisiä, ja vain joka toisella venäläisellä kotitaloudella on pankkitili. Kasvusta huolimatta Venäjän pankkisektori on siis pysynyt melko muuttumattomana kymmenen vuoden ajan.

Venäjällä tapahtui vuoden 1998 elokuun kriisin yhteydessä pankkikriisi, mikä on yhdistävä tekijä vuoden 2008 finanssikriisiin. Vuoden 1998 pankkikriisille tärkeä syy oli elokuussa syntynyt talletuspako, jonka lisäksi talletuksia siirtyi Sberbankiin, jolle valtio oli myöntänyt talletusturvan. Vuonna 2008 talletuspakoa ei syntynyt hyvän talletusturvan vuoksi. Todennäköisesti Venäjän viranomaiset olivat oppineet vuoden 1998 tapahtumista.

Vuonna 1998 pankkisektorilla syntyi myös luottamuskriisi, jonka vuoksi Interbank-markkinoiden volyymi supistui 45 prosentilla. Venäjän keskuspankki joutui turvautumaan pankkitukeen, mutta pankkisektorin pienen koon ja Sberbankin tärkeän aseman vuoksi pankkikriisin hoito ei kuitenkaan maksanut kuin korkeintaan kaksi prosenttia BKT:sta.

Kansainvälisen finanssikriisin vuoksi myös Venäjän pankkisektori ajautui likviditeetti- ja luottamuskriisiin, jonka seurauksena Interbank-markkinat Venäjällä pysähtyivät hetkeksi vuoden 2008 syksyllä. Jo sitä ennen kesäkuussa Interbank-korot olivat kääntyneet nousuun, jota ne jatkoivat aina tammikuuhun saakka, jolloin likviditeettikriisi laantui Venäjän keskuspankin aktiivisten vastatoimien ansiosta. Likviditeettikriisi näkyi kuitenkin Interbank-markkinoiden vuosivolyymien kasvun selvänä hidastumisena. Interbank-markkinat eivät kuitenkaan supistuneet kuten vuonna 1998, mutta joka tapauksessa molemmissa kriiseissä Interbank-markkinoiden toiminta hiipui selvästi, mikä on kriisejä yhdistävä tekijä.

Keskuspankin Interbank-markkinoille tarjoamat takuut lopettivat Venäjän pankkien välisen luottamuskriisin, joten sitä voi pitää järkevänä ja hyvänä päätöksenä. Sen sijaan likviditeetin pumppaaminen pankkijärjestelmään talletuksia asettamalla ei näytä toimineen täysin halutulla tavalla, sillä Venäjän suuret pankit eivät luottaneet pienempien pankkien vakavaraisuuteen. Lisätty likviditeetti ei siksi virrannut halutulla tavalla Venäjän pankkimaailmassa, joten se ei vastatoimena ollut optimaalinen valinta, sillä se sitoi paljon varoja, mutta antoi vastineeksi vain rajallisia hyötyjä. Lisäksi hyvä ratkaisu oli laajentaa venäläisten talletusturvaa. Talletuspakoa ei tällä kertaa syntynyt, mikä helpotti pankkikriisin hoitoa ja pienensi sen kustannuksia. Tarve pankkitukeen on kriisejä yhdistävä tekijä. Erona niillä on kuitenkin se, että vuoden 1998 pankkikriisissä pankkeja tuettiin myös velkajärjestelyn avulla, sillä laiminlyödyistä velasta annettiin niille käteismaksu likviditeettiä helpottamaan. Vastaavasti vuonna 2008 pankkitukea annettiin pääomatuen lisäksi myös asettamalla suuria talletuksia valtionomisteisiin pankkeihin.

Pankkikriisin hoito oli siis Venäjällä vuonna 2008 nopeaa. Tällä kertaa sille oli hyvät edellytykset, sillä Venäjän keskuspankki saattoi massiivisista reserveistään turvata sekä pankkien likviditeetin että vakavaraisuuden. Luottokannan laatuun liittyvien ongelmien hoitoa helpottaa venäläisten pankkien hyvä vakavaraisuus, sillä vuoden 2009 lopussa oman pääoman suhde pankkien varoihin oli yli 25 prosenttia. Vertailuna Finanssivalvonnan tiedotteen ”Pankki- ja vakuutussektorin vakavaraisuus 30.9.2010” mukaan Suomessa eri vakavaraisuutta käsittelevät suhdeluvut ovat välillä 13,3–14,5 prosenttia.

Venäjän pankkisektori on mennyt kymmenessä vuodessa selvästi eteenpäin, mutta kaipaa silti vielä kehittämistä. Vaikka vuosittainen kasvu on ollut 2000-luvun vuosina nopeaa, on pankkisektori edelleen suhteellisen pieni ja vahvasti polarisoitunut, mikä haittasi sen elvytystä likviditeettiä lisäämällä. Lisäksi luototus yksityiselle sektorille on huomattavan vähäistä, minkä voi tulkita siten, että rahoitusjärjestelmä ei toimi hyvin ja todennäköisesti jarruttaa Venäjän talouskehitystä.

4.6. Vastatoimet ja uudistukset sekä kriisin jälkeinen aika

Koska Venäjän vuoden 1998 taluskriisin syyt olivat osin syntyneet jo vuonna 1991 Neuvostoliiton romahduksen myötä, ei pelkkä lamanhoito sellaisena kuin se yleensä tunnetaan riittänyt Venäjän talousongelmien hoitoon, mikä on tärkeä ero kriisien välillä. Vastatoimia kuitenkin tehtiin sekä ennen elokuun kriisiä että sen jälkeen. Niihin kuuluivat pankkituki SBS-Agro-pankille, joka kuitenkin pankkisektorin pienen koon vuoksi jäi suhteellisen pieneksi, sekä IMF:n pelastuspaketti ja GKO-Eurobond -vaihtosopimus, jotka molemmat osoittautuivat epäonnistuneiksi. IMF:n pelastuspaketti epäonnistui, koska sen koko oli liian pieni (5 % BKT:sta), ja GKO-Eurobond -vaihtosopimus puolestaan siksi, koska sijoittajat halusivat pitää ruplamääräiset velkakirjansa ja kantaa niiden riskin suurten tuottojen vuoksi. Vaihtosopimuksessa ei siis ollut arbitraasia, jota Venäjän hallinto tavoitteli. Lisäksi pelastuspaketissa oli sisäinen ristiriita, koska sillä oli tarkoitus saada sijoittajat vaihtamaan pois GKO-velkakirjansa, mutta varsinaisella pelastuspaketilla kuitenkin pyrittiin turvaamaan Venäjän maksuvalmius GKO-velkakirjojen suhteen. On mahdollista, että tämä ristiriita esti vaihtosopimuksen toiminnan ja osaltaan vei Venäjän velkajärjestelyyn. Tärkeimpiä vastatoimia kuitenkin olivat pakon edessä tehty devalvaatio sekä samana päivänä julkistetut 90 päivän pakollinen lykkäys velanhoidon (*debt moratorium*) yksityiselle ulkomaiselle velalle sekä kotimaisen velan osittainen laiminlyönti. Velanhoidon lykkäämiselle Venäjällä oli IMF:n hyväksyntä, ja sen tarkoitus oli auttaa venäläisiä liikepankkeja.

Velkajärjestelyt olivat kuitenkin pelkkää ensiapua. Venäjän vuoden 1998 kriisi johtui Venäjän talouden rakenteellisista ongelmista, joista tärkeimpiä olivat laajalle talouteen

levinnyt vaihtotalous ja verottamisen ongelmallisuus. Niinpä Venäjän hallinnon täytyi löytää ratkaisut niille, ennen kuin talouskasvu saattoi alkaa ja julkinen talous tasapainottua. Venäjän onneksi elokuun devalvaation ja pankkikriisin vaikutukset reaalityöelouteen jäivät odotettua selvästi vähäisemmiksi vaihtotalouden ja pienen pankkisektorin vuoksi, jolloin myös kriisistä selviytyminen oli helpompaa. Venäjän talous kääntyiikin kasvuun jo vuonna 1999, vaikka yleisesti uskottiin päinvastaista. Se on yksi kriisien eroista, sillä vuosien 2008–2010 kriisissä talous alkoi kasvaa vasta vuosi ruplan rajun devalvoitumisen jälkeen.

Tärkeä tekijä talouskasvulle ja yritysten kannattavuuden nousulle oli valuuttakriisin yhteydessä tapahtunut vastentahtoinen devalvaatio, joka paransi venäläisyritysten kilpailukykyä ja kannattavuutta. Parempi kannattavuus vähensi selvästi vaihtotaloutta, mikä helpotti Venäjän hallinnon veronkeruuta. Venäjän valtionbudjetin alijäämä olikin vuonna 1999 enää 1,7 prosenttia BKT:sta, joka sekin osittain johtui toisesta sodasta Kaukasuksella. Sota osin yhdistää talouskriisejä, sillä Venäjä oli sodassa myös ennen vuoden 2008 syksyn tapahtumia. Vuonna 2008 sota kuitenkin oli lyhyt eikä juuri rasittanut valtiontaloutta.

Rahatalouteen siirtymisen ohella tärkeä verotuloja kasvattanut tekijä oli Venäjällä tehty verouudistus. Kokonaisuutena Venäjän verouudistus oli valtava menestys, jonka ansiosta pelkät tuloverot kasvoivat lyhyessä ajassa yli 40 prosenttia. Kasvu selittyi paitsi Laffer-efektillä, myös harmaan talouden osuuden kutistumisella ja tehokkaammalla verohallinnolla. Suuremman verokertymän ansiosta Venäjä pääsi eroon alijäämäisestä budjetistaan. Jyrkemman öljyverotuksen vuoksi valtion tulot olivat nyt riippuvaisia öljyn markkinahinnasta, mistä vuoden 2008 kriisi osittain johtui. Verouudistus kuitenkin piti Venäjän julkisen talouden ylijäämäisenä koko 2000-luvun aina kriisiin asti.

Vuoteen 2008 mennessä Venäjän talouden rakenteelliset ongelmat olivat pääosin jo hävinneet, mikä on suuri ero kriisien välillä. Vaihtotalous ei enää haitannut talouskasvua ja investointia, joten elintaso ja yritysten taloustilanne olivat parantuneet roimasti. Valtiontalous oli verouudistusten ja vaihtotalouden väistymisen vuoksi nyt erinomaisella tolalla ja keskuspankilla oli käytettävissään suuret, maailman

kolmanneksi suurimmat valuuttareservit. Nyt talouden rakenteellisena ongelmana oli öljyriippuvuus, joka tosin oli tuonut myös talouskasvun Venäjälle, eli oli sekä hyvä että huono asia.

Vuoden 2008 maailmanlaajuinen finanssikriisi tuli yllätyksenä lähes kaikille taloutta seuranneille. Vaikka Yhdysvaltojen asuntomarkkinoiden ja -lainojen ongelmat olivat tuttuja, ei kriisin leviämistä kulupalon lailla maailmanlaajuiseksi osannut ennakoida kuin muutama harva ennustaja. Niinpä kriisi tuli yllätyksenä myös Venäjälle, eikä sitä edeltänyt mitään valtion tai keskuspankin vasta- tai elvytystoimia. Elvytys kuitenkin järjestettiin nopeasti kun oli selvää, että Venäjän reaalitalous- ja pankkisektori olivat ajautuneet kriisiin.

Pääosin likviditeettikriisi hoidettiin keskuspankin avulla rahoitusta lisäämällä ja antamalla vakuudet Interbank-markkinoiden tappioille. Toinen tärkeä alkuvaiheen vastatoimi oli ruplan vaihtokurssin tukeminen. Lisäksi venäläiset pörssit suljettiin syyskuussa kahdeksi päiväksi ja osakkeiden lyhyeksi myynti kiellettiin kokonaan. Toimet kertovat paljon tunnelmista Venäjän pörsseissä vuoden 2008 syksyllä.

Reaalitalouden elvyttäminen aloitettiin jo vuoden 2008 marraskuussa. Tuki vuonna 2008 oli kuitenkin vielä melko pienimuotoista, ja kunnolla reaalitalouden elvyttäminen lähti käyntiin vasta vuonna 2009, jolloin elvytyspaketin koko oli jo 6,4 prosenttia BKT:sta. Vuonna 2010 elvytykseen käytettiin arviolta noin 5 prosenttia BKT:sta, ja koko elvytykseen vuosina 2008–2010 käytetty summa oli noin 13,2 prosenttia BKT:sta. Siitä reilut kymmenen prosenttia on luettavissa veroelvytyksen piiriin. Elvytys on suuri ero kriisien välillä, sillä 90-luvun lopun kriisissä sitä ei harjoitettu, vaan silloin taloutta korjattiin rakenteellisilla uudistuksilla. Elvytyksestä ei siinä tilanteessa olisi ollut mitään hyötyä, koska sillä ei olisi voitu puuttua talouden ongelmakohtiin. Toiseksi sille ei olisi edes ollut resursseja pienten reservien ja kauan jatkuneen budjettialijäämän vuoksi.

Elvytys ja rajusti supistuneet öljytulot aiheuttivat yhdessä budjettialijäämän, ja vuonna 2009 valtionbudjetti oli alijäämäinen jokaisella vuosineljänneksellä, jotka yhteenlaskettuna aiheuttivat 6,3 prosentin alijäämän (BKT:sta). Tilanteelle löytyi kuitenkin helpotus uudestaan nousuun lähteneestä öljyn hinnasta, joka tasapainotti

valtionalouden vuoden 2009 lopussa. Sen vuoksi vuoden 2010 kahden ensimmäisen neljänneksen valtionbudjetti oli jo ylijäämäinen. Työttömyyden normalisoituminen kesti vuoden 2010 loppuun saakka, jolloin se saavutti lamaa edeltäneen tason.

Budjettialijäämä on kriiseille sekä yhdistävä että erottava tekijä. Molemmissa kriiseissä budjetti oli alijäämäinen, mutta vuosina 2008–2010 alijäämä oli huomattavasti lyhytkestoisempi kuin 90-luvulla, jolloin se kesti käytännössä koko vuosikymmenen (1992–1999). Lisäksi budjettialijäämä oli vuosina 2008–2010 kriisin seuraus, mutta 90-luvulla enemmänkin kriisin syy, joten budjettialijäämät ajoittuvat kriisien aikajanoilla eri tavoin: 90-luvulla se edelsi kriisin puhkeamista, mutta vuosina 2008–2010 tapahtui kriisin puhkeamisen jälkeen. Kriisin puhkeamisella tarkoitetaan tässä yhteydessä ruplan arvon rajua heikkenemistä ja pankkikriisiä. Varsinainen talouskriisi (negatiivinen talouskasvu) kesti miltei koko 90-luvun, joten budjettialijäämä ei ollut sen syy, vaan sen seuraus.

Selvä ero vuoden 1998 kriisiin on se, että vuosina 2008–2010 Venäjän hallinnolla oli huomattavasti enemmän resursseja käytettävissään talouden elvyttämiseen. Tällä kertaa Venäjä ei myöskään joutunut turvautumaan ulkopuoliseen apuun (IMF, Maailmanpankki), vaan elvytys hoidettiin kotimaisin varoin, mikä lienee yksi taustasyys suurten reservien olemassaololle ja selvä ero kriisien välillä. Varoja myös käytettiin siekailematta, sillä sekä pankkikriisin hoitoon että veroelvytykseen allokoitiin varoja satoja miljardeja. Lisäksi eläkkeitä nostettiin vuoden 2009 aikana neljä kertaa.

Budjettialijäämä rahoitettiin reserveistä. Ne kutistuivat vuoden 2008 lopussa noin miljardi dollaria päivässä, mutta aloittivat kasvun jo vuoden 2009 alkupuolella öljyn hinnan noustessa. Lisäksi Venäjän talouden kilpailukyky parani ruplan 35 prosentin devalvoitumisen vuoksi, mikä on kriisejä yhdistävä tekijä. Elvytyksen ja devalvaation ansiosta työttömyys ei Venäjällä noussut vuosina 2008–2010 aikana koskaan kymmentä prosenttia suuremmaksi.

Vuoden 2008 kriisissä ei tarvinnut tehdä mitään rakenteellisia muutoksia, sillä Venäjän talouskriisi ei tällä kertaa johtunut Venäjän omista heikkouksista. Tämä väite pätee, jos

vahvaa öljyriippuvuutta ei halua nähdä heikkoutena. Vuoden 1998 kriisi sitä vastoin johtui selkeästi Venäjän omista sisäisistä heikkouksista.

5. JOHTOPÄÄTÖKSET

Venäjän 90-luvun lopun kriisi liittyi siirtymävaiheeseen sekä siinä tehtyihin virheisiin, ja mitä todennäköisimmin Venäjä ei enää tulevaisuudessa tule kohtaamaan samankaltaista kriisiä. Venäjän olisi vuosina ennen kriisin puhkeamista pitänyt etsiä budjettialijäämän rahoitukselle kestävämpi tapa kuin velkaantuminen, joten sen olisi pitänyt aloittaa tiukka budjettikuri ja toteuttaa verouudistus jo stabilisaatio-ohjelman alussa vuonna 1995, jolloin korkomenot eivät vielä kattaneet puolta valtion menoista. Se olisi tasapainottanut julkisen talouden ja estänyt Venäjän rajun velkaantumisen eikä vuoden 1998 elokuun tapaista kriisiä olisi silloin todennäköisesti tapahtunut. 1990-luvulla Venäjän taloudellinen tilanne oli liian epävakaa laajamittaiselle velanotolle.

Opittavaa kriisistä on myös siinä, ettei valtion ja keskuspankin johdon kannata sitoa poliittista uskottavuuttaan epävarmoihin taloudellisiin seikkoihin kuten kiinteään valuuttakurssiin, koska se voi tilanteen muuttuessa sitoa päättäjien kädet huonoihin vaihtoehtoihin, mikä Venäjän tapauksessa oli devalvaation välttely viimeiseen saakka. Lisäksi itsestäänselvyytenä voi todeta, että taloudessa tulee varmistaa riittävät kannustimet investoinneille, sillä huomisen hyvinvointi on niistä riippuvainen. Ja jos mahdollista, valtiontaloudessa tulee budjettialijäämää velkarahalla rahoitettaessa hajauttaa velkaa eri maturiteetteihin.

Opittavaa liittyy myös vuoden 1998 elokuun pelastuspakettiin, joka oli suunniteltu huolimattomasti, mikä mahdollisesti esti vaihtosopimuksen toiminnan toivotulla tavalla ja osaltaan laukaisi elokuun kriisin. Pelastuspaketti olisi pitänyt toteuttaa esimerkiksi niin, että vaihtosopimus ja keskuspankkiin annettu rahallinen tuki olisi julkistettu eri aikaan, jolloin rahallinen tuki ei olisi vaikeuttanut vaihtosopimuksen toimintaa.

2000-luvun kriisiin mennessä Venäjän talouden 90-luvun suuret ongelmat olivat jo historiaa, mikä on työssä esille tullut tärkeä kehityslinja. Nyt ongelmia kuitenkin aiheuttaa Venäjän vahva öljyriippuvuus, josta sen tulee pyrkiä eroon luomalla uusia kasvusektoreita, jotka eivät olisi yhtä suhdanneherkkiä kuin öljyntuotanto. Muut kasvusektorit pitäisivät huolen talouskasvusta ja tulovirroista myös maailmantalouden laskusuhdanteissa tai ainakin tasoittaisivat niitä, ja lisäksi talous ei olisi niin

yksipuolinen kuin se nyt on. Ongelma on huomattu myös Venäjällä ja talouden modernisointi on jo aloitettu. Tehtävää on kuitenkin paljon, sillä uusia, kansantalouden kehityksen kannalta riittävän suuria kasvusektoreita ei luoda helposti. Lisäksi Venäjää on yritetty modernisoida Pietari Suuren ajoista asti.

Venäjän talouden ja teollisuuden modernisointiin tarvitaan ulkomaista osaamista ja ulkomaisia investointeja, mikä vuoksi Venäjän täytyy tehdä itsestään houkutteleva investointikohde ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta. Mechel-tapaus osoitti, että sijoittajien mielissä Venäjällä on vielä 2000-luvullakin poliittisen riskin mahdollisuus, joten Venäjän tulee turvata markkinoiden vapaus ja elinkeinoelämän politiikasta riippumaton toiminta. Lisäksi Venäjän täytyy kiillottaa kansainvälistä mainettaan tai ainakin olla lokaamatta sitä enempää hyökkäyssodilla tai muilla kyseenalaisilla poliittisilla toimilla. Venäjän kehitys sijoituskohteena on kuitenkin mennyt eteenpäin, jos asiaa tarkastellaan pörssi-indeksin muutoksena kriiseissä: 90-luvulla indeksi syöksyi alas jyrkemmin, ja 2000-luvulla indeksin lasku ei juuri eronnut muun maailman indekseistä, jos huomioon otetaan Mechel-tapaus ja Georgian sota, jotka eivät varsinaisesti liittyneet talouskriisiin.

Venäjän pankkisektori on suhteellisesti pieni ja luoton määräästä voi päätellä, ettei rahoitusjärjestelmä toimi hyvin ja lainaa on hankala saada. Lisäksi pankkisektori on vahvasti polarisoitunut, mikä vaikeuttaa elvytystoimia pankkienvälisen luottamuspuolan vuoksi. Pankkisektorin kehittämisen voisi aloittaa pilkkomalla suuret valtio-omisteiset pankit pienemmiksi, mikä lisäisi kilpailua nyt osin lähes monopolistisella pankkialalla. Kiristynyt kilpailu voisi nostaa talletuskorkoja ja parantaa pankkipalvelua, ja tehdä siten pankkiasiakkuuden houkuttelevammaksi venäläisten silmissä. Asiakas- ja talletuskannan kasvaessa myös tarve ulkomaiselle rahalle vähenisi, mikä pienentäisi pankkien valuuttakurssiriskejä. Talletuskannan kasvun myötä melko matalaa investointiastetta voitaisiin nostaa, mikä kiihdyttäisi talouskasvua ja nopeuttaisi teollisuuden modernisointia. Lisäksi Venäjä voisi harkita pirstaloituneen pankkisektorin selkeyttämistä joko eväämällä pankkitoimilupia pienimmiltä ja epävakaimmilta pankeilta tai lakijärjestelyin pakottamalla ne fuusioitumaan keskenään. Se voisi vähentää pankeissa kytevää epäluottamusta toisiaan kohtaan, mikä helpottaisi

Interbank-markkinoiden toimintaa ja tekisi siitä sujuvampaa. Vaihtoehtoisesti epäluottamusta voisi vähentää pankkimaailman läpinäkyvyyttä lisäämällä.

LÄHDELUETTELO

Árvai, Zsófia & Vincze, János (2000) *Financial crises in transition countries: models and facts*. NBH Working Paper. National Bank of Hungary 2000

Bank of Russia (1997). *Annual Report*. [online] Bank of Russia. Saatavilla Internetistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/main.asp?Prtid=God&Y=1997>

Bank of Russia (1998). *Annual Report 1998*. [online] Bank of Russia. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/main.asp?Prtid=God&Y=1998>

Bank of Russia (1998). *The Bulletin of Banking Statistics No. 12*. [online] Moskova: Venäjän keskuspankki. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs9812e.pdf>

Bank of Russia (1999). *Annual Report 1999*. Bank of Russia, Moscow. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/main.asp?Prtid=God&Y=1999>

Bank of Russia (1999). *Bulletin of Banking Statistics No. 4/1999 (71)*. Bank of Russia 1999. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs9904e.pdf>

Bank of Russia (1999). *Bulletin of Banking Statistics No. 6/1999 (73)*. Bank of Russia 1999. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs9901e.pdf>

Bank of Russia (2000). *Bulletin of Banking Statistics No. 4/2000 (83)*. Bank of Russia 2000. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs0004e.pdf>

Bank of Russia (2007). *Annual Report*. Bank of Russia 2008. Saatavana World Wide Webistä: http://www.cbr.ru/eng/publ/God/ar_2007_en.pdf

Bank of Russia (2008). *Annual Report*. Bank of Russia 2008. Saatavana World Wide Webistä: http://www.cbr.ru/eng/publ/God/ar_2008_en.pdf

Bank of Russia (2008). *Bulletin of Banking Statistics No. 12 (199)*. Bank of Russia 2009. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs0912e.pdf>

Bank of Russia (2008). *Bulletin of Banking Statistics No. 6 (193)*. Bank of Russia 2009. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs0906e.pdf>

Bank of Russia (2009). *Bulletin of Banking Statistics No. 12 (199)*. Bank of Russia 2009. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs0912e.pdf>

- Bank of Russia (2010) *Banking Supervision Report 2008*. Bank of Russia 2010. Saatavilla World Wide Webistä: http://www.cbr.ru/eng/publ/root_get_blob.asp?doc_id=8488
- Bank of Russia (2010) *Banking Supervision Report 2009*. Bank of Russia 2010. Saatavilla World Wide Webistä: http://www.cbr.ru/eng/publ/root_get_blob.asp?doc_id=8693
- Bank of Russia (2010) *Bulletin of Banking Statistics No. 12 (211)*. Bank of Russia 2010. Saatavilla Internetistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs1012e.pdf>
- Bank of Russia (2010). *Main Economic Indicators*. [online] Bank of Russia 2010. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.cbr.ru/eng/statistics/>
- Bank of Russia (2011) *Bulletin of Banking Statistics No. 2 (213)*. Bank of Russia 2011. Saatavilla Internetistä: <http://www.cbr.ru/eng/publ/BBS/Bbs1102e.pdf>
- BBC (16.9.2008). *Lehman Bros files for bankruptcy*. BBC 2008a. Saatavilla World Wide Webistä: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7615931.stm>
- BBC (17.9.2008). *US government rescues insurer AIG*. BBC 2008b. Saatavilla World Wide Webistä: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/7615931.stm>
- BBC (19.5.1998). *Raising rates to rescue rouble*. BBC 1998b. Saatavana World Wide Webistä: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/oldbusiness/96484.stm>
- BBC (29.6.1998). *Russian rouble devaluation threat*. BBC 1998a. Saatavana World Wide Webistä: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/122332.stm>
- BOFIT Venäjä-ryhmä (2009). *Venäjä ja kansainvälinen rahoituskriisi*. [online] Suomen Pankki / Siirtymätalouksien tutkimuslaitos. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/62B5D2F7-1386-4173-9AA5-F4ACE32816B2/0/bon0209.pdf>
- Chapman, Sheila & Mulino, Marcella (2001). *Explaining Russia's Currency and Financial Crisis*. MOCT-MOST: Economic Policy in Transitional Economies 11: 2001. E-ISSN1573-7063. Saatavissa World Wide Webistä: <http://www.springerlink.com/content/18874q363537427r/fulltext.pdf>
- Chiodo, Abigail & Owyang, Michael (2002). *A Case Study of Currency Crisis: The Russian Default of 1998*. The Federal Bank of St. Louis. Saatavilla World Wide Webistä: <http://research.stlouisfed.org/publications/review/02/11/ChiodoOwyang.pdf>
- CNN (10.4.1998). *Yeltsin Nominee Rejected on First Try*. CNN 1998b. Saatavilla World Wide Webistä: www.cnn.com
- CNN (17.2.2010). *Excerpts Yeltsin's State of Nation Address*. CNN 1997. Saatavilla World Wide Webistä: www.cnn.com

- CNN (31.3.1997). *It's Tax Time, and Russians Plead 'Gimme Shelter'*. CNN 1997. Saatavilla World Wide Webistä: www.cnn.com
- Desai, Padma (2002). *Why Did the Ruble Collapse in August 1998?* American Economic Review. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.rau.ro/intranet/Aer/2000/9002/90020048.pdf>
- Desai, Padma (2010). Russia's Financial Crisis: Economic Setbacks and Policy Responses. Teoksessa: *Journal of International Affairs* Vol. 63, No. 2, Spring/Summer 2010, 141–151. Saatavana World Wide Webistä: <http://jia.sipa.columbia.edu/russia%E2%80%99s-financial-crisis-economic-setbacks-and-policy-responses>
- Elinkeinoelämän keskusliitto (2009) Venäjän WTO-jäsenyysneuvottelujen tuloksia. Elinkeinoelämän keskusliitto 2009. Saatavana World Wide Webistä: http://www.ek.fi/www/fi/kauppapolitiikka/venaja/liitteet/Venajan_WTO_neuvot_tuloksia.pdf
- Finanssivalvonta (2010). *Pankki- ja vakuutussektorin vakavaraisuus 30.9.2010*. Saatavilla World Wide Webistä: www.finanssivalvonta.fi
- Fischer, S., Gelb, A (1991) *Issues in Socialist Economy Reform*. The World Bank 1991. Saatavana World Wide Webistä: www.worldbank.org
- Gaddy, Clifford & Ickes, Barry (2010). Russia After the Global Financial Crisis. *Eurasian Geography and Economics*. 51: No. 3, 281–311. Saatavana World Wide Webistä: http://www.piie.com/publications/chapters_preview/4976/introie4976.pdf
- Havrylyshyn, O, Wolf, T (1999) *Determinants of Growth in Transition Countries*. Finance & Development no. 36:2. IMF 1999. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/06/havrylys.htm>
- IMF (1998) *Press Release No. 98/31 July 20, 1998*. International Monetary Fund. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/1998/pr9831.htm>
- IMF (2000) *Transition Economies: An IMF Perspective on Progress and Prospects*. IMF 2000. Saatavana World Wide Webistä: http://www.imf.org/external/np/exr/ib/2000/110300.htm#P114_15333
- Kanniainen, Vesa; Malinen, Tuomas (2010). Talouskriisin taustat: politiikkavirheet, sairaut kannusteet vai molemmat? *Kansantaloudellinen aikakauskirja 1/2010*. Taloustieteellinen yhdistys. Saatavana World Wide Webistä: www.taloustieteellinenyhdistys.fi
- Kauppalehti (28.2.2011) *Suomi mukaan Venäjän modernisointiin*. Kolumni. Kauppalehti 2011a.
- Kauppalehti (3.3.2011) *Venäjän Piilaakson rakentaminen etenee*. Kauppalehti 2011b.

- Kharas, Homi & Pinto, Brian & Ulatov, Sergei (2001). *An analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals*. Brookings Papers on Economic Activity, 1:2001. E-ISSN 1533-4465. Saatavissa Nelli-tietokannasta.
- Klytchnikova, I. Tang, H., Zoli, E., (2000) *Banking Crises in Transition Economies: Fiscal Costs and Related Issues*. World Bank 2000. Saatavana World Wide Webistä: www.worldbank.org
- Kommersant: Russia's Daily Online (2010) *Mechel's Case Cost a Half of Wealth to Owner*. Talousuutinen [online] Saatavana World Wide Webistä: http://www.kommersant.com/p-12939/r_500/Mechel_Zyuzin/
- Komulainen, Tuomas (2000). *Siirtykö Venäjä vuonna 1999 kriisistä vakauteen?* [online] Suomen Pankki BOFIT ONLINE. Saatavilla Internetistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/70467D6C-8170-4FF2-BE5C-49E1DC6A811A/0/bon0300.pdf>
- Komulainen, Tuomas (2002). *Elokuun 1998 talouskriisi*. [online] Suomen Pankki, BOFIT ONLINE. Saatavilla Internetistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/CCE3FC14-8BE1-4EB7-8437-7F33B4EA4EA7/0/bon0302.pdf>
- Komulainen, Tuomas & Lukkarila, Johanna (2003). What drives financial crises in emerging markets? [online] Suomen Pankki, BOFIT. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.suomenpankki.fi/bofit/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/dp0503.pdf>
- Korhonen, Ilkka & Rautava, Jouko & Simola, Heli & Solanko, Laura & Sutela, Pekka (2009). *Venäjä kriisin kourissa*. [online] Suomen Pankki / Siirtymätalouksien tutkimuslaitos. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/80765872-CE33-415D-B752-D62AECCEE948/0/bon0409.pdf>
- Korhonen, Ilkka & Solanko, Laura & Korhonen, Vesa & Sirkjärvi, Maija & Sutela, Pekka (2010). *Venäjän kriisin jälkeen*. [online] Suomen Pankki / Siirtymätalouksien tutkimuslaitos. Saatavana Internetistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/B327A2B5-048E-4C74-999F-6684AC95855C/0/bon0310.pdf>
- Kornai, J. (2000) *Making the Transition to Private Ownership*. Finance & Development 9/2000. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2000/09/pdf/kornai.pdf>
- Krivka, Algirdas (2006). The Experiences of Russia in Reforming Tax System: Achievements, Problems and Perspectives. VADYBA /MANAGEMENT. 2006 m. Nr. 2(11) s. 73–77 Saatavilla World Wide Webistä: http://www.leidykla.vu.lt/fileadmin/Vadyba/11/Algirdas_Krivka.pdf

- Liorgovas, Panagiotis & Dapontas, Dimitrios (2008) *Currency crises in transition economies: some further evidence*. [online] Journal of Economic Issues Dec 2008. Saatavana World Wide Webistä: ideas.repec.org/p/uop/wpaper/0011.html
- Lukkarila, Johanna (2003). *Aasian, Venäjän ja Turkin rahoituskriisien vertailua*. Suomen Pankin keskustelunaloitteita 3:2003. ISSN 0785-3572. Saatavissa myös World Wide Webistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/8FFBE3EE-E8A3-436C-A296-71E686B5A2E8/0/0303.pdf>
- New York Times (1.1.2000). *YELTSIN RESIGNS: THE OVERVIEW; Yeltsin Resigns, Naming Putin as Acting President To Run in March Election*. New York Times 1999b. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (10.10.2008). *Russia to Spend Billions Buying Shares on Stock Exchange to Bolster Confidence*. New York Times 2008d. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (13.9.1998). *For Primakov, Now Comes the Hard Part: Finding a Plan That Will Save Russia*. New York Times 1998e. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (14.7.1998). *Russia and Lenders Seal Accord On \$17 Billion in New Support*. New York Times 1998c. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (16.5.1998). *Russia Resists I.M.F.'s Strategy for Reducing Budget Deficit*. New York Times 1998b. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (19.8.2008). *A Capital Flight from Russia*. New York Times 2008a. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (19.9.2008). *Stimulus Ignites Russian Markets*. New York Times 2008c. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (25.4.1998). *Yeltsin Choice as Prime Minister Finally Approved by Parliament*. New York Times 1998a. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (26.12.1991). *END OF THE SOVIET UNION; The Soviet State, Born of a Dream, Dies*. New York Times 1991. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (27.8.1998). *SHAKE-UP IN RUSSIA: THE KREMLIN DRAMA; In Russia Reformer's Fall, Wealthy Insider Triumphs*. New York Times 1998d. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (29.12.2008). *Ruble Continues to Slide, to Record Lows*. The New York Times 2008b. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com

- New York Times (3.10.1999). *In Chechnya, Its President Vows to Resist Russian Force*. New York Times 1999a. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- New York Times (4.8.1998). *Russia Needs True Reform, Not Higher Taxes*. New York Times 1998. Saatavilla World Wide Webistä: www.nytimes.com
- Pinto, Brian & Ulatov, Sergei (2010). *Financial Globalization and the Russian Crisis of 1998*. [online] World Bank, Policy Research Working Paper 5321. Saatavilla World Wide Webistä: www.worldbank.org
- Ponomarenko, Alexey & Vlasov, Sergey. (2010) Russian fiscal policy during the financial crisis. *BOFIT Discussion Papers* 12/2010 [online] ISSN 1456-5889. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/8B0DAA3F-7C2C-423E-8252-193D879A0E6B/0/DP1210.pdf>
- Pääkkönen, Jenni (2008) *Siirtymätalouksien korruptio jarruttaa talouden kasvua ja kehitystä*. Suomen Pankki 2008. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.suomenpankki.fi/bofit/seuranta/focus/Documents/focus0608s.pdf>
- Pääkkönen, Jenni (2009) *Economic freedom as a driver for growth in transition*. BOFIT Discussion Papers. Bank of Finland BOFIT. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.suomenpankki.fi/bofit/tutkimus/tutkimusjulkaisut/dp/Documents/dp0109.pdf>
- Stepanyan, Vahram (2003). *Reforming Tax Systems: Experience of the Baltics, Russia, and Other Countries of the Former Soviet Union*. IMF Working Paper WP/03/173. International Monetary Fund. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03173.pdf>
- Sutela, Pekka (1999). *The financial crisis in Russia*. [online] Suomen Pankki, BOFIT ONLINE. Saatavilla World Wide Webistä: <http://www.bof.fi/NR/rdonlyres/69EDE448-4ED6-4009-A302-5274F349BE52/0/bon1199.pdf>
- Taloussanommat (2010) *Venäjä: WTO-jäsenyys realistinen jo heinäkuussa*. Taloussanommat 2010. Saatavana World Wide Webistä: www.taloussanommat.fi
- Tanzi, Vito (1999) *Transition and the Changing Role of Government*. Finance & Development no. 36:2 IMF 1999. Saatavana World Wide Webistä: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/1999/06/tanzi.htm>
- Tervala, Juha (2010). *Tie Yhdysvaltojen rahoituskriisiin Teoksessa: Kansantaloudellinen aikakauskirja 2/2009*. Taloustieteellinen yhdistys. Saatavana World Wide Webistä: www.taloustieteellinenyhdistys.fi
- Tiusanen, Tauno (2003). *Development of the Russian Rouble*. ISBN 951-764-852-9. Lappeenranta University of Technology 2003.
- Tulli (2010) *Suomen ja Venäjän kauppa*. Tulli 2010. Saatavana World Wide Webistä: www.tulli.fi

- Vasiliev, S. A. (2000). *Overview of Structural Reforms in Russia after 1998 Financial Crisis* [online] IMF. Saatavilla Internetistä:
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/seminar/2000/invest/pdf/vasil.pdf>
- World Bank (2002) *Transition: The First Ten Years. Analysis and Lessons for Eastern Europe and the Former Soviet Union*. The World Bank 2002. Saatavana World Wide Webistä:
[http://lnweb90.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachments/Transition1/\\$File/complete.pdf](http://lnweb90.worldbank.org/ECA/eca.nsf/Attachments/Transition1/$File/complete.pdf)
- World Bank (2008a). *Russian Economic Report No. 16* [online] Saatavana Internetistä:
www.worldbank.org
- World Bank (2008b). *Russian Economic Report No. 17*. [online] Saatavana World Wide Webistä: www.worldbank.org
- World Bank (2009). *Russian Economic Report No. 19 (June)*. World Bank 2009. Saatavilla World Wide Webistä: www.worldbank.org
- World Bank (2010). *Russian Economic Report No. 22*. [online] Saatavana World Wide Webistä: www.worldbank.org
- Yleisradio (01.02.2009). *Romahtava rupla rokottaa Suomen vientiä*. Yleisradio 2009. Saatavilla World Wide Webistä: www.yle.fi
- Yleisradio (27.12.2010). *Hodorkovski tuomittiin syylliseksi kavallukseen*. Yleisradio 2010. Saatavilla World Wide Webistä: www.yle.fi
- Fungáčová, Zuzana & Solanko, Laura (2008). *Venäjän pankkisektori finanssimyllerryksessä*. BOFIT Suomen Pankki 2008. Saatavana World Wide Webistä:
<http://www.suomenpankki.fi/bofit/seuranta/focus/Documents/focus0508s.pdf>

KUVIO- JA TAULUKKOLUETTELO

Kuvio 1. Lyhytaikaisten lainojen reaalin korkotaso Venäjällä: 1/1995–8/1998.	17
Kuvio 2. Ruplan reaalin valuuttakurssi suhteessa kauppakumppaneista muodostettuun valuuttakoriin.	17
Kuvio 3. Venäjän viennin arvon ja kauppataseen ylijäämän kehitys 1997–1999.	22
Kuvio 4. Öljyn ja RTS-indeksin kehitys 1996–2000	23
Kuvio 5. Venäjän valtionvelan kehitys 1993–2000.	28
Kuvio 6. GKO-velkakirjojen vuosikorko 1996–1999.	29
Kuvio 7. Venäjän talouskasvu 1991–2010.	48
Kuvio 8. Venäjän raakaöljyn, öljyjalosteiden ja maakaasun viennin volyymin kehitys 1997–2010.	50
Kuvio 9. Öljyn hinnan ja RTS-indeksin kehitys 1995–2011.	51
Kuvio 10. Öljyn hinnan sekä dollarin ja ruplan vaihtokurssin kehitys 1999–2010.	52
Kuvio 11. Öljyn hinnan ja öljy- ja -kaasusektorin ulkopuolisen sadan suurimman yrityksen myyntilukujen kehitys.	52
Kuvio 12. Venäjän viennin kuukausittaisen arvon ja vaihtotaseen kehitys 2008–10.	55
Kuvio 13. Venäjän ulkoinen velka yksityinen sektori mukaan lukien.	61
Kuvio 14. Venäjän liittovaltion yhdistettyjen budjettien tulot ja yli- tai alijäämä.	63
Kuvio 15. Pääoman nettosisäänvirtaus 1997–2010.	66
Kuvio 16. Elvytyksen jakautuminen eri lähteisiin.	70
Kuvio 17. Venäjän eri tuotantoalojen muutoksia vuosittain.	71
Kuvio 18. Venäjän talouskasvu 2008–2010.	72

Kuvio 19. Venäjän talouskasvu ja öljyn hinta.	73
Kuvio 20. Venäjän työttömyysaste ja öljyn hintakehitys.	73
Taulukko 1. Venäjän makrotaloudellisia tunnuslukuja 1992–1999.	14
Taulukko 2. GKO: n tuotot ja riskilisien kehitys.	40
Taulukko 3. Venäjän talouden tunnuslukuja 2000-luvulta.	47
Taulukko 4. Venäjän pankkisektorin tunnuslukuja.	58
Taulukko 5. Venäjän maksutase 2006–09.	65
Taulukko 6. Venäjän maksutase 2010: miljardia dollaria.	65
Taulukko 7. Pääomien nettovirtaus Venäjän yksityisellä sektorilla 2006–2010	66

LIITTEET**Liite 1.** Venäjän talouskriisien vertailutaulukko.

	1998	2008-2010
Taloukasvu ennen kriisiä	Negatiivinen tai nollassa	Vahvasti positiivinen
Taloukasvu kriisivuonna	Nollassa 1998, kasvuun 1999	-7,8% 2009, 2010 positiivinen
Julkisen talouden tasapaino	alijäämäinen 5-11 %/BKT 1992-1998 (tasapainottui 1999)	Vuosina ennen kriisiä ylijäämäinen, 2009 alijäämäinen
Valtionvelka	n. 50 %/BKT:sta	n. 2 % BKT:sta (valtio käytännössä velaton)
Ulkoinen tasapaino	Vaihtotaseen alijäämä (2 %/BKT), rahoitustaseen alijäämä (n. 2 %)	Rahoitus- ja pääomataseen alijäämä Q4/2008, vaihtotaseen ylijäämä supistui 50 %
Korkotasoa	korkea (lyhyet keskim. 56 %)	suht. matala (10-15 %)
Ulkoinen shokki	Aasian kriisi	Maailmanlaajuinen finanssikriisi
Öljyn hinnan kehitys	Laskee Aasian kriisin vuoksi 50 %, nousuun loppuvuonna 1998	Laskee globaalin talouskriisin vuoksi, nousuun alkuvuonna 2009
Öljyn hinnan lasku	n. 50 %	n. 80 %
RTS-indeksin kehitys	-93,00%	-80,00%
Pankkisektori	Pankkikriisi, pankkisektori kuitenkin pieni	Luottamus- ja likviditeettikriisi, Interbank-markkinat pysähtyivät
Ruplan arvon kehitys	Kiinteä valuuttasidos puretaan, ruplan arvo heikkenee n. 70 % (RUB/USD 6,35 -> 21)	Rupla kelluva valuutta, hallittu devalvointi n. 35 % (RUB/USD 23 -> RUB/USD 35)
Venäjän valuuttareservit	Pienet, käytännössä kuluivat loppuun ruplaa puolustettaessa	Suuret, kriisissä supistuivat n. kolmasosalla (200 mrd. \$:lla)