

BOFIT Online
2009 No. 2

BOFIT Venäjä-ryhmä

Venäjä ja
kansainvälinen rahoituskriisi



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Suomen Pankki, BOFIT
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos

BOFIT Online
Päätoimittaja Jouko Rautava

BOFIT Online 2/2009

BOFIT Venäjä-ryhmä: Venäjä ja kansainvälinen rahoituskriisi

25.3.2009

ISSN 1456-811X (online)

Suomen Pankki
BOFIT – Siirtymätalouksien tutkimuslaitos

PL 160

00101 Helsinki

Puh: 010 831 2268

Fax: 010 831 2294

bofit@bof.fi

www.bof.fi/bofit

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

Sisällys

Tiivistelmä	3
Rahoitusongelmat ja öljyn hinnanlasku Venäjän rasiitteina Heli Simola	4
Onko rupla löytänyt uuden tasapainotasonsa? Iikka Korhonen	7
Tehoavatko julkisen sektorin tukitoimet? Seija Lainela	10
Pankkisektori luottamuspulassa Zuzana Fungáčová ja Laura Solanko	14
Venäjä vastaanottaa kriisin eri tilanteessa kuin vuonna 1998..... Mika Erkkilä	17
Venäjä tuskin toipuu nopeasti Pekka Sutela	19

BOFIT Venäjä-ryhmä

Venäjä ja kansainvälinen rahoituskriisi

Tiivistelmä

Kansainvälinen rahoituskriisi on viime kuukausina iskenyt voimakkaasti myös Venäjän talouteen. Kriisin vaikutukset heijastuivat ensin rahoitusmarkkinoille pörssikurssien pudotessa voimakkaasti ja pääomavirtojen kääntyessä ulos maasta. Öljyn hinnan huomattava lasku on vaikeuttanut Venäjän tilannetta entisestään ja ruplan kurssi on heikentynyt selvästi. Samalla Venäjän vielä varsin kehittymätön pankkisektori on joutunut tulikokeeseen likviditeetin kiristyessä ankarasti. Viime vuosien maltillisen finanssipolitiikan myötä Venäjän valtiolla on kuitenkin mahdollisuus öljyrahastojen avulla lievittää kriisin vaikutuksia. Varsinkin valtion vakavaraisuuden suhteen Venäjä onkin nyt aivan toisessa tilanteessa kuin vuosikymmentä aiemmin, jolloin taluskriisi aiheutui pitkälti juuri valtion kestäättömistä menopaineista. Toisaalta kipeästi kaivattujen investointien lykkääminen vaikeuttaa pidemmän aikavälin kasvumahdollisuuksia. Tässä katsauksessa BOFITin Venäjä-asiantuntijat tarkastelevat kansainvälisen rahoituskriisin vaikutuksia Venäjän talouden eri osa-alueisiin. Tämänhetkistä tilannetta ja talouskehitykseen vaikuttavia mekanismeja analysoidaan niin reaalityalouden, ruplan kehityksen, julkisen sektorin tukitoimien kuin pankkisektorinkin näkökulmasta. Venäjän nykytilannetta verrataan lyhyesti myös vuoden 1998 taluskriisiin. Lopuksi tarkastellaan nykyisten talousongelmien vaikutusta Venäjän pidemmän aikavälin kasvumahdollisuuksiin. Tämä katsaus täydentää BOFITin samaan aikaan julkaistua Venäjä-ennustetta laajentamalla siinä esitettyjä teemoja.

Asiasanat: Venäjä, rahoituskriisi, rupla, pankkisektori

Heli Simola

Rahoitusongelmat ja öljyn hinnanlasku Venäjän rasisiteina

Kansainvälisen rahoituskriisin vaikutukset ulottuivat Venäjälle selkeämmin vasta viime vuoden loppupuolella, mutta vaikutus oli nopea ja voimakas. Yhtenä tekijänä Venäjän tilanteessa oli koko maailmantaloutta vaivannut ongelma eli likviditeetin kuivuminen. Venäjän osalta vaikutusta voimisti sijoittajien lisääntynyt riskin karttaminen, jolloin pääomia kotiutettiin kaikilta kehittyviltä markkinoilta ja siirrettiin turvallisempina pidettyihin kohteisiin. Venäjän asemaa vaikeutti entisestään hyytyvän maailmantalouden aiheuttama öljyn hinnan voimakas lasku. Kun Urals-öljy maksoi jopa 140 dollaria tynnyriltä viime kesänä, on sen hinta painunut jo 40 dollarin tuntumaan.

Rahoituksen osalta Venäjän ongelmat heijastuivat sekä vientituloissa että rahoitusvirroissa. Viime vuoden viimeisellä neljänneksellä vientitulot supistuivat öljyn hinnan laskun myötä lähes 30 % edellisestä neljänneksestä. Kutistuneita vientituloja ei kompensoinut myöskään maahan suuntautuva pääomavirta, vaan maasta virtasi ulos ennätysmäärä pääomaa - 130 mrd. dollaria - viime vuoden viimeisellä neljänneksellä. Pörssikurssit putosivat roimasti viime vuoden jälkimmäisellä puoliskolla. Pääomavirtojen kääntyminen ulos maasta sekä odotukset ruplan heikentymisestä hyydyttivät myös kotimaiset rahoitusmarkkinat ja rahoituksen välittyminen on toiminut entistä huonommin.

Rahoitusongelmat heijastuivat varsin nopeasti myös reaalityönteeseen. Kysyntäpuolella vaikutus kohdistui voimakkaasti investointeihin, jotka kääntyivät laskuun joulukuussa. Investointien hiipuminen on painanut myös teollisuustuotannon ja rakentamisen selvästi miinukselle vuoden alussa. Lisäksi kulutuksen kasvu on viime kuukausina hidastunut selvästi reaalityönteiden supistuessa ja työttömyyden lisääntyessä. BOFIT ennustaakin Venäjän kokonaistuotannon supistuvan tänä vuonna 2 % ja elpyvän hitaasti seuraavina vuosina muun maailman mukana.

Öljyn hinnalla voimakas vaikutus Venäjän talouskehitykseen

Öljyn hinnalla on edelleen varsin suuri merkitys Venäjän talouskehityksessä. Öljy- ja kaasusektorin osuudeksi BKT:stä on arvioitu 20–30 %¹ ja ne ovat viime vuosina muodostaneet kaksi kolmannesta Venäjän vientituloista ja noin puolet federaatiobudjetin tuloista. Öljytulojen vaikutus heijastuu kuitenkin talouteen myös laajemmin mm. yritysten kassavirran, palkkojen sekä julkisten menojen kautta. Öljytulojen ansiosta sekä julkisen talouden että useiden yritysten vakavaraisuus on viime vuosina kohentunut, mikä on mahdollistanut paremmat luottoluokitukset ja kansainvälisen rahoituksen edullisemman saatavuuden. Merkittävän vaihtosuhte- ja valuuttavarantovaikutuksensa vuoksi öljyn hintakehitys vaikuttaa voimakkaasti myös ruplan kurssikehitykseen.

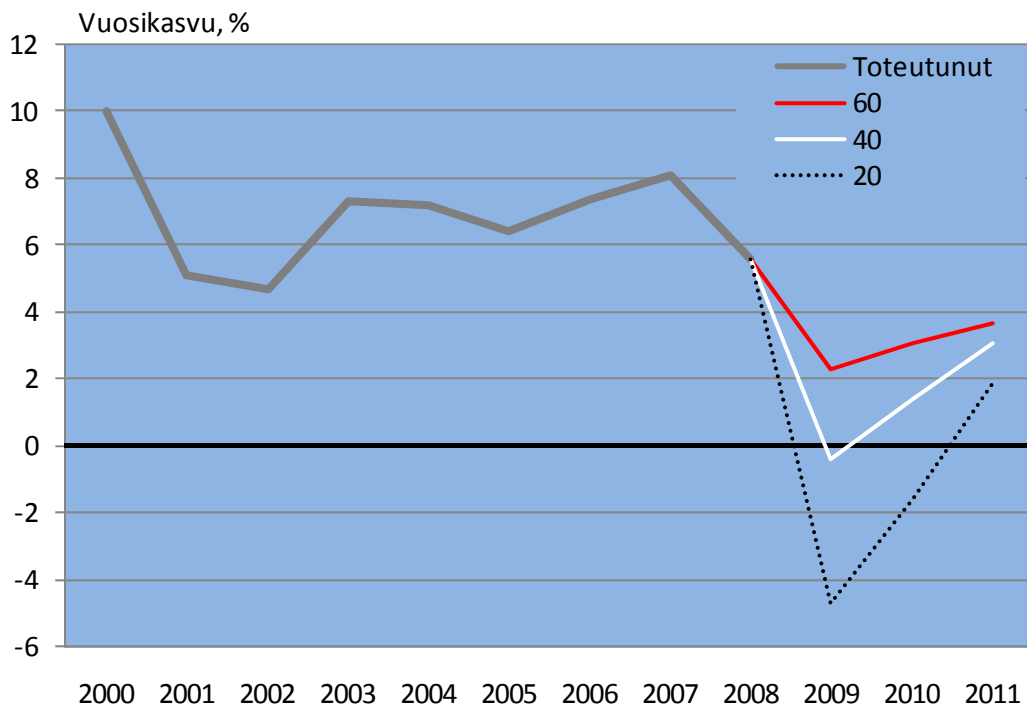
BOFITissa öljyn hinnan vaikutusta Venäjän talouskehitykseen on tutkittu ns. SVAR-mallin avulla². Mallissa öljyn hinta on ulkoinen muuttuja, jolle voidaan antaa erilaisia arvoja. Muita mallin keskeisiä muuttujia ovat reaali kokonaistuotanto, tuonti ja valuuttakurssi. Mallin avulla voidaan tarkastella öljyn hintakehityksen vaikutusta muuttujiin sekä muuttujien keskinäisiä vaikutuksia. Mallin tulosten mukaan Urals-öljyn hinnan noustessa 10 % Venäjän BKT lisääntyy 1,3 % pitkällä aikavälillä. Tuonnin kehitys riippuu erityisesti kokonaistuotannon kasvusta, mutta myös öljyn

¹ Öljy- ja kaasusektorin osuus BKT:stä pohjautuu eri arvioihin, jotka varsinaisen kaivannaistoiminnan lisäksi huomioivat sektoreiden merkityksen esim. kuljetuksessa ja kaupassa. Öljyn hinta vaikuttaa myös kaasusektorin tuloihin, koska kaasun hinta määräytyy öljyn hinnan pohjalta noin 6 kk:n viiveellä.

² Yksityiskohtaisempia tietoja mallista kts. Rautava 2009 (ilm. myöh.)

hinnalla on siihen suora vaikutus. Mallin mukaan tuonti kasvaa 16 % BKT:n kasvaessa 10 prosentilla. Lisäksi öljyn hinnan nousu 10 prosentilla kasvattaa tuontia runsaalla prosentilla ja reaalisena valuuttakurssin vastaava vahvistuminen 7 prosentilla. Vaikka nämä vaikutukset koskevat pitkää aikaväliä, mallia voidaan käyttää myös lyhyen aikavälin laskelmien laatimiseen ja öljyn hinnan mahdollisten kehityskulkujen vaikutuksen havainnollistamiseen. Kuviossa 1 on esitetty mallin pohjalta tehtyjä vaihtoehtolaskelmia eri öljyn hintaoletuksilla. Skenaarioissa on yksinkertaisuuden vuoksi oletettu Urals-öljyn keskimääräiseksi hinnaksi 20, 40 tai 60 dollaria tynnyriltä vuosina 2009–2011.

Kuvio 1 Mallilaskelmia öljyn hinnan vaikutuksesta Venäjän BKT:n kehitykseen



Lähteet: Rosstat, BOFIT

Mallin tuloksiin liittyy kuitenkin epävarmuutta, koska se pohjautuu varsin lyhyen aikavälin aineistoon. Aineiston lyhyden lisäksi Venäjän talous on kokenut hyvin suuria muutoksia sen kattamalla ajanjaksolla. Lisäksi nykyinen taloustilanne on niin poikkeuksellinen taloustaantumien maailmanlaajuisuuden ja vakavuuden vuoksi, että kaikkiin laskelmiin liittyy tavallista enemmän epävarmuutta. Kuvio 1 kuitenkin osoittaa öljyn hinnan ja erityisesti sen muutoksen merkittävän vaikutuksen Venäjän talouskehitykseen ja näiden laskelmien avulla voidaan haarukoida talouskehitystä vaihtoehtoisilla öljyn hinnoilla.

On myös huomioitava, että Venäjän osalta vientitulot riippuvat erityisesti vientihinnasta. Määrällä mitattuna Venäjän öljynvienti ei ole juuri kasvanut enää muutamaan vuoteen ja viime vuonna se kääntyi jo laskuun. Määrää on lyhyellä aikavälillä vaikea lisätä, koska se vaatisi huomattavia lisäinvestointeja uusien esiintymien käyttöönottoon ehtymässä olevien tilalle. Venäjän viennin koostuessa pääosin energiatuotteista maan vientiteollisuudelle koitua hyötyä valuuttakurssin heikkenemisestä on selvästi pienempi kuin monissa muissa maissa. Näiden tuotteiden kysyntä ei riipu niin paljon hinnasta ja toisaalta kauppavirtoja määrää osaltaan myös olemassa oleva kuljetuskapasiteetti. Energiantuottajien kannattavuus kuitenkin kohentuu heikomman ruplan myötä, kun ne saavat tulonsa valuutassa, mutta kustannukset ovat pitkälti ruplamääräisiä.

Rahoitusmarkkinoiden hyytyminen rajoittaa investointeja ja kulutusta Venäjälläkin

Vaikka öljyn hinnalla on lyhyellä aikavälillä merkittävä rooli Venäjän talouskehityksessä, on myös rahoitusmarkkinoilla siihen selvä vaikutus erityisesti nykyisessä varsin poikkeuksellisessa taloustilanteessa. Rahoitusmarkkinoiden merkitys ei Venäjällä ole edelleenkään läheskään yhtä suuri kuin kehittyneemmissä talouksissa, vaikka kasvu on ollut viime vuosina nopeaa. Nykytilanteessa niiden ongelmilla on kuitenkin huomattava vaikutus sekä yritysten investointien että kotitalouksien kulutuksen kehitykseen.

Venäläiset yritykset rahoittavat edelleen pääosan tuotannollisista investoinneistaan omista varoistaan. Pankkiluottojen osuus investointien rahoituksessa on viime vuosina kasvanut, mutta on yhä 10 prosentin tuntumassa. Osakemarkkinoilta rahoitusta hankitaan vain 2 prosenttiin investoinneista. Nämäkin luvut koskevat ainoastaan suurempia yrityksiä, sillä pienyritysten mahdollisuudet saada luottoa olivat Venäjällä varsin rajalliset jo ennen taloustilanteen heikentymistä. Vaikka luotoilla ei suoraan rahoiteta investointeja, ovat monet suuret venäläisyrietykset kuitenkin velkaantuneet huomattavasti rahoittaessaan mm. yrityskauppojaan. Suuri osa velasta on ulkomaista tai epäsuorasti ulkomaista, sillä myös venäläiset pankit ovat rahoittaneet omaa luotonantoaan ulkomaisella velalla. Pitkään jatkunut ruplan vahvistuminen ja kansainvälisten markkinoiden matalammat korot näyttivät tekevän ulkomaisista luotoista hyvin houkuttelevia. Nyt heikentynyt rupla ja yritysten supistuneet kassavirrat ovat kuitenkin vaikeuttaneet luottojen takaisinmaksua ja velanhoidokulujen jälkeen yrityksillä ei välttämättä enää riitä varoja uusien investointien rahoittamiseen. Nykytilanteessa rahoitusta ei kuitenkaan ole tarjolla sen paremmin koti- kuin ulkomaisillakaan markkinoilla, ainakaan kovin edullisesti. Toisaalta myös heikommat tuotto-odotukset vähentävät yritysten halukkuutta ylipäänsä tehdä investointeja.

Myös lainat kotitalouksille ovat kasvaneet viime vuosina hyvin nopeasti, mutta niiden taso on edelleen varsin matala. Suurin osa koostuu melko lyhytaikaisista kulutusluotoista, joiden takaisinmaksussa kotitalouksilla ei ole merkittäviä ongelmia. Toisaalta se varsin pieni osa väestöstä, joka kulutustaan on merkittävästi pystynyt viime vuosina kasvattamaan, on myös käyttänyt ahkerasti luottoja. Lainarahalla on merkittävä rooli monien kestokulutustavaroiden, kuten autojen, kodinkoneiden ja elektroniikan hankinnoissa. Luottojen ehtyminen yhdessä tulojen supistumisen kanssa hillitsee selvästi kulutusmahdollisuuksia muiden kuin välttämättömyshyödykkeiden osalta. Toisaalta inflaatio-odotukset ja ruplan heikentyminen ovat saaneet monet venäläiset säästämisen sijaan käyttämään varojaan juuri kestokulutustavaroiden hankintaan nyt kun se vielä on mahdollista.

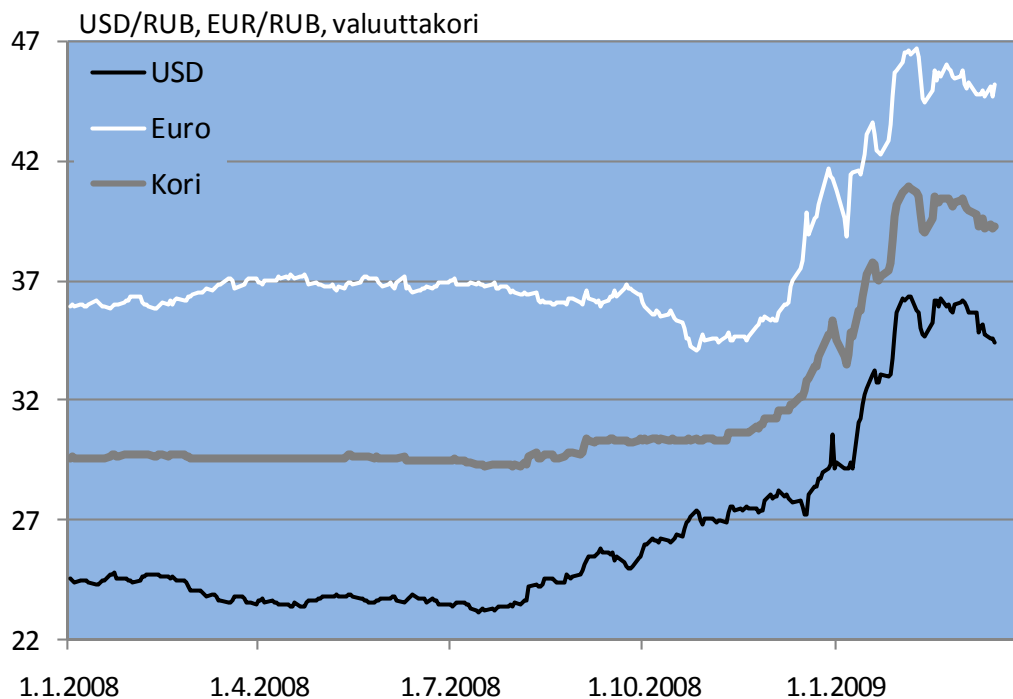
Yksityisen kulutuksen elpymistä Venäjällä tukee kuitenkin se, että kotitalouksista vain murto-osa on sijoittanut pörssiin ja vain harvalla on myöskään ollut mahdollisuutta hankkia omaa asuntoa hintojen noustua pilviin viime vuosina. Siksi pörssikurssien romahtamisella ja asuntojen hintojen laskulla on Venäjällä selvästi pienemmät varallisuusvaikutukset kotitalouksien kannalta kuin monissa muissa maissa.

Ilkka Korhonen

Onko rupla löytänyt uuden tasapainotasonsa?

Viime kuukausien aikana Venäjän keskuspankki on toistuvasti leventänyt ruplan vaihteluväliä sen keskuskurssin ympärille, mikä on käytännössä johtanut ruplan ulkoisen arvon jatkuvaan heikentymiseen (kuvio 1). Vaihteluvälin laajentaminen aloitettiin 11. marraskuuta 2008. Tammikuun 22. päivä keskuspankki päätti lopettaa valuutan asteittaisen heikentämisen ja asettaa ruplalle uuden vaihteluvälin, jonka toinen raja oli noin 10 % tuolloin vallinnutta kurssia heikompi. Rupla on edelleen kytketty valuuttakoriin, joka koostuu 0,55 dollarista ja 0,45 eurosta, ja tätä koria vastaan rupla on heikentynyt yli 25 % viime lokakuun alun jälkeen. Sinänsä Venäjä ei ole raaka-aineviejien joukossa mikään poikkeus. Esimerkiksi Norjan, Australian, Kanadan ja Kazakstanin valuutat ovat viime kuukausina heikentyneet selvästi (kuvio 2). Rupla on kuitenkin heikentynyt selvästi enemmän kuin nämä valuutat, mikä saattaa puhua sen puolesta, että lisäheikentymistä ei tässä tilanteessa tarvita, mikäli öljyn hinta ei enää laske.

Kuvio 1 Ruplan kurssi dollariin ja euroon sekä koriin nähden (käyrän noustessa rupla heikkenee)



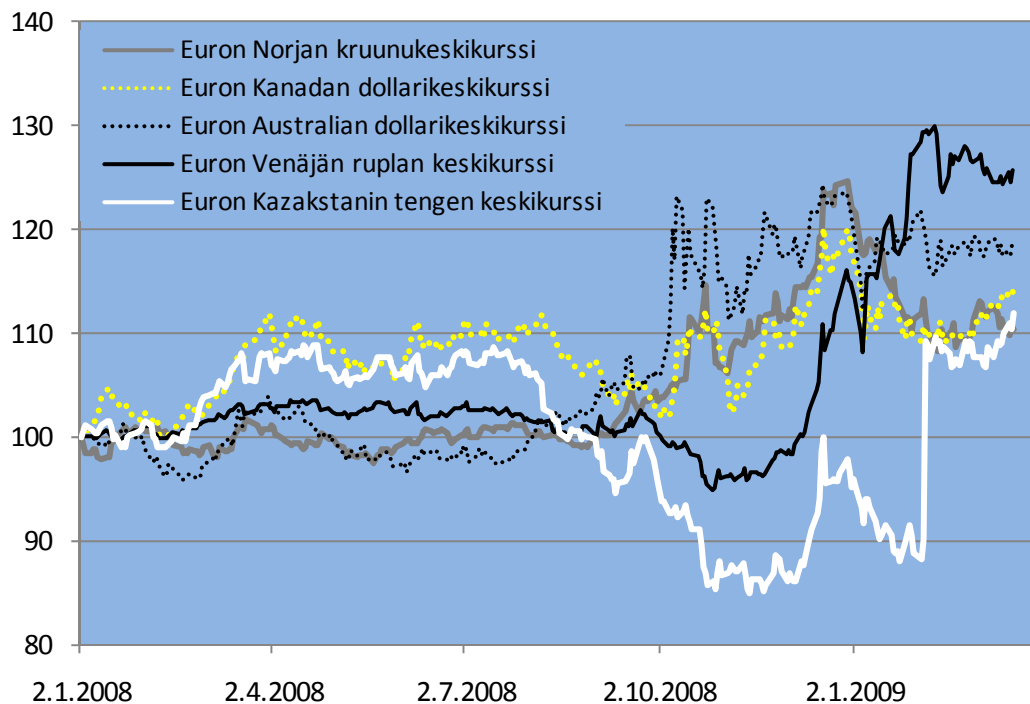
Lähde: Venäjän keskuspankki

Öljyn halpeneminen painaa ruplaa

Paineet ruplan heikentymiseen kasvoivat viime syksystä lähtien, kun öljyn hinta lähti nopeaan laskuun heinäkuun alun huipusta. Venäjän Urals-öljyalaatu saavutti huippunsa heinäkuun 4. päivä, jolloin sen hinta oli 141 dollaria tynnyriltä. Viime viikkoina öljyn hinta on vakiintunut hieman yli 40 dollariin tynnyriltä, eli hinta on laskenut puolessa vuodessa noin 70 %. Koska öljy ja

energiatuotteet muodostavat yli 60 % Venäjän viennin arvosta, on selvää että öljyn hinnan näin merkittävä lasku vaikuttaa selvästi myös ruplan valuuttakurssiin. Venäjän keskuspankki ja hallitus ovat kuitenkin olleet haluttomia ruplan kelluttamiseen, koska on pelätty valuuttakurssin nopeita muutoksia. Tilannetta mutkistaa entisestään se, että venäläisillä pankeilla ja yrityksillä on varsin paljon valuuttavelkaa, syyskuun lopussa yksityisen sektorin ulkomainen velka oli noin 500 miljardia Yhdysvaltain dollaria. Ruplan arvon nopea heikentyminen olisi vaikeuttanut yritysten asemaa entisestään.

Kuvio 2 Raaka-aineita vievien maiden valuuttakursseja euroon nähden (käyrän noustessa valuutta heikkenee)



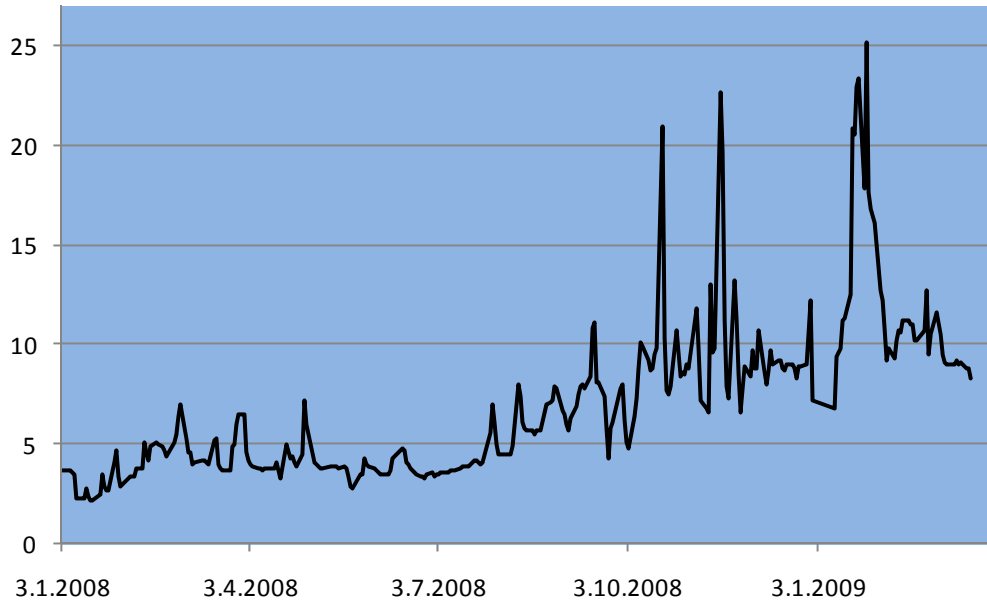
Lähde: Reuters

Ruplan heikentymispaineet ovat näkyneet keskuspankin valuuttavarannossa, joka on supistunut voimakkaasti viimeisten kuukausien aikana. Valuuttavaranto oli - öljyn hinnan tavoin - huipussaan viime vuoden heinäkuun alussa, jolloin se oli lähes 600 miljardia Yhdysvaltain dollaria, mutta vuoden 2009 helmi-maaliskuussa valuuttavaranto näyttää vakiintuneen noin 380 miljardiin dollariin, eikä keskuspankin ole tarvinnut intervenoida valuuttamarkkinoilla viikkoihin.

Valuutan voimakkaista heikentymispaineista huolimatta keskuspankki on nostanut ohjauskorkoaan varsin varovaisesti. Jälleenrahoituskorko nostettiin 1.2.2009 13 prosenttiin, kun se helmikuussa 2008 oli 10 prosenttia. Keskuspankin ohjauskoron rooli rahapolitiikan välittymisessä on kuitenkin varsin pieni. Pankkien väliset markkinat eivät normaaleina aikoina ole toimineet kovin hyvin, ja viime kuukausina pankkien välisen lainauksen korot ovat vaihdelleet hyvin voimakkaasti. Viime lokakuun jälkeen likviditeetin vähäisyys on aiheuttanut korkopiikkejä, jolloin yli yön -korot ovat nousseet yli 20 prosenttiin (kuvio 3). Viime aikoina rahapolitiikka on kuitenkin kiristynyt selvästi siinä mielessä, että keskuspankin markkinoille antama likviditeetti on vähentynyt. Valuuttavarannon supistuminen on osaltaan vähentänyt likviditeettiä. Viime vuoden loppukuukausina keskuspankki ja hallitus kanavoivat pankkijärjestelmään (etenkin suurimmille pankeille) merkittävästi lisävaroja estääkseen pankkien välisen rahamarkkinoiden täydellisen

halvaantumisen. Nyt tästä politiikasta on nähtävästi luovuttu, mikä on osaltaan kiristänyt likviditeettiä ja tukenut ruplan kurssia.

Kuvio 3 Yli yön -Mosprime-koron kehitys



Lähde: Venäjän keskuspankki

Inflaatio edelleen nopeaa

Näyttää siltä, että jos öljyn hinta pysyy nykyisellä tasolla, Venäjän keskuspankki pystyy pitämään ruplan kurssin suhteellisen vakaana. Toisin kuin useimmissa muissa maissa, inflaatio on pysynyt viime kuukausien aikana varsin korkealla, ja helmikuussa vuosi-inflaatio oli 13,9 %. Ruplan heikentyminen lisää inflaatiopaineita lähikuukausina, ja inflaatio pysyy siten korkeana, mutta heikentyvä kysyntä rajoittanee hintojen nousua tämän jälkeen. Muiden maiden tapaan esimerkiksi Venäjän rakennusalaalla aktiviteetti on tällä hetkellä käytännössä pysähtynyt, mikä on johtanut alan kustannusten laskuun. Myös kiinteistöjen ja asuntojen hinnat ovat laskeneet selvästi.

Tulevina kuukausina Venäjän keskuspankilla on useita tehtäviä, jotka voivat olla keskenään ristiriidassa. Inflaation hillitseminen kuuluu jo lainsäädännön mukaan keskuspankin tehtäviin. Nopea inflaatio leikkaa myös kotitalouksien ostovoimaa, ja on siksi poliittisestikin epäsuosittua. Toisaalta keskuspankin on huolehdittava siitä, että pankkisektori toimii ainakin jotenkin. Tämä saattaa vaatia pääoman lisäämistä joihinkin pankkeihin ja mahdollisesti likviditeetin lisäämistä koko pankkijärjestelmään.

Seija Lainela

Tehoavatko julkisen sektorin tukitoimet?

Venäjän hallitus ryhtyi viime syksynä nopeasti toimenpiteisiin talouden tukemiseksi kansainvälisen rahoituskriisin vaikutusten saavuttaessa maan. Hallituksen mahdollisuudet tukea taloutta ovat hyvät verrattuna useimpiin muihin maihin, sillä sekä valtiontalous että ulkomaankauppa ovat olleet vuosia ylijäämäisiä, ja ylijäämistä on kerätty puskurirahastoja pahan päivän varalle. Taloustilanteen heikennyttyä talven kuluessa on kuitenkin noussut esiin kysymyksiä puskureiden riittävydestä sekä tukien kohdentumisesta ja tehokkuudesta.

Pankkisektorin likviditeettituki

Kansainvälisen rahoituskriisin vaikutukset näkyivät ensimmäisinä Venäjän pankkisektorin likviditeetin kiristymisenä, kun tavallisestikin vain osan pankeista kattavat pankkien väliset rahoitusmarkkinat sulkeutuivat syksyn alussa lähes kokonaan.

Hallitus ja keskuspankki ryhtyivät syyskuussa toimiin elvyttääkseen markkinoita ja ylläpitääkseen pankkien maksuvalmiutta. Keskuspankki pienensi pankkien vähimmäisvarantovaatimuksia ja alensi jälleenrahoituskorkoja. Toimilla ei ollut suurta vaikutusta, mikä johtuu Venäjän kehittymättömistä rahoitusmarkkinoista, joilla keskuspankin normaalit rahapoliittiset välineet eivät koskaan ole olleet tehokkaita. Samalla finanssiministeriö alkoi jakaa suurimmille pankeille likviditeettiä huutokauppaamalla vapaita budjettivaroja lyhytaikaisiksi talletuksiksi. Huutokaupat lopetettiin vähitellen sitä mukaa kun keskuspankki käynnisti omat laajennetut rahoitusoperaationsa lokakuusta lähtien. Keskuspankkirahoituksen määrää on asteittain lisätty, laina-aikoja pidennetty ja vaadittavien vakuuksien tasoa madallettu. Lisäksi keskuspankki on saanut mahdollisuuden antaa parhaalle 140 pankille enimmillään vuoden pituista rahoitusta täysin ilman vakuuksia.

Pidempiaikaisen rahoituksen lähteet

Jotta nopeasti hidastunut luotonanto saataisiin taas käyntiin, ovat pankit lokakuusta lähtien voineet saada pitkäaikaista rahoitusta hallitukselta ja keskuspankilta yhteensä 950 mrd. ruplan (27 mrd. euron) arvosta. Rahoitus annetaan muutamalle suurelle pankille ja tarkoituksena on, että ne jakavat varat edelleen lainoina muille pankeille. Suurin pankki Sberbank saa 500 mrd. ruplaa suoraan pääomistajaltaan keskuspankilta. Loppurahoitus 450 mrd. ruplaa tulee öljyverotuloista kerätystä kansallisesta hyvinvointirahastosta.³ Rahaston varat sijoitetaan valtion kehityspankin VEBin (Vneshekonombank) kautta, joka lainaa ne eteenpäin liikepankeille oman pääoman ehtoisina lainoina. Edellytyksenä on, että pankkien omistajat osallistuvat rahoitukseen vähintään vastaavilla summilla. Lainoja voidaan antaa noin 140 parhaalle luottoluokituksen omaavalle pankille. Rahoituksesta oli vuoden 2008 loppuun mennessä käytetty arviolta noin 500 mrd. ruplaa, josta 300 mrd. ruplaa muodostui keskuspankin rahoituksesta Sberbankille.

³ Kansalliseen hyvinvointirahastoon on vuodesta 2004 lähtien kerätty varoja eläkejärjestelmän vajeiden kattamiseen tulevana vuosina. Rahaston alkuperäisten sääntöjen mukaan sen varoja voitiin sijoittaa ainoastaan ulkomaisiin ensiluokkaisiin arvopapereihin, mutta syksyllä 2008 sääntöjä muutettiin niin, että varoja voidaan sijoittaa myös kotimaisiin kohteisiin.

Helmikuussa hallitus päätti vielä toisesta noin 900 mrd. ruplan suuruisesta lisätukipaketista ja linjasi tuen pääsaajiksi valtion omistamat pankit. Tuesta 100 mrd. ruplaa voidaan antaa yksityispankeille pääomaisinalla sillä ehdolla, että ne kasvattavat antolainaustaan. Loput varoista suunnataan valtiollisille pankeille pääomatukena.

Pankkien välisten markkinoiden tukemiseksi keskuspankki on marraskuusta lähtien voinut sopia liikepankkien kanssa ottavansa kantaakseen osan mahdollisista luototappioista, jotka syntyvät jos lainanottajapankki ei pysty suoriutumaan velvoitteistaan toimiluvan menetyksen vuoksi. Helmikuuhun 2009 mennessä keskuspankki on solminut riskinjakosopimukset yli 10 pankin kanssa.

Myös Venäjän huimassa laskussa olleita pörssijä tuetaan julkisin varoin. Tuki ohjataan arvopaperien ostoon VEBin kautta, ja osa menee VEBin pääomittamiseen. Tarkoitukseen on varattu 500 mrd. ruplaa, josta 175 mrd. ruplaa kansallisesta hyvinvointirahastosta. Viime vuoden loppuun mennessä pörssien tukemiseen oli käytetty noin 160 mrd. ruplaa.

Rahoitusvälineistä suurinta julkisuutta ovat saaneet ulkomaisten lainojen jälleerahoitusluotot, joita VEB on välittänyt venäläisille yrityksille ja pankeille kuluvana vuonna maksettavaksi erääntyviin lainanhoitokuluihin. Tarkoituksena on ollut välttää lainojen vakuutena olevan omaisuuden siirtyminen ulkomaisiin käsiin siinä tapauksessa, että lainanottaja ei pysty lainaa hoitamaan. Rahoitusta on saanut markkinakorolla ja sen määrä on ollut enimmillään 75 % velanhoitokuluista. VEB on saanut järjestelyyn yhdeksi vuodeksi 50 mrd. dollaria lainana keskuspankin valuuttavarannosta. Helmikuuhun 2009 mennessä VEB on välittänyt summasta noin 12 mrd. dollaria. Suuri osa varoista on mennyt alumiinijätti RusAlille ja valtiolliselle öljy-yhtiölle Rosneftille.

Rahoitusjärjestelyä on arvosteltu, koska siitä ovat hyötynneet pääosin muutamat suuryritykset, jotka viime vuosina velkaantuivat voimakkaasti ulkomaille yritystojoja rahoittaakseen. Rahoitusjärjestely päätettiin helmikuussa lopettaa. Hallituksen mukaan pankit ja yritykset pystyvät nyt hoitamaan ulkomaisten lainojensa kuoletukset ilman valtion apua, koska ne ovat syksyn ja talven kuluessa siirtäneet runsaasti varojaan heikkenevästä ruplasta valuuttoihin.

Muu rahoitussektorin tuki

Pankkisektorin luottamuksen lisäämiseksi talletustakuujärjestelmän kattavuutta laajennettiin lokakuussa korottamalla yksittäisen takuun enimmäismäärä 400 000 ruplasta 700 000 ruplaan. Ruplan tuolloisen kurssin mukaan summa vastasi noin 20 000:ta euroa eli useissa EU-maissa ennen syksyn korotusta voimassa ollutta talletustakuun ylärajaa. Muutoksen jälkeen 99 % venäläisten kotitalouksien pankkitalletuksista on takuun piirissä.

Talletustakuuvirasto sai syksyllä tehtäväkseen vaikeuksiin joutuneiden pankkien tervehdyttämisen. Tätä varten virasto sai federaatiobudjetista 200 mrd. ruplaa lisäpääomaa ja keskuspankilta 230 mrd. ruplaa lainaa (yhteensä noin 12 mrd. euroa). Talletustakuuviraston on määrä hoitaa pankkien tervehdyttämistä vuoden 2011 loppuun asti. Toistaiseksi sen hoitoon on annettu 15 pankkia.

Hallitus on keskustellut mahdollisuudesta perustaa erityinen roskapankki, johon pankkien järjestämättömät luotot siirrettäisiin. Viimeisimpien lausuntojen mukaan tällaista pankkia ei kuitenkaan perusteta, vaan pankkien odotetaan selvittävän järjestämättömät luotot valtion pääomatuen turvin.

Tuotantosektorin budjettituki

Tuotantosektorilla vaikeudet alkoivat näkyä pankkisektoria myöhemmin, mutta syksyn kuluessa hallitus teki päätöksiä myös tuotantosektorin tukemisesta. Valtaosa tukitoimista toteutuu kuluvana vuonna. Ensimmäisiä tukitoimia olivat vuoden alusta voimaan astuneet veronkevennykset. Yritysten voittovero alennettiin 24 prosentista 20 prosenttiin, poistomääräyksiä helpotettiin ja alueet saivat oikeuden alentaa pienyritysten voittovero 15 prosentista 5 prosenttiin. Lisäksi raakaöljyn vientiveron laskentatapaa muutettiin jo lokakuusta lähtien, mikä pienensi öljy-yhtiöiden verotusta merkittävästi.

Joulukuussa hallituksen alainen komissio nimesi vajaat 300 yritystä, joiden merkitys maan tuotannon ja työllisyyden ylläpitämisessä on keskeinen. Nämä yritykset voivat saada julkista tukea korkotuen, pääomatuen ja lainatakuiden muodossa. Hallitus päätti helmikuussa 300 mrd. ruplan varaamisesta kuluvan vuoden budjettiin näiden yritysten ja puolustussektorin noin 1 200 yrityksen lainatakuita varten. Puolustussektorin yritykset voivat saada takuun 70 prosentille luotosta ja muut yritykset 50 prosentille. Lainalla on rahoitettava tuotannollista toimintaa tai investointeja, ja takuun enimmäismäärä lainanottajaa kohden 10 mrd. ruplaa.

Useat tuotannonalat kuten auto-, puolustus- ja rakennusteollisuus sekä maatalous ovat saaneet hallitukselta lupauksia tukipaketeista. Tukea on luvattu myös muun muassa pienyrityksille ja lentoyhtiöille. Sitä mukaa kun arviot Venäjän talouden tilasta ovat synkentyneet, ovat hallituksen lausunnot tukien jakamisesta muuttuneet varovaisemmiksi, joten on mahdollista, että luvatut tuet eivät toteudu ainakaan täysimääräisesti.

Hallitus on tehnyt myös ulkomaankauppaa koskevia tukipäätöksiä. Alkuvuonna muun muassa henkilöautojen ja maataloustekniikan tuontituloja korotettiin ja joidenkin maataloustuotteiden tuontikiintiöitä pienennettiin kotimaisen tuotannon turvaamiseksi. Odotettavissa lienee vielä lisää vastaavanalaisia tuontia rajoittavia toimia. Teollisuustuotteiden vientiä hallitus tukee vientiyritysten lainoille annettavalla korkotuella. Myös joitakin vientituloja on poistettu.

Tuen vaikutukset ja määrä

Rahoitustuen tarkoituksena on ollut pitää yllä pankkien välisten rahoitusmarkkinoiden toimintaa ja pankkien luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille. Tavoite ei kuitenkaan ole toteutunut, sillä pankit ovat käyttäneet saamaansa rahoitusta omien taseidensa paikkaamiseen, mitä tukirahoitusta saaneet pankit ovat tehneet muissakin maissa. Pankkien väliset markkinat toimivat edelleen heikosti Venäjällä eikä pankkien antolainaus ole kasvanut läheskään niiden saamaa julkista rahoitusta vastaavalla summalla. Tilanteeseen on vaikuttanut myös talouden epävarmuus, joka ei kannusta sen paremmin pankkeja luotonantoon kuin yrityksiä ja kotitalouksia luoton ottoonkaan.

Venäläiset pankit ovat käyttäneet tukirahoitusta myös valuuttojen hankkimiseen suojautuakseen heikkenevältä ruplalta, mikä on entisestään lisännyt pääomien ulosvirtausta ja voimistanut painetta ruplan devalvoitumiseen. Tämän vuoksi keskuspankki on pyrkinyt marraskuusta lähtien jälleen kiristämään likviditeettiä nostamalla ohjauskorkoja ja vähentämällä keskuspankkirahoitusta. Keskuspankin ongelmana on kuitenkin, että likviditeetin kiristäminen vaikeuttaa pankkien asemaa ja rahoitusmahdollisuuksia.

Vuosia 2008 ja 2009 koskevien hallituksen suunnitelmien mukaan rahoitus- ja tuotantosektorin tukeen käytettiin ja käytetään julkista rahaa yhteensä noin 10 000 mrd. ruplaa (220 mrd. euroa), josta karkeasti arvioiden 60 % tulee federaatiobudjetista ja 40 % keskuspankilta. Summa on runsaat 20 % viime vuoden bruttokansantuotteesta, ja se on huomattavan suuri verrattuna useimpien muiden maiden tarjoamaan tukirahoitukseen. Kuluvan vuoden budjetin

menoista jopa neljännes voi muodostua erilaisista kriisituista. Tuen koostumuksesta on kuitenkin vaikea saada yksityiskohtaisia tietoja.

Tuen toteutumisesta ei myöskään ole saatavilla tarkkoja tietoja. Julkisuudessa esitetyt monenlaiset luvut eroavat toisistaan riippuen siitä, mitä tukikäsitteeseen sisällytetään. Lisäksi joidenkin toimenpiteiden (esimerkiksi keskuspankin likviditeettiä lisäävät toimet) rahamääräistä vaikutusta on vaikea arvioida, ja erilaisista yritystuista on hankala saada kattavaa arviota.

Taulukko Yhteenveto tärkeimmistä tukimuodoista vuosina 2008 ja 2009

	Päätetty, mrd. ruplaa	Toteutunut, mrd. ruplaa
Keskuspankin likviditeettiä lisäävät toimet
Pääomalainat pankeille (2008+2009)	950 + 900	500
Arvopaperimarkkinoiden tuki	500	160
Ulkomaisten lainojen jälleenrahoitus (keskeytetty)	1 200 (50 mrd. USD)	300 (12 mrd. USD)
Talletustakuuvirastolle pankkien tervehdyttämiseen	430	315
Veronalennukset	900–1 000	...
Muut tuotantosektorin tuet

Lähteet: Venäjän hallitus, Venäjän finanssiministeriö, Vedomosti

Vuoden 2009 federaatiobudjetti

Hallitus on parhaillaan valmistelemassa synkentyneisiin talousennusteisiin perustuvaa korjattua budjettia tälle vuodelle viime joulukuussa hyväksytyyn budjetin tilalle. Raakaöljyn hinnanlaskun ja talouden vaikeuksien myötä budjetin tulot pienenevät merkittävästi aiemmin arvioidusta, mutta menopaineet pysyvät suurina. Viime vuonna tehdyt päätökset nostivat erityisesti eläkkeitä ja työttömyyskorvauksia kuluvan vuoden alusta. Myös muiden sosiaalimenojen kasvuun ja julkisen sektorin palkkojen korotuksiin on sitouduttu. Leikkausten pääkohteeksi joutuvat siten etenkin julkiset investointimenot.

Kiristyneen budjettitilanteen vuoksi hallitus joutuu käsittelemään uudelleen myös kriisitukea. Hallituksen viimeisimpien lausuntojen mukaan painopiste siirtyy yksittäisten yritysten tukemisesta väestön sosiaalisen tilanteen parantamiseen. Pankkisektorin tuessa painopiste siirtyy valtion omistamien pankkien tukemiseen.

Hallituksen arvioiden mukaan budjetin alijäämä voi kuluvana vuonna olla 8 % BKT:stä, mutta sekin edellyttää menojen karsimista. Osa budjettivajeesta katetaan reservirahaston varoilla⁴. Helmikuun lopussa rahastossa oli varoja 4 900 mrd. ruplaa (115 mrd. euroa), mikä vastaa yli 10:tä % BKT:stä. Budjettivajetta on määrä rahoittaa myös lainanotolla, sillä tavoitteena on, että reservirahastosta riittäisi varoja vielä seuraavien kahden vuoden budjettivajeiden kattamiseen.

Kansallisessa hyvinvointirahastossa oli helmikuun lopussa varoja 3 000 mrd. ruplaa (70 mrd. euroa). Rahastosta viime vuonna VEBiin tehdyt siirrot eivät periaatteessa pienennä rahaston arvoa, sillä siirrot voidaan katsoa varojen sijoittamiseksi eikä käytöksi. Kansallisen hyvinvointirahaston varoja sijoitettaneen myös jatkossa talouden tukemiseen.

⁴ Reservirahasto on toinen budjetin ulkopuolisista puskurirahastoista. Siihen on vuodesta 2004 lähtien kerätty öljyverotuloja käytettäväksi budjettivajeen kattamiseen, jos öljyn hinta laskee.

Zuzana Fungáčová ja Laura Solanko

Pankkisektori luottamuspulassa

Rahoitusmarkkinoiden kriisi on globaali, ja kriisi tuli Venäjällekin alun perin ulkomaisen rahoituksen dramaattisen supistumisen kautta. Venäjän julkisen sektorin erittäin vahva rahoitusasema tarjoaa monia kehittyviä maita laajemmat mahdollisuudet tukitoimille, mutta Venäjän rahoitussektoria painaa myös öljyn hinnan lasku ja ruplan devalvoituminen. Heikentynyt taloustilanne tulee näkymään kasvavina luottotappioina sekä talletuskannan dollarisoitumisena. Vaikka useat, erityisesti pienet pankit joutunevat fuusioitumaan tai lopettamaan toimintansa, valtion odotetaan pitävän pankkisektorin pystyssä.

Kriisi pysäytti nopean kasvun

Venäjän pankkisektori on viime vuosina kasvanut erittäin voimakkaasti. Kasvun taustalla on ollut sekä öljyn hinnan vauhdittama voimakas talouskasvu ja rahoitusalan infrastruktuurin kehittyminen että ulkomainen lainanotto. Kasvun myötä laina-ajat ovat pidentyneet, luottamus ruplaan on kasvanut ja kotitalouksien lainamahdollisuudet ovat moninkertaistuneet. Lainarahoitus on ollut hyvin edullista matalien tai negatiivisten reaalikorkojen myötä. Ulkomaisten luottojen houkuttelevuutta lisäsi myös ruplan pitkään jatkunut reaalin vahvistuminen.

Ulkomainen jälleenrahoitus tyrehtyi ja pankkisektorin muutenkin heikko luottamus muuttui suoranaiseksi luottamuspulaksi loppukesällä 2008. Keskuspankki lisäsi kaikin keinoin likviditeettiä, mutta samalla pidettiin tiukasti kiinni ruplan vakaasta vaihtokurssista. Raaka-aineiden maailmanmarkkinoiden hintojen romahdus yhdessä dollarin vahvistumisen kanssa vei rahoitusmarkkinoilta uskon ruplan valuuttakurssin vakauteen. Devalvaation pelossa rahoitusmarkkinat jähmettyivät loppuvuonna 2008 täysin. Oletettavasti huomattava osa keskuspankin tarjoamasta kotimaisen likviditeetin lisäyksestä valui dollareihin lisäten entisestään paineita ruplan devalvoitumiselle. Tämän seurauksena kotimaisen luottokannan kasvu hidastui. Samaan aikaan rahoitusvaikeudet, maksurästien kasvu ja säästöjen muuttaminen dollareiksi supistivat talletuskannan kasvua. Sekä kotitalouksien että yritysten ruplatalletuksien kasvu kääntyi loppuvuonna negatiiviseksi. Sen sijaan valuuttatalletukset kasvoivat syksystä alkaen nopeasti ja ne vastaavat nyt noin kolmannesta koko talletuskannasta.

Kireä likviditeettitilanne ja lainakannan laadun huonontuminen

Marraskuussa aloitettu askeltava valuuttakurssin vaihteluvälin laajentaminen johti ruplan valuuttakurssin merkittävään heikkenemiseen marras-tammikuussa. Valuuttakurssimuutokset vaikuttavat uudelleenarvostuksien kautta pankkisektorin vastattavien määrään huomattavasti. Lisäksi pankkisektorin taseen rakenteeseen vaikuttaa keskuspankin huomattava likviditeettituen määrä. Viime vuoden viimeisellä neljänneksellä liikepankit lainasivat keskuspankilta noin 3 100 mrd. ruplaa. Tämän seurauksena keskuspankkirahan osuus pankkisektorin taseesta kasvoi lokakuun alun alle prosentista 12 prosenttiin joulukuun lopussa. Keskuspankkirahoituksen osuus on huomattavasti korkeampi suurissa pankeissa, jotka voivat osallistua keskuspankin huutokauppoihin. Venäjän pankkisektori kasvoi vuonna 2008 melkein 40 %, mutta joidenkin arvioiden mukaan ilman

valtion tukitoimia ja ruplan heikkenemistä pankkisektorin kasvu olisi jäänyt alle puoleen toteutuneesta.

Valtion tukitoimista huolimatta likviditeettitilanne on pysynyt kireänä ja lainakannan kasvu on pysähtynyt. Lainakannan laatu alkoi huonontua syyskuusta lähtien. Järjestämättömien luottojen määrä alkoi kasvaa loppuvuonna 2008 ja niiden osuus vastasi tammikuun lopussa 2,4 % yrityslainakannasta ja 4,1 % kotitalouksien lainakannasta. Järjestämättömien luottojen taso ei ole vielä hälyttävä, mutta tuotannon supistumisen ja talouden heikkenemisen myötä järjestämättömien luottojen määrän odotetaan kasvavan voimakkaasti kuluvan vuoden aikana. Luottotappioiden kattaminen voi suurissa pankeissa aiheuttaa ongelmia myös pääomavaatimuksien täyttämässä, koska uusien pääomien kerääminen markkinoilta on nykytilanteessa äärimmäisen vaikeaa. Venäjän hallitus kuitenkin lupasi helmikuussa pankeille uusia pääomalainoja. Vakaimmassa asemassa ovat suuret, valtion omistamat pankit, joiden tukemiseen hallitus on sitoutunut.

Keskuspankki muutti helmikuussa 2009 rahapoliittista linjaansa aiempaa tiukemmaksi. Korkeiden nostojen jatkamisella ja huutokaupattavien summien supistamisella keskuspankki pyrkii vähentämään paineita ruplan heikkenemiselle. Rahapolitiikan kiristäminen tosin huonontaa entisestään kotimaista likviditeettitilannetta ja herättää kysymyksiä keskuspankkirahasta riippuvaisten pankkien vakaudesta. Kireän rahapolitiikan ja hiipuvan talouskasvun yhdistelmä pitäneen likviditeettitilanteen kireänä suuren osan kuluvaa vuotta. Samalla kiristynyt likviditeettitilanne ja kasvavat maksurästit voivat johtaa osittaiseen paluuseen 1990-luvulta tunnettuun barter-kauppaan.

Rahoitusjärjestelmä pidetään pystyssä

Heikkenevästä taloustilanteesta huolimatta valtio tulee pitämään suuret pankkinsa ja sitä kautta maan rahoitusjärjestelmän pystyssä. Jonkin verran sinänsä tervetullutta sektorin konsolidoitumista tulee tapahtumaan. Valtionpankkien haltuun luultavasti kaatuu muutamia pieniä pankkeja, mikä yhdessä muiden valtion tukitoimien kanssa voi nostaa valtion osuuden koko pankkisektorista yli puoleen kuluvan vuoden aikana. Lisäksi on todennäköistä, että yksityisetkin pankit tulevat fuusioitumaan. Ongelmallisten pankkien tervehdyttäjänä toimivalle Talletustakuuvirastolle alkaa olla yhä vaikeampaa löytää uusia sijoittajia pelastamaan vaikeuksiin ajautuneita pankkeja. Osa valtion tuen ulkopuolelle jäävistä pienimmistä pankeista joutunee lopettamaan toimintansa, vaikka tähän mennessä vain muutamien pienten pankkien toimiluvat on peruutettu. Venäjällä oli vuoden lopussa rekisteröity 1108 pankkia, joista vain alle sata on koko pankkijärjestelmän kannalta merkittäviä. Pankkien määrän hallittu supistuminen auttaa vakauttamaan koko sektorin, mikä tukee tulevaa kasvua. Suuret ulkomaiset pankit tulevat pysymään markkinoilla ja ne säilyttävät markkinaosuutensa.

Viime vuosien nopeasta kasvustaan huolimatta Venäjän pankkisektori on edelleen pieni ja pankkien välittämä rahoitus vähäistä, mikä tarkoittaa kasvuvaraa pitkällä tähtäimellä. Toisaalta säästämisaste on Venäjällä alhainen ja talouskriisi laskee sitä entisestään. 1990-luvun huonojen kokemusten pohjalta luottamus pankkisektoriin on heiveröistä ilman kriisiäkin ja siksi vain osa kotitalouksien säästöistä on pankkitileillä. Suuryritykset ovat ulkoistaneet rahoituksensa ulkomaille ja käyttävät kotimaista pankkisektoria lähinnä kotimaisen maksuliikenteen hoitoon investointien rahoittamisen sijasta.

Venäjän pankkisektorilla on tehostamisen varaa, kunhan sektorin rakenne muuttuu, valvonta kehittyy ja muualla testatut parhaat käytännöt otetaan soveltuvin osin käyttöön. Maailman rahoituskriisi, joka nosti esille sektorin heikkoudet, tarjoaa hyvän mahdollisuuden näihin rakennemuutoksiin. Tammikuussa 2009 hyväksytty rahoitusmarkkinoiden kehitysstrategia vuoteen 2020 ja duuman käsittelyssä olevat lakimuutokset (pankkien minimipääomavaatimuksien

nostaminen, sisäpiirikauppoja koskeva laki) ovat ilahduttavia esimerkkejä siitä, että kriisin keskelläkin katsotaan tärkeäksi pohtia pitkän tähtäimen tavoitteita.

Taulukko 1 Pankkisektorin perusindikaattoreita, % BKT:stä (vuoden alussa)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Taseen loppusumma	42,1	41,7	44,8	51,9	61,0	67,0
Ulkomainen rahoitusasema, netto*	-1,4	-1,9	-2,7	-5,9	-9,0	-5,9
Yleisön lainakanta	20,2	22,8	25,2	29,9	37,2	39,8
Yrityslainat	18,3	19,6	20,3	22,9	28,2	30,1
Lainat kotitalouksille	1,9	3,2	4,9	7,0	9,0	9,7
Yleisön talletukset	23,6	24,4	27,3	32,0	37,0	35,3
Kotitalouksien talletukset	11,5	11,6	12,8	14,2	15,6	14,2

Lähde: Venäjän keskuspankki

* Vuoden 2009 osalta tilanne lokakuun 2008 alussa.

Mika Erkkilä

Venäjä vastaanottaa kriisin eri tilanteessa kuin vuonna 1998

Venäjän nykyistä vaikeaa taloustilannetta verrataan usein maan vuonna 1998 kärsimään talouskriisiin. Silloin maa ajautui tilanteeseen, jossa se ei enää pystynyt selviytymään velvoitteistaan, ruplan arvo romahti ja rahoitussektorin merkitys marginalisoitui. Vaikka nykytilanteessa on samoja piirteitä kuin vuosikymmentä aiemmin koetussa kriisissä, ovat Venäjän lähtökohdat 2000-luvun lopulla varsin erilaiset.

1990-luvulla kotikutoinen ongelma

Elokuun 1998 ruplan kellutus ja sitä seurannut voimakas heikkeneminen johtuivat suurimmaksi osaksi kotimaisista tekijöistä. Tiukan rahapolitiikan seurauksena Venäjän inflaatio hidastui yli 200 prosentista vuoden 1995 alussa melkein 5 prosenttiin vuoden 1998 puolivälissä. Finanssipolitiikka oli edelleen huomattavan ekspansiivista. Vaikka paranemista 1990-luvun alkuun oli tapahtunut, federaation budjettialijäämä ei koskaan laskenut alle 6–7 prosentin BKT:stä. Inflaation hidastuessa mutta budjettialijäämän pysyessä suurena valtion lainanotostaan maksama reaalkorko pysyi korkealla.

Vaikka suuriin budjettialijäämiin vaikuttivat suhdanteet – Venäjän talous supistui käytännössä koko 1990-luvun – ja kertaluonteiset menot, kuten esimerkiksi vuoden 1996 presidentinvaalit, syitä alijäämiin voi kuitenkin etsiä rakenteellisista tekijöistä. Erityinen venäläinen piirre oli vaihto- tai ns. barter-kaupan yleisyys. Arvioiden mukaan noin puolet teollisuusyritysten keskinäisestä myynnistä kuului barter-kaupan piiriin ja kun tähän lisätään erilaisten rahan korvikkeiden yleisyys, vain noin neljäsosa teollisuuden transaktioista tehtiin rahassa. Lisäksi erilaiset maksurästit olivat yleisiä yritysten välisissä suhteissa sekä yritysten ja niiden työntekijöiden kesken. Tämä johti suoraan siihen, että federaation verotulojen osuus BKT:stä laski alle 10 prosenttiin vuoteen 1998 mennessä. Menopuolta rasittivat erilaiset tukiaiset kilpailukyvyttömille valtionyrityksille. Erään arvion mukaan subventioiden ja menetettyjen verotulojen kokonaisrasitus valtiontaloudelle oli yli 16 % BKT:stä.

Korkeiden reaalkorkojen ja suurten budjettialijäämien seurauksena Venäjä joutui kierteeseen, jossa kasvava osuus budjetin menoista meni velan hoitoon, jota rahoitettiin lainaamalla. Sijoittajien vaatima riskipremio nousi kasvattaen korkomenoja ja lopulta Venäjä joutui tilanteeseen, jossa alijäämiä jouduttiin rahoittamaan yhä lyhytaikaisemmillä velkasitoumuksilla.

Nyt ongelmana kansainvälinen talous

Tänään Venäjän julkinen talous on huomattavasti tukevammalla pohjalla kuin 1990-luvulla. Öljyn hinnan ja verotulojen voimakkaasta kasvusta huolimatta menokuri on pysynyt suhteellisen hyvänä. Vuoden 1998 devalvaation jälkeen menoja leikattiin voimakkaasti ja vaikka ne ovat BKT-osuutena mitattuna kasvaneet sen jälkeen, budjetti on ollut voimakkaasti ylijäämäinen kriisin jälkeen. Verotulojen kasvuun vaikutti myös vaihtokaupan ja maksurästien häviäminen lähes kokonaan. Maksurästit ovat kuitenkin talouden kriisin seurauksena nyt uudestaan nousussa. Verotusta uudistettiin 2000-luvun alussa. Esimerkiksi tulovero muutettiin tasaveroksi ja laskettiin

13 prosenttiin, millä haluttiin vähentää harmaata taloutta. Öljysektorin verotusta uudistettiin siten, että veroprosentti sidottiin maailmanmarkkinahintojen muutoksiin.

1990-luvun krooniset alijäämät vaihtuivat siis ylijäämiksi. Kuluvana vuonna budjetti on ensimmäisen kerran alijäämäinen 2000-luvulla. Valtiovarainministeriön alustava arvio on 8 % BKT:stä. Lihavien vuosien seurauksena valtio on kuitenkin lyhentänyt ulkomaista velkaansa ja kerännyt puskuria huonoja aikoja varten reservi- ja hyvinvointirahastoon. Rahastojen koko vuoden 2008 lopussa oli 16 % BKT:stä ja rahassa mitattuna 220 miljardia dollaria 1. maaliskuuta 2009. Ylijäämiä käytetään nyt elvyttämään taloutta ja esimerkiksi pankkisektorin tukemiseen. Rahastot riittävät kattamaan kuluvan vuoden budjettialijäämän, mutta jos lama venyy, Venäjä joutunee myös laskemaan liikkeelle velkapapereita ja hakemaan rahoitusta markkinoilta. Valuuttavaranto, johon reservi- ja hyvinvointirahasto lasketaan, oli 380 miljardia dollaria maaliskuun alussa, mutta sitä tarvitaan esimerkiksi ruplan vakauden turvaamista ja ulkomaisten velkojen takaisinmaksua varten. Varanto on supistunut yli kolmanneksen viime syksyn huipuistaan.

Aasiasta vuonna 1997 alkunsa saanut finanssikriisi laukaisi tapahtumasarjan, joka kärjistyi ruplan kellutukseen elokuussa 1998. Ulkoiset tekijät ruokkivat tapahtumasarjaa, vaikka eivät olleetkaan päällimmäisenä kriisin edellytysten luomisessa. Esimerkiksi vaihtotase painui alijäämäiseksi öljyn hinnan lähdettyä laskuun vuoden 1997 alusta. Valuuttavaranto supistui myös ja oli enää noin 15 miljardia dollaria vuoden 1998 puolivälissä.

Tämän päivän kriisin syitä Venäjällä voi etsiä kansainvälisestä taloudesta ja öljyn hinnan romahtamisesta. Yhdysvaltain asuntomarkkinoilta alkunsa saanut finanssikriisi on levinnyt maailmanlaajuisesti reaalitalouden kriisiksi. Koska kriisin syyt ovat Venäjän ulottumattomissa, Venäjä voi parhaansa mukaan vain yrittää minimoida sen kielteiset seuraukset. Tähän tarkoitukseen se käyttää hyvinä vuosina kerryttämiään ylijäämiä. Valuuttavarantoa on käytetty ruplan puolustamiseen ja sen varmistamiseksi, että elokuun 1998 kaltainen shokki- ja kertadevalvaatio ei toistuisi. Vuoden 1998 elokuun ja vuoden 1999 helmikuun välillä rupla devalvoitui dollariin nähden yli 70 %. Viime syksystä saakka rupla on heikentynyt dollarista ja eurosta muodostettuun valuuttakoriin nähden neljänneksellä, mutta se on tapahtunut asteittain ja helmikuusta lähtien rupla on vakautunut. Toki heikkenemispaineet todennäköisesti kasvavat, jos öljyn hinta lähtee laskuun. Vaikka Venäjällä on edelleen maailman kolmanneksi suurin valuuttavaranto, se on vähentynyt yli 200 miljardia dollaria huipuistaan ja mitä pidemmäksi maailmanlaajuinen kriisi venyy, sitä suuremmalla todennäköisyydellä öljynkin hinta pysyy alhaisena.

Pekka Sutela

Venäjä tuskin toipuu nopeasti

Suhdannevaihtelut merkitsevät talouden toteutuvan kasvun vaihtelemista keskipitkän tai pitkän aikavälin niin kutsutun potentiaalisen kasvuvahdin ala- tai yläpuolella. Potentiaalisen kasvun – myös tasapainokasvun nimitystä käytetään – taso määräytyy pääomakannan, työvoiman, rakennemuutoksen ja teknisen kehityksen kaltaisista hitaasti muuttuvista tekijöistä. Tyypillinen käsitys on, että Venäjän potentiaalinen kasvuvauhti on 4-5 prosentin paikkeilla. Korkeampiakin lukuja, jopa 6-7 prosenttia, on esitetty. Suhdannevaihteluita aiheuttavat tekijät ovat investointien ja viennin kaltaisia lyhyelläkin aikavälillä nopeasti ailahtelevia muutoksia. Venäjän kaltaisen viennistä riippuvaisen talouden tapauksessa keskeinen merkitys on viennillä. Kun vienti on kovin keskittynyttä energiaan ja muihin raaka-aineisiin, niiden maailmanmarkkinahintojen vaihtelut saavat keskeisen merkityksen. Öljyn hinta on yksi rajuimmista vaihtelevista keskeisistä maailmanmarkkinahinnoista. Tämän keskeisyyttä korostaa, että kaasun ja metallien – Venäjän muiden merkittävien vientituotteiden – hinnat yleensä liikkuvat samaa jalkaa öljyn kanssa, lähinnä maailmantalouden hitaampaa tai nopeampaa kasvua heijastaen.

Viime vuoden puoliväliin saakka Venäjän talous kasvoi selvästi potentiaaliaan nopeammin. Keskeinen syy oli öljyn hinnan alituinen nousu karkeasti kymmenkertaiseksi keväästä 1998 kesään 2008. Tämä taas heijasti maailmantalouden aivan poikkeuksellista kasvua, jolla oli monta syytä, joista Kiinan ja Intian kaltaisten maiden nousu ei ollut pienimpiä. Oli selvää, ettei tämä ehkä maailmanhistorian valtavain noususuhdanne voinut jatkua loputtomiin. Sen saattoi olettaa olevan hidastumassa raaka-aineiden, ruuan ja vastaavien hintojen nousun takia. Myös maailman rahoitusvirtojen epätasapainot olivat hyvin tiedossa. Kyse oli siitä, pysähtyisikö Yhdysvaltain velkaantuminen, jonka peilikuva oli varsinkin Kiinan mutta myös raaka-aineiden tuottajamaiden ylijäämät, pehmeän laskun vai äkkipysähdyksen kautta. Joka tapauksessa pitkä noususuhdanne kääntyisi kasvun hidastumiseen. Myös Venäjän vientihinnat laskisivat, ja talouden toteutuva kasvu jäisi potentiaaliselle tasolle, todennäköisesti sen alapuolellekin.

V-, U-, vai L-kriisi?

Tällainen normaali suhdannekuva ei kuitenkaan toteutunut. Yhdysvalloista liikkeelle lähtenyt rahoituskriisi suisti maailman lamaan. Maailmantalous supistuu. Laman syvyys ja kesto ovat vain arvailtavissa. Useissa maissa, myös Venäjällä, luultiin aluksi, ettei amerikkalainen roskalainakriisi voisi koskea niitä. Seuraavassa vaiheessa uskottiin, että talouden elpyminen olisi nopeaa. Puhuttiin V-tyylistä: kansantulon kasvu hidastuisi nopeasti, mutta kasvu myös kiihtyisi pian, viimeistään tämän vuoden toisella puoliskolla.

Venäjän tapauksessa V-tyylin puoltajat viittasivat myös valuuttakurssin joustamiseen. Vuoden 1998 kriisi jäi lyhyeksi, kun ruplan romahdus ampui kotimaisten tuottajien hintakilpailukyvyyn taivasiin. Tällä ei ollut suurta merkitystä viennin määrään, koska useimmat venäläiset tuotteet eivät olleet kilpailukykyisiä juuri millään hinnalla. Mutta olemassa olevan viennin kannattavuus koheni. Ennen kaikkea, kotimarkkinoille suunnattu tuotanto menestyi, kun tuontihinnat moninkertaistuivat. Huonompikin laatu kelpasi, kun yhtäkkiä kalliiksi käyneisiin tuontitavaroihin ei yksinkertaisesti ollut varaa. Venäläisen tuotannon menestystarinat olivat kotimarkkinoilla. Devalvoitumisen lisäksi niitä loi meneillään ollut rakennemuutos, ennen muuta palveluiden ja niitä sekä tuottavan että kuluttavan keskiluokan kehittyminen. Tämä rakennemuutos

on keskeinen tekijä, joka on tuottanut Venäjän kansainvälisesti korkean kasvupotentiaalin. Kasvu saattoi toteutua ilman erityisen suuria investointeja, kun 1990-luvun jyrkkä tuotannon lasku oli jättänyt jälkeensä paljon käyttämätöntä tuotantokapasiteettia. Kasvu saattoi monta vuotta perustua kapasiteetin käyttöasteen nostamiseen.

Nyt on toisin. Pitkän nopean kasvukauden jäljiltä kapasiteetti oli vuonna 2008 jokseenkin täydessä käytössä. Venäjän taloudellinen kasvu palautuu liikkeelle sitten kun keskeisten vientituotteiden hinnat alkavat nousta maailmantalouden elpymisen myötä. Mutta vientihintoihin perustuva nousu ei voi olla pitkälle kantava. Kohta törmätään uudelleen siihen ylikuumenemiseen, joka oli niin näkyvä jo viime vuonna. Tulevan kasvun täytyy pianikin perustua investointeihin. Samasta syystä ruplan devalvoituminen ei ole samanlainen kasvupotku kuin vuonna 1998. Se on sentään roimasti vähäisempää kuin kymmenen vuotta sitten, käyttämätöntä kapasiteettia ei juuri ole, ja keskiluokan kulutustottumukset ovat nyt vaativammat kuin 1990-luvun köyhyyden jälkeen. Sitä paitsi nyt on kyse maailmanlaajuisesta kriisistä. Metallien kaltaisten vientituotteiden kysynnän määrät eivät palaudu ennen koko maailmantalouden toipumista. Ja edelleen, investointien ja jopa jatkuvan tuotannon edellyttämää rahoitusta ei ole saatavissa ennen maailmanlaajuisen rahoituskriisin helpottamista.

Kaiken kaikkiaan, Venäjällä edelleen vaikuttava usko nopeaan elpymiseen, siis V-tyyliin, on heikosti perusteltavissa. Mitä maailmantaloudessa sitten tapahtuukaan, Venäjä ei ponnahta helposti nopeaan kasvuun. Mikä pahempi, on monta syytä uskoa, että maailmantalouden lama tulee olemaan suhteellisen pitkä, leveän U-kirjaimen muotoinen. Pois ei suinkaan voi laskea sitäkään mahdollisuutta, ettei nousua kasvuun olisi ainakaan monessa tärkeässä maassa tapahtumassa vuosikausiin. Toteutuisi L-tyyli, niin kuin Japanissa 1990-luvun alusta lähtien.

Tämä merkitsisi, ettei vertaus normaaliin suhdannekiertoon pätsisi. Kyse ei olisi vain toteutuvan kasvun poikkeamisesta potentiaalistaan. Itse kasvupotentiaali laskisi: kriisi jättäisi pitkäaikaisen vaikutuksen. Kuinka tämä tapahtuisi?

Ensimmäinen vaikutuskanava ovat investoinnit. Vaikka muutos ei juuri näkynyt talouden mitatussa investointiasteessa, reaali-investoinnit kasvoivat 2006–2008 nopeasti. Kansantalouden nykyaikaistuminen oli käynnissä, vaikkakin hyvin epätasaisesti. Nyt investoinnit supistuvat. Se merkitsee pääomakannan edelleen vanhentumista, teknisen kehityksen puuttuvaksi jäämistä, ja kasvun aikana esille tulleiden pullonkaulojen säilymistä. Ei liene syytä olla erityisen huolestunut venäläisen energia- ja raaka-ainetuotannon työpaikkojen kilpailukyvästä, vaikka sielläkin tuotantokyky nyt kärsii. Vielä suurempi ongelma on siinä, että muilla toimialoilla, joilla on kuitenkin ylivoimainen enemmistö työpaikoista, reaalin kilpailukyky tulee heikkenemään tavalla, jota devalvoitumisen tuoma hintakilpailukyky ei todennäköisesti korvaa.

Talouspolitiikan haasteet

Talouspolitiikasta viime vuosina päättäneet katsovat sen politiikan tulleen oikeutetuksi, jonka mukaan paisuneita vientituloja rahastoitiin sen sijaan että ne olisi käytetty investointeihin, infrastruktuurin kohentamiseen ja vaikka kansanterveyden parantamiseen. On totta, että vararahastot ovat nyt suureen tarpeeseen. Mutta toisaalta: ellei taloutta ja yhteiskuntaa voitu kohentaa tapahtunutta suuremmassa määrässä silloin, kun tulot olivat suuret, koska se tapahtuisi? Samaan aikaan pitkän aikavälin haperoituminen jatkuu.

Kuinka talouspolitiikka tulee reagoimaan kriisiin? Ei ole vielä selvää, millainen kokonaisjohtopäätös kriisistä vedetään. On mahdollista, että tullaan entistä enemmän painottamaan uudistumista, muutosta ja kilpailukykyä. Kun kerran ollaan maailmantalouden osa, on syytä menestyä sen sääntöjen puitteissa, kulkisi tämä päätelmä. Silloin kriisi potkaisi käyntiin Venäjän uuden uudistumisen aallon. Mutta on myös mahdollista, että johtopäätös on toinen. Ehkä Venäjä ei

todellakaan pääse kilpailukykyiseksi, ehkä työpaikkoja täytyy suojella, ehkä oikeaksi nähty tie olisi kasvava puolustautuminen ja eristyminenkin. Tämän johtopäätöksen todennäköisyys kasvaa, jos nykyinen kriisi johtaa maan merkittävään yhteiskunnalliseen ja poliittiseen epävakauteen. Lyhyesti sanoen, sekä politiikan huononeminen että sen parantuminen ovat mahdollisia. 1930-luvun suuri lama tarjoaa tässä suhteessa enimmäkseen kitkerän vertailukohteen.

Tältä kannalta on myös syytä muistaa, että venäläinen laman torjunta on perustunut uskoon maailman- ja Venäjän talouksien nopeasta elpymisestä. Vararahastoja on käytetty sen mukaisesti, uskoen että sillan rakentaminen vain kuukausien päässä odottavaan nousuun on mahdollista rahaa reilulla mitalla kuluttaen. Jos lama pitkittyy, tulevien vuosien talouspolitiikka on sitä hankalammassa asemassa. Venäjä ei voi kasata velkaa omassa valuutassaan luottaen mahdollisuuteen inflatoida se tulevina vuosina pois. Tämä mahdollisuushan on auki niille maille, joiden suurin velan ottamisen markkina toimii omalla valuutalla.

Kriisin vaikutukset pidemmällä aikavälillä

Ellei kriisi ole kovin pitkä ja syvä, vaikutus inhimilliseen pääomaan jää vähäiseksi. Mutta se on olemassa. Kulutuksen rakenne heikkenee, koulutus ei näytä kannattavan, terveydenhoitoon on entistä vähemmän varaa. Mahdollinen syntyvyyden alentuminen vaikuttaa työvoimaan vasta lähes kahden vuosikymmenen päästä, kulutuksen uudelleen painottuminen alkoholiin ja tupakkaan jo hyvin nopeasti. Eikä siitäkään, että autokanta alkaa uudelleen vanhentua, ole kuin kielteisiä seurauksia, ajateltiin sitten onnettomuuksia, energiatehokkuutta tai ympäristövaikutuksia. Ylimalkaan, ympäristö on kriisin suuria häviäjiä, vaikka päästöt tilapäisesti laskisivatkin.

Kriisi alkoi rahoituskriisinä, eikä tämäkään ulottuvuus ole hävinnyt. Siinä vaiheessa, kun kasvu kohenee uudelleen, rahoitusmarkkinoiden täytyy jo toimia. Venäjällä on myös erityinen tarve kantaa huolta luottokelpoisuudestaan, millä pitäisi olla myönteinen vaikutus talouspolitiikan laatuun. Ongelma onkin muualla. Shokki johtaa uuden shokin välttämiseen. Niin valtion kuin muidenkin taloudenpitäjien toimille tulee olemaan tyyppillistä varovaisuus, riskin ja esimerkiksi velkaantumisen kaihtaminen. Olemassa olleet vararahastot halutaan kasata uudestaan. Yritykset ja kotitaloudet eivät halua rahoittaa uutta kasvua ja vaurastumista luoton otolla. Pankit vankistavat taseitaan. Rahoitusjärjestelmä jää pieneksi ja tukee kasvua vain heikosti.

Kun emme tiedä, kuinka pitkä ja syvä kriisistä tulee, on ennenaikaista miettiä yksityiskohtaisesti, millaisia sen pitkän aikavälin vaikutukset tulevat olemaan. Mutta on ilmeistä, että ne painottuvat enemmän huonoon kuin hyvään suuntaan, vaikka optimistisiakin tulevaisuudenkuvia pystyy piirtämään.

- 2005
- No 1 Tuuli Koivu: The challenge of choosing an optimal exchange rate regime for China
 - No 2 Jouko Rautava: Is India emerging as a global economic powerhouse equal to China?
 - No 3 Pekka Sutela: EU, Russia, and Common Economic Space
 - No 4 Barbara Bils: What determines regional inequality in China? –A survey of the literature and official data
 - No 5 Laura Solanko and Merja Tekoniemi: To recentralise or decentralise – some recent trends in Russian fiscal federalism
 - No 6 Pekka Sutela: Did Putin's reforms catapult Russia into durable growth?
 - No 7 Pekka Sutela: Finnish trade with the USSR: Why was it different?
 - No 8 Anna Mahlamäki, Laura Solanko, Merja Tekoniemi ja Simon-Erik Ollus: Venäjän keskeiset tuotannonalat 2000-luvulla – sektorikatsaus
 - No 9 Katrin Robeck: Russia's Gas Business – Facts, Challenges and the Road to Reform
 - No 10 Simon-Erik Ollus ja Heli Pyykkö: Suomen ja Venäjän taloussuhteiden viimeaikainen kehitys
 - No 11 Tiina Saajasto: Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen Internet-sivujen käyttäjäkysely 2005
 - No 12 Anna Mahlamäki: Katsaus Venäjän pankkisektoriin
 - No 13 Tiina Saajasto: BOFIT web site user survey 2005
- 2006
- No 1 Tuuli Koivu ja Tapio Korhonen: Kiinan valuuttapolitiikka ja maailman rahoitusepätasapainot
 - No 2 Tuuli Juurikkala, Vesa Korhonen, Simon-Erik Ollus, Pekka Sutela ja Merja Tekoniemi: Kestääkö Venäjän kasvu? – Seminaarijulkaisu: BOFIT Venäjä-tietoisku 8.5.2006
 - No 3 Aaron Mehrotra: India's recent macroeconomic developments
 - No 4 Tuuli Juurikkala and Simon-Erik Ollus: Russian energy sector – prospects and implications for Russian growth, Economic policy and energy supply
 - No 5 Merja Tekoniemi: Venäjän aluepolitiikan uudet tuulet – esimerkkinä Murmanskin alue
 - No 6 Sanna Kurronen: Russian electricity sector – reform and prospects
- 2007
- No 1 Simon-Erik Ollus and Heli Simola: Russia's true imports?
 - No 2 Simon-Erik Ollus and Stephan Barisitz: The Russian Non-Fuel Sector: Signs of Dutch Disease? Evidence from EU-25 Import Competition
 - No 3 Heli Simola: Russia getting closer to WTO membership – what are the practical implications?
 - No 4 Laura Solanko: Vaurastuva ja ikääntyvä jättiläinen – katsaus Venäjän julkiseen sektoriin
 - No 5 Simon-Erik Ollus and Heli Simola: Finnish re-exports to Russia
 - No 6 Seija Lainela, Simon-Erik Ollus, Jouko Rautava, Heli Simola, Pekka Sutela ja Merja Tekoniemi: Venäjän kasvun uudet ehdot
 - No 7 Seija Lainela, Simon-Erik Ollus, Jouko Rautava, Heli Simola, Pekka Sutela ja Merja Tekoniemi: New conditions for growth in Russia
 - No 8 Meri Kulmala ja Merja Tekoniemi: Paikallishallinnon reformi vahvistaa keskushallinnon valtaa Venäjällä – paikalliset taloudelliset kannustimet vähäiset
 - No 9 Simon-Erik Ollus, Heli Simola ja Merja Tekoniemi: Venäjän aluepolitiikka 2000-luvulla - mitä uusi alueluokitus merkitsee
 - No 10 Riikka Nuutilainen: Peilitulosten antama kuva Venäjän todellisesta tuonnista
- 2008
- No 1 Juuso Kaaresvirta and Tuuli Koivu: China's inflationary pressures and their impact on inflation in euro area
 - No 2 Seija Lainela, Simon-Erik Ollus, Heli Simola ja Pekka Sutela: Venäjä vuoteen 2010 – Katsaus Venäjän talouden lähivuosien haasteisiin
 - No 3 Laura Solanko ja Simon-Erik Ollus: Paljonko kaasua Venäjä pystyy viemään?
 - No 4 Iikka Korhonen ja Laura Solanko: Kazakstanin ulkomaiselle lainanotolle rakentunut kasvu hiipuu
 - No 5 Iikka Korhonen, Seija Lainela, Heli Simola, Laura Solanko ja Pekka Sutela: Medvedevin kauden haasteet
 - No 6 Iikka Korhonen, Seija Lainela, Heli Simola, Laura Solanko and Pekka Sutela: The challenges of the Medvedev era
 - No 7 Heli Simola ja Simon-Erik Ollus: Suomen Venäjän-kaupan yritysrakenne
 - No 8 Juuso Kaaresvirta, Tuuli Koivu, Mikael Mattlin, Aaron Mehrotra, Jouko Rautava ja Pekka Sutela: Katsaus Kiinan talouteen
- 2009
- No 1 Mika Erkkilä, Heli Simola ja Laura Solanko: Venäjän sähkösektorin uudistus
 - No 2 BOFIT Venäjä-ryhmä: Venäjä ja kansainvälinen rahoituskriisi