



BOFIT Online

2002 • No. 3

Tuomas Komulainen

Elokuun 1998 talouskriisi

Suomen Pankki
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos, BOFIT

Suomen Pankki
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT)

PL 160
00101 Helsinki
Puh: (09) 183 2268
Fax: (09) 183 2294
bofit@bof.fi
www.bof.fi/bofit

BOFIT Online
Päätoimittaja **Tuomas Komulainen**

ISSN 1456-811X (online)
18.2.2002

Helsinki 2002

Sisällys

Tiivistelmä	4
1 Johdanto	5
2 Valuuttakriisiteoriat	5
3 Venäjän aineisto	6
3.1 Federaation budjetin tasapaino sekä velkaantuminen	6
3.2 Ulkoinen tasapaino ja ruplan kurssi	8
3.3 Venäjän pankkisektori	9
3.4 Venäjän talouden ominaispiirteistä	10
3.5 Aasian kriisin merkitys ja Venäjän kriisin puhkeaminen	11
3.6 Johtopäätökset	12
4 Kriisin vaikutukset ja sen jälkeinen talouskehitys	12
4.1 Välittömät vaikutukset Venäjän taloudelle	12
4.2 Kansainväliset vaikutukset	13
4.3 Kriisin jälkeinen talouskehitys	14
5 Lopuksi	16
Viitteet	17
Lähdeluettelo	20

Tuomas Komulainen

Elokuun 1998 talouskriisi

Tiivistelmä

Tässä artikkelissa tutkitaan syitä Venäjän vuoden 1998 valuuttakriisille sekä kriisin vaikutuksia. Kriisin pääsyynä olivat federaation budjettialijäämät, mitkä johtivat nopeaan velkaantumiseen. Liikkeelle lasketut lyhytaikaiset GKO -velkakirjat tekivät Venäjän talouden alttiiksi kansainvälisille muutoksille. Aasian kriisin myötä ruplan devalvaatio-odotukset kasvoivat ja GKO -korot nousivat. Näin velan hoitomenot kasvoivat, ja elokuussa 1998 valuuttakriisi sekä federaation maksukyvyttömyys toteutuivat. Kriisiä seurasi reaalityulojen merkittävä supistuminen, mutta myös nopea talouskasvu, mikä pitkälti on seurausta ruplan reaalisesta heikentymisestä. Kasvun edellytykset luotiin kriisin jälkeisellä talouspolitiikalla, missä erityisesti tiukka budjettikuri on ollut merkittävässä roolissa. Lisäksi presidentti Putinin kaudella on aikaansaatu myös rakenteellisia uudistuksia.

Asiasanat: Venäjä, valuuttakriisi, talouskehitys, finanssipolitiikka

Artikkeli on kirjoitettu Johan Bäckmanin toimittamaan kirjaan ”Venäjän aatteet ja todellisuus”, mikä julkaistaan vuonna 2002.

1 Johdanto

Kun elokuun 1998 talouskriisin merkitystä Venäjän talouskehitykselle pohditaan tammi-kuussa 2002, on se hyvin kaksijakoinen. Ruplan devalvoituminen johti n. 25 prosentin laskuun venäläisten reaalityuloissa, ja näin köyhdytti kansalaisia entisestään. Toisaalta kriisin jälkeistä aikaa on kuvastanut varsin nopea talouskasvu, kun Venäjän kokonaistuotannon keskimääräinen vuosikasvu 1999 - 2001 oli 6,3 prosenttia. [1]

Tämän artikkelin tavoitteena on selvittää vuoden 1998 kriisin pääsyä sekä tutkia kriisin koti- ja ulkomaisia vaikutuksia. Artikkelin seuraavassa jaksossa käymme lyhyesti läpi valuuttakriisikirjallisuuden ja keskitymme kehittyville maille tehtyihin tutkimuksiin. Tämän pohjalta tutkimme aineistoa Venäjän taloudesta kriisin pääsyiden selvittämiseksi. [2] Artikkelin neljännessä jaksossa käsitellään kriisin vaikutuksia sekä Venäjän talouskehitystä elokuun 1998 kriisin jälkeen. Artikkelin lopussa esitetään lyhyt yhteenveto.

2 Valuuttakriisiteoriat

Valuuttakriisiteorioiden tarkoituksena on selittää valuuttakurssien äkillisiä ja suuria muutoksia. [3] Ensimmäisen sukupolven teoriat pohjautuvat Salant ja Hendersonin tutkimukseen, jota Krugman sovelsi valuuttakursseihin. [4] Kyseisessä mallissa julkisen sektorin alijäämä rahoitetaan liikkeessä olevan rahan määrää kasvattamalla. Koska rahan kysyntä on mallissa vakio, yksityinen sektori vaihtaa kasvavan kotimaisen rahan ulkomaan valuuttoihin ja näin keskuspankin reservit jatkuvasti vähenevät. Kun reservit on kulutettu loppuun tai kohtaavat tietyn kynnyksen, rahan kysyntä putoaa jyrkästi ja valuuttakriisi tapahtuu.

Kyseistä mallia on kehitelty sekä sovellettu monien tutkijoiden taholta. Esimerkiksi Calvo tutkii tapausta, jolloin julkinen sektori rahoittaa alijäämänsä velkakirjoja liikkeelle laskemalla. [5] Tällöin inflaatio on alhaisempaa ennen kriisiä, mutta kriisi tapahtuu aikaisemmin kuin tapauksessa, jossa alijäämä rahoitetaan rahan määrää lisäämällä.

Ensimmäisen sukupolven teorioiden yhtenevyys on mm. oletus, että maan fundamentit eivät ole kestäviä kiinteän valuuttakurssin kanssa. Tällöin kriisin tapahtumisaika määräytyy yksiselitteisesti fundamenttien perusteella. Teorian hienous on siinä, että äkillinen ja suuri valuuttakriisi tapahtuu, vaikka kaikki hyötyfunktioit ovat tasaisesti käyttäytyviä ja fundamentit odotusten mukaisia.

Viimeistään Eurooppaa ravistellut EMS-kriisi 1992 – 1993 osoitti näiden ensimmäisen sukupolven teorioiden riittämättömyyden selittää kaikkia valuuttakriisejä. Syntyneet toisen sukupolven teoriat huomioivat, että kriisi voi syntyä osaltaan myös itseään toteuttavien odotusten vaikutuksesta. [6] Lisääntyvät devalvoitumisodotukset kasvattavat viranomaisten kustannuksia säilyttää kiinteä valuuttakurssi. Nämä kustannukset syntyvät mm. korkeimpien korkojen ja työttömyyden johdosta. [7] Viranomaiset joutuvat näin puntarimaan kiinteän kurssin hyötyjä sekä kustannuksia. Yksityinen sektori aavistaa viranomaisten laskelmoinnin, mikä voi nostaa kustannuksia, esim. korkoja, entisestään. Näin kriisin syntymisajankohta ei ole enää yksiselitteisesti määräytynyt, vaan syntyy monen tasapainon mahdollisuus: toisaalta talous ilman devalvoitumisodotuksia ja valuuttakriisiä, sekä talous, missä kriisi toteutuu. Maan fundamenttien ollessa riittävän huonot sijoittajien mielipide voi siirtyä nopeastikin tasapainosta toiseen ja synnyttää valuuttakriisin.

Viimeaikaiset kriisit kehittyvissä maissa, kuten Latinalaisessa Amerikassa 1995 sekä Aasiassa 1997, nostivat esiin pääomamarkkinoiden avautumisen ja pankkisektorin haavoittuvuuden syiksi talouskriisien syntymiselle. Pankit ovat yleisesti herkkiä kriiseille,

koska niiden velat ovat lyhytaikaisia sekä likvidejä (esim. talletuksia), mutta varat ovat pitkäaikaisia ja epälikvidejä sijoituksia. Sen jälkeen kun useat kehittyvät maat avasivat rahoitusmarkkinansa, paikallisiin pankkeihin virtasi ulkomaisia pääomia. Pääomavirrat olivat pitkälti lyhytaikaisia velkoja paikallisille pankeille, jolloin niiden kriisiherkkyys kasvoi huomattavasti. [8] Mahar ja Williamson ovatkin tutkineet rahoitusmarkkinoiden avautumista 34 maassa ja toteavat vain kolmen maan selvinneen ilman kriisiä. [9]

Empiirisissä tutkimuksissa Aasian kriisin pääsyyksi on todettu pankkisektorien liiallinen velkaantuminen, mikä oli mahdollista kun rahoitusmarkkinat oli avattu ilman toimivaa pankkivalvontaa. Kriisin puhkeaminen Thaimaassa johti sijoittajien vetäytymiseen myös muista Aasian kehittyvistä maista. Tällöin kriisialttiit Indonesia, Malesia, Filippiinit ja Etelä-Korea joutuivat luopumaan kiinteästä valuuttakurssistaan. Tämän jälkeen kasvoivat devalvaatio-odotukset myös muissa kriisialttiissa maissa. Kyseinen valuuttakriisien tarttuminen on todettu merkittäväksi useissa tutkimuksissa. [10]

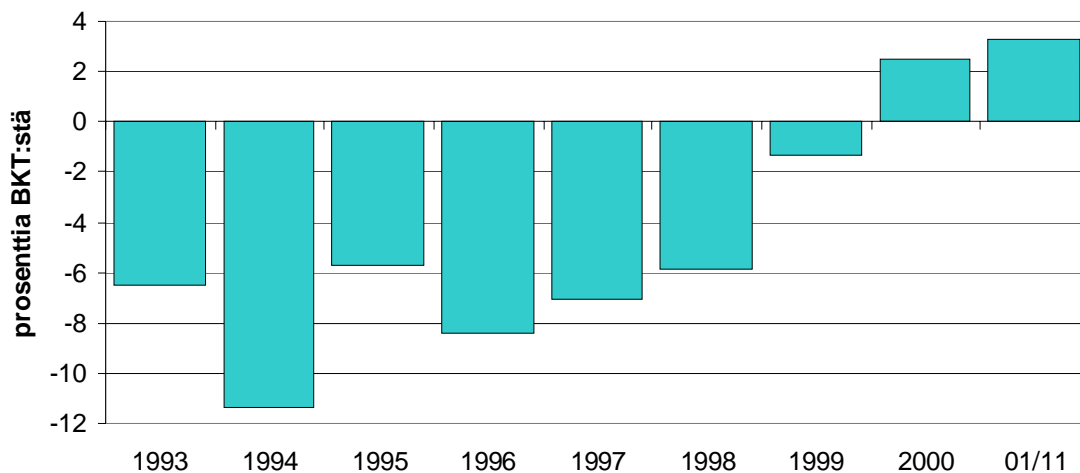
3 Venäjän aineisto

Tässä jaksossa pyrimme löytämään pääsyyt kriisille. [11] Aloitamme tutkimalla Venäjän federaation budjettialijäämien sekä velkaantumisen kehitystä. Pohdimme myös oliko rupla yliarvostettu syksyllä 1998 ulkoisen tasapainon ja kilpailukyvyn perusteella, tai oliko Venäjän pankkisektori pääsyyksi kriisiin. Keskustelemme lyhyesti myös joistakin Venäjän talouden ominaispiirteistä. Lopuksi selvitämme mikä oli Aasian kriisin vaikutus Venäjälle sekä kirjaamme luvun johtopäätökset.

3.1 Federaation budjetin tasapaino sekä velkaantuminen

Julkisen sektorin budjetin alijäämät - olivat ne rahoitettu rahan määrää lisäämällä tai velkaantumalla - voivat siis luoda odotuksia valuuttakriisin syntymisestä. Venäjän federaation budjetin alijäämät olivat 5-11 prosenttia BKT:stä vuosina 1992 - 1998. Vuosina 1992 - 1994 suurin osa alijäämästä rahoitettiin kasvattamalla rahan eli ruplien määrää. Näin inflaatio säilyi kovana. Yhdessä stabilisaatiopolitiikan kanssa kehitettiin vuonna 1995 lyhytaikaiset ruplamääräiset GKO -velkakirjamarkkinat. Varsinkin sen jälkeen kun markkinat seuraavana vuonna avattiin ulkomaisille sijoittajille, pystyi hallitus rahoittamaan budjettialijäämän velkaantumalla. Samalla inflaatio alkoi hidastua ja ruplan kurssin voitiin liittää crawling -peg mekanismilla dollariin.

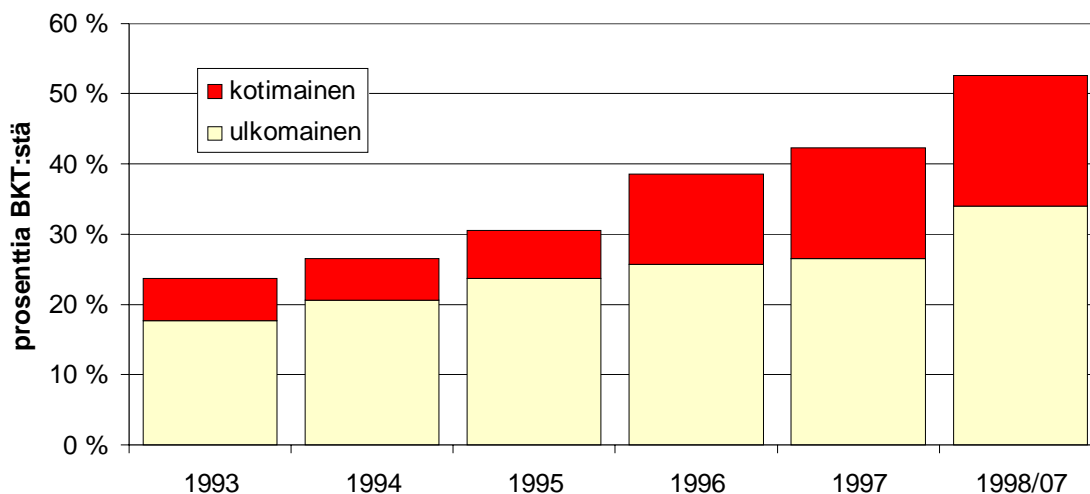
Kuva 1: Venäjän federaation budjetin tasapaino



Lähde: Minfin

Jatkuvat GKO -velkakirjojen liikkeellelaskut nostivat federaation velkaantumistasoa nopeasti. Kun Venäjän federaation velka oli vuonna 1992 n. 110 miljardia dollaria, kasvoi se noin 240 miljardiin dollariin ennen elokuun 1998 kriisiä. Siis vaikka osa velkaantumisesta oli perua jo Neuvostoliiton ajoilta, ei venäläisten viranomaisten vastuuta 1990 –luvun velkaantumisesta voida juurikaan kiistää. Varsinkin kun velkaantuminen tapahtui lyhyessä ajassa vuosina 1996 - 1998.

Kuva 2: Venäjän federaation velkaantuminen 1993 – 1998



Lähde: OECD, EEG (Minfin)

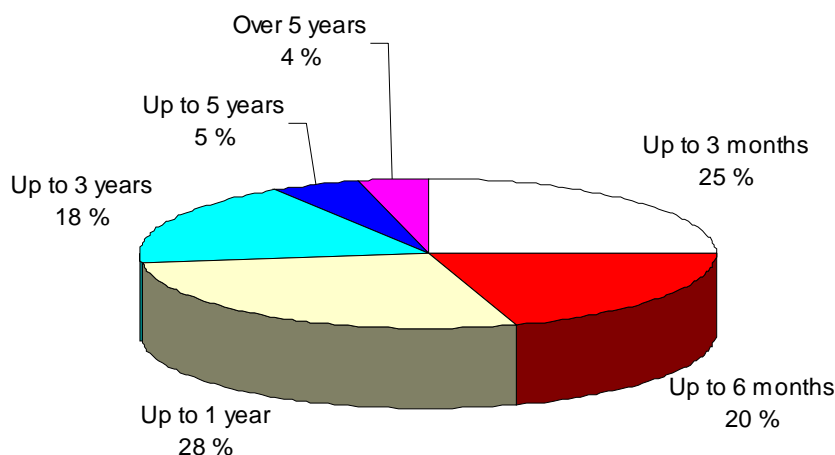
Venäjän kriisin perusdynamikka oli siis ensimmäisen sukupolven teorian mukainen: stabilisaatio-ohjelman myötä julkinen alijäämä rahoitettiin lyhytaikaisia velkapapereita liikkeelle laskemalla. Liikkeellä olevan rahan ja velkakirjojen kysyntä on kuitenkin vakio. [12] Kun valuuttakurssi oli kiinteä, johtivat jatkuvat velkakirjojen liikkeellelaskut ruplien kysynnän heikkenemiseen. Keskuspankin reservit vähenivät, kunnes ne olivat niin alhaisella tasolla, että sijoittajien joukkopako ruplista mahdollistui ja valuuttakriisi syntyi. Sama

perusdynamiikka on ollut muutaman muunkin viime vuosien valuuttakriisin taustalla, esimerkiksi Argentiinan 2001-2002 kriisi on pitkälti seurasta lyhytaikaisten velkakirjojen jatkuvasta liikkeellelaskusta.

Kyseistä perusdynamiikkaa voidaan vielä hieman monimutkaistaa ajattelemalla, ettei rahan ja velkakirjojen kysyntä ole vakio, vaan se riippuu mm. valtion maksukyvyistä. Korhosen tekemät laskelmat havainnollistavat, että Venäjän budjettialijäämät sekä velkaantuminen olisivat vaatineet hyvin nopeaa talouskasvua tai suuria ylijäämiä tulevaisuudessa, jotta ne olisivat olleet kestäväällä pohjalla. [13]

Lisäksi on mielenkiintoista tutkia tarkemmin velan maturiteettia. Velan ollessa hyvin lyhytaikaista valtio joutuu jatkuvasti laskemaan liikkeelle uusia velkakirjoja kattaakseen vanhojen velkojensa maksun. Mikäli odotukset muuttuvat heikompaan suuntaan ja liikkeelle laskettavien velkakirjojen korot nousevat, kasvaa valtion velkaantuminen nopeasti. Juuri näin kävi Venäjälle. Kuten kuvasta 3 havaitaan oli Venäjän federaation velasta n. 75 prosenttia oli alle vuoden mittaista. Kun vuoden 1998 aikana devalvaatio-odotukset ja korot nousivat, kasvoivat myös velanhoitomenot federaation budjetissa. Tammielokuussa 1998 kotimaisen velan hoitomenot olivat jo noin puolet verotuloista. [14]

Kuva 3: Federaation kotimaisen velan maturiteettirakenne toukokuussa 1998

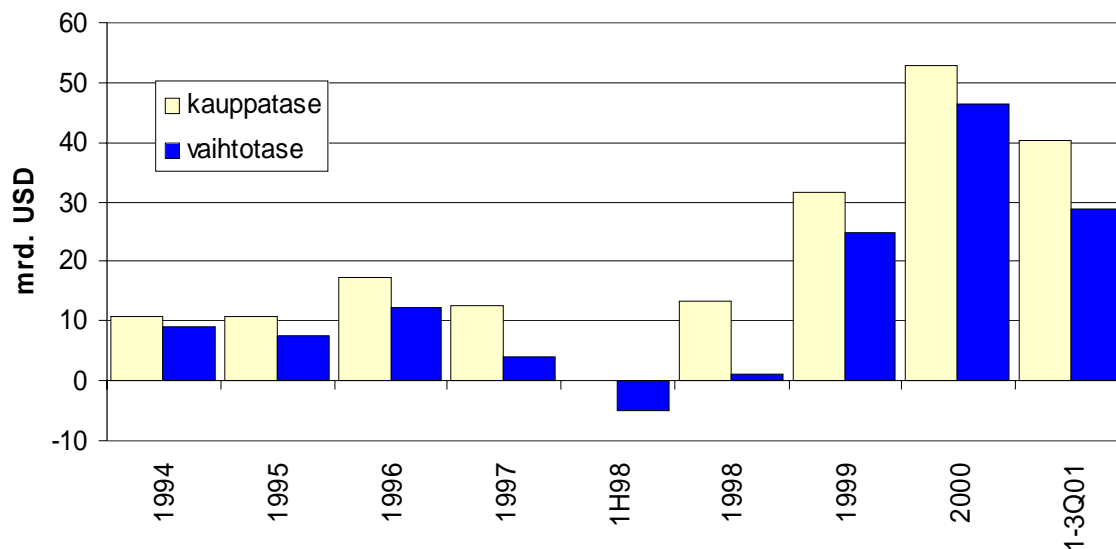


Lähde: Helmenstein – Krylova (1998)

3.2 Ulkoinen tasapaino ja ruplan kurssi

Ennen elokuun kriisiä ja vielä sen jälkeenkin käytiin vilkasta keskustelua siitä, olivatko venäläiset yritykset kilpailukykyisiä tuolla n. kuusi ruplaa per dollari valuuttakurssilla. [15] Alhaisempien raaka-ainehintojen johdosta Venäjän vienti laantui vuoden 1998 alkupuolella, mutta kauppatase jäi kuitenkin selvästi ylijäämäiseksi ja vaihtotaseenkin alijäämä oli hyvin pieni sekä lyhytaikainen (kuva 4). On siis vaikea perustella, että kyseisellä valuuttakurssilla venäläiset yritykset eivät olisi olleet kilpailukykyisiä tai, että ulkoinen tasapaino olisi vaatinut devalvaatiota. Lisäksi reaali-palkkoihin perustuvat tutkimukset eivät osoita ruplan kurssiin olleen yliarvostettu. [16] Vientitulojen väheneminen kuitenkin pienensi monen suuryrityksen kykyä ja haluja maksaa veroja federaatiolle, mikä toki pahensi vuoden 1998 budjettialijäämää ja edesauttoi kriisin syntymistä.

Kuva 4: Venäjän kauppataseen ja vaihtotaseen kehitys



Lähde: RECEP, CBR

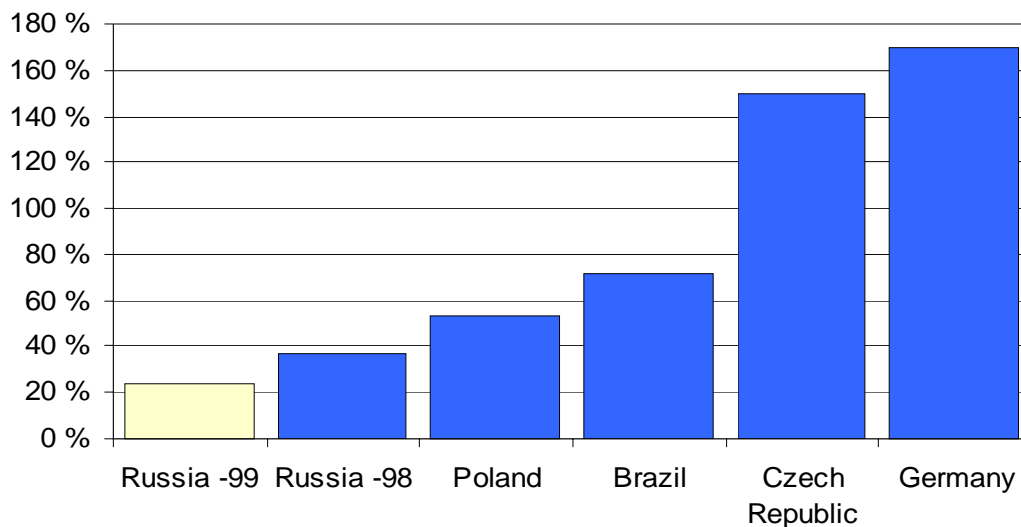
3.3 Venäjän pankkisektori

Pankkien velkaantuminen ulkomaille oli Aasian maissa suurena syynä kriisien syntymiselle. Huolimatta noin 1 700 pankista Venäjän pankkisektori oli ennen kriisiä (ja varsinkin sen jälkeen) hyvin pieni ja vähän velkaantunut. Koko pankkisektorin varat olivat syksyllä 1998 n. 35 prosenttia BKT:stä, kun ne monessa Aasian maissa olivat kokonaistuotantoa suuremmat ja Keski-Euroopan siirtymätalousmaissakin selvästi Venäjää suuremmat (kuva 5).

Ennen vuoden 1998 kriisiä venäläiset pankit eivät myöskään olleet velkaantuneet ulkomaille. Pankkisektorin ulkomaisten luottojen määrä oli kesällä 1998 alle kaksi miljardia dollaria eli noin neljä prosenttia BKT:stä, mikä on hyvin alhainen taso verrattuna muihin kehittyviin maihin. [16] Kun Venäjän pankkisektorin varat olivat pienet, eivätkä ne olleet juurikaan velkaantuneet ulkomaille, ei niiden toimia voida pitää pääsyyinä elokuun 1998 kriisille.

Eräät venäläiset liikepankit olivat kuitenkin ryhtyneet myymään termiinisopimuksia kansainvälisille sijoittajille. Näillä sopimuksilla sijoittajat pyrkivät suojaamaan ostamiensa GKO –velkakirjojensa valuuttariskin ruplan devalvoimisen varalta. Joidenkin arvioiden mukaan näiden sopimusten arvo olisi ollut n. 200 mrd. dollaria eli kaksi kertaa suuremmat kuin koko pankkisektorin varat. Reilulla kymmenellä pankilla myytyjen termiinisopimusten arvo olikin 1 – 9 kertaa suuremmat kuin pankin varat. [18] Eli pankkien myöntämät termiinisopimukset kyllä pahensivat sekä syvensivät kriisiä.

Kuva 5: Pankkien kokonaisvarojen suhde BKT:hen



Lähde: Alfa Capital, Barisitz (2000)

Luvut ovat 1Q1998 lukuun ottamatta Venäjän vuoden 1999 tilastoa.

Kun Venäjän pankkisektorin kokonaisvarat olivat varsin pienet, ei pankit toimineet myöskään merkittävänä rahoituksen välittäjänä eli välittäneet kotitalouksien säästöjä yritysten investoinneiksi. Pankkien lainananto yksityiselle sektorille oli Venäjällä ennen kriisiä vain n. 5 prosenttia BKT:stä, kun suhde oli n. 20 prosenttia Puolassa, 60 prosenttia Tšekin tasavallassa ja 60 - 100 prosenttia Aasian kriisimaissa. [19] Tämä heikensi talouskasvun edellytyksiä Venäjällä. [20] Rahoitusmarkkinat eli yritysten osake- ja joukkovelkakirjamarkkinat eivät myöskään ehtineet nousta todella merkittäväksi rahoituksen lähteeksi kuin muutamalle yritykselle. Tämä siitä huolimatta, että markkinat kehittyivät suotuisasti aina syksyyn 1997 asti.

Pienuuden ohella Venäjän pankkisektorin ominaispiirre on sen keskittyneisyys. Säästöpankin eli Sberbankin osuus kaikista yksityistalletuksista oli ennen kriisiä n. 75 prosenttia (kriisin jälkeen jopa 90 prosenttia) ja n. 30 prosenttia kokonaisvaroista. [21] Ulkomaisten pankkien osuus on rajattu 12 prosenttiin koko pankkisektorin omasta pääomasta, eikä niiden rooli ollut ennen kriisiä mitenkään merkittävä.

3.4 Venäjän talouden ominaispiirteistä

Venäjän kriisin taustalla ovat myös Venäjän talouden ominaispiirteet, jotka tekivät taloudesta ongelmallisen talouskasvulle, pitivät ruplien kysynnän pienenä sekä budjettialijäämän suurena. Tässä jaksossa käymme läpi vain muutaman Venäjän talouden ominaispiirteistä, jotka olivat merkittäviä elokuun 1998 kriisin synnylle. [22] Ensinnäkin, Venäjän talous ei ollut rahatalous. Vuosina 1994 – 1998 lavean M2 rahan suhde BKT:hen oli 10 – 12 prosenttia. Ruplien sijaan venäläiset käyttivät dollareita, ja varovaisetkin laskelmat arvioivat maassa olevien dollarien arvon suuremmaksi kuin ruplien. Venäläiset käyttivät vaihdon välineenä myös tavaroita. Ennen elokuun 1998 kriisiä vaihtokaupan osuus nousi yli 50 prosenttiin teollisuustuotannon kokonaisliikevaihdosta. [23] Tavaroilla maksettiin myös veroja, mikä vaikeutti federaation budjetin hoitoa entisestään. Heikko ruplien ky-

syntä vaikeutti myös ruplamääräisten velkakirjojen liikkeellelaskua ja teki taloudesta entistä herkemman muutoksille esim. kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla.

Kriisin syntymisen kannalta toinen merkittävä ominaispiirre Venäjän taloudessa oli taloudellisen ja poliittisen päätöksenteon sekoittuminen sekä siitä johtuva julkisen sektorin heikkous. [24] Neuvostoliiton aikana taloudellisia valintapäätöksiä eivät tehneet yritykset tai kuluttajat, vaan ne tehtiin keskusjohtoisesti. Presidentti Jeltsinin aikana yritysten ja julkisen vallan päätöksenteko oli edelleen hyvin sotkeutuneet, ja esim. yritysten veronmaksu perustui neuvotteluihin. Näin suuryritysten todelliset veromaksut olivat usein pienemmät kuin lakiin perustuvat ja federaation verotulot pienemmät kuin budjetissa ennakoitua. Sama sotkuinen päätöksenteko toteutui alueiden ja yritysten välillä, mutta myös alueiden ja keskusvallan välillä. [25] Kaikki tämä vaikeutti federaation budjettitulojen keruuta.

3.5 Aasian kriisin merkitys ja Venäjän kriisin puhkeaminen

Venäjän federaation velkaantuminen ja erityisesti liikkeelle lasketut GKO -velkakirjat tekivät Venäjän taloudesta herkän muutoksille kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla jo syksyllä 1997. Kun viisi Aasian maata olivat ajautuneet valuuttakriisiin loppusyksystä 1997, väheni pääomien virta myös muille kehittyville markkinoille. [26] Syynä kyseiseen tartuntaan oli kehittyville maille keskittyvien rahastojen ja pankkien tappiot Aasiassa, mitkä pakottivat ne vähentämään sijoituksia muualla. Lisäksi Aasian kriisin myötä monet sijoittajat ”heräsivät” ja alkoivat tutkia myös muiden kehittyvien maiden talouskuntoa tarkemmin. [27] Tämäkin toi entistä selvemmin esiin Venäjän federaation budjetin kestämyden.

Vuosina 1997-1998 maakaasu, raakaöljy, öljytuotteet sekä metallit muodostivat n. 65 prosenttia Venäjän vientituloista. Aasian kriisin johdosta raaka-aineiden kysyntä laski ja raaka-ainehinnat lähtivät selvään laskuun syksyllä 1997, mikä vähensi federaation budjettituloja entisestään. Vuoden 1998 aikana GKO -korot nousivat, budjetin korkomenot kasvoivat ja budjettialijäämä paheni.

Talousvaikeuksien kasaantuessa presidentti Jeltsin erotti maaliskuussa 1998 pääministeri Viktor Tshernomyrdinin hallituksen. Pääministeriksi nousi lopulta Sergei Kirijenko, jonka hallitus esitteli uuden talousohjelman kesäkuussa 1998. Samalla Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) myönsi Venäjälle uuden 22,6 mrd. dollarin lainapaketin ja hyväksyi siitä ensimmäisen 4,8 mrd. dollarin lainaerän maksatuksen. Venäjän duuma ei kuitenkaan hyväksynyt talousohjelmaan liittyvää lainsäädäntöä aivan kokonaisuudessaan. [28]

Talousohjelma ja IMF:n myöntämä laina eivät kuitenkaan laimentaneet odotuksia ruplan devalvoimisesta. Maanantaina 17. elokuuta hallitus ilmoitti ruplan devalvaation sekä sen, ettei Venäjä kykene toistaiseksi suoriutumaan kotimaisen velan maksamisesta. Hallitus määräsi myös, etteivät venäläiset pankit ja yritykset saa maksaa ulkomaisiin velkoihinsa liittyviä maksuja seuraavaan 90 päivään (velkamoratorio). [29] Vaikka markkinat olivat odottaneet ruplan devalvoimista, niin GKO -velkojen maksamatta jättäminen sekä velkamoratorio tulivat sijoittajille yllätyksenä. Tällä oli varsin merkittäviä vaikutuksia kansainvälisille rahoitusmarkkinoille.

Devalvaatio toteutettiin aluksi niin että ruplan vaihteluväliä laajennettiin ja siirrettiin 6,0 – 9,5 ruplaan per dollari. Myöhemmin dollarisidos poistettiin kokonaan, ja vuoden 1998 loppuun mennessä rupla oli devalvoitunut noin 70 prosenttia 20,65 ruplaan per dollari.

3.6 Johtopäätökset

Venäjällä elokuussa 1998 toteutuneen valuuttakriisin pääsyy oli siis pitkään jatkuneet federaation budjetin alijäämät, mitkä johtivat nopeaan velkaantumiseen. Liikkeelle lasketut lyhytaikaiset GKO -velkakirjat tekivät Venäjän talouden alttiiksi kansainvälisille muutoksille. Aasian kriisin johdosta raaka-aineiden hinnat laskivat ja sijoittajien yleinen kiinnostus kehittyviä maita kohtaan väheni. Näin ruplan devalvaatio-odotukset kasvoivat ja GKO -korot nousivat, eikä Venäjän federaatio enää onnistunut rahoittamaan budjettialijäämäänsä. Näin valuuttakriisi sekä federaation maksukyvyttömyys toteutuivat elokuussa 1998.

Useimmat jo julkaistut tutkimukset Venäjän kriisistä tulevat pitkälti samaan lopputulokseen. Esimerkiksi Gobbin – Merlevede (2000), Sutela (2000) ja Åslund (1998) painottavat juuri federaation budjettialijäämien merkitystä. Desain (2000) mielestä sekä budjettialijäämät että Aasian kriisin vaikutus yhdessä aiheuttivat elokuun 1998 tapahtumat Venäjällä. Chapman ja Mulino (2001) puolestaan painottavat myös Venäjän pankkisektorin ongelmia. Täysin erilaista mielipidettä edustavat Montes ja Popov (1999), joiden mielestä kriisin syy oli vientitulojen väheneminen. Heidän mukaansa rupla oli elokuussa 1998 yliarvostettu. Dyker (2000) puolestaan painottaa erilaisia rakenteellisia syitä kriisin lähteenä.

4 Kriisin vaikutukset ja sen jälkeinen talouskehitys

Tässä jaksossa tutkimme elokuun kriisin vaikutuksia Venäjän talouteen sekä kriisin kansainvälisiä seurauksia. Lisäksi pohdimme, onko vuosien 1999 - 2001 talouskasvu seurausta valuuttakriisistä vai johdonmukaisen talouspolitiikan tulos?

4.1 Välittömät vaikutukset Venäjän taloudelle

Elokuun 1998 kriisillä oli välittömät vaikutukset Venäjän maksu- ja rahoitusjärjestelmälle. Kun pankkien varoista yli kolmannes oli sijoitettuna arvopapereihin (mm. valtion velkakirjoihin), aiheuttivat devalvaatio ja federaation velanhoidon laiminlyönti pankkikriisin. Lisäksi devalvaatio aiheutti termiinisolimusten kautta monien liikepankkien konkurssin. Venäjän pankkisektori kutistui siis entisestään ja sen kokonaisvarat laskivat noin 23 prosenttiin BKT:stä (kuva 5). Näin Venäjän pankkisektorin kokonaisvarat olivat kriisin jälkeen pienemmät kuin silloisen Merita-Nordbankenin varat.

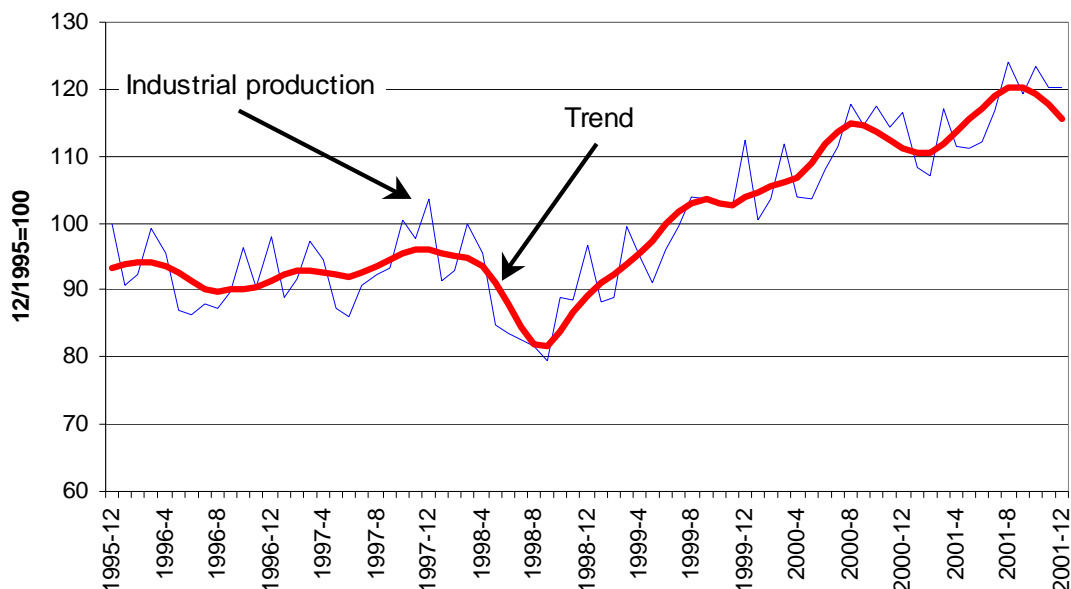
Heikko pankkivalvonta ja hallituksen pankeille asettama velkamoratorio mahdollistivat pankkien omistajien siirtää osa pankkien varoista talteen ulkomaille tai sitten he perustivat uuden pankin. Kyseiset varojen siirrot tapahtuivat usein ulkomaisten sijoittajien kustannuksella, millä tuli olemaan myös pitempiaikaisia vaikutuksia Venäjän pankkisektorin kehittymiselle. [30]

Pankkikriisin kokonaistaloudelliset vaikutukset jäivät kuitenkin odotettua pienemmiksi. Ensinnäkin, pankkikriisin myötä syntyneet ongelmat maksujärjestelmässä jäivät onneksi lyhytaikaisiksi. Sberbankin kattava konttoriverkko, muutamat venäläiset liikepankit sekä ulkomaiset pankit mahdollistivat maksujärjestelmän toimimisen. Toiseksi, kun pankkisektorin rooli yritysten investointien rahoittajana oli jo ennen kriisiä pieni, ei lainahanojen tyrehtymisellä ollut suurta vaikutusta kansantaloudelle. Kolmanneksi, ainoana merkittävä pankkikriisin hoitotoimena viranomaiset siirsivät kuuden liikepankin talletukset Sberbankiin sekä takasivat sen talletukset. Tällöin talletuspako pankeista tyrehtyi. [31]

Ruplan devalvoitumisen välitön vaikutus kansalaisille oli reaalityulojen raju väheneminen. Kun dollarimääräinen kuukausikeskipalkka oli ennen kriisiä 180 dollaria, oli se vuoden 1998 lopussa alle 70 dollaria. Ruplan devalvoitumisen johdosta myös tavarat kallistuivat, ja vuoden 1998 inflaatio nousikin 84 prosenttiin. Kun reaalityuloihin lasketaan myös muut kuin palkkatulot, laskivat reaalityulot noin 20 – 30 prosenttia kriisin johdosta. Elokuun 1998 kriisi teki siis venäläisistä entistäkin köyhempiä. Pitkälti kriisin ja kriisiodotusten seurauksena Venäjän BKT supistui viisi prosenttia vuonna 1998.

Ruplan devalvoituminen johti Venäjän teollisuuden kilpailukyyn paranemiseen. Kun Primakovin hallitus ja keskuspankin pääjohtajaksi palannut Viktor Geraschenko pidättäytyivät laajamittaisesta keskuspankkirahoituksesta, Venäjä välttyi pelätyltä hyperinflaatiolta. Vuonna 1999 reaalin valuuttakurssi oli 40 – 50 prosenttia heikompi kuin ennen kriisiä. Tämä paransi teollisuuden kilpailukykyä sekä vienti- että kotimarkkinoilla ja mahdollisti teollisuustuotannon jopa 11 prosentin kasvun jo kriisiä seuraavana vuonna 1999.

Kuva 6: Teollisuustuotanto



Lähde: Goskomstat, BOFIT

4.2 Kansainväliset vaikutukset

Ruplan devalvoitumisen toinen puoli oli Venäjälle tapahtuvan tuonnin raju supistuminen. Eniten tästä kärsivät Baltian maat, joiden vienti, teollisuustuotanto ja kokonaistuotanto supistuivat vuonna 1999. Kaikki Baltian maat pääsivät kuitenkin seuraavana vuonna irti talouslamasta, ja niinpä Venäjän kriisin vaikutukset jäivät Baltian maissa lyhytaikaisiksi. [32] Myös Suomen vienti Venäjälle laski kriisin seurauksena hetkellisesti jopa yli 50 prosenttia, millä ei kuitenkaan ollut Suomelle merkittäviä kokonaistaloudellisia vaikutuksia. Venäjän talouden lähtiessä kasvuun vuosina 1999 – 2001 on myös Suomen vienti Venäjälle elpynyt, mutta kesti yli kolme vuotta ennen kuin kriisiä edeltänyt taso saavutettiin. [33]

Venäjän kriisillä oli kauppavirtoja ehkä merkittävämpi vaikutus kansainvälisten rahoitusmarkkinoiden välityksellä. Kun Venäjän kotimaisen velan laiminlyönti tuli sijoitta-

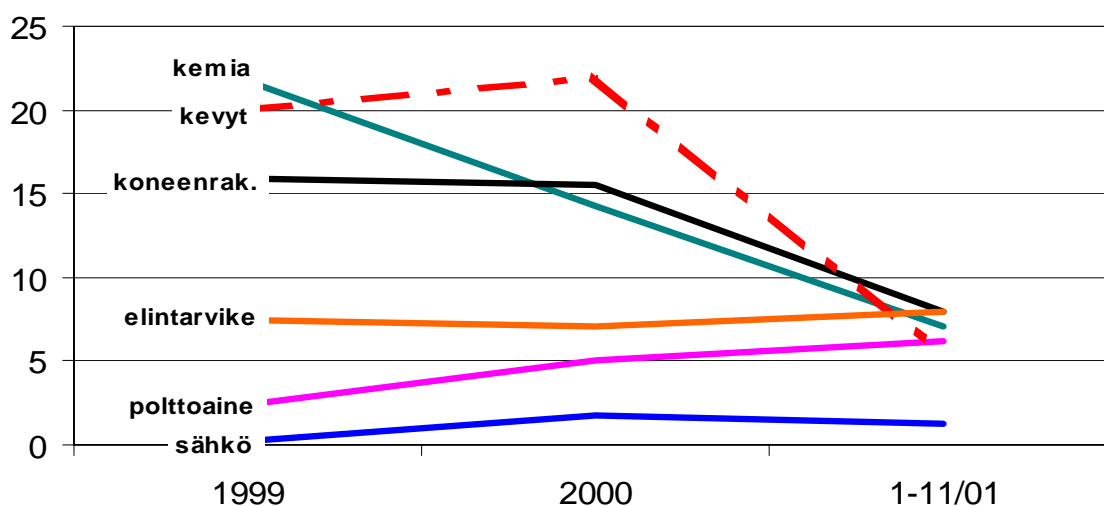
jille pitkälti yllätyksenä, vähenivät pääomavirrat kehittyviin maihin entisestään. Monissa Latinalaisen Amerikan maissa korot nousivat ja keskuspankit joutuivat puolustamaan kiinteitä valuuttakursseja. Valuuttakriisiodotukset tarttuivat erityisesti Brasiliaan, mikä poisti realin dollarikytkennän tammikuussa 1999. Toinen merkittävä episodi oli Yhdysvaltalaisen LTCM -rahaston ajautuminen lähes konkurssiin syksyllä 1998. Rahaston tappiot olivat osaltaan seurausta Venäjän ja muiden kehittyvien markkinoiden kriiseistä. Aasian ja Venäjän kriisien sekä rahastojen ongelmien jälkeen Yhdysvaltojen keskuspankki (FED) toteutti pelastuspaketin sekä laski ohjauskorkojaan syksyllä 1998. [34]

4.3 Kriisin jälkeinen talouskehitys

Vuodesta 1999 Venäjän talous on kasvanut varmasti nopeampaa kuin kukaan osasi ennakolta odottaa (kuva 8). Kriisin jälkeisen talouskasvun lähteet ja dynamiikka voidaan yksinkertaistaa seuraavasti:

1. Kriisin jälkeen viranomaiset valitsivat laajamittaisesta keskuspankkirahoituksesta pidättäytymisen ja tiukan finanssipolitiikan. [35] Tämä mahdollisti ruplan ja inflaation stabilisoitumisen. Ilman näitä talouskasvu ei olisi ollut ylipäänsä mahdollista.
2. Ruplan reaalisen heikkenemisen johdosta talouskasvu on ollut erityisen nopeaa kotimarkkinoille suuntautuneilla toimialoilla. Vuosina 1999 – 2000 Venäjän teollisuudessa eniten kasvoivat kemian, kevyen teollisuuden, koneenrakennus, metsän, sekä raudan ja teräksen toimialat. Niissä vuosittainen kasvu oli yli 10 prosenttia. Sen sijaan öljy- ja erityisesti kaasuteollisuuden kasvu oli hyvin hidasta. [36]

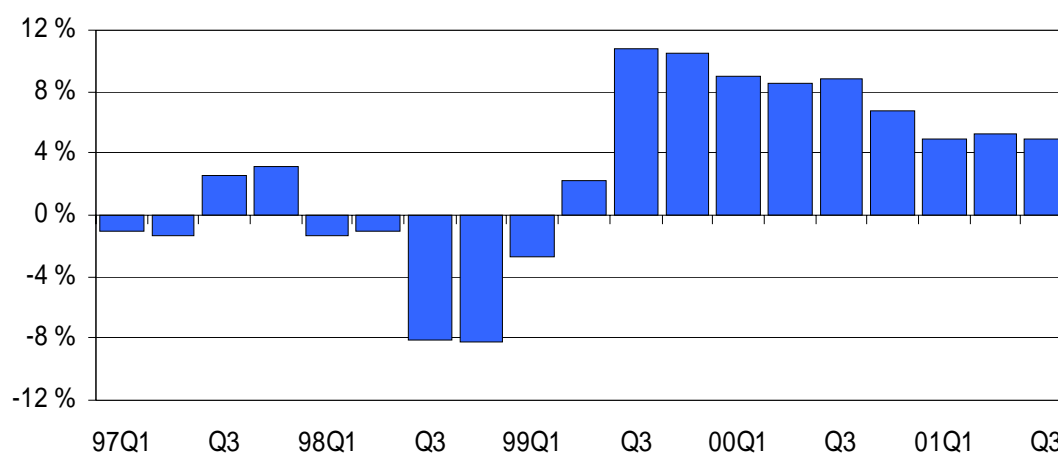
Kuva 7: Teollisuustuotannon kasvu toimialoittain



Lähde: Goskomstat

3. Vakiintuneen talouspolitiikan, kohonneiden raaka-ainehintojen sekä selvästi parantuneen yritysten kannattavuuden johdosta investoinnit lähtivät nopeaan kasvuun vuoden 1999 puolivälissä. Samalla myös kokonaistuotanto kääntyi kasvuun, mikä on jatkunut kohtalaisen nopeana (kuva 8).
4. Vuosina 2000 - 2001 toteutettiin lukuisia talousuudistuksia, jotka tukevat investointien ja kokonaistuotannon kasvua (uudistuslait, taulukko 1). Kävi myös entistä selvennäkösi, että talousuudistuslinja tulee jatkumaan tulevaisuudessa. Vuonna 2001 teollisuustuotannon kasvu hidastui (4,9%), ja samalla toimialojen kehitys yhtenäistyi (kuva 7).

Kuva 8: Venäjän BKT:n kasvu 1997 - 2001



Lähde: Goskomstat

5. Teollisuustuotannon kasvu ja yritysten parantunut kannattavuus mahdollistivat reaalityulojen kasvun. Lisäksi julkinen sektori on hoitanut palkanmaksun ja maksurästit. Näin vuoden 2001 talouskasvu oli paljolti kotimaisen kysynnän ansiota, kun vienti jopa hieman väheni edellisestä vuodesta. Kauppataaseen suuri ylijäämä mahdollistaa kuitenkin kotimaisen kysynnän kasvun ilman, että ulkoinen tasapaino tai velanhoitokyky vaarantuisivat (kuva 4).
6. Yritysten parantunut kannattavuus sekä jo toteutuneet talousuudistukset ovat vähentäneet Venäjän talouden epätehokkaita ominaispiirteitä. Vaihtokaupan osuus teollisuustuotannon liikevaihdosta on pudonnut alle 15 prosentin ja ruplatalouden osuus on kasvanut. Lisäksi poliittinen ja taloudellinen päätöksenteko tapahtuvat nyt entistä enemmän irrallaan. Nämä tukevat talouskasvua myös tulevaisuudessa.

Taulukko 1: Uudistuslait

	hyväksytty	muutettu	voimaan
Yritysten voittovero 35 > 24 % (verokoodeksin II osa)		06.08.01	01.01.02
Rahanpesulaki	07.08.01		01.02.02
Osakeyhtiölaki		07.08.01	01.01.02
Luottolaitosten konkurssilaki		07.08.01	09.08.01
Toimilupalaki	08.08.01		10.02.02
Yrityssuojalaki	08.08.01		11.08.01
Yritysrekisterilaki	08.08.01		01.07.02
Valuutan kotiutusvelvollisuus 75 > 50 %		08.08.01	10.08.01
Maalaki	25.10.01		30.10.01
Siviililaki III osa (perintökaari)	26.11.01		01.03.02
Investointirahastolaki	29.11.01		04.12.01
Laki oikeusjärjestelmästä		15.12.01	31.12.01
Laki tuomareiden asemasta ns. presidentin paketti		15.12.01	31.12.01
Laki korkeimmasta oikeudesta		15.12.01	31.12.01
Laki pakollisesta eläkevakuutuksesta	15.12.01		20.12.01
Laki valtioneuläkkeistä		17.12.01	30.12.01
Työeläkelaki	17.12.01		01.01.02
Laki valtion eläketurvasta	17.12.01		01.01.02
Yksityistämislaki	21.12.01		26.04.02
Yhtenäinen maatalousvero (verokoodeksin II osa)		29.12.01	01.01.02
Työsopimuslaki	30.12.01		01.02.02
Laki hallinnollisista rikkomuksista	30.12.01		01.07.02
Budjettilaki 2002	31.12.01		31.12.01

Lähde: BOFIT

5 Lopuksi

Elokuun 1998 valuuttakriisin pääsyy oli Venäjän federaation suuret budjettialijäämät, mitkä johtivat nopeaan velkaantumiseen. Tämä teki maasta hyvin kriisialttiin. Aasian kriisin myötä raaka-ainehinnat laskivat ja sijoittajat vähensivät sijoituksiaan yleisesti kehittyvissä maissa. Näin GKO -velan korot nousivat ja federaation budjetin rahoitus vaikeutui entisestään. Lopulta ruplien kysyntä romahti ja valuuttakriisi sekä federaation maksukyvyttömyys toteutuivat.

Kriisin jälkeinen nopea talouskasvu on pitkälti seurausta ruplan reaalista heikentymisestä. Kasvun edellytykset on kuitenkin luotu kriisin jälkeisellä talouspolitiikalla, missä erityisesti tiukka budjettikuri on ollut merkittävässä roolissa. Presidentti Putinin kaudella on tehty myös rakenteellisia uudistuksia, mitkä tukevat talouskasvun jatkumista. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että kriisin jälkeinen talouspolitiikka olisi ollut täydellistä. Uudistukset pankkisektorilla ovat olleet olemattomia ja julkiseen sektoriin kohdistuvat uudistukset ovat toistaiseksi esiintyneet vain papereissa. Viranomaisten kriisin jälkeisiä talouspoliittisia valintoja ei kuitenkaan ole syytä väheksyä. Talousuudistukset ja suurten virheiden välttäminen ovat olleet talouskasvulle suotuista politiikkaa.

Viitteet

- [1] Artikkelissa käytetyt tilastot perustuvat pitkälti Venäjän tilastokeskuksen lukuihin, katso esimerkiksi Goskomstat (2001). Artikkelin on kirjoitettu tammikuussa 2002.
- [2] Artikkelissa ei kuitenkaan tehdä empiiristä testausta Venäjän aineistolla. Katso valuuttakriisien empiirisestä testauksesta ja myös sen ongelmallisuudesta Kajanoja (2001).
- [3] Tämän jakson kirjallisuuskatsaus pohjautuu pitkälti Komulainen (2001). Katso myös muut viimeaikaiset katsaukset valuuttakriisitutkimuksiin Jeanne (1999) sekä Kajanoja (2001).
- [4] Salant – Henderson (1986), Krugman (1986).
- [5] Calvo (1996)
- [6] Toisen sukupolven teorit lähtivät liikkeelle Obstfeldin (1986, 1994, 1996) töistä. Katso myös Jeanne (1997).
- [7] Devalvoitumisodotukset voivat aiheuttaa kustannuksia monestakin syystä. Esimerkiksi korkojen noustessa julkisen sektorin velanhoitokulut nousevat (Masson 1999) tai devalvoitumisodotukset aiheuttavat pääomavirtoja ulospäin, jolloin reservit vähenevät (Komulainen 2001).
- [8] Katso pankkikriisien syntymisen teoriasta esimerkiksi Diamond – Dybvid (1983) tai Allen – Gale (1998) sekä lyhyt aikaisten velkojen merkityksestä Rodrik (1999). Aasian kriisin syntymisestä katso esim. Corsetti et al. (1998).
- [9] Mahar – Williamson (1998). Katso pankkikriisien ja valuuttakriisien yhteyksistä Kaminsky – Reinhart (1999a) sekä Velasco (1987).
- [10] Katso kriisien tartumisesta Aasian kriisin kohdalla esim. Baig – Goldfajn (1999, 2000) ja Kaminsky – Reinhart (2000) sekä ulkomaisten lainottajien merkityksestä Kaminsky – Reinhart (1999b).
- [11] Tämän jakson käsittely perustuu pitkälti Komulainen (1999).
- [12] Liikkeessä olevan rahan kysyntä säilyi alhaisena, vaikka inflaatio laski. Katso myös vaihtokaupan merkityksestä rahan kysyntään (Kim et al. 2001)
- [13] Korhonen (1998).
- [14] Malleret et al. (1999). Verotulot olivat noin 80 prosenttia kaikista budjettituloista.
- [15] Katso esimerkiksi Popov (1997), Popov – Montes (1999), Sutela (2000) sekä Åslund (1998).
- [16] Halpern ja Wyplotz (1997).
- [17] Ennen vuoden 1998 kriisiä pankit olivat laskeneet liikkeelle vain alle miljardin dollarin edestä Eurobond velkakirjoja. Tämän lisäksi oli muutamat pienehköt kansainväliset syndikoidut luotot sekä EBRD:n ja muiden kansainvälisten organisaatioiden myöntämät luotot Venäjän pankkisektorille, katso tarkemmin Ivanov (1999) ja Sillantaka (1997).
- [18] Malleret et al. (1999) sekä Gobbin – Merlevede (2000). Kyseiset venäläiset pankit eivät puolestaan varautuneet ja suojanneet omaa valuuttariskiään. Useimmissa tapauksissa näistä sopimuksista syntyvät riskit kirjattiin pankkien taseiden ulkopuolelle.
- [19] Karunaratne (1999) sekä EBRD Transition reports.

[20] Sutela (1998a).

[21] Sillantaka (1997) ja Barisitz (2000). Venäjän keskuspankki omistaa enemmistöosuuden Sberbankista.

[22] Katso lähemmin Venäjän talouden ominaispiirteistä Sutela (1998b) sekä Rautava – Sutela (2000).

[23] Korkeimmillaan vaihtokaupan osuus teollisuusyritysten liikevaihdosta oli 54 prosenttia elokuussa 1998. Sitten vaihtokaupan osuus on laskenut ja elokuussa 2001 sen osuus oli 13 prosenttia, Russian Economic Barometer (2001).

[24] Päätöksenteon sekoittuminen sekä julkisen sektorin heikkous eivät ole vain Venäjän talouden ominaispiirre. Monissa kehittyvissä maissa, kuten Aasiassa ja Latinalaisessa Amerikassa, yritysten ja julkisen sektorin päätöksenteot ovat myös hyvin sekoittuneet.

[25] Katso Tekoniemi (1998, 2002).

[26] IMF (1999) sekä BIS (1999).

[27] Katso teoriat sijoittajien uudelleenjärjestelyn merkityksestä Calvo (1999) sekä Schinasi – Smith (2000). Katso myös empiirinen evidenssi rahastojen uudelleenjärjestelyn merkityksestä (Kaminsky et al. 2001). On myös hienoista empiiristä evidenssiä sille, että Venäjän kriisin aikana ulkomaiset sijoittajat reagoivat kotimaisia sijoittajia herkemmin muutoksiin kansainvälisillä markkinoilla, Medvedev (2001).

[28] Rautava (1999).

[29] Rautava (1999). Lopulliset ratkaisut devalvoinnista, maksukyvyttömyydestä sekä velkamoratoriosta tehtiin viikonloppuna 15-16. elokuuta. Neuvotteluissa olivat läsnä ainakin keskuspankin pääjohtaja Dubinin, entinen pääministeri Gaidar, entinen talousministeri Chubais sekä pääministeri Kirijenko. Nämä tekivät aluksi ehdotuksen devalvaatiosta ja maksukyvyttömyydestä, joka sitten vietiin hyväksyttäväksi presidentti Jeltsinille. Myöhemmin maanantain vastaisena yönä ratkaisuun lisättiin velkamoratorio, ilmeisesti pitkälti venäläisten liikemiesten lobbauksen tuloksena, Malleret et al. (1999).

[30] Esimerkiksi Uneximbankin jäljiltä perustettiin Rosbank, Bank Menatep:ista syntyi Menatep St. Petersburg, SBS Agro:sta muodostuivat Suyz Group ja Gold and Platinum Bank. Kaikkien näiden pankkien ulkomaiset velkojat hävisivät uudelleenjärjestelyissä. Lisäksi esimerkiksi Tokobankin likvidointi prosessi oli hyvin sekava, Barisitz (2000), Fenkner – Krasnitskaya (1999).

[31] Venäjän Keskuspankki poisti myös pankkien lisensejä niin että vuoden 1999 lopussa Venäjällä oli enää 1 350 toimivaa pankkia. Eräiden merkittävien pankkien kohdalla lisenssien poisto kaatui myöhemmin tuomioistuimissa, Barisitz (2000). Kriisin jälkeen Venäjän pankkisektori on siis vielä entistäkin enemmän keskittynyt Sberbankin ympärille.

[32] Katso Venäjän kriisin vaikutuksista Baltian maihin Korhonen – Taro (2000). Katso myös Baltian maiden talouskasvusta vuonna 2000 Koivu – Korhonen (2001).

[33] Katso Venäjän kriisin välittömistä vaikutuksista Suomen vientiin, Komulainen – Taro (1999), sekä viennin myöhemmästä elpymisestä Rautava (2001).

[34] Katso Venäjän kriisin vaikutuksista Latinalaiseen Amerikkaan, BIS (1999), sekä pääomavirtojen vähenemisestä, IMF (1999).

[35] Vuosina 2000 ja 2001 Federaation budjetin ylijäämä oli 2 – 3 prosenttia BKT:stä. Vuonna 1999 budjetin alijäämä oli 1,3 prosenttia BKT:stä. Samalla Venäjä on nopeuttanut

velkojen maksua mm. IMF:lle. Tässä artikkelissa ei edes pyritä tutkimaan mikä vaikutus kriisillä oli talouspolitiikkaan, katso teorian Drazen – Grilli (1993).

[36] Maakaasun tuotanto oli vakaa vuonna 1999 ja supistui yhden prosentin vuonna 2000.

Lähdeluettelo

Allen, F. – Gale, D. (1998) Optimal Financial Crises. *The Journal of Finance*, Vol. LIII, No. 4, August 1998.

Barisitz, S. (2000) The Development of the Banking Sectors in Russia, Ukraine, Belarus and Kazakhstan since Independence. *Focus on Transition*, 1/2000. Oesterreichische Nationalbank.

BIS (1999) 69th Annual Report 1999. Bank for International Settlements, Geneva.

Calvo, G. (1996) Varieties of Capital-Market Crises. Teoksessa Calvo, G. ja King M. (ed.) *The Debt Burden and its consequences for Monetary Policy*. International Economic Association by Macmillan, August 1998.

Chapman, S. and Mulino, M. (2001) Explaining Russia's Currency and Financial Crisis. *Moct – Most, Volume 11, No. 1. 2001*.

Corsetti, G.; Pesenti, P. and Roubini, N. (1998) What caused the Asian Currency and Financial Crisis? *NBER Working Papers No. 6833*.

Diamond, D.W. and Dybvid, P.H. (1983) Bank Runs, Deposit Insurance and Liquidity. *Journal of Political Economy*, 1983, vol. 91, No. 3.

Drazen, A. and Grilli, V. (1993) The Benefits of Crises for Economic Reforms. *American Economic Review*, Vol. 83 No 3, June 1993.

Dyker, D. A. (2000) The Structural Origins of the Russian Economic Crisis. *Post-Communist Economies*, Vol. 12, No. 1, 2000.

Gobbin, N. and Merlevede, B. (2000) The Russian Crisis: A Debt Perspective. *Post-Communist Economies*, Volume 12, No. 2, June 2000.

Fenkner, J. and Krasnitskaya, E. (1999) Corporate Governance in Russia. Research report by Troika Dialog, May 1999.

Helmenstein, C. and Krylova, E. (1998) The Russian GKO market: Anatomy of Crisis. *East European Chronicle No.4/August 1998. Erste Bank*.

IMF (1999) International Capital Markets 1999. International Monetary Fund, Washington D.C.

Ivanov, A. (1999) Russian Banking Sector. Report by Troika Dialog Research. Moscow.

Jeanne, O. (1997) Are currency crises self-fulfilling? A test. *Journal of International Economics*. Vol. 43, No 3/4 November.

Jeanne, O. (1999) Currency Crises: A Perspective on Recent Theoretical Developments. *CEPR Discussing Paper No. 2170*. June 1999.

Kajanoja, L. (2001) Essays on Currency Crises and Exchange Rate Expectations. *Research Reports No. 88:2001, Department of Economics, University of Helsinki*.

Karunaratne, N.D. (1999) The Asian Miracle and Crisis. *Intereconomics*, January/February 1999.

Kim, B – Y. ; Pirttilä, J. and Rautava, J. (2001) Money, Barter and Inflation in Russia. *BOFIT discussion paper 15/2001*.

Koivu, T. ja Korhonen, I. (2001) Talouskasvu ripeää Baltian maissa vuonna 2000. *BOFIT Online 2/2001*.

Komulainen, T. (2001) Currency crises in emerging markets: Capital flows and herding behaviour. *BOFIT discussion paper No. 10/2001*.

Komulainen, T. (1999) Currency crisis theories: Some explanations for the Russian case. *BOFIT discussion paper No. 1/1999*.

Komulainen, T. and Taro, L. (1999) The economic crisis in Russia and Finland's foreign trade. *BOFIT online 3/1999*.

Korhonen, I. (1998) Sustainability of Russian Federation's fiscal policy. *Review of Economies in Transition 1/1998, BOFIT*.

Korhonen, I. and Taro, L. (2000) Baltic economies in 1998 – 1999. Effects of the Russian Financial Crisis. In: Russian Crisis and its Effects. Ed. by: Komulainen, T. and Korhonen, I. Kikumora Publications, Helsinki.

Krugman, P. (1979) A Model of Balance-of-Payments Crisis. *Journal of Money, Credit, and Banking Vol. 11, No. 3. August*.

Mahar, M. and Williamson, J. (1998) A Survey of Financial Liberalisation. *Essays in international Finance No 211, November 1998*. International Finance Section, Princeton University.

Malleret, T.; Orlova, N. and Romanov, V. (1999) What loaded and triggered the Russian crisis? *Post-Soviet Affairs, Vol. 15/April-June 1999*.

Masson, P. (1999) Contagion: Macroeconomic models with multiple equilibria. *Journal of International Money and Finance 18 (1999)*.

Medvedev, A. (2001) International investors, Contagion and the Russian Crisis. *BOFIT discussion papers 6/2001*.

Obstfeld, M. (1986) Rational and Self-fulfilling Balance-of-Payments Crises. *American Economic Review. March 1986. Vol. 76, No.1*.

Obstfeld, M. (1994) The Logic of Currency Crisis. *NBER Working Paper No. 4640*.

Obstfeld, M. (1996) Models of Currency Crisis with Self-fulfilling Features. *European Economic Review 40:1996*.

Popov, V. and Montes, M. (1999) *The Asian Crisis turns global*. Institute of Southeast Asian Studies, Singapore.

Rautava, J. ja Sutela, P. (2000) *Venäläinen Markkinatalous*. WSOY, Porvoo.

Rautava, J. (2001) Suomen Venäjän-kauppa 2000 – Epävakaata toimintaympäristö rajoittaa kauppaa. *BOFIT Online 3/2001*.

Rautava, J. (1999) Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1998. Idäntalouksien katsauksia 1/1999, BOFIT.

The Russian Economic Barometer (2001). Russian Academy of Sciences, Institute of World Economy and International Relations, Vol. X, No. 3.

Salant, S. W. and Henderson, D.W. (1978) Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold. *Journal of Political Economy 86, August*.

Sillantaka, L. (1997) Learning to Lend. Report by CentreInvest Group. Moscow.

Schinasi, G.S. - Smith, R.T. (2000) Portfolio Diversification, Leverage, and Financial Contagion. IMF Staff Papers Vol. 47, No. 2. International Monetary Fund.

Sutela, P. (2000) The Financial Crisis in Russia. In: Global Financial Crises: Lessons From Recent Events. Ed. by: J.R.Bisignano, W.C. Hunter, G.G. Kaufman. Kluwer Academic Publishers.

Sutela, P. (1998a) The role of Banks in Financing Russian Economic Growth. *Post-Soviet Geography and Economics*, 1998, 39, No. 2.

Sutela, P. (1998b) Russian market economy. Unitas 1998. Helsinki.

Tekoniemi, M. (2002) Transforming fiscal relations between regions and the centre. *Russian Economy – The Month in Review*, 12/2001, BOFIT.

Tekoniemi, M. (1998) Keskuksen ja alueiden välisten suhteiden kehitys Venäjällä 1992-1997. *Idäntalouksien katsauksia 3/1998*, BOFIT.

Åslund, A. (1998) Russia's Financial Crisis: Causes and Possible Remedies. *Post-Soviet Geography and Economics*, 1998, 39, No. 6.

Velasco, A. (1987) Financial Crises and Balance of Payment Crises. A Simple Model of the Southern Cone Experience. *Journal of Development Economics* 27 (1987).

-
- 2000** *No 1* Iikka Korhonen, Mare Randveer: Assessment of the euro's implications for economic development in the Central and Eastern Europe
- No 2* Rupinder Singh: Political Stability and Consensus: Keys to Sustainable Transition
- No 3* Tuomas Komulainen: Siirtykö Venäjä vuonna 1999 kriisistä vakauteen?
- No 4* Pekka Sutela: Venäjä vaalien jälkeen
- No 5* Iikka Korhonen, Toivo Kuus, Villu Zirnask: Baltic Securities Markets
- No 6* Seija Lainela: Lamasta kasvuun – Baltia vuosituuhannen vaihteessa
- No 7* Elmar Koch and Iikka Korhonen: The Aftermath of the Russian Debt Crisis
- No 8* Richard E. Ericson: The Post-Soviet Russian Economic System: An Industrial Feudalism?
- No 9* Peter Backé and Jarko Fidrmuc: The Impact of the Russian Crisis on Selected Central and Eastern European Countries
- No 10* Rasmus Pikkani: The Monetary Sector under a Currency Board Arrangement: Specification and Estimation of a Model with Estonian Data
- No 11* Magnus Feldmann: Understanding the Baltic and Estonian Puzzles: The Political Economy of Rapid External Liberalization in Estonia and Latvia
- No 12* Vladimir Tikhomirov: Is Russian Economic Crisis Really Over?
- No 13* Thomas E. Graham, Jr.: The State of U.S.-Russian Relations and the New Bush Administration
- 2001** *No 1* Magnus Feldmann and Razeen Sally: From the Soviet Union to the European Union: the political economy of Estonian trade policy reforms, 1991-2000
- No 2* Tuuli Koivu ja Iikka Korhonen: Talouskasvu ripeää Baltiassa vuonna 2000
- No 3* Jouko Rautava: Suomen Venäjän-kauppa 2000 - Epävakaa toimintaympäristö rajoittaa kauppaa
- No 4* Iikka Korhonen: EU-kandidaatit ja rahaliitto
- No 5* Pekka Sutela: Venäjän talouden kasvunäkymät
- No 6* János Gács, Iikka Korhonen and Mare Randveer: The Impact of EMU's Third Stage on Estonian Economic Development, 1999-2000
- No 7* Jouko Rautava: Venäjän reformistrategia: rakenneuudistukset vs. liberalisointi
- No 8* Tuuli Koivu: Current issues in pension reform in the Baltics
- No 9* Jaana Rantama: Baltian pankkijärjestelmät
- No 10* Pekka Sutela: Venäjän talouspolitiikka ja talouden näköalat lokakuussa 2001
- No 11* Pekka Sutela: Finnish relations with Russia 1991-2001: Better than ever?
- No 12* Tarja Kauppila: Puolan talouskasvu hidastuu
- No 13* Katja-Leea Klemola: Siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen lukijatutkimus
- No 14* Katja-Leea Klemola: Survey of readers of BOFIT publications, spring-summer 2001
- No 15* Michael Funke: Determining the taxation and investment impacts of Estonia's 2000 income tax reform
- No 16* Merja Tekoniemi: Venäjän maatalouden kehitys ja uudistaminen 1990-luvulla
- No 17* Jian-Guang Shen: China's Exchange Rate System after WTO Accession: Some Considerations
- 2002** *No 1* Juhani Laurila: Determinants of transit transports between the European Union and Russia
- No 2* Tarja Kauppila: Polish Economic Review 1/2002
- No 3* Tuomas Komulainen: Elokuun 1998 talouskriisi