

UNIVERZA V LJUBLJANI  
EKONOMSKA FAKULTETA

**DIPLOMSKO DELO**  
**RUSKA FINANČNA KRIZA LETA 1998**

Ljubljana, november 2002

MARUŠA TRATNJEK

## **IZJAVA**

Študent/ka \_\_\_\_\_ izjavljam da sem avtor/ica tega diplomskega dela, ki sem ga napisal/a pod mentorstvom \_\_\_\_\_, in dovolim objavo diplomskega dela na fakultetnih spletnih straneh.

V Ljubljani, dne \_\_\_\_\_.

Podpis:

\_\_\_\_\_

# KAZALO

<b>UVOD</b> .....	<b>1</b>
<b>1. EKONOMSKI SISTEM RUSIJE</b> .....	<b>2</b>
1.1. TRANSFORMACIJA EKONOMSKEGA SISTEMA .....	2
1.2. MAKROEKONOMSKI KAZALCI .....	2
1.3. SLABOSTI POLITIČNEGA IN EKONOMSKEGA SISTEMA.....	3
1.3.1. <i>Notranje lastništvo</i> .....	4
1.3.2. <i>Nizka monetizacija ruske ekonomije</i> .....	4
1.3.3. <i>Virtualna ekonomija</i> .....	5
1.3.4. <i>Vmešavanje politike v gospodarstvo in oslABLJENA moč države</i> .....	7
<b>2. RAZVOJ FINANČNE KRIZE V LETIH 1997 IN 1998</b> .....	<b>7</b>
2.1. POTEK RUSKE FINANČNE KRIZE .....	8
2.2. REŠEVANJE KRIZE .....	12
<b>3. VZROKI RUSKE FINANČNE KRIZE</b> .....	<b>14</b>
3.1. FISKALNA POLITIKA .....	15
3.1.1. <i>Vzdržnost fiskalne politike</i> .....	16
3.1.2. <i>Vpliv neplačilnega sistema na proračun Rusije</i> .....	19
3.2. MONETARNA POLITIKA .....	21
3.2.1. <i>Devizni tečaj</i> .....	21
3.2.2. <i>Politika obrestnih mer</i> .....	23
3.3. SLABOSTI BANČNEGA SISTEMA .....	25
<b>4. TEORIJE FINANČNIH KRIZ IN RUSKA FINANČNA KRIZA</b> .....	<b>28</b>
4.1. TEORIJE PRVE GENERACIJE.....	28
4.2. TEORIJE DRUGE GENERACIJE .....	29
4.3. TEORIJE TRETJE GENERACIJE.....	30
4.4. RUSKA FINANČNA KRIZA IN TRI GENERACIJE TEORIJ FINANČNIH KRIZ .....	31
<b>5. PREDVIDLJIVOST IN MOŽNOST PREPREČITVE RUSKE FINANČNE KRIZE</b> ....	<b>32</b>
5.1. PREDVIDLJIVOST RUSKE FINANČNE KRIZE .....	32
5.2. MOŽNOST PREPREČITVE RUSKE FINANČNE KRIZE .....	34
5.2.1. <i>Možnost preprečitve maja 1998</i> .....	34
5.2.2. <i>Možnost preprečitve leto dni prej</i> .....	36

<b>6. VPLIV RUSKE FINANČNE KRIZE NA DRUGE TRGE.....</b>	<b>36</b>
<b>7. SKLEP.....</b>	<b>38</b>
<b>8. LITERATURA .....</b>	<b>40</b>
<b>9. VIRI.....</b>	<b>42</b>

**SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV**

**PRILOGE**

## UVOD

Po razpadu Sovjetske Zveze je imela Rusija priložnost zgraditi sistem, temelječ na demokraciji, tržnem gospodarstvu in odprti družbi. Po osmih letih se je neuspešnost tranzicije najbolj vidno odrazila v finančni krizi. Avgusta 1998 je v Rusiji prišlo do valutne, dolžniške in bančne krize, ko je centralna banka objavila nove meje nihanja trdnega deviznega tečaja, vlada pa moratorij na večino zunanjega dolga in ukinila izpolnjevanje obveznosti na ves v rubljih denominiran javen dolg. V nekaj tednih se je ruski finančni sistem sesul: centralna banka je opustila režim trdnega deviznega tečaja in rubelj je začel po hitrem postopku izgubljati vrednost, večina bank je bilo paraliziranih, borze zaprte in težave države z vodenjem proračuna so bile reproducirane na novi ravni. Že tako šibka ekonomija je doživela še en udarec, ko so bili vsi upi na oživitev gospodarske rasti znova pokopani in se je dramatično povišala inflacija.

Finančne krize so v devetdesetih postale pogost pojav in v skladu s tem se je povečala tudi literatura, namenjena njihovem proučevanju. V skladu z njihovim nastajanjem, se teorije finančnih kriz delijo na tri generacije. Prva generacija je nastala pod vplivom dolžniških kriz konec sedemdesetih in kot glavni vzrok navaja nekosistentnost med makroekonomskimi temelji države. Druga generacija, ki se je razvila v začetku devetdesetih, pod vplivom krize mehanizma deviznih tečajev, poudarja pomen pričakovanj investitorjev pri razlagi finančnih kriz. Tretja generacija teorij finančnih kriz je nastala pod vplivom azijske krize leta 1997 in se osredotoča na nepravilnosti v finančnem sistemu države in pa na učinka razlitja in okužbe.

Dinamika razvoja ruske finančne krize ustreza teorijam prve generacije, k njeni razlagi pa prispevajo tudi teorije druge generacije. Glaven vzrok za rusko finančno krizo je bil visok proračunski primanjkljaj, ki je bil nekosistenten s politiko trdnega deviznega tečaja. Do krize je prišlo, ko je kombinacija vse večjih težav vlade s proračunom in tržnih signalov prisilila centralno banko v opustitev režima fiksnega deviznega tečaja.

Namen moje diplomske naloge je predstavitev slabih politik Rusije, ki so privedle do propada finančnega sistema in osvetlitev možnosti za preprečitev ruske finančne krize. V delu diplomske naloge pa bom obravnavala tri teorije finančnih kriz in njihovo razlagalno moč ruske finančne krize.

Za boljše razumevanje nastanka ruske finančne krize so v prvem poglavju diplomske naloge razložene temeljne napake ruske tranzicije, ki so bile v ozadju finančne krize. Drugo in tretje poglavje je namenjeno razvoju in vzrokom ruske finančne krize. V četrtem poglavju so predstavljene tri generacije teorij finančnih kriz in njihova razlagalna moč ruske finančne krize. Peto poglavje je namenjeno možnosti preprečitve in predvidevanja ruske krize. V zadnjem poglavju pa so analizirane posledice ruske krize na mednarodne finančne trge.

## 1. EKONOMSKI SISTEM RUSIJE

Zadnje dekadno dvajsetega stoletja je Rusija začela kot del upadajoče moči Sovjetske Zveze (SZ), ki je bila na koncu svojega obstoja nezmožna pridobivanja celo osnovnih potrošnih dobrin in se je soočala s politično krizo, vse večjim akumuliranjem zunanjih dolgov ter bila neuspešna pri poskusu obuditve propadajočih industrij (Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, str. 1). Konec leta 1991, po razpadu SZ, se je za Rusijo začela pot transformacije v tržno ekonomijo in demokratično državo. Potrebno je bilo sprejeti in implementirati reforme na področju ekonomskega in političnega sistema.

### 1.1. TRANSFORMACIJA EKONOMSKEGA SISTEMA

Stabilizacijski program za preoblikovanje ekonomskega sistema je bil oblikovan v začetku leta 1992<sup>1</sup>. Strategija ruskega stabilizacijskega programa za prehod v tržno ekonomijo je bila tako imenovana šok terapija. Izbira šok terapije pomeni, da se je vlada odločila za izločitev vsake možnosti povratka v prejšnji sistem in se je naslonila na političen in družben konsenz za uveljavitev drastičnih ukrepov, ki bi takoj znižali življenjski standard z obljubo hitrega okrevanja (Lavigne, 1995, str. 119).

Problem v Rusiji je bil, da tega političnega konsenza ni bilo in tako ruski stabilizacijski program nekateri imenujejo šoki brez terapije. Različni uspešni programi, ki so bili objavljeni in tudi delno zagnani v letih 1992-1993, so bili spremenjeni zaradi političnih konfliktov med vlado ter rusko centralno banko (CBR) na eni strani in različnimi lobiji, povezanimi s prejšnjo nomenklaturo in regionalnimi silami na drugi strani (Lavigne, 1995, str. 120). Posledica tega je bila, da implementacija ekonomskih reform ni bila zadostna oziroma je bila nepopolno izpeljana: liberalizacija ni bila popolna, monetarna in fiskalna politika sta bili še vedno zelo ohlapni, popolna konvertibilnost rublja ni bila vzpostavljena.

### 1.2. MAKROEKONOMSKI KAZALCI

Kot je razvidno iz tabele na naslednji strani, se je večina makroekonomskih indikatorjev skozi leta tranzicije poslabševala.

Najbolj zaskrbljujoč faktor makroekonomskega razvoja je zagotovo upadanje ekonomske aktivnosti v obdobju 1992-1998. Celoten paket ukrepov za prehod v tržno ekonomijo naj bi poskrbel za povečanje učinkovitosti pri alokaciji virov in zato tudi povečal BDP, kar pa se v Rusiji ni zgodilo. Glede na uradne statistike je BDP na prebivalca imel leta 1998 samo še polovico svoje vrednosti leta 1989 (Stiglitz, 1998, str. 3). Težave z gospodarsko rastjo so

---

<sup>1</sup> Stabilizacijski program ruske vlade je temeljil na štirih stebrih (Fischer, 1994, str. 10):

1. močno zmanjšanje rasti kreditov s strani CBR;
2. zmanjšanje proračunskega primanjkljaja skozi manjšo porabo in višje prihodke;
3. uporaba tujega financiranja za kritje proračunskega primanjkljaja in financiranje podjetij;
4. nadaljnja, čeprav še vedno nepopolna liberalizacija cen in trgovine.

prispevale k poslabšanju stanja javnih financ. Oteženo je bilo izvajanje davčne politike in primanjkljaj je občutno rasel (Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 102).

TABELA 1: Izbrani makroekonomski kazalci (v %) za obdobje 1992-1998

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
BDP	-14,5	-8,7	-12,7	-4,2	-3,5	0,9	-4,6
Industrijska produkcija	-18,8	-14,6	-20,6	-3,0	-3,5	1,9	-6,6
Kmetijska produkcija	-9,0	-4,0	-12,0	-8,0	-5,1	-0,1	-12,3
CPI	2.650	940	320	131	22	11	84
Realne povp. plače	-41,0	14,0	-8,0	-13,0	5,0	2,5	-18,8
Nezaposlenost	4,9	5,5	7,5	8,9	9,9	11,3	13,3
Deficit proračuna (% od BDP)	-	-6,5	-11,4	-5,4	-7,9	-6,8	-7,2
Tekoči račun (v mlrd USD)	-	2,6	8,434	7,488	11,76	2,061	0,683

Vir: BOFIT: Russian Economy-The Month in Review, 1998, str.3, IMF: International Financial Statistics, 2002, str. 714.

Po delni liberalizaciji cen leta 1992 se je Rusija znašla v procesu hitro rastoče inflacije. Leta 1993, ob dogovoru z Mednarodnim denarnim skladom (IMF), ki naj bi za to zagotovil denarno pomoč v vrednosti treh milijard dolarjev, si je CBR zastavila cilj zmanjšanja mesečne inflacije z okoli 20% na 5% do konca leta (Fischer, 1994, str. 11). Podatki iz zgornje tabele kažejo, da sta bili restriktivna monetarna in fiskalna politika, ki sta bili za ta cilj potrebni, še vedno preveč ohlapni, saj je bila raven inflacije v letih 1993 do 1995 še vedno na zelo visoki ravni<sup>2</sup>.

Na splošno se kot najbolj pozitiven trend ruske ekonomije omenja znižanje inflacije v obdobju 1995-1998, kar je bil rezultat restriktivne monetarne politike. Vendar pa so vzporedno z restriktivno politiko CBR in s tem omejenim dostopom do kreditov za privatni sektor naraščale barter transakcije in uporaba drugih denarnih nadomestkov pri industrijski menjavi oziroma v menjavi v realni ekonomiji nasploh.

V letih 1992-1998 je imela Rusija presežek na tekočem računu plačilne bilance. Glavni izvozni produkti so nafta in naftni derivati ter zemeljski plin, pomembna pa je tudi trgovina z orožjem. Rusija torej izvažata predvsem primarne proizvode, ki so zelo občutljivi na spremembe cen.

### 1.3. SLABOSTI POLITIČNEGA IN EKONOMSKEGA SISTEMA

Zametke krize leta 1998 lahko najdemo že v zgodnjih letih samostojnosti Rusije. Celoten proces ruske transformacije postavlja vprašanje, ali so hitra liberalizacija, stabilizacija in

<sup>2</sup> Glavni razlog za preveliko naraščanje denarne mase v letih 1993, 1994 so bili direktni in indirektni krediti CBR podjetniškemu sektorju in pa financiranje proračunskega primanjkljaja.

privatizacija gospodarstva dovolj za uspešen prehod v tržno ekonomijo. Rezultati v Rusiji kažejo, da brez ustrezne institucionalne strukture, brez učinkovitih ukrepov na področju krepitve konkurence in z ohlapnim in nezadostnim implementiranjem zakonske regulative in definiranja lastninskih pravic ter brez potrebnih programov za prestrukturiranje podjetij, prehod v tržno ekonomijo ni učinkovit.

V obdobju tranzicije se je v Rusiji razvila specifična gospodarska struktura, ki je v številnih temeljnih pogledih neprimerljiva z bolj razvitimi tržnimi gospodarstvi, odstopa pa tudi od bolj uspešnih srednjeevropskih tranzicijskih gospodarstev (Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 102). Glavne specifičnosti ruskega sistema, ki se tudi največkrat poudarjajo kot ozadje krize leta 1998, so opisane v naslednjih točkah tega poglavja.

### *1.3.1. Notranje lastništvo*

Privatizacijski proces je potekal v dveh fazah. Prva faza privatizacije se je zaključila že v letu 1994 in je privilegirala položaj zaposlenih v podjetju. Ko je bila »voučerska« privatizacija končana, so rezultati pokazali, da je 98% podjetij izbralo alternativo privatizacije, ki zagotavlja večinsko notranje lastništvo (Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, str. 41).

Glede na to, da so imeli menedžerji v lasti 25% podjetja, naj bi bili delavci glavni lastniki z največjo močjo pri upravljanju, kar pa se ni zgodilo. Zaposleni so bili pogosto največji lastniki, toda menedžerji so bili aktivni lastniki (Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, str. 42). Reformatorji so pričakovali spremembo začetne pozicije, kar pa se je zgodilo v zelo majhnem obsegu, nasprotno, notranje lastništvo se je v letu 1996 celo okrepilo (glej prilogo 1).

Druga faza ruske privatizacije, še posebej sporazum o zamenjavi posojil za delnice leta 1995, je prinesel skupino zunanjih lastnikov z nekaj moči, in sicer tako imenovane oligarhe, toda kriza leta 1998 je poleg zmanjšanja zanimanja potencialnih tujih investitorjev oslabil tudi moč oligarhov in pustila notranje lastništvo brez jasnih, prihodnjih alternativ (Sutela, 1999, str. 6).

Večinsko notranje lastništvo ima negativen vpliv na rast in investicije. Poleg tega pa ima, zaradi izogibanja zunanjim virom financiranja, negativen vpliv na velikost finančnih in kapitalskih trgov, kar se je izkazalo tudi v Rusiji. Bančni krediti privatnemu sektorju niso nikoli dosegli 10% BDP, borzna kapitalizacija je znašala največ 25% BDP in na trgu je dominiralo relativno majhno število energetske, telekomunikacijske in infrastrukturne družbe (Sutela, 1999, str. 6).

### *1.3.2. Nizka monetizacija ruske ekonomije*

Za Rusijo je značilna nizka stopnja monetizacije ekonomske aktivnosti. To vključuje splošen »pobeg od rubljev« tako pri oblikovanju prihrankov (uporabljajo se dolarji) kot pri



posredovanju (uporablja se barter trgovina in uporaba drugih denarnih nadomestkov) in pri plačevanju davkov (»offsets«<sup>3</sup>) (Ericson, 2000, str. 12).

Specifičnost v Rusiji je naraščanje barter transakcij in drugih nadomestkov denarja v gospodarstvu. Nedenarna menjava je začela močno naraščati v letih 1994 pa do ruske finančne krize leta 1998. Po ocenah Ruskega ekonomskega barometra, se je delež barter transakcij v industrijskem proizvodu skoraj monotono povečal z okoli 5% leta 1992 na okoli 46% v začetku leta 1998 in dosegel najvišjo vrednost 53% konec leta 1998 (Sutela, 1999, str. 6). Če gledamo na celotno realno ekonomijo, je delež še večji. Glede na uradne ocene je 75 do 85% vseh transakcij v sektorju realne ekonomije sklenjenih brez uporabe denarja – ali je to v barter obliki, z medsebojnimi neplačili ali pa z uporabo drugih denarnih nadomestkov (Nekipelov, 1998, str. 6).

TABELA 2: Denarni agregat M2, izražen kot delež BDP ( v %)

	1993	1994	1995	1996	1997	povprečje
M2 (v % od BDP)	24	21	17	16	17	19

Vir: Viegert, 2000, str. 77.

Vse večja demonetizacija izhaja iz visoke stopnje negotovosti ekonomskih in političnih razmer, iz pomanjkanja zakonske zaščite in lastninskih pravic, šibkosti in neučinkovitosti bančnega sistema in grabežljive narave obdavčevanja. Negativne posledice nedenarne menjave pa se kažejo predvsem v zmanjšanju učinkovitosti fiskalne in monetarne politike. Pomembna posledica pa je tudi zmanjšanje učinkovitega delovanja trgov in pa generiranje manjših prihrankov in investicij (Sutela, 1999, str. 6).

### 1.3.3. Virtualna ekonomija

Izraz virtualna ekonomija sta prva uporabila Gaddy in Ickes (1998) za označitev ruske hibridne oblike delno monetiziranega kvazi-tržnega sistema. Nov sistem lahko imenujemo ruska virtualna ekonomija, ker temelji na iluziji o skoraj vseh pomembnih parametrih: cenah, prodajah, plačah, davkih in proračunih (Gaddy, Ickes, 1998, str. 1). To omogoča precenjevanje resnične velikosti ekonomije in dovoli večje porabe, kot bi si jih drugače država lahko privoščila<sup>4</sup>. Je glaven razlog za mrežo plačnih, dobavnih in davčnih zaostankov, značilnih za Rusijo.

V osmih letih se je oblikoval sistem, kjer so cene sicer zaračunane, pa jih nihče ne plača v denarju, kjer nihče ne plača pravočasno, kjer se ustvarjajo ogromni medsebojni dolgovi, ki jih prav tako nihče ne more plačati v razumnem roku, kjer so postavljene mezde, pa niso plačane

<sup>3</sup> "Offsets" so instrumenti vlade na podlagi katerih pride do medsebojne ukinitve zadolžnic vlade za plačilo priskrbljenih dobrin in storitev podjetij in davkov, ki jih morajo ta podjetja poravnati.

<sup>4</sup> Poleg tega pa je obstoj virtualne ekonomije potreben za ohranitev podjetij, ki ustvarjajo negativno dodano vrednost in bi v normalno razviti tržni ekonomiji propadla. V virtualni ekonomiji barter in nedenarne transakcije igrajo glavno vlogo pri transferju vrednosti od produktivnih sektorjev k sektorjem ki delajo izgubo.

(Gaddy, Ickes, 1998, str. 2). Vse to kreira iluzorne ali virtualne prihodke, ki vodijo v neplačane ali virtualne davčne obveznosti in kjer so posli sklenjeni na netržnih, virtualnih cenah (Gaddy, Ickes, 1998, str. 2).

Na vrhu modela virtualne ekonomije so plačilni zaostanki, ko podjetja ne plačujejo svojim dobaviteljem, delavcem, ne poravnajo davkov, in ko to storijo, je v nedenarni obliki. Do julija 1998 so celotni zaostanki narasli na 45% BDP (Komulainen, 2000, str. 28). Kot je razvidno iz spodnje tabele, so zaostanki podjetij v letih pred krizo ves čas naraščali in leta 1998 je bilo že 50% transakcij sklenjenih brez uporabe denarja.

TABELA 3: Neplačila podjetij v obdobju 1994-1998

Leto	Celotni zaostanki*		Zaostanki dobaviteljem		Zaostanki proračunu**		Plačni zaostanki		NCS***/ prodaja
	Mrld rubljev	% od BDP	Mrld rubljev	% od BDP	Mrld rubljev	% od BDP	Mrld rubljev	% od BDP	v %
1994	90,4	14,8	56,4	9,2	19,3	3,2	4,7	0,8	17
1995	238,9	15,1	122,3	7,7	75	4,7	13,6	0,9	22
1996	514,4	23,4	245,9	11,2	203,4	9,2	34,7	1,6	35
1997	756,1	29,2	344,7	13,3	316,6	12,2	39,7	1,5	42
1998	1056	39,3	475,1	17,7	439	16,4	77	2,9	50

\* zapadla plačila ob koncu obdobja za štiri sektorje: industrijski, kmetijski, transportni in gradbeni sektor

\*\* zaostanki vključujejo zaostanke zunanjim proračunskim skladom, ne vključujejo pa kazenskih obresti in glob

\*\*\* nedenarna poravnava

Vir: Pinto, Drebentsov, Morozov, 2000, str. 6.

Za obstoj neplačilnega sistema je pomembna tudi vloga države, saj brez njene podpore (indirektne in direktne) ta sistem ne bi mogel obstajati. Po eni strani vlada sama vodi plačilne zaostanke in s tem daje sistemu legitimnost, po drugi strani pa država na določene načine te dejavnosti podjetij še spodbuja. Medtem ko je država sicer postopoma ukinjala direktne subvencije, je hkrati povečevala obseg mehkih kreditov v propadajoč industrijski sektor z dovoljenjem pri odlaganju plačevanja davkov in plačevanja davkov v nedenarni obliki (po precenjeni vrednosti) teh podjetij (Commander, Mumssen, 1998, str. 20). Hkrati so v industrijski sektor prihajale tudi indirektne subvencije v obliki transferjev energetskih podjetij, ki so prav tako sprejemala odlaganje plačil in plačila v obliki denarnih nadomestkov. Nadalje so tudi različne nižje ravni oblasti dajale indirektne subvencije in mehke kredite podjetjem. Razlog za te aktivnosti je bila skrb vlade za ohranjanje zaposlenosti, hkrati pa je bila rezultat korupcije, prevar in izogibanja davkov (Commander, Mumssen, 1998, str. 20).

Negativnih posledic takega sistema je ogromno, kot najbolj očitne pa se ponujajo odlaganje ali pa zaustavitev nujnega procesa prestrukturiranja podjetij, merjenje agregatne ekonomske učinkovitosti je nenatančno in ponavadi precenjeno, poleg tega pa virtualna ekonomija onemogoča učinkovito vodenje poročila, povzroča nadaljnje poviševanje obrestnih mer in krčenje bančnih kreditov privatnemu sektorju.

### *1.3.4. Vmešavanje politike v gospodarstvo in oslABLJENA moč države*

Ena izmed posledic prehoda Rusije iz centralno-planskega sistema v tržni je bila oslabitev moči države. Šibkost države se odraža v spremenljivosti ekonomske politike in trendov, v obstoju mnogih medsebojno konkurenčnih centrih moči, v pomanjkanju obdržljivih in stabilnih političnih institucij in v pomanjkanju sprejemljivih in konsistentnih »pravil igre« (Mau, 1999, str. 17). Pomembne negativne posledice oslABLJENE države so nezmožnost pobiranja davkov, povečani transakcijski stroški, demonetizacija domače ekonomije in negativen vpliv na privatizacijski proces v obliki prevlade političnih ciljev in povečanju korupcije ter lobiranja.

V Rusiji še vedno obstaja združevanje ekonomskih in političnih odločitev, tako na centralni ravni, še bolj očitno pa na regionalni in lokalni ravni. Vpletenost na lokalni in regionalni ravni je potrebna za obvarovanje svojih podjetij pred zunanjo konkurenco. Cilj vpletenosti pa je tudi direktna podpora podjetjem, ki zato lahko v nespremenjenem obsegu producirajo družbeno pomembne storitve in ohranjajo zaposlenost, hkrati pa regionalne in lokalne oblasti nudijo politične usluge in podporo eliti regije. Vse to prispeva h kratkoročnosti ciljev v makroekonomski politiki, kjer so odločitve bolj odvisne od spremenljive narave interesov elite, kot pa od dolgoročnih nacionalnih interesov (Sutela, 1999, str. 7). Mešanje politike v gospodarstvo je še podkrepjeno s slabo definiranimi lastninskimi pravicami, slabostmi pravnega sistema ter z oviranjem pri poskusih vzpostavitve zunanjega lastništva podjetij.

Glavna posledica zmanjšanja moči vlade in politično-ekonomske povezanosti je v oslABITVI vodenja makroekonomskih politik, ki so postale predmet stalnih konfliktov med različnimi interesi posameznih ravni oblasti ter med interesi na isti ravni vladanja. Davčna politika, alokacija dohodka, prioritete proračuna in celo monetarna politika ne morejo delovati nemoteno zaradi konflikta med različnimi vladnimi telesi (Ericson, 1999, str. 11).

## **2. RAZVOJ FINANČNE KRIZE V LETIH 1997 IN 1998**

Konec leta 1994 je prišlo do splošnega konsenza v ruski politiki, da je visoka in spremenljiva inflacija v obdobju 1991-1995 poglAVITEN razlog za kopičenje problemov v gospodarstvu: upadajoča proizvodnja, upadanje investicij, naraščanje socialnih razlik in revščine (Sutela, 1999, str. 7). Za znižanje inflacije in stabilizacijo tečaja rublja je CBR julija 1995 uveljavila režim plazečega fiksne tečaja, vezanega na ameriški dolar z razponom 15%<sup>5</sup>. Za okrepitev deviznega tečaja kot bližnjega cilja denarne politike je bil že aprila 1995 sprejet Zakon Centralne banke, s katerim je bila dokončno oblikovana neodvisnost CBR pri vodenju monetarne politike in po katerem je bilo prepovedano direktno financiranje vladnega

---

<sup>5</sup> Ob postavitvi novega režima deviznega tečaja je le-ta lahko nihal med 4,3 in 4,9 rubljev za dolar, v naslednjih letih so bile meje spremenjene glede na potrebe po prilagoditvi tečaja gospodarskim razmeram.

proračuna, poleg tega pa je CBR omejila tudi direktno kreditiranje bančnega sistema (IMF Staff Report, 1999).

Že leta 1993 je bil ustanovljen trg za vladne obveznice (GKO<sup>6</sup> in OFZ<sup>7</sup>), na katerem se je trgovanje začelo pospešeno povečevati od leta 1995, po prepovedi direktnega financiranja s strani CBR in na katerega so imeli od leta 1996 neomejen dostop tudi tujci.

V začetku leta 1997 so se začeli kazati prvi znaki stabilizacije. Že konec leta 1996 se je povečala industrijska proizvodnja, tako da se je v letu 1997 BDP povečal za 0,9%, industrijski proizvod pa za 1,8%. Monetarni politiki je uspelo znižati inflacijo na 11%. Od sredine 1996 do sredine 1998 je bila povprečna mesečna inflacija pod enim odstotkom in potrošne cene so v tem obdobju narasle samo za 21%, kar pomeni, da je Rusiji uspelo odpraviti visoko inflacijsko krizo in da je bila dosežena neke vrste makroekonomska stabilizacija (Gavrilenkov, 2000, str. 442). Prišlo je tudi do hitrega razvoja na GKO in delniških trgih in ogromnega pritoka tujega kapitala, ki je tudi omogočil znižanje stopenj donosa na GKO trgih na okoli 20% jeseni 1997. RTS borzni indeks je zaradi povečanega investiranja tujcev rasel skozi vse leto 1997 in oktobra 1997 dosegel svojo najvišjo vrednost, 571 točk (Margolin, 2000, str. 11).

Vendarle, pa se je kljub zgoraj omenjenim dosežkom, že zgodaj jeseni 1997 pokazalo, da sta makroekonomska stabilizacija in eksplozija na finančnih trgih potekali vzporedno s poslabševanjem in ohranjanjem temeljnih makroekonomskih neravnovesij: fiskalno neravnovesje, vse bolj nestabilen bančni sistem, poslabševanje stanja plačilne bilance in rast mezd v obdobju 1995-1998 navkljub še vedno upadajoči produktivnosti dela.

## 2.1. POTEK RUSKE FINANČNE KRIZE

V skladu z dogajanjem na finančnih trgih lahko rusko finančno krizo razdelimo na štiri obdobja, ki so opisana v nadaljevanju tega poglavja.

### Oktober 1997 – januar 1998

Pod vplivom azijske krize in poslabšanja menjalnih razmerij je oktobra 1997 v Rusiji prišlo do drastičnega poslabšanja razmer. RTS indeks je padel za 20% in stopnje donosa na GKO obveznice so se povišale z 20% na 28% (Margolin, 1998, str. 12).

V luči na novo nastalih razmer je CBR povišala stopnjo refinanciranja z 21% na 28%, ter objavila, da so rezerve v višini 22,9 milijard dolarjev zadostne za obrambo deviznega tečaja. S tem je CBR poskušala obnoviti zaupanje investitorjev v ruske finančne trge. Novembra je CBR izgubila 6,1 milijard dolarjev svojih deviznih rezerv (glej sliko 1).

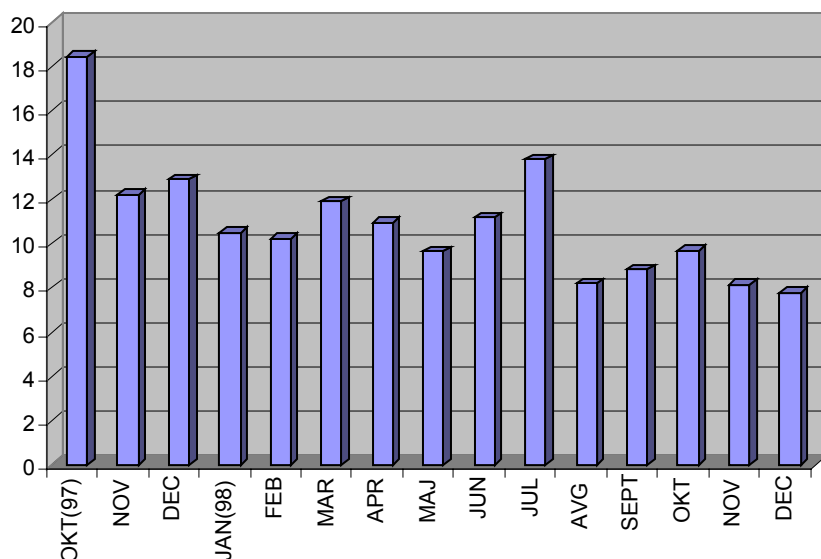
<sup>6</sup> GKO so kratkoročne obveznice vlade, denominirane v rubljah in z dospetjem do enega leta.

<sup>7</sup> OFZ so v rubljah denominirane obveznice vlade z dospetjem nad eno leto.

Medtem, ko je CBR vodila svojo politiko visokih obrestnih mer, so se kopičili fiskalni problemi, na katere vlada ni imela niti nobenega pravega odgovora niti soglasja v Dumi. CBR je novembra z intervencijami sicer preprečila porast stopenj donosa na GKO obveznice nad 30%, vendar pa je v zadnjem tednu novembra trg zapustila, kar je povzročilo gibanje tehtanih povprečnih stopenj donosa na vladni dolg okoli 40% (Arkhipov et al.,1998, str. 9). Vlada se je bila od decembra 1997 prisiljena zadolževati po vse višjih obrestnih merah, kar je skupaj z zmanjšanjem rezerv CBR rezultiralo v močnem porastu razmerja med kratkoročnim dolgom in mednarodnimi rezervami in sicer z 1,9 na 2,7 (Arkhipov et al.,1998, str. 9).

Pod vplivom azijske krize, težav vlade pri povečevanju zadolževanja na finančnih trgih ter pomanjkanja pomoči s strani mednarodnih finančnih organizacij, je postajalo vse bolj jasno, da je vlada nezmožna zadržati oba cilja (vrednost deviznega tečaja in nizke obrestne mere) na isti ravni. Investitorji so se začeli težav vlade vse bolj zavedati ter so zato začeli zapuščati ruske finančne trge. To je proces, ki se je začel konec leta 1997 in se nadaljeval v letu 1998. Celoten upad RTS borznega indeksa od 6. oktobra 1997 do konca januarja 1998 je znašal 50,9% (Arkhipov et al.,1998, str. 11).

SLIKA 1: Devizne rezerve CBR v obdobju 1997-1998 (konec meseca, brez zlata, v mlrd USD)



Vir: CBR, [URL: <http://www.cbr.ru/eng/statistics> ].

### Februar 1998 – april 1998

Za to fazo je značilno relativno stabiliziranje razmer, kar je bila predvsem posledica napovedi ruskega predsednika Jelcina o izboljšanju fiskalnih razmer in sicer uvedba bolj restriktivne fiskalne politike in cilj primarnega presežka v federalnem proračunu do konca leta 1998. Vlada je oblikovala Program 12 ključnih socialnih in gospodarskih ukrepov, ki so osebno

zavezovali vse člane vlade in vladne administracije k implementaciji (Arkhipov et al., 1998, str. 12).

Poleg tega pa so se v tem obdobju zgodili še naslednji pomembni dogodki, ki so stabilizirali razmere na finančnih trgih:

- februarja je IMF razširil prvotni triletni kredit v štiriletni in obljubil dodatno kreditno tranšo v višini 700 milijonov dolarjev ter kreditiranje Rusije do leta 2000, ob pogoju, da se bo držala vseh dogovorov;
- 24. februarja sta Anglija in Rusija dosegli dogovor glede pogojev rekonstruiranja dolga v okviru Pariškega kluba;
- predsednik Jelcin je 23. marca odpustil vladni kabinet s premierjem Černomirdinom na čelu, ter postavil za novega premierja Sergeia Kirienka, katerega glavna prioriteta je postala izboljšanje proračuna.

### Maj 1998 – julij 1998

Razmere so se od maja naprej začele občutno poslabševati predvsem zaradi dolgega procesa potrditve na novo postavljene vlade v parlamentu, vse bolj resnih proračunskih težav in trajnih težav vlade s plačilnimi zaostanki. Poleg tega pa so bile cene nafte še vedno nizke in s tem vplivale na slabšanje plačilne bilance in izpeljavo privatizacije naftnih družb. V tem obdobju pa je postajala tudi vse bolj očitna bančna kriza.

V maju je tako RTS indeks padel za nadaljnjih 40%, investitorji so izpraznili trg za 700 milijonov dolarjev in CBR je zaradi povečanega pritiska na rubelj izgubila 1,4 milijarde dolarjev rezerv ter povišala stopnjo financiranja na 150% (Arkhipov et al., 1998, str. 14). Od oktobra 1997 je bilo to že tretje povišanje obrestne mere CBR za obrambo deviznega tečaja.

V maju je začel tudi vse bolj naraščati ruski javni dolg in tako povzročal vedno večje težave vladi, ki je imela že resne težave pri refinanciranju dospelih GKO obveznic. Vlada se je tako odločila zamenjati drag, kratkoročen, v rubljih denominiran dolg z dolgoročnim, cenejšim, dolarским dolgom (evroobveznice) in uspelo ji je pridobiti 3,8 milijard dolarjev vrednih evroobveznic, izdanih 4. in 18. junija (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 8). Poleg tega je vladi uspelo sprejeti makroekonomski program za leto 1998, ki je obdržal nespremenjena cilja inflacije in realnega deviznega tečaja, ki sta bila sklenjena prejšnje leto.

V tem času je Kirienkova vlada oblikovala tudi antikrizni program, katerega glavne točke so bile uvedba nove davčne in proračunske zakonodaje, reforma davka na dodano vrednost, ukinitve nekaterih davčnih olajšav, plačilo plačilnih zaostankov in povečanje prihodkov od privatizacijskih prodaj. S sprejetjem obveznosti vlade, da bo implementirala nekatere ključne točke tega programa, je bil 13. julija 1998 dosežen dogovor z IMF, Svetovno banko in japonsko vlado o plasiranju 22,6 milijard dolarjev vredne pomoči, od katere bi Rusija dobila 5,6 milijard dolarjev takoj po sestanku odbora direktorjev IMF. Ker je Duma zavrnila nekatere pomembne točke programa, potrebne za izpolnitev dogovora z IMF, je le-ta odobril

le 4,8 milijard dolarjev pomoči od prvotnih 5,6 milijard dolarjev, ki jih je Rusija prejela takoj po sestanku odbora direktorjev IMF 20. julija 1998. Takojšnja reakcija na trgih je bila pozitivna, saj so donosi na državne obveznice padli na 45%.

V tem obdobju je vse bolj očitna postajala tudi bančna kriza. Razvila se je akutna likvidnostna kriza, predvsem zaradi restriktivne politike CBR in zmanjšanja kotacij ruskih vladnih vrednostnih papirjev, ki so jih banke uporabljale kot kritje za kredite tujih bank. Zaradi padanja vrednosti teh papirjev, so tuje banke zahtevale dodatna sredstva za kritje danih kreditov. Za izpolnitev svojih obveznosti so banke začele prodajati portfelje GKO in OFZ ter korporacijske delnice z namenom pridobitve tuje valute in s tem še poslabševale razmere na ruskih finančnih trgih.

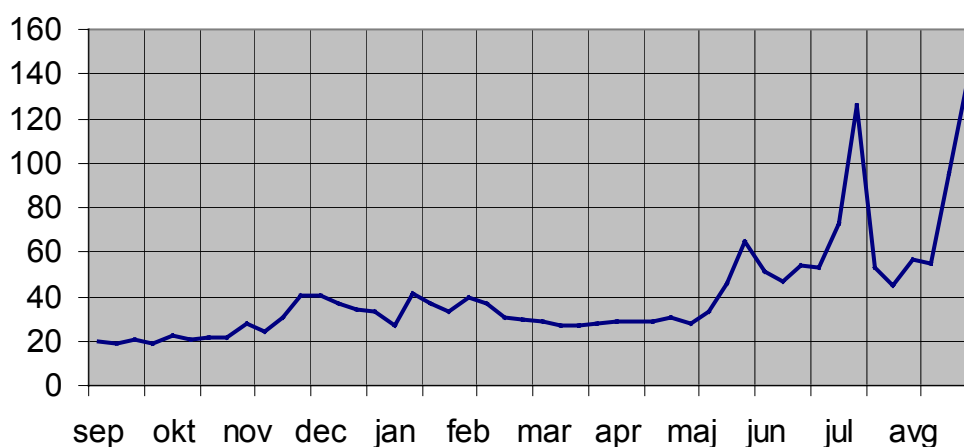
### Avgust 1998

Bančne aktivnosti, skupaj z odsotnostjo kredibilnega programa vlade in poslabšanje stanja na mednarodnih finančnih trgih so povzročili poslabšanje razmer v Rusiji po odobritvi zadnjega kredita IMF (Arkhipov et al., 1998, str. 17).

Sredi avgusta so donosi na GKO dosegli skoraj 145%, vlada ni bila zmožna refinancirati dospelih obveznic, RTS indeks je izgubil nadaljnjih 30% in mednarodne rezerve CBR so pospešeno padale in sicer za okoli 3,5 milijard dolarjev od konca julija (IMF Staff Report, 1999).

Soočena z nekontroliranim upadanjem rezerv, propadanjem vladnega dolžniškega trga in bančnega sistema je imela ruska vlada na voljo devalvacijo, moratorij na odplačevanje kreditov in uvedbo valutnih kontrol ter izbrala vse tri alternative. Dne 17. avgusta je z objavo prej omenjenih ukrepov prišlo do izbruha tečajne, dolžniške in bančne krize.

SLIKA 2: Gibanje donosov na GKO obveznice v obdobju 1997-1998 (donosi ob koncu tedna)



Vir: Arkhipov et al., 1998, str. 94-95.

## 2.2. REŠEVANJE KRIZE

Reševanje krize lahko razdelimo na tri področja in sicer na področje deviznega tečaja, področje dolga vlade in na področje reševanja bank. Vzporedno z reševanjem finančne krize je potekala tudi politična kriza. Teden dni po nastanku krize je morala Kirienkova vlada odstopiti, ker ni bila zmožna uresničiti potrebnih fiskalnih in strukturnih reform, predvidenih v »Stand-by« aranžmaju, sklenjenim julija 1998 z IMF. Černomirdin, ki je zamenjal Kirienka naj bi oblikoval program za reševanje krize, ker pa mu to ni uspelo je bil odstavljen maja 1999, naslednja vlada pa je bila odstavljena avgusta 1999, ko je nov premier postal Vladimir Putin. Pri tem je potrebno omeniti, da je v skladu z odsotnostjo potrebnih fiskalnih in strukturnih reform, katerih sprejetju je nasprotoval parlament, v prvih mesecih potekalo reševanje krize brez pomoči IMF.

### Reševanje tečajne krize

Vlada je 17. avgusta 1998 objavila novo drsenje rublja med 6 in 9,5 rubljev za dolar, kar je bila v bistvu devalvacija rublja za 35% svoje vrednosti. Poleg tega pa je ruska vlada objavila še nekatere devizne kontrole, katerih namen je bil preprečitev nadaljnjega odliva tuje valute.

Že takoj naslednji dan je morala CBR intervenirati za ohranitev rublja v novem koridorju in ker v naslednjih dneh zaradi hitrega upadanja svojih rezerv ni mogla več preprečevati padanja rublja, je 2. septembra opustila režim trdnega deviznega tečaja (Margolin, 2000, str. 12). Rubelj je imel konec septembra samo še 35% svoje vrednosti pred krizo. Tečaj se je nato do marca gibal okoli 20 rubljev za dolar in bil deležen stalnih pritiskov. CBR je tečajno politiko izvajala s kombinacijo deviznih kontrol in tržnih intervencij. Marca 1999 pa se je tečaj ustalil na okoli 25 rubljev za dolar in ni zahteval veliko intervencij s strani CBR (Sutela, 1999, str. 11). Devizni tečaj je od 17. avgusta 1998 do junija 1999 realno depreciriral za 40%.

### Reševanje dolžniške krize

Vlada je 17. avgusta objavila 90 dnevni moratorij na servisiranje tujega dolga in rekonstruiranje GKO in OFZ obveznic do konca leta 1999. Moratorij (ki je vključeval tudi terminske pogodbe) je bil potreben za preprečitev propada pomembnih bank. Objava bankrota na v rubljih denominiran vladni dolg je sicer uničila še zadnje zaupanje investitorjev v Rusijo, vendar pa je bila potrebna zaradi fiskalnih razlogov (Sutela, 1999, str. 11). Po objavi vladnih ukrepov in zamrznitvi GKO/OFZ trga je trajalo do aprila 1999, da je bil dosežen dogovor o rekonstruiranju tega dolga.

V letu 1999 so se začela pogajanja Rusije s Pariškim in Londonskim klubom kreditorjev o rekonstrukciji dolga Rusije, ki je izviral še iz obdobja SZ. Konec julija je bil dosežen dogovor v okviru Pariškega kluba o rekonstrukciji plačil za dolg z zapadlostjo do leta 2000. Z



Londonskim klubom je bil dosežen dogovor v avgustu 2000. Ta dogovor je vključeval odpis tretjine vrednosti od 31,8 milijard dolarjev dolga.

Na podlagi procesa dogovarjanja z upniki leta 1999, je bil z IMF konec julija 1999 sklenjen nov »Stand-by« aranžma, ki je temeljil na implementaciji fiskalnih in strukturnih reform, ki s bile v večini predvidene že v aranžmaju iz sredine leta 1998.

### Reševanje bančne krize

Medbančni trg je bil po izbruhu krize ukinjen za nedoločen čas. Zaradi devalvacije in bankrota se je veliko bank znašlo v likvidnostnih in solventnih težavah.

Takojšnji ukrepi CBR za preprečitev propada bank so bili (Thießen, 2000, str. 273):

- CBR je dovolila bankam aktiviranje njihovih rezerv za poravnavanje obveznosti;
- podpirala je medsebojno ukinjanje plačil med bankami;
- priskrbela je tako imenovane stabilizacijske kredite problematičnim bankam;
- priskrbela je zavarovanje za depozite SBER banke in dovolila, da se depoziti 32 bank prenesejo v SBER banko.

Transparentnost teh ukrepov je bila nizka, poleg tega pa CBR ni uvedla strožjih ukrepov in predpisov glede poslovanja bank in ni pripravila nobenega jasnega programa za rekonstruiranje bank. Šele v sredini leta 1999, deset mesecev po bančni krizi so oblasti razvile strategijo za reformiranje bančnega sistema. Konec leta 1999 je bančni sektor še vedno deloval le kot plačilni sistem in zadostnih virov za dokapitalizacijo bank ni bilo na voljo (Sutela, 1999, str. 12).

### Posledice na realno ekonomijo

Stroški finančne krize so se takoj pokazali v padcu gospodarske rasti. BDP je v avgustu padel za 8,2%, v septembru za 9,9% in na letni ravni je Rusija zabeležila negativno gospodarsko rast. Zaradi devalvacije je začela močno naraščati inflacija in sicer je avgusta narasla za 3,7%, septembra pa že 38,4% in letna inflacija je znašala 84%. Poleg tega so se zmanjšali tudi dohodki prebivalcev. Devalvacija rublja pa je imela pozitiven vpliv na povišanje konkurenčnosti izvoznega sektorja in konec leta 1998 so se že kazali znaki gospodarskega okrevanja zaradi uvozne substitucije, ko je začel naraščati industrijski proizvod. Zaradi pozitivnega vpliva devalvacije na industrijski sektor so začele padati tudi nedelarne transakcije.

### Stanje v drugi polovici leta 1999

Kljub splošnemu prepričanju, da se bosta finančna kriza in recesija v letu 1999 poglobili je prišlo do izboljšanja razmer. S pomočjo devalvacije in izboljšanja svetovnih cen nafte in plina

sredi leta 1999, se je okreplil domač industrijski sektor. BDP je v letu 1999 narasel za 5,4% in inflacija je padla pod 40% in je ostala na trendu zniževanja. Poleg tega je k okrevanju BDP delno prispevalo tudi izboljšanje razmer na področju fiskalne in monetarne politike.

### 3. VZROKI RUSKE FINANČNE KRIZE

Pogledov na vzroke za nastanek ruske finančne krize je veliko, lahko pa bi jih razdelili v tri skupine. Po prvem pogledu na krizo, je Rusija doživela valutno krizo, povzročeno z deformiranimi cilji politike deviznega tečaja (močno precenjen rubelj) in da bi se dolžniški krizi dalo izogniti, če ne bi bilo napačnih ukrepov oblasti (Gurvich, 2000, str. 3). Drugi pogled na krizo utemeljuje, da je Rusija doživela predvsem dolžniško krizo, katere vzrok je bila mehka fiskalna politika (Gurvich, 2000, str. 3). Pogosta razlaga krize, ki je bila še posebej priljubljena med vladnimi ekonomisti je, da je bila kriza posledica zunanjih šokov (azijske finančne krize, poslabšanja pogojev menjave in spremembe v ocenjevanju situacije na ruskih trgih s strani investitorjev) (Gavrilenkov, 2000, str. 441).

IMF (1998) je ocenil, da je bila finančna kriza posledica ogromnega fiskalnega primanjkljaja in s tem povezanim povečanjem dolga v posesti domačih in tujih investitorjev. Dornbush (1998) prav tako vidi vzrok za krizo v primanjkljaju in ne v tečaju. Alternativen pogled na krizo ima Gurvich (2000), ki meni, da kriza ni bila posledica niti precenjenega tečaja niti primanjkljaja<sup>8</sup>, temveč je bil vzrok v zunanjih šokih, v poslabšanju menjalnih razmerij konec leta 1997 in tudi s tem povezanim upadom zaupanja s strani investitorjev. Popov (2000) pa meni, da je bila ruska kriza posledica precenjenega rublja.

Na splošno lahko razloge vsake krize razdelimo na tri sklope in sicer v sklop slabih politik, sklop zunanjih vplivov (ali nesrečnega spleta okoliščin) in sklop slabih institucij (Sutela, 1999, str. 9).

Napačne politike so bile poglavitni razlog za rusko finančno krizo. Slabe politike v Rusiji lahko razdelimo na tri področja. Visok primanjkljaj proračuna ter s tem povezana neprimerna fiskalna politika je bila glavni razlog za finančno krizo leta 1998. Neprimerna monetarna politika konec leta 1997 je k razsežnostim krize močno pripomogla in poslabšala možnost preprečitve krize. Naslednji pomemben razlog za krizo so bile slabosti bančnega sistema, ki so povzročile poglobitev krize in so imele velik vpliv na odločitve CBR pri vodenju svoje politike.

Zunanji vplivi so prišli po dveh kanalih in sicer skozi poslabšanje menjalnih razmerij konec leta 1997 in pa po vplivu azijske krize na zmanjšanje zaupanja investitorjev (Sutela, 1999, str.

---

<sup>8</sup> Tečajna politika naj bi bila vzdržna na srednji rok in naj bi imela dobre izgleda na kratek rok, fiskalna politika pa je bila vzdržna na kratek rok in bi se lahko stabilizirala v srednjem roku.

9). Zunanji vplivi niso bili razlog za krizo. Finančna kriza v Jugovzhodni Aziji in poslabšanje menjalnih razmerij sta samo pospešila krizo v Rusiji (Gavrilenkov, 2000, str. 441).

Nestabilnost političnega sistema in transformacija ruskega gospodarstva v tržno ekonomijo nista sprožila krize, bila pa sta v ozadju krize. Šibkejša ekonomija, v katerikoli dimenziji, prispeva k oslavitvi finančnega sektorja (Stiglitz, 1998, str. 14). Slabosti ruske ekonomske in institucionalne ureditve so bile podrobno opisane v prvem poglavju. Obstoj virtualne ekonomije, nizka monetizacija, prevladujoče notranje lastništvo ter mešanje političnih in ekonomskih odločitev so zagotovo razlogi, ki so v ozadju razvoja dogodkov v letu 1998.

### 3.1. FISKALNA POLITIKA

Glavni vzrok za rusko finančno krizo je bil permanentno visok primanjkljaj – nezmožnost vlade pri financiranju lastnega proračuna. Slabo upravljanje javnih financ, fiskalni primanjkljaj in neprestano zadolževanje vlade so bili stalni problemi Rusije (Gavrilenkov, 2000, str. 446). V obdobju 1992-1995 je bil primanjkljaj financiran s krediti CBR, katerih naraven rezultat je bila visoka inflacija. Od leta 1995, po sprejetju stabilizacijskega programa, je sicer prišlo do napredka pri kontroliranju visoke inflacije in kreiranja denarja, vendar pa je problem primanjkljaja, kot je razvidno iz tabele na naslednji strani, ostal.

TABELA 4: Makroekonomska učinkovitost v obdobju 1995-1998

Leto	Letna inflacija (%)		Fiskalni deficit/BDP* (%)	
	Načrtovana**	Dejanska	Načrtovano	Dejansko
1995	63	131	6,0	5,7
1996	25	22	4,2***	8,4
1997	9	11	3,2***	7,0
1998	6	84	2,2***	5,9

\* Primanjkljaj federalne vlade temelječ na sklenjenih obveznostih.

\*\* Cilji programa za leto 1995 so bili postavljeni v skladu s »Stand-by« aranžmajem, sklenjenim z IMF. Za obdobje 1996-98 so bili cilji postavljeni kot del triletnega »Extended Fund Facility« aranžmaja (to so originalno postavljeni cilji, ki so bili kasneje popravljeni).

\*\*\* Izključene so zapadle obresti na GKO in OFZ.

Vir: Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 14.

Od leta 1995 je imela Rusija zelo majhen uspeh pri odpravi glavnih fiskalnih problemov, to je pri znižanju visokega primanjkljaja, povečanju prihodkov in zmanjšanju velikosti vlade ter neproduktivnih porab (IMF Staff Report, 1999). K težavam s primanjkljajem so poleg stalnih napetosti med lokalnimi in centralno ravno vlade prispevali še naslednji dejavniki:

- padajoča gospodarska rast;
- odsotnost prestrukturiranja v industrijskih podjetjih, ki se niso mogla soočiti s težavami visokih realnih obrestnih mer in realne apreciacije rublja, zaradi česar je prišlo do naraščanja neplačilnega sistema in vladnih subvencij tem podjetjem;

- nezmožnost sprejetja potrebne davčne reforme, ki je ohranjala nefunkcionalen davčni sistem, pod katerim je bilo pogosto nemogoče ugotoviti obveznost davkoplačevalca, četudi je bil le-ta pripravljen sodelovati in odlaganje reform na področju socialne politike;
- vedno prisotna korupcija, ki je ovirala možnost in pripravljenost vlade za implementiranje zgoraj omenjenih potrebnih reform.

V skladu z odsotnostjo potrebnih reform so na eni strani ostajali in se povečevali davčni zaostanki in nedenarne poravnave davkov, po drugi strani pa so se nadaljevale nesmotrne indirektno in direktne subvencije vlade neprofitnim podjetjem. Pri tem je potrebno omeniti, da so bile v obdobju 1995-1998 sicer nekatere porabe ukinjene, vendar je bilo to bolj posledica pomanjkanja sredstev vlade, kot pa fiskalne reforme, poleg tega pa so tiste subvencije, ki so jih pod pritiskom mednarodne javnosti ukinili, zamenjali z novimi. Obstaja pa še ena negativna stran zmanjševanja izdatkov vlade. V normalni tržni ekonomiji bi zmanjšanje izdatkov vlade vodilo v zmanjšanje primanjkljaja (verjetno se zmanjša akumulacija davkov, vendar za manj kot izdatki), v Rusiji, kjer v veliko podjetjih ni pritiskov na omejevanje sredstev, pa upad vladnih izdatkov lahko povzroči val neplačil in na koncu veliko večji upad pri zbiranju davkov, kot v normalni ekonomiji (Nekipelov, 1998, str. 7).

Rezultat upadanja zbranih davkov in izdatkov vlade, ki jih je bilo potrebno financirati, je bilo zadolževanje vlade. Ker to ni bilo več možno s krediti CBR se je začelo razvijati tržno financiranje primanjkljaja z OFZ/GKO obveznicami in delno tudi z evroobveznicami. Prišlo je do zelo hitrega razvoja GKO/OFZ trga, na katerega so imeli sprva dostop samo domači investitorji, po letu 1996, ko so bili notranji viri financiranja že izčrpani, pa tudi tuji investitorji in do leta 1998 so bile na tem trgu odpravljene vse omejitve. Zaradi visokega tveganja investiranja se je Rusija lahko zadolževala samo po visokih obrestnih merah<sup>9</sup> in s kratkoročno dobo dospelja svojih obveznic. Posledica pomanjkanja strukturnih reform v gospodarstvu in na področju javnih financ ter kratkoročne narave vladnih dolgov je bila neprestano zadolževanje vlade. V obdobju 1996-1997 je prihajalo do pritoka kapitala predvsem zaradi nizkega razmerja dolg/BDP, pričakovanja gospodarske rasti, zaradi napovedi vlade o reformiranju proračuna in odpravi primanjkljaja ter zaradi podpore mednarodnih finančnih organizacij (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 11). Rezultat velikega priliva kratkoročnega kapitala je bila spremenitev strukture javnega dolga, v kateri je kratkoročni dolg naraščal in še bolj pomembno, vedno večja odvisnost Rusije od dogajanj na trgu, ki bi lahko v vsakem trenutku odtegnil kapital.

### *3.1.1. Vzdržnost fiskalne politike*

Edino kar se je v obdobju 1995-1998 spremenilo, je bilo, zaradi stabilizacijske politike znižanja inflacije, povečano zadolževanje vlade. Kot je razvidno iz tabele 5, je primarni primanjkljaj ostajal približno isti ravni, povečeval pa se je dolg in plačila obresti kot odstotek

<sup>9</sup> Realni letni povprečni donosi na GKO obveznice so bili v letih 1995, 1996 99%, 58%, ter v letu 1997 14%, v tem letu so se znižali predvsem zaradi prenapoljenosti trga (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 16).

od BDP in kot odstotek od proračunskih prihodkov. Izdaja kratkoročnega dolga je povzročila ogromno naraščanje proračunske porabe za plačila zapadlega dolga in servisiranje obresti (Sinelnikov-Mourylev, 1999, str. 14). Pri tem plačilo obresti kot odstotek od proračunskih prihodkov že nakazuje na vzdržnost fiskalne politike. Kot je razvidno iz spodnje tabele, je ta delež v letu 1998 narasel že na 43%, kar zagotovo ni bilo vzdržno.

TABELA 5: Javne finance in gospodarska rast v obdobju 1995-1998

Leto	Prim. deficit (% od BDP)	Plačila obresti		Javni dolg (domač + tuj na koncu ob.)		Struktura dolga (% celotnega)			Rast BDP (v %)
		% od BDP	% od prih.*	mlrd USD	% od BDP	1	2	3	
1995	2,2	3,6	28	170	50	10	14	76	-4,2
1996	2,5	5,9	47	201	48	21	10	69	-3,5
1997	2,4	4,6	38	218	50	27	10	63	0,9
1998	1,3	4,6	43	242	77	/	/	/	-4,6

1...GKO in OFZ obveznice

2...drug domač dolg

3...zunanji dolg

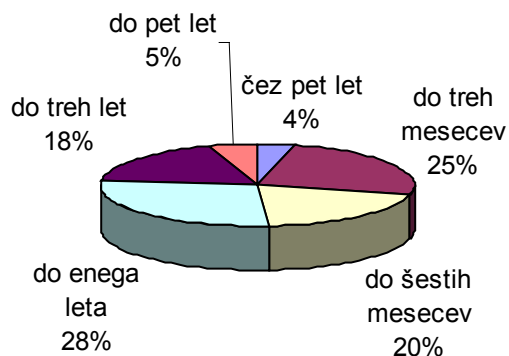
\* mišljeni so denarni in nedenarni prihodki proračuna

Vir: Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 14.

Iz tabele 5 je razvidno, da je v strukturi dolga prevladoval zunanji dolg. Večina od tega dolga je še iz obdobja pred tranzicijo (glej prilogo 2). Zunanji dolg, akumuliran po letu 1992, predstavlja predvsem obveznosti do IMF, nekaj pa ga je tudi posledica kreditov tujih vlad in izdaje evroobveznic. Ker je bila večina tega dolga sestavljenega iz kreditov mednarodnih finančnih institucij in tujih vlad, je bila možnost odtegnitve teh sredstev zelo majhna (Gobbin, Merlevede, 2000, str. 5).

Večji problem je povzročal kratkoročen dolg, pridobljen na podlagi zadolževanja vlade na GKO/OFZ trgih in še posebej naraščanje deleža tujih investitorjev v celotnem dolgu. Po uradnih podatkih naj bi bil delež tujih investitorjev v domačem vladnem dolgu maja 1998 okoli 30 %, vendar pa je bil ta delež, zaradi različnih možnosti investiranja tujcev, verjetno blizu 50 % (Gobbin, Merlevede, 2000, str. 5). Kar je bilo še bolj problematično, je bilo razmerje med vrednostjo GKO obveznic v posesti tujcev in rezervami CBR maja 1998. Okoli 20 milijard dolarjev tujega špekulativnega kapitala je bilo maja 1998 investiranega v GKO obveznice, medtem ko je imela CBR v tem času devizne rezerve v višini 9,6 milijard dolarjev (glej prilogo 2). Postalo je jasno, da ob nenadni obrnitvi kapitalskih tokov, CBR ne bo mogla preprečiti devalvacije.

SLIKA 3: Časovna struktura dolga, denominiranega v rubljah, maja 1998



Vir: Komulainen, 2000, str. 43.

Vzdržnost fiskalne politike lahko ocenimo na podlagi enačbe za dinamiko gibanja javnega dolga:

$$d = pd - ndfs + (r - g) * d$$

Kjer je:

$d$ ...razmerje med javnim dolgom in BDP (stopnja zadolženosti)

$d$  ...časovna izpeljava  $d$

$pd$ ...primarni primanjkljaj/BDP razmerje (primarni primanjkljaj vključuje izdatke vlade brez plačila obresti)

$ndfs$ ...razmerje med nedolžniškimi viri financiranja dolga in BDP (nedolžniški viri financiranja so npr. seignorage in privatizacijski prihodki)

$r$ ...realna obrestna mera za javni dolg

$g$ ...stopnja rasti realnega BDP

Primanjkljaj je nevzdržen, če v tekočem delovanju prihodnje fiskalne politike stopnja zadolženosti raste čez vse meje (Senjur, 1995, str. 302). Iz enačbe je razvidno, da je stopnja zadolženosti na eksplozivni poti tem višja je realna obrestna mera glede na gospodarsko rast, pri čemer tudi majhen primarni presežek ni dovolj za zaustavitev povečevanja zadolženosti. Višja kot je stopnja zadolženosti, več denarja bo morala vlada nameniti za servisiranje dolga. To so nakazovale tudi razmere v Rusiji v obdobju 1995-1998:

- gospodarska rast je bila negativna in je v letu 1997 praktično stagnirala, v letu 1998 pa je začela upadati;

- ves čas so bile prisotne visoke realne obrestne mere, ki so se konec leta 1997 še povišale, sredi leta 1998 pa so bile že tako visoke, da je bilo nadaljnje financiranje z GKO obveznicami praktično nemogoče;
- primarni primanjkljaj je bil ves čas visok.

Vlada se je za pokrivanje svojih potreb morala vedno bolj zadolževati in s tem potiskala realno obrestno mero navzgor, hkrati pa večala obremenitev svojega proračuna z izdatki za servisiranje dolga. Vse večji izpad prihodkov vlade in odsotnost potrebne reforme proračuna je v zadnji fazi naredil še primarni primanjkljaj pozitivno funkcijo realnih obrestnih mer in prispeval k eksplozivnosti stopnje zadolženosti, ki se je v letu 1998 že močno približevala ravni bankrota, na kateri je avgusta tudi končala (Pinto, Drebensov, Morozov, 2000, str. 14).

Korhonen (1998) je na podlagi prej omenjene enačbe preverjal vzdržnost ruske fiskalne politike sredi leta 1997, pred poslabšanjem menjalnih razmerij in vplivom azijske krize. Razvil je tri scenarije pod istimi predpostavkami in sicer, da se zelo počasen proces reform v Rusiji nadaljuje, da ostane negotovost na političnem področju, ki enako kot prej predstavlja oviro investicijam v Rusijo, poleg tega pa je za vse tri primere vzel realno obrestno mero 5% iz sredine leta 1997 in zelo optimistično rast BDP v naslednjih letih in sicer 4%. Njegove ugotovitve, postavljene za obdobje 1997-2010 so bile:

- če ostane primarni primanjkljaj 3,5% (kot sredi leta 1997), potem javni dolg počasi narašča do 110% BDP leta 2010, brez znakov stabilizacije;
- če se uresniči napovedan primarni primanjkljaj za leto 1998 in sicer 0,4%, ki ga Rusija v naslednjih letih vzdržuje, potem bi vladni dolg v naslednjih letih ostal pod 70% BDP;
- dolg bi se zelo počasi začel zniževati samo če bi Rusija imela primarni presežek 0,6% BDP.

Tudi iz njegovih ugotovitev sledi, da fiskalna politika ni bila vzdržna. Četudi bi bile v Rusiji normalne razmere, bi morala vlada vzdrževati primarni presežek 0,6% BDP samo zato, da bi lahko vzdrževala razmerje med dolgom in BDP na ravni iz leta 1997. V Rusiji se razmere ne bi normalizirale, četudi ne bi bilo azijske krize in poslabšanja pogojev menjave. Kratkoročen tuj kapital, investiran v vladne obveznice bi se pri določeni ravni obrestnih mer stabiliziral in težave financiranja proračunskega primanjkljaja bi bile reproducirane na novi ravni (Nekipelov, 1998, str. 8). Glede na politično in gospodarsko stanje v Rusiji leta 1997, bi slej ko prej prišlo do krize.

### *3.1.2. Vpliv neplačilnega sistema na proračun Rusije*

Kot sem že omenila v prvem delu diplomske naloge, se je Rusija skozi leta tranzicije zapletla v sistem neplačil, ki sta ga Gaddy in Ickes (1999) poimenovala tudi virtualna ekonomija. Na vladni ravni, pomembni za vpliv neplačil na razmere v proračunu, so na eni strani pomembne predvsem indirektno in direktno subvencije podjetjem, na drugi strani pa dve obliki neplačil vladi in sicer:

- zaostanki ali računi, ki bi jih bilo potrebno že poravnati in
- vse oblike nedenarne poravnave, vključujoč barter, »veksels«<sup>10</sup> in davčne »offsets«<sup>11</sup>, kjer so vladni plačilni zaostanki in zapadli davki medsebojno ukinjeni.

Vpliv neplačil lahko preučimo, če v enačbi za dinamiko javnega dolga izrazimo primarni primanjkljaj in nedolžniško financiranje proračuna z naslednjima dvema enačbama:

$$pd = NIE - t$$

$$ndfs = m * \pi$$

Kjer so:

*NIE*...neobrestni izdatki

*t*...fiskalni prihodek

$m * \pi$  ...donos od inflacijskega davka, definiran kot razmerje med primarnim denarjem in BDP (*m*), povečano za stopnjo inflacije ( $\pi$ )<sup>12</sup>

S pomočjo zgornjih enačb lahko razvijemo naslednje povezave med neplačili in proračunom. V skladu s ciljem hitre stabilizacije država načrtuje proračun, ki je izvedljiv glede na inflacijske cilje, vendar pa so končni realizirani prihodki proračuna manjši od načrtovanih, ker podjetja ne plačujejo davkov. Pri tem so pomembni predvsem energetske monopoli, ki ne plačujejo davkov s čimer kompenzirajo svoje implicitne subvencije (nedenarne poravnave in zaostanki) produkcijskim podjetjem. Največji producenti implicitnih subvencij so tudi največji davčni prestopniki (Pinto, Drebensov, Morozov, 2000, str. 10). Ker ima zaradi tega država manjše prihodke ima za financiranje svojih načrtovanih izdatkov naslednje štiri možnosti in sicer tiskanje denarja, povečanje plačilnih zaostankov, da ukine neobrestne izdatke ali pa se nadalje zadolžuje (Pinto, Drebensov, Morozov, 2000, str. 11). Prva možnost ni izvedljiva zaradi stabilizacijskega programa.

Pri plačilnih zaostankih lahko vodi plačilne zaostanke podjetjem ali pa zaostanke v plačilu mezd, pokojnin in drugih socialnih transferjev. Prva možnost ni izvedljiva, saj bodo zaradi teh zaostankov podjetja vodila zaostanke pri plačilu davkov, kar lahko v naslednji fazi še bolj zniža prihodke proračuna. Druga možnost je politično sporna, poleg tega pa bo potrebno te plačilne zaostanke enkrat poravnati, verjetno z nadaljnjim zadolževanjem ali pa monetizacijo, kar vodi v povišanje javnega dolga in tudi obrestnih mer pri naslednjem zadolževanju.

<sup>10</sup> "Veksels" so glavni nadomestki denarja v Rusiji, ki jih največ izdajo (okoli 80%) podjetja, izdajajo pa jih tudi banke (okoli 15%) (Commander, Mumssen, 1998, str. 3).

<sup>11</sup> Pri tem je za vlado težava davčnih "offsets" prvič v tem, ker so precenjeni in drugič, ker jih vlada zaradi nedenarne oblike ne more uporabljati za različne namene, poleg tega pa za nekatere dobrine in storitve, ki jih podjetja predložijo vladi v zameno za davke, ne obstaja zadostno povpraševanje.

<sup>12</sup> Pri tem lahko izpustimo privatizacijske prihodke, saj so bili na splošno nepomembni, ali pa bi jih lahko vzeli kot konstantne.



Vladni zaostanki kot neto vir financiranja ne izgledajo obetavni, zmanjšujejo pa tudi kredibilnost vlade. Imajo pa še dodatno negativno stran, saj skozi vpliv signaliziranja legitimirajo davčne zaostanke in postopoma vodijo v »offsets«, ki nadalje zmanjšajo davčne prihodke, ker je plačevanje davkov skozi »offsets« cenejše kot v denarju.

Za povečanje prihodkov ostaneta samo še ukinitve neobrestnih izdatkov ali zadolževanje. Če neobrestni izdatki ne morejo biti dovolj znižani, da bi povečali kronično pomanjkanje prihodkov, potem primarni primanjkljaj in javni dolg rasteta. Končni učinek implicitnih subvencij in neplačevanja davkov je tako povišanje javnega dolga in realne obrestne mere (Pinto, Drebensov, Morozov, 2000, str. 12).

### 3.2. MONETARNA POLITIKA

Cilj monetarne politike od sredine leta 1995 je bil režim deviznega tečaja. Ta politika je lahko učinkovito orožje proti inflaciji in je vzdržna na kratek rok, ne bi pa smela postati pravilo na dolgi rok (Gavrilenkov, 2000, str. 197). Mishkin (1999) poudarja, da devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike v državah z nastajajočimi trgi lahko poveča finančno občutljivost in možnost finančne krize, ki ima lahko usoden vpliv na gospodarstvo države.

Verjetno se je občutljivost te denarne politike najbolje pokazala konec leta 1997, ko je prišlo preko vpliva azijske finančne krize do zmanjšanja zaupanja investitorjev, poleg tega pa so se občutno poslabšali pogoji menjave za Rusijo. V teh okoliščinah je prišlo v ruski politiki do dveh napak. Najprej se je pod predpostavko, da je težava v tečaju, odločila za branitev tečaja (navkljub nizkim deviznim rezervam) namesto za devalvacijo ali vsaj depreciacijo. Druga napaka pa je bila v tem, da je predpostavljala, da je branitev tečaja odvisna od monetarne politike in tako v pričakovanju špekulativnega napada povišala obrestne mere.

#### 3.2.1. Devizni tečaj

Realni devizni tečaj v treh letih pred krizo je bil odvisen predvsem od gibanja cen nafte, bilance tekočega računa in kapitalskih tokov (stanje plačilne bilance) ter od stabilizacijskega programa (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 20).

Cene nafte niso igrale pomembne vloge pri realni apreciaciji pred krizo. V letu 1996 so se navkljub povišanju nominalnih cen nafte za 25% pogoji menjave izboljšali samo za 8%, drastično poslabšanje cen nafte v letu 1998 pa je sicer prispevalo k povečanju možnosti špekulativnega napada, ni pa bilo ključno (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 20).

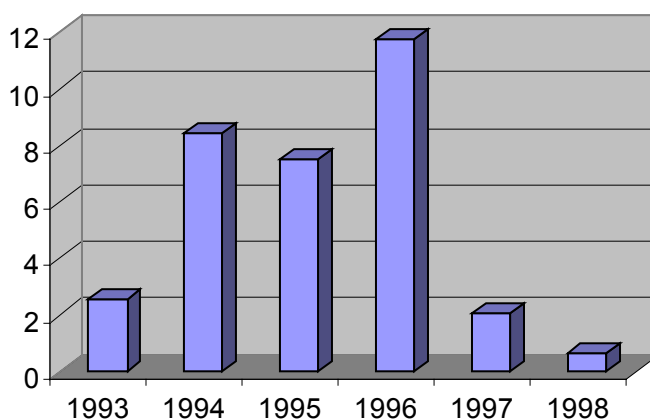
Vpliv spremembe ravni cen na devizni tečaj lahko preverjamo tudi s pomočjo relativne različice paritete kupne moči (PKM), po kateri je sprememba v deviznem tečaju determinirana s procentualno razliko med stopnjama domače in tuje inflacije (Komulainen, 2000, str. 30). V Rusiji je po PKM realni efektivni devizni tečaj močno appreciiral v letih

1995-1997, vendar pa je ugotovitev, da je bil na podlagi tega kriterija tečaj močno precenjen sporna vsaj zaradi dveh razlogov:

- PKM ni dober kriterij za ugotavljanje vrednosti deviznega tečaja, saj so empirične raziskave pokazale, da lahko velja samo na zelo dolg rok, zgrajena pa je tudi na določenih nerealnih predpostavkah;
- ocene razmerij med deviznim tečajem in PKM Združenih narodov kažejo, da je bilo v letu 1996 to razmerje za rubelj 43%, kar je podobno kot na Češkem (43%) in Slovaškem (40%), ter je bilo nižje od razmerja na Madžarskem (48%) in Poljskem (51%) (Gurvich, 2000, str. 5). Prav tako nista bili niti raven cen niti raven mezd pred krizo leta 1998 višji kot v večini drugih tranzicijskih držav v Vzhodni Evropi (Komulainen, 2000, str. 30).

Na gibanje realnega deviznega tečaja so v Rusiji vplivali tudi tekoči račun in kapitalski tokovi. Kot je razvidno iz spodnjega diagrama, je imela Rusija ves čas presežek na tekočem računu plačilne bilance. V letih 1997 in 1998 je glede na leto 1996 sicer prišlo do velikega upada tega presežka, vendar pa to ni bil razlog za krizo.

SLIKA 4: Tekoči račun plačilne bilance Rusije v obdobju 1993-1998 (v mlrd USD)



Vir: International Financial Statistics, 2002, str. 714.

Plačilna bilanca v Rusiji je bila podprta z velikim pritokom kratkoročnega kapitala: v letu 1997 so nove investicije v GKO obsegale 11 milijard dolarjev, zunanje zadolževanje vlade je bilo v vrednosti dodatnih 11 milijard dolarjev, prilivi v privatni sektor pa so bili 24 milijard dolarjev, od česar so direktne tuje investicije znašale samo 6 milijard dolarjev (Gurvich, 2000, str. 5). Celotni priliv kapitala je torej znašal 45 milijard dolarjev, od česar je bilo skoraj dve tretjini kratkoročnega, kar bi bilo nevzdržno, če ne bi bilo še druge strani zgodbe. Skozi leta je bil odliv kapitala iz Rusije splošno znano dejstvo. Odliv kapitala v letu 1997 je bil skoraj tako velik kot priliv in sicer je znašal 40 milijard dolarjev (Gurvich, 2000, str. 6).

Ruski stabilizacijski program in spremljajoče visoke realne obresti sta imela dominanten vpliv na realni devizni tečaj pred krizo. Ponavadi radikalni protiinflacijski ukrepi povzročijo apreciacijo domače valute, poslabšanje plačilne bilance, presežno porabo in povečana

tveganja v finančnem sektorju (Sinelnikov-Maurylev, 1999, str. 16). V primeru Rusije pa je bilo glavno makroekonomsko tveganje stabilizacije na področju uskladitve restriktivne monetarne politike in restriktivne politike deviznega tečaja s slabo vodeno fiskalno politiko. Poskus stabilizacije po letu 1995 je oslabil politično in ekonomsko pozicijo vlade in poslabšal možnosti za sprejem potrebnih fiskalnih reform (Sinelnikov-Maurylev, 1999, str. 16).

Že konec leta 1997 se je tako kazala potreba po prilagoditvi deviznega tečaja kot pomembnega dela pri popravilu makroekonomskih politik. Gospodarska rast in njene perspektive so bile slabe, realne apreciacije tečaja pred krizo ni spremljala povečana produktivnost podjetij, poleg tega pa so bile največja grožnja obstoju deviznega tečaja neurejene razmere v javnih financah.

Vzdržnost tečaja je bila tako odvisna od fiskalne politike oziroma od fiskalnih reform, ki bi vodile v zmanjšanje potrebe po zadolževanju in od strukturnih reform, ki bi pospešile gospodarsko rast. Situacija v začetku leta 1998 se je že zelo poslabšala: realne obrestne mere so presegle stopnjo gospodarske rasti, vlada je financirala primanjkljaj z izdajanjem obveznic in jih obnavljala, da ne bi prišlo do inflacije, poleg tega se je že začelo skozi višje premije za tveganje kazati povišanje razmerja med dolgom in BDP (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 44). V teh razmerah je postalo očitno, da vlada ne bo mogla popraviti stanja v svojem proračunu in popravek deviznega tečaja bi bil potreben, da bi se s tem zmanjšalo vsaj breme domačega dolga.

Zgoraj razložena dejstva nakazujejo, da ni bilo nobene potrebe za povečanje restriktivnosti monetarne politike konec leta 1997. Slabšanje razmer na ruskih finančnih trgih se ni odrazilo na deviznem trgu vse do konca razvoja krize, ko se je nestabilnost finančnega sistema končno odrazila tudi na njem, zaradi česar je sledila devalvacija.

Slabša menjalna razmerja, ki so sicer oslabila stanje plačilne bilance, so imela negativen vpliv na vzdržnost deviznega tečaja, vendar je imela zato CBR na voljo še drugo izbiro in sicer opustitev režima plazečega fiksne deviznega tečaja, ali pa vsaj postavitve novih mej nihanja. Zaradi slabšanja fiskalnih razmer je bil popravek tečaja potreben že konec leta 1997, saj bi bila s tem dana večja možnost vladi pri reševanju svojih težav. Verjetno sprostitev tečaja konec leta 1997 ne bi vodila do kakšne pomembno velike deprecije, zagotovo pa ne bi zahtevala posebnega odgovora monetarnih oblasti (Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 108). Gavrilencov (2000) trdi, da bi bila devalvacija in prehod v drseč devizni tečaj lahko storjena že sredi leta 1997, ko je bilo stanje na finančnih trgih še dokaj stabilno; ta ukrep bi dovolil trgov vnaprejšnjo prilagoditev drsečemu tečaju, brez panike in z nižjimi stroški inflacije.

### *3.2.2. Politika obrestnih mer*

CBR se je torej, na podlagi slabega razvoja dogodkov konec leta 1997, odločila za dvig obrestnih mer, da bi s tem povečala ponudbo kapitala in dala pozitiven signal investitorjem.

TABELA 6: Stopnja refinanciranja CBR (v % letno)

IX,1997	XI,1997	II,1998	V,1998	VI,1998	VII,1998	IX,1998
21	28	39	150	80	60	60

Vir: Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 106.

Tradicionalne teorije trdijo, da je povišanje obrestnih mer dobra obramba pred špekulativnim napadom (Kraay, 2000, str. 1). Poleg tega pa te teorije predpostavljajo, da je potrebno samo začasno povišanje obrestnih mer za obnovitev zaupanja investorjev in obrnitev ponudbe kapitala. Jasno je, da je politika visokih obrestnih mer lahko vzdržna samo na kratek rok, saj ima močne negativne vplive na gospodarstvo in sicer (Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 106):

- visoke obrestne mere povišajo stroške financiranja proračunskega primanjkljaja in povišajo tudi sam primanjkljaj. Oboje vodi v kontrakcijo proizvoda in tako zahtevo po še višjih proračunskih primanjkljajih;
- visoke obrestne mere povzročijo povečanje zadolževanja v tuji valuti in posojil v domači valuti ter tako povečajo tujo dolžniško izpostavljenost bank in podjetij;
- poleg tega se zaradi večjega zadolževanja v tujini poslabša tekoči račun plačilne bilance;
- zmanjša se zanimanje za dolgoročne investicije in visoke obrestne mere negativno vplivajo na cene obveznic in delnic;
- odvrnejo izdajo dolgoročnega dolga in povečajo preference za kratkoročni dolg, kar povzroči neoptimalno strukturo dolga.

Zvišanje obrestnih mer naj bi bilo po tradicionalnih teorijah torej kratkoročno in bi vodilo v povečanje pritoka kapitala v državo, vendar pa je možna tudi obratna situacija. Države, soočene s tečajno krizo, so pogosto videle v nastali situaciji izbiro med dvema možnostma in sicer med neugodnimi posledicami devalvacije in med povišanjem obrestnih mer, toda če povišanje obrestnih mer vodi v zmanjšanje priliva kapitala, potem ni nobene »trade-off«, ker višje obrestne mere direktno oslabijo gospodarstvo in lahko celo močno povečajo padec deviznega tečaja (Stiglitz, 1998, str. 18). Po Stiglitzu (1998) obstajajo skozi krizo obdobja, ko so devizni tečaji in obrestne mere pozitivno povezani in obdobja, ko so povezani negativno, vendarle pa sta tako tečaj kot obrestna mera endogeni spremenljivki, katerih korelacija je lahko posledica tretje spremenljivke. Možno je torej, da okrevanje deviznega tečaja ni vedno odvisno od povišanja obrestnih mer, poleg tega pa lahko sam dvig obrestnih mer povzroči povišanje tveganja devalvacije in poveča nevzdržnost tečaja.

Tradicionalni pogled na povezanost obrestnih mer in deviznega tečaja ima še naslednje tri pomembne slabosti. Najprej je za povečanje zaupanja tveganju nenaklonjenih investorjev potrebno zelo visoko povišanje obrestnih mer, kar pa se v praksi zelo redko zgodi (Kraay, 2000, str. 1).

Ker povišanje obrestnih mer v praksi ponavadi ni dovolj visoko, je verjetno bolj pomembna funkcija tega povišanja v učinku signaliziranja. Pri signaliziranju pa se pojavita dve težavi. Po eni strani mora signaliziranje povzročiti državi dovolj velike stroške. Če signaliziranje ne bi

prinašalo stroškov, potem mu investitorji ne bi verjeli. Po drugi strani, pa so lahko stroški za državo previsoki, kar lahko vodi investitorje v prepričanje, da bo država opustila to politiko, ki je nevzdržna za gospodarstvo. Negativni vplivi visokih obrestnih mer so se v Rusiji najbolj očitno pokazali v poslabšanju že tako slabega stanja javnih financ. Glede na to, da je bila obramba deviznega tečaja veliko bolj odvisna od izboljšanja proračunskega primanjkljaja in ne od monetarne politike, so visoke obrestne mere naredile fiskalno situacijo še bolj nevzdržno kot bi sicer bila in s tem je imel poskus ureditve fiskalnih težav v zelo kratkem času zelo malo možnosti da uspe (Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 106).

Dodatna težava pri signaliziranju je, da so močne in boleče ekonomske akcije, še posebej vnaprejšnje akcije, preden so znaki krize vidni, lahko interpretirane kot znak resnih ekonomskih težav (Stiglitz, 1998, str. 21). V tem primeru se lahko pritisk investitorjev še poveča in poslabša razmere. V Rusiji je bila možnost, da je CBR s povišanjem svojih obrestnih mer novembra 1997 signalizirala investitorjem, da je prišlo v državi do resnih makroekonomskih neravnovesij.

### 3.3. SLABOSTI BANČNEGA SISTEMA

Tečajni in dolžniški krizi je sledila še bančna kriza. Konec avgusta 1998 je imelo veliko število komercialnih bank težave pri izpolnjevanju svojih obveznosti in plačilni sistem je začel propadati. Slabosti bančnega sistema so povečale razsežnosti krize. S svojimi aktivnostmi so banke še poglobile nevzdržnost fiskalne politike, poleg tega so bile eden od razlogov za obrambo deviznega tečaja CBR v letu 1998, saj bi devalvacija močno prizadela bančni sistem.

Temelji za slabo stanje bančnega sistema so bili postavljeni že v začetku devetdesetih. Skozi celotno obdobje 1992-1998 je bančni sistem deloval ob pomanjkanju učinkovitega zakonskega okvira in nadzora s strani CBR. Poleg tega pa so bančni sistem pri njegovi posredniški funkciji ovirale še slabo definirane lastninske pravice, oviranje dostopa do podatkov o poslovanju podjetij in nepripravljenost vlade do bankrota nesolventnih podjetij. Pri tem je potrebno omeniti, da je bančni sistem Rusije zelo nerazvit in majhen. Aktiva ruskih bank znaša samo okoli 30% BDP<sup>13</sup> in ruske banke niti po letu 1995 niso obsežno financirale investicij in porab privatnega sektorja. Najprej so delale dobičke na visoki stopnji inflacije in tečajnih špekulacijah, potem pa še na izredno donosnih državnih obveznicah (Nekipelov, 1998, str. 7).

Bančni sistem je začel svojo preobrazbo že konec leta 1988 in do leta 1995, ko je začela CBR voditi bolj restriktivno politiko, se je število bank povečalo od nekaj manj kot 100 leta 1988 na več kot 2000 (Wiegert, 2000, str. 59). Za bančni sistem je značilna visoka koncentriranost. Vse od začetka tranzicije je imela v bančnem sistemu dominantno vlogo SBER banka, ki je

---

<sup>13</sup> Za primer, to razmerje je za leto 1998 znašalo na Poljskem okoli 50%, na Češkem okoli 150% in v Nemčiji okoli 170% (Komulainen, 2000, str. 42).

bila pred privatizacijo državna banka, vse od tranzicije naprej pa je pod nadzorom CBR (CBR ima v lasti 57,7% delež). Konkurenca med bankami je majhna, saj jih večina deluje le na regionalni ravni.

Večina od bank ne opravlja svoje osnovne posredniške funkcije, to je zbiranja depozitov in alociranja tako zbranih sredstev v najbolj produktivne porabe. Mnoge banke so delovale bolj kot zunanji finančni oddelek za preskrbo s poceni krediti ogromnim bivšim socialističnim konglomeratom<sup>14</sup>. Okoli 80% od 2600 bank, registriranih v obdobju 1992-1996, je bilo ustanovljenih z namenom pridobivanja kreditov po nizkih obrestnih merah (oziroma realno negativnih obrestnih merah) od CBR (Wiegert, 2000, str. 59).

Leta 1995, po uvedbi restriktivne monetarne politike CBR in s tem omejenega kreditiranja bank, se je obsežen del bančnega sistema znašel v težavah. Konec leta 1996 je 23% bank poslovalo z izgubo in samo 37% jih je bilo ocenjenih kot solidnih (Tompson, 1997, str. 14). Največji vpliv na poslovanje bank po letu 1995 je imela spremenjena politika CBR, ki je namesto direktnih kreditov vladnemu proračunu uvedla kot instrument svoje politike operacije na vladnem trgu obveznic. Razvil se je likviden trg obveznic, na katerem so v velikem obsegu sodelovale tako CBR kot komercialne banke.

TABELA 7: Sestava bilance bank v obdobju 1994-1998

	1994	1995	1996	1997	Junij 1998	1998
V % od celotne bilančne vsote						
Tuje naložbe	23,9	13,5	14,6	10,9	11,6	23,6
Terjatve do vlade	5,2	18,5	30,3	30,8	33	27,9
Terjatve do privat. sektorja	35,9	39,0	31,6	36,3	40	36,6
Druga sredstva	35,0	29,0	23,5	22,0	14,4	12,2
Depoziti v domači valuti	15,8	20,2	17,4	21,7	21,8	16,5
Depoziti v tuji valuti	18,1	16,1	13,9	13,7	12,4	20,1
Tuji viri	7,0	8,7	11,8	17,2	16,9	21,3
Kapitalski račun	12,7	19,4	24,9	24,2	25,1	17,4
Drugi viri	46,4	35,6	32,0	23,2	23,8	24,7
Memorandum:						
Neto tuja sredstva	16,9	4,8	2,8	-6,3	-5,3	2,3
(v odstotku od vseh posojil):						
Slaba posojila	-	15,6	17,9	18,5	16,4	-

Vir: Gobbin, Merlevede, 2000, str. 16.

Kot je razvidno tabele 7, so se vse bolj povečevale terjatve do vlade, ki so tako vedno bolj izrinjale kredite privatnemu sektorju. Kljub temu, da je bila leta 1997 dosežena

<sup>14</sup> Te banke imenujejo nekateri tudi "žepne banke", oziroma banke, katerih klienti so večinoma podjetja, ki so del na novo ustanovljenih finančno-industrijskih skupin, katerih del je ponavadi tudi banka.

makroekonomska stabilizacija, je delež kreditov privatnemu sektorju leta 1997 glede na leto 1995 upadel. Razlogi za povečanje terjatev do vlade so verjetno v visoki donosnosti teh obveznic in pa tudi v prisotnosti legalnih težav in težav pri pridobivanju informacij o poslovanju podjetij, zaradi katerih je bilo kreditiranje privatnega sektorja bolj tvegano (Wiegert, 2000, str. 73).

Iz tabele 7 je razvidno, da so junija 1998 imele banke v svoji aktivi skoraj eno tretjino državnih obveznic, zaradi česar so bile izpostavljene tveganju bankrota. Poleg tega so za financiranje svojih naložb banke v tem letu uporabile 16,9% tujih virov. Nevarnost se je začela kazati že konec leta 1997, ko je neto tuja aktiva postala negativna, poleg tega pa je bilo v letu 1998 12,4% depozitov v tuji valuti. Banke so postale vse bolj izpostavljene tečajnemu tveganju. Z namenom znižanja te izpostavljenosti so banke izdale okoli 40% svojih kreditov, denominiranih v tuji valuti, vendar pa so s tem samo prenesle težave na prejemnike teh posojil, ki niso imeli prihodkov v tuji valuti (Gobbin, Merlevede, 2000, str. 10). Zaradi tega bi imeli, ob devalvaciji rublja, prejemniki teh posojil resne težave pri odplačevanju svojih obveznosti in devalvacija bi tako povišala delež slabih posojil.

Komercialne banke so imele tudi visoko izpostavljenost zunajbilančnih postavk tečajnemu tveganju. V skladu z vedno manj strogimi pravili za dostop tujcev na ruske finančne trge in z velikim pritokom tujega kapitala, je prišlo do vedno večjega trgovanja komercialnih bank z izvedenimi finančnimi instrumenti. Pred letom 1998 so morale banke, ki so prodale terminske pogodbe nerezidentom, ki so posedovali ruski domači dolg, uskladiti nastala tveganja s CBR. Januarja 1998 je bila ta zahteva ukinjena in s tem je prišlo do pospešenega obsega operacij na ruskem terminskem trgu, hkrati pa je prišlo do povečane izpostavljenosti celotnega ruskega bančnega sistema tveganju devalvacije (Gobbin, Merlevede, 2000, str. 11). Gobbin in Merlevede (2000) ocenjujeta, da je bila vrednost terminskih pogodb v začetku leta 1998 355 milijard dolarjev, kar je bilo trikrat več, kot je znašala vrednost aktive celotnega bančnega sistema. Vrednost teh pogodb je do avgusta 1998 sicer padla na 200 milijard dolarjev, vendar pa je bila to predvsem posledica upadanja trgovanja na GKO trgu.

Rezultat slabosti ruskega bančnega sistema, skupaj z upadanjem vrednosti državnih obveznic in visokih obrestnih mer CBR, je bila naslednja pozicija bilanc bank na začetku avgusta 1998:

- veliko število slabih posojil podjetjem;
- koncentracija tveganj, ker je bil velik obseg posojil dan enemu klientu, vključno z rusko vlado;
- veliko število nezavarovanih zunajbilančnih postavk v obliki terminskih pogodb;
- hitro naraščanje obveznosti do tujine, nepokritih s tujimi viri. Konec julija so tuje obveznosti komercialnih bank, vključujoč depozite, presegle tuja sredstva za 115 milijard rubljev.

Pojavila se je nevarnost, da bo 50% devalvacija povzročila propad skoraj celotnega bančnega sistema, vendar pa bi bil propad že nekaj velikih bank, zaradi posledic na delovanje

medbančnega trga, dovolj za sistemsko krizo (Gobbin, Merlevede, 2000, str. 11). Slabo upravljanje s tveganji in premajhno posvečanje pozornosti denarnim tokovom in likvidnosti, skupaj z nezadostnim nadzorom CBR, je pripeljalo banke na rob propada po devalvaciji rublja avgusta 1998.

#### **4. TEORIJE FINANČNIH KRIZ IN RUSKA FINANČNA KRIZA**

V skladu z vse večjo prisotnostjo finančnih kriz se je povečala tudi literatura, namenjena njihovem preučevanju. V tem poglavju so predstavljene tri generacije teorij finančnih kriz, na koncu poglavja pa je predstavljena še njihova razlagalna moč ruske finančne krize.

##### **4.1. TEORIJE PRVE GENERACIJE**

Prvi model, imenovan tudi model plačilno bilančne krize, je oblikoval Paul Krugman (1979), na podlagi del Salanta in Hendersona<sup>15</sup>, njegov model pa sta nadgradila Flood in Garber<sup>16</sup> leta 1984 (Flood, Marion, 1998, str. 1).

V modelu pride do valutne krize zaradi stalne potrebe vlade po denarnem financiranju proračunskega primanjkljaja in sicer skozi domačo kreditno ekspanzijo. Ker je devizni tečaj fiksiran, se morajo v skladu z rastjo domačih kreditov zmanjševati devizne rezerve centralne banke in s tem je stabilnost tečaja ogrožena.

Vzroki za valutne krize so torej v nekosistentnosti makroekonomskih temeljev države (pri tem se največkrat omenja primanjkljaj proračuna in primanjkljaj na tekočem delu plačilne bilance) z režimom trdnega deviznega tečaja. Krizo pa sprožijo pričakovanja investorjev o devalvaciji.

V modelu pride do špekulativnega napada še preden so devizne rezerve popolnoma izčrpane. Proces se konča s špekulativnim napadom, ker investitorji predvidevajo, da se bo režim deviznega tečaja eventuelno sesul in da bodo imeli kapitalske izgube na svojih imetjih, denominiranih v domači valuti, če do tega napada ne bo prišlo (Kaminsky, Lizondo, Reinhardt, 1998, str. 5).

V modelih prve generacije je trenutek napada izpeljan s pomočjo hipotetičnega deviznega tečaja, ki bi prevladal, če bi špekulanti kupili preostale devizne rezerve in bi se zatem vlada vzdržala intervencij na deviznem trgu. Hipotetičen devizni tečaj je ključen za oceno profitov, ki so na razpolago špekulantom v času krize, ker je ta tečaj v bistvu cena, po kateri lahko

---

<sup>15</sup> Salant in Henderson sta zgradila model špekulativnega napada za preučevanje napadov na vladno kontrolirane cene zlata. Krugman je ugotovil, da lahko Salant-Hendersonove analize uporabi za preučevanje napada na režim fiksnega deviznega tečaja.

<sup>16</sup> Flood in Garber sta rešila vprašanje momenta, v katerem pride do špekulativnega napada. Razvila sta dva modela in sicer model s popolnim predvidevanjem in stohastičen, tržni model v razmerah negotovosti.



špekulanti prodajo mednarodne rezerve, ki jih kupijo od vlade. S pomočjo tega tečaja se špekulativni napad zgodi, ko je hipotetičen devizni tečaj enak trdnemu, saj v primeru, da je hipotetičen devizni tečaj višji od trdnega, investitorji realizirajo kapitalske izgube, če pa je nižji, pa do napada sploh ne pride, ker nihče ne kupuje deviznih rezerv. Koliko časa bo vlada sposobna vzdrževati trden devizni tečaj je odvisno od količine mednarodnih rezerv in rasti kreditne ekspanzije: čim višja je količina rezerv in tem nižja je kreditna ekspanzija, tem kasneje se bo zgodil špekulativni napad.

#### 4.2. TEORIJE DRUGE GENERACIJE

Slabosti teorij prve generacije so, da predvidevajo preveč mehansko obnašanje državnih oblasti, ki se pasivno odzivajo na dogajanja na trgu. Poleg tega pa naj bi te teorije dajale prevelik pomen deviznim rezervam in kreditni ekspanziji pri definiranju trenutka špekulativnega napada.

Modeli druge generacije razlagajo krize kot posledico konflikta med trdnim deviznim tečajem in željo po ekspanzivni monetarni politiki. Ko investitorji začnejo sumiti, da bo vlada opustila trdni devizni tečaj, lahko že samo pritisk na obrestne mere povzroči krizo (Krugman, 1998b, str. 2).

Modele druge generacije oblikujejo tri sestavine. Mora biti razlog, zaradi katerega bi bile oblasti pripravljene opustiti devizni tečaj (Krugman, 1997a, str. 4). Obstfeld (1994) v svojih modelih navaja dva razloga in sicer željo po denarnem financiranju proračunskega primanjkljaja in povečanje zaposlenosti. Nadalje mora obstajati razlog, zaradi katerega bi bila vlada pripravljena braniti devizni tečaj – tako da nastane napetost med tema dvema motivoma (Krugman, 1997a, str. 4). Razlogi za branitev deviznega tečaja so lahko v ohranitvi stabilizacijskih dosežkov, v obdržanju kredibilnosti vlade in zavarovanju finančnega sistema. Tretja sestavina modelov pa je, da morajo, za oblikovanje krožne logike modela, ki napaja krizo, stroški branitve deviznega tečaja sami naraščati, ko investitorji pričakujejo (ali vsaj sumijo), da bi bil tečaj lahko opuščen. Ta krožna logika modela potem vodi samoizpolnjujoče krize: če trg verjame, da bo napad prisilil vlado v devalvacijo, potem bo napad uspel, ker se bodo stroški branitve deviznega tečaja povzdignili na tako visoko raven, da bo vlada prisiljena tečaj opustiti.

Te teorije temeljijo na modelu samoizpolnjujočih kriz in multiplega ravnotežja, kjer lahko spremembe v obnašanju in zaupanju investitorjev sprožijo špekulativni napad, čeprav z makroekonomskimi temelji države ni nič narobe. Potencialno možnost valutne krize druge generacije ustvarja dejstvo, da imajo tujci finančne naložbe v domačih vrednostnih papirjih, ti tuji investitorji pa se lahko v vsakem trenutku odločijo za odtegnitev naložb iz države, ker mislijo, da bi moral biti tečaj višji (Ribnikar, 2002, str. 69). Nastanek ali nenastanek krize je torej v veliki meri odvisen od (iracionalnih ali racionalnih) pričakovanj investitorjev.

V modelih druge generacije so, nasprotno z modeli prve generacije, krize nenapovedljive. Očitne ekonomske in politične napetosti se lahko pojavijo že dolgo prej, preden pride do napada, medtem ko je neposreden (ali najbližji) razlog za napad nek dozdevno nepomemben dogodek, ki postane pomemben samo, ko nanj gledamo kot na najvišjo stopnjo manifestacije serije signalov glede vpletenega gospodarstva in odločitev njegovih oblasti (Obstfeld, 1994, str. 20).

#### 4.3. TEORIJE TRETJE GENERACIJE

Modeli tretje generacije so nastali na podlagi azijske krize (1997), ko so nekateri avtorji prišli do spoznanja, da le-te ni možno zadovoljivo pojasniti z modeli prve in druge generacije. Kot glavne vzroke finančnih kriz avtorji teh teorij navajajo liberalizacijo finančnega sistema, slabosti bančnega sistema in finančnega sistema nasploh ter zunanje vplive. Pri tem je potrebno omeniti, da nekateri menijo, da teorije tretje generacije niso prinesle nič revolucionarno novega in da bi jih bilo možno vključiti v teorije prve in druge generacije.

Krugman (1997a) je kot vzrok azijske finančne krize navedel moralni hazard, ko so banke nekontrolirano kreditirale privatni sektor in trgovale z izvedenimi finančnimi instrumenti v prepričanju, da jih bo država v primeru težav rešila. Bančna kriza je tako vodila v tečajno krizo, do katere pride zaradi poslabšanja fiskalne pozicije države. Ker so stroški likvidiranja nesolventnih bank nesprejemljivi za državo, obstaja velika verjetnost, da bo država s kreiranjem dodatnega denarja ali dodatnega zadolževanja poskusila rešiti banke. Pričakovanja investitorjev, da bo v prihodnosti prišlo v državi do monetizacije tako nastalega dolga, sprožijo pritiske na devizni tečaj, kar lahko rezultira v devalvaciji valute. Mehanizem je podoben mehanizmu krize v modelih prve generacije, ki poudarjajo nevzdržnost fiskalne politike z režimom trdnega deviznega tečaja (Pesenti, Tille, 2000, str. 7).

Prav tako kot bančna kriza vpliva na tečajno je možno tudi obratno. Do vpliva valutne krize na bančno pride, ker špekulativen napad na valuto ogrozi bančni sistem. Ne samo, da napadu sledi dvigovanje depozitov s strani investitorjev, kar lahko povzroči propad banke, ampak pride zaradi obrambe valute tudi do zvišanja obrestnih mer s strani centralne banke in s tem do krčenja ponudbe denarja zaradi prodaje denarnih rezerv (Osakwe, Schembri, 1998, str. 4). Zaradi špekulativnega napada na valuto in potencialne devalvacije pride do problema likvidnosti bančnega sistema, posledica katerega je možen propad bank z največjo devizno izpostavljenostjo.

Pomembni posledici liberalizacije finančnih tokov sta vse večja povezanost med nacionalnimi finančnimi sistemi in iz tega sledeč povečan vpliv zunanjih šokov na notranji finančni sistem. Zaradi liberalizacije finančnih tokov se je tako povečala verjetnost nastanka finančnih kriz. Teorije tretje generacije poudarjajo tudi ta pomen zunanjih šokov na finančni sistem posamezne države. Ta vpliv pa razlagajo s pomočjo učinka razlitja in učinka okužbe.

Z razlitvenim učinkom opredeljujemo situacijo, ko zaradi šoka v eni državi (npr. devalvacija valute), pride do poslabšanja temeljev v drugi državi zaradi njene povezanosti s prvo državo, kar lahko v drugi državi potencialno pripelje do finančne krize. Do razlitvenega učinka pride po treh kanalih (Gelos, Sahay, 2000, str. 6):

1. Trgovinske povezave lahko prenesejo krizo v drugo državo, ker devalvacija valute v prvi državi oslabi makroekonomske temelje v drugi državi z zmanjšanjem konkurenčnosti njenega izvoza.
2. Finančne povezave. Finančna soodvisnost povzroči krizo, ker ima več držav istega kreditorja. Do razširitve krize pride, ker zaradi krize v prvi državi tuji kreditorji umaknejo kredite v drugih državah.
3. Globalni šok, ki simultano vpliva na različne države.

Ponavadi vzporedna gibanja, ki jih ni mogoče razložiti z zgoraj omenjenimi kanali padejo pod oznako učinek okužbe (Gelos, Sahay, 2000, str. 8). Okužbeni učinek najbolje definiramo kot pomemben porast v meddržnih povezavah, ki se zgodi po šoku v individualni državi (ali skupini držav) in je merjen z razmerjem med vzporednimi premiki cen sredstev ali finančnih tokov na različnih trgih, glede na te premike v mirnem času (Dornbusch, Park, Claessens, 2000, str. 3). Učinek okužbe lahko razlagamo v kontekstu asimetrije informacij in iracionalnega obnašanja investitorjev, imenovanega tudi čredni nagon. Z izrazom čredni nagon označujemo obnašanje investitorjev, ki samo sledijo drugim, vodilnim investitorjem (ki naj bi razpolagali z določenimi pomembnimi informacijami, ki jih drugi nimajo), ne da bi posvetili pozornost makroekonomskim temeljem države. V kontekstu valutnih kriz, tako obnašanje lahko pomeni, da je začetni val prodajanja, ne glede na njegov razlog, lahko povečan zaradi imitacije drugih investitorjev in se lahko konča v brezglavem begu iz določenega valutnega območja (Krugman, 1997a, str. 7).

#### 4.4. RUSKA FINANČNA KRIZA IN TRI GENERACIJE TEORIJ FINANČNIH KRIZ

Mnenja o tem, katera generacija teorij najbolj ustreza razlagi ruske finančne krize so različna, kljub temu pa se jih večina nagiba k temu, da so za rusko krizo primerne teorije prve generacije. Stroutchenevski (1999) meni, da je potek ruske krize skladen s Krugmanovim modelom valutne krize. Prav tako Popov (2000) meni, da je bila ruska kriza tipična plačilno bilančna kriza. Gobbin in Merlevede (2000) ocenjujeta, da se je ruska finančna kriza spremenila v krizo druge generacije, ko je vlada začela s tržnim financiranjem primanjkljaja. Komulainen (1998) nasprotno trdi, da je za temeljito razlago ruske finančne krize potrebno upoštevati vsaj prvi dve generaciji teorij finančnih kriz, delno pa verjetno tudi tretjo.

Rusko finančno krizo se da najbolje razložiti s teorijami prve generacije, vendarle pa je potrebno razlago dopolniti tudi s teorijami druge generacije. Stanje v Rusiji je bilo maja 1998 karaktirizirano s hitro rastočim javnim dolgom, slabimi perspektivami za rast, vedno bolj se je kazala potreba po strukturnih in proračunskih reformah, poleg tega pa sta se vedno bolj kazala tveganje bankrota in devalvacije, ki sta se izražala v visokih obrestnih merah za javni dolg.

Glede na to stanje bi rusko finančno krizo lahko označili kot klasično krizo, temelječo na nekonsistentnosti med makroekonomskimi temelji države.

Dogodki, kot so si sledili v poteku ruske krize so skladni z dogodki, ki vodijo v krizo po teorijah prve generacije. Glavni vzrok krize v modelih prve generacije je nezmožnost vlade pri odpravi svojih proračunskih težav. V Rusiji so se te težave kazale v nezmožnosti vlade pri povečanju akumulacije davkov in znižanju neproduktivnih porab.

Značilnost teh modelov je tudi, da se špekulativni napad zgodi, ko je dosežena zgornja meja endogenega zadolževanja (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 12). V Rusiji je bilo že sredi leta 1996 očitno da vlada ne more sama financirati lastnega dolga, zato ji je za financiranje ostalo samo še zadolževanje pri CBR, rezidentih in tujcih. Denarno financiranje primanjkljaja ni bilo možno zaradi stabilizacijskega programa. Za možnost zadolževanja pri rezidentih je primerna mera količina denarja v državi, merjena z M2, ki kaže možnost uporabe sredstev finančnega sistema za financiranje primanjkljaja. Agregat M2 je rasel počasneje kot javni dolg. Že konec leta 1996 je bilo razmerje med domačim GKO dolgom in M2 80%, do leta 1998 pa je to razmerje znašalo že 100% in tako nakazovalo izčrpanost domačih virov financiranja (Stroutchenevski, 1999, str. 9). Ostalo je samo še zadolževanje pri tujcih, ki pa tudi niso bili pripravljeni v nedogled financirati ruski proračunski primanjkljaj. Primer so visoke domače obrestne mere, ki pospešijo špekulativni napad, ker povišajo stopnjo akumuliranega nominalnega dolga. V Rusiji so bile sredi leta 1998 obrestne mere že tako visoke, da je bila zmožnost refinanciranja dolga že močno okrnjena in dolg je postajal vse bolj nekontroliran.

V modelih prve generacije špekulativni napad sprožijo pričakovanja investorjev o devalvaciji. Na izbruh ruske finančne krize leta 1998 so imela največji vpliv (pravilna) pričakovanja investorjev, da bo šibka vlada vsak čas prisiljena v monetizacijo svojega dolga (Krugman, 1998b, str. 2).

Rusko finančno krizo bi se delno dalo razložiti še s teorijami druge generacije. Vlada in CBR sta bili pripravljena nositi stroške visokih obrestnih mer zaradi branitve deviznega tečaja, hkrati pa so se investitorji vedno bolj zavedali, da so vladne finance postale nevzdržne in zato zahtevali vedno višje obrestne mere (Komulainen, 2000, str. 36).

## **5. PREDVIDLJIVOST IN MOŽNOST PREPREČITVE RUSKE FINANČNE KRIZE**

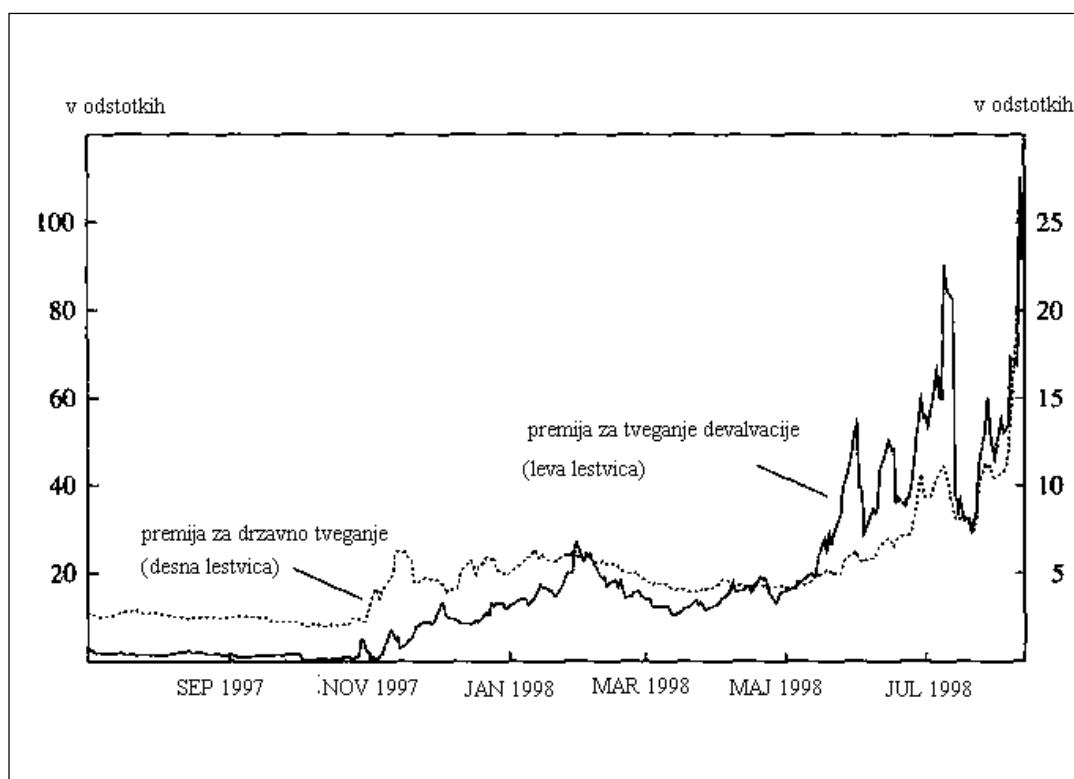
### **5.1. PREDVIDLJIVOST RUSKE FINANČNE KRIZE**

V Rusiji so bile glavna težava javne finance, poleg tega pa tudi stalne napetosti na političnem področju. Kljub različnim mnenjem glede hitrosti in globine ruske transformacije, ni bilo od konca leta 1997 nobenega dvoma več, da javna podpora izvajanju vladne politike upada in da so se začela razvijati politična in ekonomska neravnotežja, ki bi bila težko rešena brez

ekonomske in politične krize (Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 102). Če pogledamo stanje na GKO trgih in naraščanje dolga Rusije, potem je bila kriza napovedljiva od maja 1998, če pa pri tem upoštevamo še monetarno politiko od konca leta 1997, potem je bila kriza predvidljiva že takrat.

Pričakovanja trga glede ruske finančne krize lahko ocenimo na podlagi gibanja obrestnih mer na trgu državnih obveznic. Kharas, Pinto in Ulatov (2001) so pričakovanja trga ocenili s pomočjo razširjene enačbe za pariteto obrestnih mer, v kateri je domača obrestna mera razčlenjena tako, da lahko ocenimo tveganje bankrota (ki je inkorporirano v državnem tveganju) in devalvacije. Na podlagi te enačbe so ocenili premiji za tveganje devalvacije in bankrota, kot se je kazalo na trgu GKO obveznic in jih prikazuje spodnji graf.

SLIKA 5: Gibanje premij za tveganje devalvacije in državno tveganje v obdobju 1997-1998



Vir: Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 35.

Iz slike 5 je razvidno, da sta obe tveganji začeli naraščati po razlitvenem učinku azijske krize novembra 1997. Obe premiji sta bolj ali manj naraščali do konca januarja 1998. V obdobju februar-maj so se razmere nekoliko stabilizirale in premiji sta nekoliko upadli, vendar pa sta bili obe nad ravno iz novembra 1997. Maja pa je prišlo do velikega poslabšanja. Kot je razvidno iz zgornjega grafa, je tveganje devalvacije začelo močno naraščati in je bilo do sredine julija že zelo visoko. Po objavi rešilnega paketa je sredi julija to tveganje sicer upadlo, vendar pa je bilo še vedno nad ravno tega tveganja v sredini maja, ko so se pritiski na ruski trg začeli. Medtem je tveganje bankrota od maja naprej ves čas počasi naraščalo, kar nakazuje na nizko zaupanje trga v antikrizni program vlade in pa skrbi glede velikosti ruskega

dolga. 24. julija 1998, po zamenjavi GKO obveznic z evroobveznicami in posojilu IMF, sta začeli obe tveganji po hitrem postopku naraščati, kar je vodilo v dogodke 17. avgusta 1998.

Na podlagi tega lahko sklepamo, da je bila sicer ves čas prisotna verjetnost krize, še zlasti od maja 1998, vendar pa so investitorji kljub temu ostali na ruskem trgu. Razlog za vztrajanje investitorjev na ruskih trgih maja, ko so se začele razmere v Rusiji drastično poslabševati, je bil v prisotnosti moralnega hazarda. Moralni hazard je prevladal od 15. maja 1998, ko so tržni signali sicer skozi povišanje premij za tveganje bankrota in devalvacije nakazovali vse višjo verjetnost krize, vendar pa so bili investitorji še vedno pripravljeni povečati svojo izpostavljenost Rusiji (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 42). Portfeljski investitorji so verjetno pričakovali, da bo zaradi izpostavljenosti bank, prišlo do krize kasneje in so zato držali svoje izredno donosne naložbe v Rusiji. Splošno znano dejstvo je bilo, da so imele vplivne ruske banke močno izpostavljenost zunajbilančnih postavk tveganju devalvacije. Te banke so bile izpostavljene zaradi velikega števila terminskih pogodb, ki so imele rok dospelja v sredini septembra, oktobra in novembra 1998 (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 41). Zato bi bilo možno, da je bila devalvacija pričakovana šele po novembru 1998, ko bi te pogodbe dospele. Poleg tega pa so investitorji, po izdaji evroobveznic 18. junija in v pričakovanju visokega paketa mednarodne pomoči, bolj verjeli v to, da Rusiji ne bo dovoljeno pasti, kot pa v izboljšanje makroekonomskih politik Rusije (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 41). Ko je Rusija prejela nižjo pomoč od IMF, kot pa je bilo pričakovano in se je poleg tega še izkazalo, da zamenjava GKO obveznic z evroobveznicami ni bila učinkovita<sup>17</sup>, so se razmere obrnile na slabše in tako približale trenutek krize<sup>18</sup>.

## 5.2. MOŽNOST PREPREČITVE RUSKE FINANČNE KRIZE

Mnenja o tem, ali je bila kriza neizogibna, so različna. IMF je verjetno verjel, da je krizo možno preprečiti, saj je zagotovil 22,6 milijard dolarjev pomoči za podporo prilagoditvenemu programu Rusije, od česar je le-ta konec julija 1998 dobila 4,8 milijard za podporo deviznemu tečaju. Gligorov in Sundstrom (2000) menita, da je bila kriza neizogibna zaradi slabega političnega in gospodarskega stanja Rusije. Nadaljnje mnenje je, da bi se krizo verjetno dalo preprečiti konec leta 1997, če bi CBR poleg politike visokih obrestnih mer dovolila še višjo stopnjo deprecijacije rublja, česar rezultat naj bi bil vzpostavitev novega ravnotežja na ruskih finančnih trgih ob rahlem upadu deviznih rezerv.

### 5.2.1. Možnost preprečitve maja 1998

Rusija je skušala preprečiti krizo maja 1998 s pomočjo antikriznega programa, ki je vseboval strukturne in fiskalne reforme, poleg tega pa še povečanje likvidnosti s pomočjo kredita od IMF in pa rekonstrukcijo javnega dolga (zamenjava GKO obveznic z evroobveznicami.v

<sup>17</sup> O tem je več napisano v naslednji točki.

<sup>18</sup> Rusija je dobila veliko nižji znesek (\$22,6 milijard dolarjev ali 5,8% BDP) kot Indonezija (\$40 milijard ali 18,1% BDP), Mehika (\$47 milijard ali 13,5% BDP) ali Koreja (\$57 milijard ali 11,7% BDP) (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 42). Poleg tega je bilo od ruskega paketa samo okoli eno četrtino zneska realiziranega.

vrednosti okoli 3 milijarde dolarjev). Antikrizni program ni vseboval prilagoditve tečaja in celoten paket ukrepov je verjetno temeljil na dveh domnevah (Kharas, Pinto, Ulatov, 2000, str. 46). Prva je bila, da bi bilo za izboljšanje makroekonomskih temeljev potrebno implementirati vse napovedane reforme. Druga pa je bila, da naj bi medtem, zaradi obuditve zaupanja v Rusijo, mednarodni in domači kapitalski trgi nadalje preskrbovali Rusijo z zadostnim kapitalom, potrebnim za obdržanje režima deviznega tečaja.

Poskus Rusije ni mogel biti uspešen zaradi naslednjih razlogov. Povečanje rezerv kot del paketa je sicer izboljšalo likvidnost, vendar pa je verjetno hkrati privedlo do poslabšanja dinamike kratkoročnega dolga. Javni dolg se je povečal v trenutku, ko je bilo tveganje bankrota že tako visoko, poleg tega pa je prišlo do oblikovanja dodatnih prednostnih terjatev do virov v trenutku, ko so bile potrebne obsežne fiskalne in strukturne reforme (ki zahtevajo čas) da bi Rusija lahko izpolnila dodatne dolžniške obveznosti (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 41). Zamenjava GKO obveznic z dolgoročnimi evroobveznicami je bila izvedena v trenutku, ko so se mejni stroški zunanjega zadolževanja že začeli močno povečevati, predvsem zaradi vedno večjega tveganja bankrota. Poleg tega pa je ta zamenjava verjetno vplivala tudi na poslabšanje stanja bank. Možno bi bilo, da je zamenjava še povečala ranljivost bank zaradi zahtev po dodatnih kritjih za posojila in repo operacije, ki so bile zavarovane z ruskimi vladnimi papirji, denominiranimi v dolarjih in jih s tem prisilila v likvidiranje sredstev, katerih tržna vrednost je že pred tem občutno padla zaradi poviševanja tveganja devalvacije in bankrota. Končen učinek celotnega rešilnega paketa bi bil tako lahko celo nasproten in verjetno je, da je celo pospešil propad. To se lahko zgodi, če trg oceni, da so bile potrebne strukturne in proračunske reforme sprejete prepozno in da so premalo za kompenzacijo povečanega bremena dolga, povzročene s samim programom (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 6).

Drugačna strategija bi bila možna, če bi vlada (in IMF) že maja anticipirala, da bo vsak poskus obrambe deviznega tečaja neuspešen. Vlada bi lahko že takrat sprostila devizni tečaj, ne pa da bi čakala, da jo bo v to prisilil trg. Hkrati bi začela z dogovori o rekonstrukciji GKO in zunanjega dolga z imetniki tega dolga v kontekstu programa fiskalnih in strukturnih reform. Sicer bi tudi po tej strategiji verjetno prišlo do podobnih ekonomskih stroškov kot v primeru neuspešne branitve tečaja<sup>19</sup>, vendar pa bi se s tem vsaj izognili povečanju javnega dolga, do česar je prišlo zaradi poskusa preprečitve devalvacije tečaja. V primeru Rusije, bi bilo oblikovanje paketa sredi maja 1998, ki bi vseboval namerno spremembo deviznega tečaja, dosego sporazuma s kreditorji in začetek implementacije fiskalnih in strukturnih reform, po definiciji ceneje kot čakanje na to, da jo bo trg prisilil v iste ukrepe (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 46).

---

<sup>19</sup> Banke bi se znašle v težavah, inflacija bi se povišala in prišlo bi do recesije. Verjetno bi prišlo tudi do omejevanja dostopa na trg, prišlo bi do pobude za rešitev fiskalnih neravnotežij in devalvacija bi zmanjšala neplačila. Večino od tega se je zgodilo po 17. avgustu (Kharas, Pinto, Ulatov, 2001, str. 46).

### *5.2.2. Možnost preprečitve leto dni prej*

Napačna monetarna politika je bila omenjena v poglavju o vzrokih ruske finančne krize, vendar pa samo z depreciacijo ali devalvacijo ne bi bilo možno preprečiti krize. Preprečitev krize je bila odvisna od fiskalne politike in od strukturnih reform, ki bi vzpodbudile rast. Vendar pa razmere, ki so vladale konec leta 1997 in pa dejstvo, da strukturne in proračunske reforme potrebujejo čas za implementiranje in še več časa, da se pokažejo rezultati, poleg tega pa potrebujejo tudi politično podporo in podporo javnosti, nakazujejo, da je bila verjetnost preprečitve krize majhna.

## **6. VPLIV RUSKE FINANČNE KRIZE NA DRUGE TRGE**

V nasprotju z regionalnim vplivom azijske krize, je bila takojšnja posledica ruske finančne krize močno poslabšanje pogojev, po katerih so vsi nastajajoči trgi lahko prišli do zunanjega financiranja, poleg tega pa je imela vpliv tudi na razvite trge. Premija za tveganje na obveznice nastajajočih trgov je hitro narasla in sicer je v povprečju ta premija narasla na 1700 bazičnih točk zgodaj septembra 1998 (ta premija je večino leta 1997 in v začetku leta 1998 znašala povprečno 600 bazičnih točk), cene delnic so močno padle tako na nastajajočih kot na razvitih trgih in mnoge manj razvite države so se soočale s pritiski na devizni tečaj (IMF World Economic Outlook, 1998, str. 2).

### *Vpliv na sosednje države*

Sosednje države so utrpeli največ negativnih posledic ruske finančne krize. To se je zgodilo zaradi večje trgovinske povezanosti z Rusijo in pa zaradi poslabšanja pogojev zunanjega financiranja po ruskem bankrotu. V vseh državah je prišlo do poslabšanja gospodarske rasti, v nekaterih pa je prišlo do dodatnih težav še zaradi izpostavljenosti domačih bank Rusiji.

### *Vpliv na države Srednje in Vzhodne Evrope*

Takojšnji vplivi ruske krize na države Srednje in Vzhodne Evrope so se pokazali v pomembnem padcu vrednosti delnic (na Madžarskem na primer za 50%), zaradi odtoka kapitala so se povišali obrestni razmiki za eno ali dve odstotni točki, nekaj načrtovanega dolga je moralo biti preloženega in nekateri privatizacijski načrti so bili ponovno obravnavani, poleg tega pa je morala biti finančna integracija v večini tranzicijskih držav odložena (Gligorov, Sundstrom, 2000, str. 110).

Kljub temu takojšnjemu učinku, pa so bile te države še najmanj prizadete zaradi relativno boljših makroekonomskih temeljev. V tem primeru je sicer prišlo do pritiskov na devizni tečaj nekaterih držav, vendar so bil ti pritiski kratkoročni. Vpliv ruske krize na te države je bil manjši, ker niso več tako zelo povezane z Rusijo na področju trgovine, poleg tega pa te države niso tako zelo izpostavljene tveganju odtoka portfeljskega kapitala, ker njihove potrebe po



zunanjem financiranju niso tako visoke. Nadalje trg ocenjuje te države zaradi približevanja Evropski uniji kot relativno stabilne.

#### Vpliv na države Balkana

Na območju Balkana je vpliv najbolj čutila Turčija zaradi tesnejših trgovinskih povezav z Rusijo in pa zaradi svoje slabe fiskalne pozicije. Medtem ko so se njene rezerve sredi septembra 1998 stabilizirale, pa so domače obrestne mere, zaradi omejenega dostopa na mednarodne finančne trge in politične nestabilnosti, ostale visoke (IMF World Economic Outlook, 1998, str. 7).

#### Vpliv na Azijo

Azija ni čutila velikega vpliva ruske krize. Devizni trgi v Aziji so ostali relativno stabilni, deloma zaradi okrepitve jena, deloma pa zaradi visokih presežkov na tekočem računu, zaradi česar so bile potrebe po zunanjem financiranju manjše.

#### Vpliv na države Latinske Amerike

Vpliv ruske krize se je v znatnem obsegu pokazal tudi v tistih državah Latinske Amerike, ki so bile najbolj odvisne od zunanjega financiranja. Vpliv se je čutil v Braziliji, Argentini, Čilu, Kolumbiji, Ekvadorju, Mehiki in Venezueli, kjer je bil prisoten pritisk na devizne tečaje, trge obveznic in delnic. Poleg tega je v tem času prišlo tudi do poročil o ustavljanju kreditnih linij določenim državam v tej regiji (IMF World Economic Outlook, 1998, str. 30).

V tej regiji je bila pod največjim pritiskom Brazilija, kjer so se v drugi polovici avgusta povečali pritiski na dolžniškem in deviznem trgu. Navkljub naporom brazilskih oblasti in nekaterih udeležencev trga, da bi razmere v Braziliji distancirali od razmer v Rusiji, so investitorji vedno večjo pozornost posvečali velikim potrebam Brazilije po zunanjem financiranju, proračunskemu primanjkljaju v višini 7% BDP in v potrebe po refinanciranju domačega dolga v vrednosti več kot 100 milijard dolarjev do konca leta. V Braziliji so se učinki zmanjšanja možnosti zunanjega financiranja in višjih stroškov tega financiranja začeli kazati tudi v realnem sektorju in sicer v velikem upadu industrijske produkcije in delno v zmanjšanju prihodkov od izvoza. Na druge države Latinske Amerike ruska kriza ni imela tako obsežnega vpliva.

#### Razlogi za močan vpliv ruske finančne krize

Močnejši vpliv ruske krize na druge trge se je zgodil kljub dejstvu, da je bila vrednost ruskega zunanjega dolga, ki je bil zaradi krize prisiljen v rekonstrukcijo, majhna v primerjavi z

vrednostjo dolga petih azijskih držav<sup>20</sup> in je znašal samo 8% celotnega zunanjega dolga nastajajočih trgov. Poleg tega je bil delež Rusije v celotnih izdanih mednarodnih obveznicah in delnicah nastajajočih trgov v obdobju 1992-1998 samo 3%<sup>21</sup> in investitorji bi na podlagi fiskalnih in strukturnih težav Rusije morali pričakovati možnost krize, kar se je odražalo tudi v visokih obrestnih merah za dolg Rusije.

Do vpliva ruske krize na druge finančne trge je deloma prišlo zaradi izgub investitorjev, vendar pa obstajata dva bolj pomembna razloga za tako močan vpliv. Najprej je bila tu vloga ruskega bankrota kot ključnega elementa pri novem ocenjevanju tveganj bankrota na vseh nastajajočih trgih in pa pri spremembi ocene glede vloge mednarodne skupnosti pri reševanju kriz. Če so G7 države dopustile, da je padla Rusija, potem obstaja še večja verjetnost, da bodo dopustile propad drugih držav v težavah (Calvo, 1998, str. 1). Drugi razlog je, da je prišlo zaradi ruskega bankrota do visokega povečanja v obrestnih razmikih med krediti nizke in visoke bonitete na večih razvitih trgih, zaradi česar so se povišale zahteve po dodatnih kritjih in prišlo je do spreminjanja ocen tveganja. Institucije z visoko stopnjo finančnega vzvoda, ki so investirale v vrednostne papirje nastajajočih trgov, so se tako znašle v likvidnostnih težavah, ker je bilo te papirje mogoče prodati samo po nižji ceni. Mnogi »hedge« skladi, ki so imeli dolge pozicije na obrestnih razmikih so imeli težave z izpolnjevanjem dospelih zahtev po dodatnih kritjih v obdobju po ruskem bankrotu in so iskali dodatno likvidnost (IMF World Economic Outlook, 1998, str. 15). Prav tako so bile temu tveganju izpostavljene tudi nekatere velike mednarodno aktivne komercialne in investicijske banke (IMF World Economic Outlook, 1998, str. 15).

## 7. SKLEP

Glaven razlog za rusko finančno krizo leta 1998 je bila nevzdržnost fiskalne politike, ki ni bila usklajena z režimom fiksnega deviznega tečaja. Fiskalna politika je postajala nevzdržna že v zadnjem četrtletju leta 1997, od začetka leta 1998 pa je bilo vse bolj jasno, da so potrebne korenite spremembe na področju javnih financ, da bi se lahko Rusija izognila krizi. Rusija se je zapletla v sistem neplačil, ko so na eni strani podjetja zamujala pri plačevanju davkov, ali pa so jih plačevala v nadenarni obliki, na drugi strani pa je vlada sama stalno zamujala pri izpolnjevanju svojih obveznosti. Poleg tega pa so se implicitne in eksplicitne subvencije neproduktivnim podjetjem nadaljevale. Nezmožnost sprejetja pomembnih reform proračuna in posledično vse večje zadolževanje vlade na trgu obveznic je pripeljalo do izbruha finančne krize 17. avgusta 1998.

CBR je s politiko visokih obrestnih mer in vztrajanju pri postavljenih mejah nihanja deviznega tečaja praktično že vnaprej obsodila vsak poskus vlade za rešitev fiskalne situacije

---

<sup>20</sup> Celotna vrednost tega dolga je bila v Rusiji 160 milijard dolarjev, kar predstavlja samo eno tretjino vrednosti zunanjega dolga petih azijskih držav (IMF World Economic Outlook, 1998, str. 22).

<sup>21</sup> Vir: IMF World Economic Outlook, 1998, str. 22.

na neuspeh. Prilagoditev tečaja je bila nujna že konec leta 1997, da bi se s tem vsaj zmanjšalo breme domačega dolga vlade.

Špekulativno poslovanje ruskih bank je poglobilo razsežnosti krize, saj so bile banke avgusta zaradi svojega poslovanja izpostavljene tveganju devalvacije in bankrota.

Ruska finančna kriza je pokazala, da uspešnosti stabilizacije ne moremo meriti samo z uspešnim znižanjem inflacije. Stabilizacija, temelječa na deviznem tečaju kot bližnjem cilju denarne politike, zahteva uvedbo disciplinirane fiskalne politike in tudi učinkovit nadzor nad delovanjem finančnih institucij države, česar pa v Rusiji ni bilo.

Kljub temu, da bi se rusko finančno krizo dalo razložiti tudi z teorijami druge generacije, pa je vendarle bolj ustrezna razlaga, kot jo podajajo teorije prve generacije. Ruska finančna kriza je bila posledica nekosistentnosti med makroekonomskimi temelji države in sicer med režimom fiksnega deviznega tečaja in ekspanzivno fiskalno politiko.

Ruska finančna kriza je imela močan vpliv na manj razvite države, saj so se poslabšali pogoji, po katerih so te države lahko prišle do zunanjega financiranja, do negativnega vpliva pa je prišlo tudi preko trgovinskih povezav. Negativen vpliv so najbolj čutile sosednje države in pa Brazilija in Turčija. Poleg negativnega vpliva na manj razvite države, je imela ruska kriza tudi močan vpliv na trge razvitih držav, na katerih so se znašle v težavah finančne institucije, ki so imele v svojih bilancah veliko vrednostnih papirjev manj razvitih držav.

## 8. LITERATURA

1. Arkhipov et al.: The Crisis of The Russian Financial System: Key Factors, Economic Policies and Initial Results. Russian Economy in 1998: Trends and Perspectives, Moskva, 20 (1999), str. 1-147.
2. Blasi Joseph R., Kroumova Maya, Kruse Douglas: Kremlin Capitalism: the Privatization of the Russian Economy. Ithaca and London: Cornell University Press, 1997. 249 str.
3. Calvo Guillermo A.: Capital Market Contagion and Recession: An Explanation of The Russian Virus.  
[URL: <http://www.bsos.umd.edu/econ/ciecalvo.htm> ], 30.9.1998.
4. Commander Simon, Mumssen Christian: Understanding Barter in Russia. EBRD Working Paper št.37. London: EBRD, 1998. 37 str.
5. Dornbush Rudiger: Russian Meltdown.  
[URL: <http://web.mit.edu/rudi/www/media/PDFs/russia.PDF> ], 10.9.1998.
6. Dornbusch Rudiger, Park Yung Chul, Claessens: Contagion: Understanding how it Spreads. The World Bank Research Observer, Washington, 15(2000), 2, str. 177-197.
7. Ericson Richard E.: The Post-Soviet Economic System: An Industrial Feudalism? BOFIT Discussion Paper št.8. Helsinki: BOFIT, 2000. 24 str.
8. Fischer Stanley: Prospects for Russian Stabilization in the Summer of 1993. Åslund Anders, ed., Economic Transformation in Russia. London: Pinter Publishers Ltd, 1994, str. 8-26.
9. Flood Robert P., Marion Nancy Peregrim: Perspectives on The Recent Currency Crisis Literature. IMF Working Paper št. 98/130. Washington: IMF, 1998. 33 str.
10. Frydman Roman, Rapaczynski Andrzej, Earle John S.: The Privatization Process in Russia, Ukraine and the Baltic States. Budapest [etc.]: Central European University Press, 1993. 276 str.
11. Gaddy Clifford G., Ickes Barry W.: Russia's Virtual Economy. Foreign Affairs, New York, 77(1998), 5, str. 53-67.
12. Gavrilenkov Evgeny: Permanent Crisis in Russia: Selected Problems of Macroeconomic Performance. Welfens Paul J.J., Gavrilenkov Evgeny, ed., Restructuring, Stabilizing and Modernizing the New Russia. Berlin [etc.]: Springer, 2000, str. 441-462.
13. Gelos Gaston R., Sahay Ratna: Financial Market Spillovers in Transition Economies. IMF Working Paper št. 00/71. Washington: IMF, 2000. 60 str.
14. Gligorov Vladimir, Sundstrom Niclas: Russian Crisis: Causes, Developments, Contagion and Prospects. Welfens Paul J.J., Gavrilenkov Evgeny, ed., Restructuring, Stabilizing and Modernizing the New Russia. Berlin [etc.]: Springer, 2000, str. 34-59.
15. Gobbin Niko, Merlevede Bruno: The Russian Crisis: A Debt Perspective. Post-Communist Economies, Abingdon, 12(2000), 2, str. 141-163.
16. Gurvich Evsey: Looking Back at Russian Financial Crisis. NES Working Paper št.30. Moskva: NES, 2001. 24 str.

17. Kaminsky Graciella, Lizondo Saul, Reinhardt Carmen: Leading Indicators of Currency Crises. IMF Working Paper, št.97/79. Washington: IMF, 1997. 43 str.
18. Kharas Homi, Pinto Brian, Ulatov Sergei: An Analysis of Russia's 1998 Meltdown: Fundamentals and Market Signals. Brookings Papers on Economic Activity, 2001. 68 str.
19. Komulainen Tuomas: Currency Crisis Theories – Some Explanations for the Russian Case. BOFIT Discussion Paper št.1. Helsinki: BOFIT, 1999. 27 str.
20. Korhonen Iikka: How Sustainable is Russian Fiscal Policy? BOFIT, Russian Economy- The Month in Review, Helsinki, Yearbook 1998, str. 12.
21. Kraay Aart: Do High Interest Rates Defend Currencies During Speculative Attacks? The World Bank Working Paper št.2267. Washington: World Bank, 2000. 52 str.
22. Krugman Paul: Currency Crises.  
[URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html> ], oktober 1997a.
23. Krugman Paul: Balance Sheets, The Transfer Problem and Financial Crises  
[URL: <http://web.mit.edu/krugman/www/Flood.pdf> ], januar 1999b.
24. Lavigne Marie: The Economics of Transition: From Socialist Economy to Market Economy. New York: St. Martin's Press, 1999. 328 str.
25. Margolin Ruslan: The Russian Financial Crisis: From Craze to Crash. The Stern Journal, 2000, str. 9-17.
26. Mau Vladimir: Russian Economic Reforms as Perceived by Western Critics. BOFIT Discussion Paper št.12. Helsinki: BOFIT, 1999. 29 str.
27. Mishkin F. S.: International Experiences with Different Monetary Policy Regimes. NBER Working Paper št.6965. Cambridge: NBER, 1999. 48 str.
28. Nekipelov Alexandr: The Nature of Russia's Economic Catastrophe – An Alternative Diagnosis. Transition, The World Bank Newsletter, Washington, 9 (1998), 5, str. 5–12.
29. Obstfeld Maurice: The Logic of Currency Crisis. NBER Working Paper št.4640. Cambridge: NBER, 1994. 64 str.
30. Osakwe Patrick, Schembri Laurence: Currency Crisis and Fixed Exchange Rates in The 1990s: A Review. Bank of Canada Review, Ottawa, 1998, str. 23-38.
31. Pinto Brian, Drebensov Vladimir, Morozov Alexander: Give Growth and Macroeconomic Stability in Russia a Chance – Harden Budgets by Eliminating Nonpayments. The World Bank Working Paper št. 2324. Washington: The World Bank, 2000. 32 str.
32. Pesenti Paolo, Tille Cedric: The Economics of Currency Crisis and Contagion: An Introduction. Economic Policy Review, Federal Reserve Bank of New York, New York, 6(200), 3, str. 3-17.
33. Popov Vladimir: The Currency Crisis in Russia in a Wider Context. C.D.Howe Institute Commentary št.138. Toronto: C.D.Howe Institute, 2000. 25 str.
34. Ribnikar Ivan: Nova mednarodna finančna ureditev ali »arhitektura«. Bančni vestnik, Ljubljana, 51(2002), 1, str. 68-71.
35. Sinelnikov-Mourylev S.: Fiscal Crisis and Macroeconomic Stabilization in Russia. Russian & East European Finance and Trade, Armonk, 35(1999), 4, str. 47-70.

36. Stiglitz Joseph: Knowledge for Development: Economic Science, Economic Policy and Economic Advice.  
[URL: [http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/js\\_abcde98.htm](http://www.worldbank.org/html/extdr/extme/js_abcde98.htm) ], 20.april1998.
37. Süppel Ralph: Russia's Financial Markets Boom, Crisis and Recovery 1995-2001.Economic Working Paper. Archive at WUSTL, 2002. 35 str.
38. Stroutchenevski Anton: »Russia: Virtual Stabilization and Real Crisis«. BOFIT Online Paper št.5. Helsinki: BOFIT, 1999. 19 str.
39. Sutela Pekka: The Financial Crisis in Russia. BOFIT Discussion Paper št.11. Helsinki: BOFIT, 1999. 14 str.
40. Thießen Ulrich: Overcoming the Russian Banking Crisis: Theory, Some Empirical Findings and Policy Options. Welfens Paul J.J., Gavrilencov Evgeny, ed., Restructuring, Stabilizing and Modernizing the New Russia. Berlin [etc.]: Springer, 2000, str. 287-303.
41. Tompson William: Old Habits Die Hard: Fiscal Imperatives, State Regulation and The Role of Russia's Banks. Europe-Asia Studies, Abingdon, 49(1997), 7, str. 1159-1185.
42. Viegert Ralf: Banking Sector and Financial Intermediation in The Russian Transformation Process. Welfens Paul J.J., Gavrilencov Evgeny, ed., Restructuring, Stabilizing and Modernizing The New Russia. Berlin [etc.]: Springer, 2000, str. 57-88.

## **9. VIRI**

1. CBR Statistics. [URL: <http://www.cbr.ru/eng/statistics> ]
2. IMF World Economic Outlook. Washington: IMF, oktober 1998. 191 str.
3. International Financial Statistics. Washington: IMF, 2002. 967 str.
4. Russian Economy-The Month in Review. Helsinki: BOFIT, 1999. 42 str.
5. Russian Federation: Recent Economic Developments. Washington: IMF Staff Country Report, 1999. 159 str.

## SLOVARČEK TUJIH IZRAZOV

circular logic	krožna logika
contagion effect	učinek okužbe
crawling peg	režim plazečega trdnega tečaja
currency board	valutni odbor
consumer boom	potrošni razcvet
default risk	tveganje bankrota
devaluation risk	tveganje devalvacije
emerging markets	nastajajoči trgi
endogenous credit ceiling	zgornja meja endogenega zadolževanja
exchange rate targeting	devizni tečaj kot bližnji cilj denarne politike
fundamentals	makroekonomski temelji
futures	terminska pogodba
interest rate spread	obrestni razmik
loans-for-shares arrangement	sporazum o zamenjavi posojil za delnice
money surrogates	denarni nadomestki
multiple equilibrium	multiplo ravnotežje
nonpayment system	neplačilni sistem
payment arrears	plačilni zaostanki
refinancing rate	stopnja refinanciranja
self-fulfilling crisis	samoizpolnjujoča kriza
signalling effect	učinek signaliziranja
soft credits	mehki krediti
spillover effect	učinek razlitja
voucher privatization	«voučerska » privatizacija

## PRILOGA 1

### PRVA FAZA PRIVATIZACIJE RUSKEGA GOSPODARSTVA

Formalno<sup>22</sup> se je prva faza privatizacije začela s privatizacijskim zakonom, sprejetim 11. junija 1992, po številnih konfliktih med različnimi interesnimi skupinami. S tem zakonom je bila predvidena hitra, masovna in nezapletena privatizacija. Vsi ruski državljani so prejeli »voučerje« v vrednosti 10 000 rubljev, ki so bili takoj zamenljivi za denar ali za delnice v podjetjih, izbranih za privatizacijo (Lavigne, 1995, str. 167). Izbrana podjetja, ki so prej prešla skozi fazo korporatizacije, po kateri so se preoblikovala v delniške korporacije, so bila prodana na odprtih dražbah, na katerih so lahko sodelovali tako domači kot tuji investitorji. Privatizacijski zakon je privilegiral položaj zaposlenih v podjetju, ki so lahko izbirali med tremi načini sodelovanja na dražbi (Frydman, Rapaczynski, Earle, 1993, str. 56):

- Rezultat prve variante je manjšinsko lastništvo zaposlenih v podjetju. 40% delnic je po tem načinu prodanih zaposlenim, 60% pa na dražbi ali pa ostane v lasti države za kasnejšo prodajo.
- Rezultat druge variante je večinsko lastništvo zaposlenih. Drugi način ne omogoča popustov pri nakupu, toda dovoli delavcem nakup do 51% delnic po nominalni ceni, brez dodatnih omejitev.
- Tretji način je bil možen samo za srednje velika podjetja in je omogočal menedžerski odkup v primeru, če ta skupina menedžerjev zagotovi prestrukturiranje podjetja. Skupina menedžerjev je lahko odkupila 30% delnic, menedžerji in delavci podjetja pa 20%.

TABELA 8: Notranje in zunanje lastništvo v podjetjih, 1994-1996 (v %)

	1994	1995	1996
NOTRANJI LASTNIKI	65	55	58
• Vodstvo	25	16	18
• Drugi zaposleni	-	39	40
DOMAČI ZUNANJI LASTNIKI	21	32	32
TUJI INVESTITIRJI	-	1	1,6
DRŽAVA	13	13	9

OPOMBA: Številke niso popolne zaradi zaokroževanja, nepopolnih podatkov in nepravilnosti v poročanju podjetij. Nekateri podatki niso bili dostopni v času raziskave.

Vir: Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, str. 193.

<sup>22</sup> Neformalna, tako imenovana spontana privatizacija se je začela že kakšno leto prej, omogočila pa jo je nenamerno tudi Gorbačovova reforma, ki je dala skoraj neomejeno moč glavnim direktorjem podjetij. Z neformalno privatizacijo je označeno ravnanje tako imenovane ruske nomenklature (menedžerji podjetij, najvišja raven vlade, partijski birokrati), ki si je na vse možne načine prisvojila državno lastnino in katere vrednost je nemogoče oceniti (Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, str. 39).



TABELA 9: Večinski lastniki korporacij privatnega sektorja, 1995,1996 (v %):

Večinski lastniki	1995	1996
Zaposleni	59	64,7
Tuji zunanji lastniki	17,3	19,8
Država	3,1	2,6
Nihče	20,3	12,8

OPOMBA: Seštevek posameznih stolpcev ni 100% zaradi zaokroževanja.

Vir: Blasi, Kroumova, Kruse, 1997, str. 193.

## PRILOGA 2

### STRUKTURA RUSKEGA ZUNANJEGA DOLGA

TABELA 10: Struktura zunanjega dolga Rusije v obdobju 1994-1998 (v mlrd USD, ob koncu obdobja)

	1994	1995	1996	1997	Jul 1998	1998
<i>Fed. vlada:</i>						
dolg iz SZ	108,6	103,0	100,8	91,4	91,8	93,6
nov ruski dolg	11,3	17,4	24,2	32,1	51,2	51,4
Od tega:						
-IMF	5,4	11,4	15,3	18,7	26,2	26,0
-evroobveznice	0,0	0,0	1,0	4,5	15,8	16,0
-Minfin*	7,6	7,6	11,1	11,1	11,1	11,1
-GKO-OFZ**	0,0	0,0	7,2	17,7	20,1	5,8
<i>subfed. enote</i>	0,0	0,0	0,0	1,3	2,2	2,4
<b>celoten dolg***</b>	127,5	128,0	143,3	153,6	176,4	164,3
v %BDP****	74,1	37,5	36,2	35,7	42,5	126,4
privatni dolg	4,9	6,3	11,3	50,9	57,3	43,4
v %BDP****	2,8	1,8	2,9	11,8	13,8	33,4

\* domače v tuji valuti denominirane obveznice finančnega ministerstva

\*\* domač dolg (GKO in OFZ) v posesti tujih investitorjev

\*\*\*mišljen je celoten dolg vlade

\*\*\*\* nominalni BDP prejšnjih štirih četrtletij, merjen po tekočem deviznem tečaju

Vir: Süppel, 2002, str. 8.

### PRILOGA 3

#### STRUKTURA SREDSTEV RUSKIH KREDITNIH INSTITUCIJ TER NOMINALNI DONOSI IZBRANE BANČNE FINANČNE AKTIVE

TABELA 11: Struktura sredstev ruskih kreditnih institucij leta 1998 (v mio rubljev)

	(A) Kreditni v rubljih	Kreditni v tujih valutah	(B) Vrednostni papierji cen. vlade	Vrednostni papierji regionalnih in lokalnih vlad	Investicije v delnice	A/B
31.1.98	149,985	97,303	165,221	6,534	7,808	0,908
30.4.98	150,109	114,849	175,410	7,606	9,065	0,856
31.7.98	144,640	126,737	156,504	6,448	8,032	0,924
30.9.98	120,839	286,686	161,004	5,078	8,767	0,751
30.11.98	115,626	275,238	161,532	4,746	9,247	0,716

Vir: Wiegert, 2000, str. 75.

TABELA 12: Inflacija in povprečni nominalni donosi na izbrano finančno aktivo (v %)

Leto	1994	1995	1996	1997	1998
Inflacija	320	131	22	11	85
Obrestna mera na posojila v rubljih	332,05	308,58	216,32	32,0	42,0
Obrestna mera na depozite v rubljih	210,11	125,87	82,39	16,8	17,0
OBRESTNI RAZMIK	121,94	182,71	133,93	15,2	15,0
Obrestna mera na dolarska posojila	31,14	34,45	40,99	-	-
Obrestna mera na dolarske depozite	11,09	15,76	17,30	-	-
OBRESTNI RAZMIK	20,05	18,69	23,69	-	-

Vir: Wiegert, 2000, str. 60.