



Idäntalouksien katsauksia

Review of Economies in Transition

1995 • No. 7

14.11.1995

Julkaistu uudelleen 2002

Vesa Korhonen

Venäjän IMF-vakauttamisohjelma 1995
ja Venäjän talouden tilanne

Suomen Pankki
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos, BOFIT

ISSN 1235-7405
Uudelleenjulkaistu pdf-muodossa 2002

Suomen Pankki
Siirtymätalouksien tutkimuslaitos (BOFIT)

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

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

Venäjän IMF-vakautusohjelma 1995 ja Venäjän talouden tilanne

1 Yhteenveto

Erityisroolissaan talouden vakautuspolitiikan neuvonantajana ja vakautusohjelmien sopijaosapuolena Kansainvälinen valuuttarahasto IMF on työskennellyt tiiviisti siirtymätalousmaiden kanssa varsin varhaisessa vaiheessa verrattuna useimpiin muihin talous- tai kauppapoliittisiin järjestöihin. Venäjän ja IMF:n vuosina 1992-94 sopimat ohjelmat Venäjän talouden vakauttamiseksi - so. inflaation vaimentamiseksi - epäonnistuivat ennen kaikkea valtion budjetin hallitsemattoman kehityksen takia. Nykyisestä yksivuotisesta vakautusohjelmasta, jota IMF tukee vajaan 7 mrd. US-dollarin valmiusluotolla (stand by arrangement, SBA), sovittiin vuoden 1995 maaliskuussa. Lisäksi Venäjä ja IMF ovat tänä syksynä aloittaneet keskustelut kolmen vuoden vakautusohjelmasta ja tukiluotosta. Vuoden 1995 mittaan IMF-suhteet ovat aiempaa selvästi enemmän hallinneet Venäjän talouden tapahtumia.

Venäjän SBA-ohjelman tavoitteena on vaimentaa inflaatio Venäjällä nopeasti noin 1 prosenttiin kuukaudessa ja edesauttaa näin tuotannon ja investointien kääntymistä kasvuun (vuonna 1994 inflaatio oli keskimäärin 10 % kuukaudessa). Ohjelma lähtee siitä ajatuksesta, että inflaatio määräytyy pitkälti taloudessa vallitsevan rahan tarjonnan mukaan. Rahan tarjonta puolestaan perustuu keskeisesti tiettyihin keskuspankin ja hallituksen vaikutuspiirissä oleviin rahaeriin. Siten arvioitaessa Venäjän SBA-ohjelman toteutumista, mikä tapahtuu kerran kuukaudessa, suorituskriteereinä ovat keskuspankin kotimainen luotonanto, julkisen sektorin budjettivaje ja vajeen keskuspankkirahoitus sekä valuuttavaranto. Inflaatio ei siis kuulu ohjelman varsinaisiin suorituskriteereihin. Ohjelma ei sisällä valuuttakurssi- tai palkka-ankkuria. Makrotaloudellisen vakautuspolitiikan ohella ohjelma kattaa useita Venäjän talouden uudistustoimenpiteitä, jotka tukevat vakautuspolitiikkaa.

SBA-ohjelman kulmakivenä on valtion budjettivajeen karsinta pääasiassa vähentämällä reaalisia budjettimenoja sekä vajeen rahoitustavan muuttaminen ennen kaikkea lopettamalla vajeen suora keskuspankkiluototus. Keskuspankki rahoittaa hallitusta vain hankkimalla valtion sijoitustodistuksia jälkimarkkinoilta. Budjettivajeen on määrä olla korkeintaan noin 5 % BKT:sta vuonna 1995, kun vaje vielä vuonna 1994 oli lähes 11 % BKT:sta. Vaje on tämän vuoden mittaan pysynyt 3-4 prosentissa BKT:sta, kun reaalisia budjettimenoja on leikattu yli kolmanneksella viime vuodesta. Leikkauksien myötä loppuvuodeksi on kertynyt varaa lisätä reaalisia budjettimenoja, mikä on joulukuussa pidettävien duuman vaalien alla omiaan jossain määrin laannuttamaan hallitukseen eri tahoilta kohdistunutta kritiikkiä.

Kestävemmän budjettivakauden eteen Venäjällä joudutaan kuitenkin jatkamaan kamppailua verotulojen lisäämiseksi. Tämän tueksi Venäjällä on vuoden 1995 aikana, suurelta osin SBA-ohjelmaan sisältyen, toteutettu erinäisiä veromuutoksia kuten

korotettu keskeisiä energian valmisteveroja, joilla on tarkoitus korvata vastaavat vientitullit, poistettu verovapauksia mm. kaasujätti Gazpromilta sekä peruutettu tuontitullivapautuksia ja korotettu tuontitullitasoa väliaikaisesti. Lisäksi valtio on pyrkinyt vauhdittamaan kokonaan tai osaksi omistamiensa yritysten yksityistämistä, mutta tähän asti asia on edennyt hitaasti. Budjettivaje on katettu suurimmaksi osaksi myymällä valtion lyhytaikaisia sijoitustodistuksia. Se, että budjettivaje joudutaan rahoittamaan pääosaksi pieniltä kotimaisilta rahoitusmarkkinoilta, voi haitata investointien rahoitusta.

Mahdollisuudet vakauttaa Venäjän taloutta rahapolitiikan keinoin ovat finanssipolitiikkaan verrattuna pienet. Keskuspankin on SBA-ohjelman mukaan määrä olla antamatta lainkaan nettoluottoa liikepankeille vuonna 1995 (myös vuosina 1993-94 nettoluotonanto oli vain noin 1 % BKT:sta). Luottojen keskitetty jakelu liikepankeille on lopetettu ja liikepankkien keskuspankkirahoitus tapahtuu pari kertaa kuukaudessa pidettävissä luottohuutokaupoissa. Joustavammat keskuspankkiluoton mekanismit ovat edelleen kehitteillä. Vuoden 1995 aikana keskuspankki on pyrkinyt tiukentamaan pankkien luotonantomahdollisuuksia mm. korottamalla pankeissa olevia talletuksia koskevia varantovaatimuksia ja saanut osakseen kritiikkiä liikepankeilta. Vuoden 1994 tapaan nimelliskorot ovat laskeneet inflaation vaimennuttua mutta reaalikorot ovat kääntyneet positiivisiksi. Rahapolitiikan tiukentumisen, inflaation alenemisen ja ruplan kurssin vakautumisen myötä lukuisten heikkojen liikepankkien elinolojen on arvioitu heikkenevän entisestään.

Venäjän valuuttapolitiikka on kokenut vuoden 1995 aikana merkittäviä muutoksia. Ruplan kurssi vakaantui keväällä ja keskuspankin valuuttavaranto on kasvanut paljon ylittäen SBA-ohjelman tavoitteet. Heinäkuussa Venäjä otti omasta aloitteestaan ja IMF:n kanssa keskusteltuaan käyttöön ruplan vaihteluvälin US-dollariin nähden (suuruudeltaan ± 6.5 %). Vaihteluvälin voimassaoloa on jatkettu vuoden 1995 loppuun. Ensi vuodeksi on yhtenä vaihtoehtona kaavailtu vaihteluvälin kaventamista ja vuoden 1996 budjettiluonnos puolestaan sisältää oletuksen ruplan kurssin laskusta. Vakaan ruplan ja vielä melko nopean inflaation oloissa viejät ja tuonnin kanssa kilpailevat tuottajat kritikoivat harjoitettua valuuttapolitiikkaa. Aiemmasta poiketen keskuspankki on kuitenkin joutunut lähinnä hillitsemään ruplan kurssin nousua valuuttamarkkinainterventioilla.

SBA-ohjelma ulottuu myös eräisiin Venäjän talouden uudistustoimiin, jotka toteutuessaan tukevat vähitellen valtion budjetin ja maksutaseen tasapainoa sekä edistävät talouden vapautumista. Ohjelma sisältää Venäjän lupauksia mm. öljyn viennin vapauttamisesta, valtion hintasäännöstelyn vähentämisestä, maaudistuksen edistämisestä sekä sosiaaliturvan ja -palvelujen uudistamisesta.

Venäjä on toistaiseksi täyttänyt kaikki SBA-ohjelman keskeiset vakautuskriteerit ja IMF:n valmiusluotosta on kuukausierä kerrallaan myönnetty runsaat puolet. Rahan tarjonnan kasvu ja inflaatio eivät ole kuitenkaan talttuneet tavoitellussa määrin, joskin inflaatio on alkuvuodesta hidastunut selvästi ja ollut viimeisen neljän kuukauden ajan keskimäärin 5 % kuukaudessa. SBA-ohjelman kunnianhimoisella inflaatiotavoitteella on aiempien epäonnistumisten jälkeen ehkä haluttu ennen kaikkea korostaa aikomusta saada Venäjän talous vakautetuksi, vihdoin ja kerralla.

Erityisesti alkukesällä valuuttavarannon kasvu on lisännyt liikkeellä olevan rahan määrää Venäjällä. Osaksi tämä johtuu keskuspankin valuuttaostoista ruplan kurssinousun hillitsemiseksi, ja Venäjällä onkin jouduttu pohtimaan tarvetta neutraloiviin toimiin näissä tilanteissa sekä siihen sopivia keinoja. Ylimääräisen epävarmuustekijän Venäjän rahatalouden vakauttamiseen aiheuttaa se, että Venäjällä

kierrossa olevan ruplakäteisen ja käteisvaluuttojen sekä ulkomaille paenneen rahan liikkeitä on vaikea aavistella talouden osoittaessa vakautumisen merkkejä.

Venäjällä rahan tarjonnan vaikutusta inflaatioon voi tällä hetkellä vähentää se, että rahan tarjonnan kasvuun näyttää jossain määrin liittyvän eri tahojen halu vaihtaa varallisuutta ruplamääräiseksi. On kuitenkin ennen aikaista sanoa, onko tällainen käyttäytymismuutos pysyvämpi vai tulee ko rahan tarjonnan nopea kasvu aiempaan tapaan kiihdyttämään inflaatiota noin puolen vuoden viiveellä.

SBA-ohjelmaan liittyen Venäjän BKT:n arvioitiin vähenevän 9 % vuonna 1995 mutta olevan kehitykseltään vakaan tai kasvussa vuoden puolivälin paikkeilla ja kasvavan vuonna 1996. Investointien odotettiin vähenevän vielä tänä vuonna tuotantoa enemmän sekä vaihtotaseen olevan koko lailla tasapainossa vuonna 1995 ja kääntyvän hieman alijäämäiseksi vuonna 1996.

Venäjän teollisuustuotannon lasku on ollut tasaantumassa viime talvesta lähtien ja vuoden 1995 tammi-syyskuussa BKT ja teollisuustuotanto ovat vähentyneet enää 3 % vuoden 1994 tammi-syyskuuhun verrattuna. Venäjän ulkomaankaupan ylijäämä on tänä vuonna kasvanut viennin kasvuvauhdin kiihdyttyä. Eräillä raaka-ainetuotannon ja perusteollisuuden aloilla viennin kasvu on ollut hyvin nopeaa ja tuotanto on kasvanut selvästi. Investoinnit ovat edelleen vähentyneet paljon lukuun ottamatta asuntorakentamisen kasvua. Useimmat tuottajat ja investoijat odottanevat pitempään Venäjän olojen selkiytymistä niin talouden vakauden osalta kuin muiltakin osin, ainakin duuman vaalien ja ensi kesän presidentin vaalien yli.

Maksutaseen tueksi SBA-ohjelma antaa Venäjälle paremmat mahdollisuudet neuvotella Neuvostoliitolta periytyvän ulkomaanvelkansa kokonaisvakautuksesta julkisten velkojen ja liikepankkien kanssa. Vakautuksen kokonaissopimuksilla, joiden valmistumista voidaan joutua odottamaan ensi kesään, velkojen kuoletusaikataulut saatetaan viimeisten maksuerien osalta ulottaa 25 vuoden päähän.

2 Johdanto

Suunnitelmatalousmaiden muututtua siirtymätalousmaiksi viime vuosikymmenen vaihteen molemmin puolin läntiset markkinatalousmaat ovat pyrkineet yhä kiinteämpien keskinäisten siteiden kautta edistämään siirtymätalouksien uudistuksia. Monen- ja kahdenvälisten apu- ja yhteistyöjärjestelyjen ohella siirtymätalousmaiden sekä talouspolitiikkaa ja talousintegraatiota hoitavien keskeisten järjestöjen - ennen muuta Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF), Euroopan Unionin ja GATT/WTO:n - välille on pyritty aikaansaamaan sopimussuhteita, jotka sisältävät sitoumuksia molemmin puolin. Tällä on haluttu mm. varmistaa siirtymätalousmaiden uudistusten uskottavuus ja peruuttamattomuus kytkemällä siirtymätalousmaita muun maailman menoon.

IMF on ollut erityisroolissa siirtymätalousmaihin nähden. Suhteiden substanssin osalta IMF on vakiintuneen työnjaon mukaisesti ainoa kansainvälinen järjestö, jonka kanssa siirtymätalousmaat ovat sopineet makrotalouspolitiikastaan konkreettisin sitoumuksin. Se, pitäisikö talouden vakautuksen suhteen jäädä odottamaan siirtymätalousmaiden talousjärjestelmien uudistumista ja kehittymistä vai ei, on ollut yksi kaikkein kiistellyimpiä aiheita siinä keskustelussa, jota jo monen vuoden ajan on käyty entisten sosialististen maiden siirtymisestä markkinatalouteen. Joka tapauksessa IMF on ollut liikkeissään varsin nopea ja "ollut paikalla" talouspolitiikka- ja vakautussuosituksineen kussakin siirtymätalousmaassa suhteellisen varhaisessa vaiheessa.

Useimmat itäisen Keski-Euroopan maat olivat GATTin ja IMF:n jäseniä jo 1980-luvun puolivälissä, mutta saattoivat käytännössä säilyttää suunnitelmatalouden keskeiset piirteensä. Berliinin muurin murennuttua loppuvuodesta 1989 nämä maat sopivat IMF:n kanssa talouksiensa vakautusohjelmista jo alkukevällä 1990 (Puola ja Unkari) ja keväällä 1991. Ensimmäiset EU:n ja itäisen Euroopan maiden väliset Eurooppa-sopimukset, joilla sovittiin ennen kaikkea teollisuustuotteiden vapaakauppaan siirtymisestä, tehtiin vuoden 1991 lopussa.

Entisen Neuvostoliiton muodostaneiden maiden kohdalla IMF:n rooli korostuu vielä selvemmin. Baltian maiden itsenäistyttyä kesän 1991 lopussa ja muun Neuvostoliiton muodollisestikin hajottua vuoden 1991 lopussa, maat liittyivät yhtä lukuun ottamatta IMF:n jäseniksi vuoden 1992 syksyyn mennessä ja useat niistä ovat sopineet IMF:n kanssa talouksiensa vakautusohjelmista. Nämä maat ovat myös anoneet WTO:n jäsenyyttä, mutta työskentely WTO:n puitteissa etenee ymmärrettävästi verkkaammin sovitettaessa yhteen monen osapuolen kauppaintressejä eikä tähän mennessä yhdenkään liittymisprosessia ole vielä ehditty saada päätökseen. EU:n kanssa vain Baltian maat ovat edenneet vapaakauppasuhteisiin ja Eurooppa-sopimuksiin.

Venäjän osalta tilanne on se, että Venäjän ja EU:n solmima enimmäkseen GATT-sääntöjen tasoinen tavarakauppasopimus on astumassa voimaan, mahdollisesti vuoden 1995 aikana, EU:n ja Venäjän kumppanuussopimuksen ratifiointi kansallisissa parlamenteissa kestää vuoteen 1997 saakka ja vuonna 1998 Venäjän ja EU:n on määrä tarkastella, onko edellytyksiä aloittaa keskinäiset vapaakauppaneuvottelut. Venäjän WTO-liittymisestä vastaavat venäläiset viranomaiset ovat arvioineet liittymisprosessin kestävän vielä pari vuotta. IMF:n kanssa Venäjä on kuitenkin sopinut talouden vakautusohjelmista alkaen kesäkuusta 1992, jolloin Venäjä liittyi

järjestön jäseneksi.¹ IMF-ohjelmat astuvat yleensä myös voimaan heti, kun niistä on sovittu, ja osin toimia toteutetaan jo etukäteen. Kun lisäksi IMF:n ja Venäjän sopimat vakautusohjelmat sisältävät vakautuksen tueksi eräitä Venäjän taloutta ja ulkomaankauppaa koskevia uudistuksia ja muita toimenpiteitä, IMF on tähän asti ollut myös keskeisin näiden, osin kauppapoliittisia ulottuvuuksia sisältävien, kysymysten kanssa toiminut ulkomainen taho.

Venäjän ja IMF:n vuosina 1992-94 sopimasta kolmesta vakautusohjelmasta kaksi liittyi IMF:n rakennesopeutusluottoihin (systemic transformation facility, STF). STF-ohjelmat luotiin siirtymätalouksien tarpeita varten keväällä 1993 ja ne voivat toimia ensiaskelina kohti tiukempaa politiikan valvontaa edellyttävää valmiusluotto-ohjelmaa (stand-by arrangement, SBA). IMF myönsi STF-luotot Venäjälle kesäkuussa 1993 ja huhtikuussa 1994 ja kummankin luoton suuruus oli runsaat 1 mrd. SDR (noin 1,5 mrd. USD). Venäjä toteutti raha- ja finanssipoliittikaansa ohjelmien mukaisesti kummankin vuoden ensipuoliskolla, mutta kummankin vuoden toisella puoliskolla erityisesti valtion budjettimenojen kasvu ja budjettitulojen heikko kehitys johtivat STF-ohjelman tavoitteiden romuttumiseen.² Vuonna 1994 keskeisenä budjettivajetta lisänneenä toimenä Venäjän hallitus myönsi kesällä mittavia ylimääräisiä luottoja maataloustoilliselle kompleksille ja pohjoisten alueiden huoltoa varten. Koko vuoden 1994 osalta inflaatio oli kuluttajahinnoilla mitattuna alempi (302 %) kuin STF-ohjelmassa asetettiin tavoitteeksi (399 %),³ mutta inflaatio kiihtyi pahoin koko syksyn.

Venäjä ja IMF kävivät neuvotteluja nykyisestä yksivuotisesta SBA-ohjelmasta syksystä 1994 alkaen lähes puolen vuoden ajan. Vuosien 1993-94 STF-ohjelmien epäonnistuttua Venäjän talouden vakauttamisessa IMF:llä oli epäilemättä erityinen tarve tulla vakuuttuneeksi Venäjän hallituksen ja keskuspankin halusta sitoutua sovittaviin vakautustavoitteisiin. Tätä tarvetta lisäsi se, että kyseessä on IMF:n valmiusluottojärjestely, jonka talouspolitiikkaa koskevat ehdot ovat tiukemmat kuin STF-järjestelyjen ehdot. Sopimus SBA-luotosta ja -ohjelmasta allekirjoitettiin 10.3.1995 IMF:n pääjohtajan Moskovon-vierailun yhteydessä⁴ ja IMF:n johtokunta

¹ Tämä artikkeli perustuu yksinomaan aiheesta julkaistuun aineistoon, joista keskeisimpiä Venäjän tämän vuoden IMF-vakauttamisohjelmaa koskevan tiedon osalta ovat ohjelmaan liittyvä Venäjän hallituksen ja keskuspankin tiedoksianto (julkaistu keskuspankin lehdessä Dengi i kredit 2/95) ja IMF:n lehdistötiedote (IMF Survey 17.4.1995) sekä Venäjän hallituksen alaisen taloustutkimuskeskuksen julkaisu Russian Economic Trends 1/1995.

Jollei lähdeviitteissä ole toisin mainittu, artikkelissa esitetyt tiedot Venäjän IMF-vakautusohjelmasta vuodeksi 1995 perustuvat em. tiedoksiintoon.

² IMF Survey 2.5.1994 ja 17.4.1995

³ Luvut ovat vuoden keskimääräisen hintatason muutoksia (IMF Survey 2.5.1994).

⁴ Venäjän hallituksen ja keskuspankin tiedoksianto vuoden 1995 talouspolitiikasta annettiin samana päivänä. Tiedoksianto on dokumentti talouspoliittisista aikeista (letter of intent), jota IMF:n käytännön mukaan pyydetään vakautuksessa tuettavalta maalta, ja se laaditaan yleensä yhteistyönä. Tiedoksiannot eivät ole julkisia automaattisesti, mutta Venäjällä ne on julkaistu keskuspankin lehdessä (Zajavlenije, Dengi i kredit 6/93, 4/94 ja 2/95).

Vuoden 1995 tiedoksianto on huomattavasti aiempia laajempi ja seikkaperäisempi. Sen liitettä, joka sisältää mm. raja-arvot keskeisille raha- ja finanssipoliittisille rahaerille, ei keskuspankki julkaissut - toisin kuin vuonna 1994. Liitteen tärkeimpiä raja-arvoja on kuitenkin julkaistu Venäjällä jälkepäin muissa yhteyksissä (Russian Economic Trends 1/1995; Russian Economic Trends, Monthly Updates, July-October 1995; Vtoroje dno politiki Tsentrбанка, Segodnja 19.7.1995; Tendentsii ekonomitsheskogo razvitiia Rossii v pervom polugodii 1995 goda, Voprosy ekonomiki 9/1995).

hyväksyi SBA-sopimuksen huhtikuussa 1995. Venäjä ja IMF ovat tänä syksynä aloittaneet keskustelut keskipitkän aikavälin järjestelystä (extended fund facility, EFF), jolla IMF voisi tukea Venäjän talouden vakautta seuraavan kolmen vuoden ajan.

Tämän **artikkelin tarkoituksena** on esitellä, mitä Venäjän taloudessa tapahtuu Venäjän ja IMF:n solmiman SBA-ohjelman pohjalta. Tässä tarkastellaan siten vuoden 1995 osalta

- minkälaista finanssi- ja rahapolitiikkaa Venäjällä noudatetaan talouden vakauttamiseksi
- miten SBA-ohjelma on heijastunut Venäjän valuuttapolitiikkaan
- miten Venäjän rahatalouden vakautuminen on edennyt ja miten reaalitalous on pääpiirtein kehittynyt.

Artikkeli kattaa sekä SBA-ohjelman yleisen **vakautuspolitiikan** että ohjelman sisältämät tai muutoin asiaan liittyvät **talouden ja ulkomaankaupan uudistus- ym. toimenpiteet** Venäjällä.

3 Venäjän IMF-vakautusohjelma 1995

Talouden vakauttamiseen tähtäävä Venäjän SBA-ohjelma sisältää kaksi osaa, joista varsinainen vakautusosa koskee noudatettavaa finanssi- ja rahapolitiikkaa. Toinen eli rakenneosaa sisältää joukon Venäjän talousjärjestelmän uudistustoimenpiteitä, jotka tukevat varsinaista vakautuspolitiikkaa vaikuttamalla mm. valtion budjettituloihin ja Venäjän ulkomaankauppaan sekä samalla vapauttavat Venäjän talouden toimintaa. Tätä kautta IMF on mukana useilla Venäjän talouspolitiikan ja -uudistuksen lohkoilla. Venäjällä hallitus ja keskuspankki puolestaan käyvät vakautuspolitiikasta vastaavina eliminä jatkuvaa dialogia toisaalta vakautusohjelmaa valvovan IMF:n kanssa ja toisaalta vakautuspolitiikan paineiden keskellä elävien kotimaisten tahojen kanssa.

3.1 Venäjän talouden vakauttaminen

3.1.1 Vakauttamisen tavoite ja välineet

Venäjän ja IMF:n SBA-ohjelman tavoitteena on vaimentaa inflaatio nopeasti ja edesauttaa tämän kautta tuotannon ja investointien kääntymistä kasvuun Venäjällä. Vaikka nopean inflaation alasajo tuskin koetaan riittäväksi ehdoksi talouden kasvulle, se on tässä talouden vakautusajattelussa talouskasvun välttämätön edellytys. Talouden vakauttamiseen pyrkivän maan viranomaisia olisi kuitenkin vaikea asettaa suoraan vastuuseen hintapäätöksistä, jotka siirtymätalouksissakin tapahtuvat jo valtaosin markkinaosapuolten päätöksillä. Siksi inflaatio ei kuulu IMF:n vakautusohjelmissa niihin suorituskriteereihin (performance criteria), joiden mukaan ohjelman noudattamista viime kädessä arvioidaan.

IMF:n lähestymistapa talouden vakauttamiseen monissa siirtymätalousmaissa on lähtenyt siitä, että inflaatio on pitkälti monetääriäinen ilmiö, johon vaikuttaminen perustuu seuraavaan:

- Inflaatio määräytyy keskeisiltä osin taloudessa vallitsevan **rahan tarjonnan** mukaan. Muiden IMF-vakautusohjelmien tapaan Venäjän SBA-ohjelmassa rahan tarjontaa mitataan ns. lavealla rahalla (M2), johon sisältyvät kierrossa olevan käteisrahan lisäksi pankeissa olevat avista- ja määräaikaistalletukset. Venäjällä tilastoitu M2 kattaa vain ruplakäteisen ja ruplatilit.
- Rahan tarjonnan perustana on puolestaan ns. **perusraha**, joka koostuu sellaisista rahatalouden eristä, jotka ovat viranomaisten, ennen muuta keskuspankin ja hallituksen, koko lailla välittömässä vaikutuspiirissä. Nämä rahaerät muodostavat valtaosan Venäjän SBA-ohjelman kovasta ytimeistä ja ne voidaan esittää allaolevana vakautuskehikkona⁵, joka kuvaa rahaviranomaisten (lähinnä keskuspankin) rahoitusasemaa muuhun talouteen nähden.

Kehikon merkitys Venäjän talouden vakauttamisessa on siinä, että lähes kaikki SBA-ohjelman keskeiset **suorituskriteerit** koskevat kehikon rahaeriä eli 1) keskuspankin kotimaisia nettosaatavia, 2) keskuspankin nettosaatavia hallitukselta ja muulta

⁵ Ks. esim. IMF Economic Reviews 16/1994 ja Zajavlenije 1994.

julkiselta sektorilta (ts. budjettivajeen keskuspankkirahoitusta) ja 3) keskuspankin ja hallituksen ulkomaista varantoa. Talouden vakaudelle on lisäksi olennaista, miten julkisen ja yksityisen sektorin rahoitussuhde kehittyi. Näin ollen vakautuksen välineisiin kuuluu osin kehikon ulkopuolelta julkisen sektorin budjettitasapaino, joka on Venäjän SBA-ohjelman neljäs keskeinen suorituskriteeri.⁶ Suorituskriteerit on määriteltä numeerisina ylä- tai alarajoina näiden rahaerien nimellisarvoille. Ajallisesti suorituskriteerit koskevat vuoden 1995 kunkin vuosineljänneksen loppua ja lisäksi jokaisen kuukauden loppuun on liitetty indikaatiivinen tavoite. Venäjän SBA-ohjelman toteutumista tarkastellaan poikkeuksellisen usein eli kerran kuukaudessa.

Taulukko.

Perusrahan pääerät Venäjän taloudessa

1. Rahaviranomaisten (keskuspankin) kotimaiset nettosaatavat (net domestic assets)
 - Nettosaatava julkiselta sektorilta (enlarged government)
 - Nettosaatava federaation hallitukselta (federal government)
 - Nettosaatava paikalliselta julkiselta sektorilta (local governments)
 - Nettosaatava budjetin ulkopuolisilta rahastoilta (extrabudgetary funds)
 - Nettosaatava pankeilta
 - Keskuspankin nettosaatava valtioiden välisistä luotoista
 - Muut erät (netto)
2. Rahaviranomaisten ulkomaiset nettovarannot
 - Kulta (keskuspankki ja hallitus)
 - Nettovaluuttavaranto (keskuspankki ja hallitus)

1. + 2. = Perusraha (base money, monetary base)

Toisin kuin eräiden muiden siirtymätalousmaiden vakautusohjelmat Venäjän SBA-ohjelma ei sisällä valuuttakurssi- tai palkka-ankkuria, joskin Venäjä otti kesällä käyttöön vaihteluvälin ruplan ulkoiselle kurssille (ks. kappale 3.1.4). Palkkapolitiikkaa koskien Venäjällä on käytössä vero, joka rankaisee työnantajaa ylisuureksi katsotusta palkankorotussummasta ja hallitus on ehdottanut sen voimassapitoa vuonna 1996 hieman muunnetussa muodossa. Veron välttämiseen on kuitenkin eri tapoja.

Myös palkka-ankkurin käyttö vakautuspolitiikassa esimerkiksi tällaisen veron tai palkankorotusten enimmäisrajan muodossa olisi erityisesti Venäjän oloissa voinut osoittautua tehottomaksi, sillä tilastoiduista väestön rahatuloista palkkojen osuus on pienentynyt alle 40 prosenttiin ja yrittäjä- yms. tulojen osuus on kasvanut 45 prosenttiin. Lisäksi verottajan ja tilastojen ulottumattomissa maksetaan suuri osa palkoista, Venäjän työministeriön arvioiden mukaan noin kolmannes, ja palkka-ankkuri todennäköisesti vain lisäisi palkanmaksun painumista pimentoon. Valtion aiemmin omistamista yrityksistä ei Venäjällä ole myöskään kadonnut se neuvostoajan piirre, että työntekijät ja yrityksen johto toimivat usein yhtenä joukkueena valtion edustaessa toista osapuolta. Palkka-ankkuri johtaisi näissä oloissa helposti palkka-

⁶ Zajavlenije 1995, Russian Economic Trends 1/1995

kysymysten politisoitumiseen kuten tapahtui Puolan vakauttaessa talouttaan 1990-luvun alussa. Talouden vakautuksen kannalta tehokkaasti toimivallakin palkka-ankkurilla olisi se haittapuoli, että ankkuri voisi rajoittaa suhteellisten palkkojen muuttumista ja siten hidastaa kaivattua talouden rakennemuutosta.

3.1.2 Valtion budjetti

Valtion budjetin yleistila

Venäjän SBA-ohjelman olennaisin ja kriittisin osa on valtion budjetti, jonka on määrä vastata talouden vakautuksesta lähes kokonaan vuonna 1995. **Kulmakivenä** on valtion budjettimenojen reaalin leikkaus ja sitä suuruudeltaan vastaava suoran luotonannon lopettaminen keskuspankista hallitukselle budjettivajeen kattamiseksi. Tämä koskee nimenomaan Venäjän keskushallituksen valvonnassa olevaa federaation budjettia, joka on ollut julkisen sektorin budjeteista ainoa vajeellinen (julkisen sektorin budjetteihin sisältyvät federaation budjetin lisäksi paikallistason budjetit sekä budjettien ulkopuoliset rahastot kuten eläke-, sosiaalivakuutus- ja työllisyysrahastot).

Venäjän ja IMF:n SBA-ohjelmaan liittyy ensinnäkin se läntisemmissä markkinatalousmaissa koko lailla selvyytenä pidetty seikka, että kohtuullisen ajoissa on olemassa hyväksytty valtion budjetti, jonka puitteissa voidaan ajatella pysyteltävän. Tilanne Venäjällä on ollut toinen, sillä federaation budjetti vuodeksi 1993 hyväksyttiin vasta vähän ennen vuoden 1993 loppua ja vuoden 1994 budjetti vuoden puolivälissä. Vuodeksi 1995 tilanne parani. Federaation budjetti käsiteltiin vallinneiden säännösten mukaisesti duumassa neljään kertaan talven mittaan ja hyväksyttiin lopullisesti maaliskuussa 1995 sen jälkeen, kun Venäjän ja IMF:n johto olivat sopineet SBA-ohjelmasta, mutta ennen kuin IMF:n johtokunta hyväksyi sopimuksen. Samoihin aikoihin säädettiin menettely, jossa kaikki duuman siunaaman budjetin ylittävät menot edellyttävät sekä presidentin että hallituksen hyväksyntää.

Duuma hyväksyi kuitenkin jo vuoden 1994 lopussa hallituksen laatiman federaation budjetin nimellistulojen, -menojen ja -vajeen kokonaismäärät, jolloin hyväksytyn budjettivajeen odotettiin vastaavan 7-8 prosenttia BKT:sta. Nopeutunut inflaatio johti pian uusiin, sen verran suurempiin arvioihin vuoden 1995 BKT:n arvosta, että duuman hyväksymä federaation budjettivaje vastasi SBA-sopimuksen solmimisen aikoihin enää 5-6 prosenttia BKT:sta.⁷ Myös koko julkisen sektorin budjettivajeen on SBA-ohjelman mukaan määrä olla samaa suuruusluokkaa. Budjettivajeen supistaminen tälle tasolle vuoden 1994 yli 10 prosentista merkitsee huomattavasti kovempaa sopeutusta kuin IMF:n ja Venäjän STF-ohjelmassa vuodeksi 1994. Supistus olisi samaa suuruusluokkaa kuin kaikkein isoimmat tähän asti toteutetut budjettivajeen leikkaukset useimmissa talouksiaan vakauttaneissa muissa siirtymätalousmaissa.

Odotettua nopeampi inflaatio merkitsi muuttunutta lähtökohtaa myös budjettimenojen ja -tulojen osalta. Budjetin nimellisten tulotavoitteiden toteutuminen helpottuisi, mutta pysyminen nimellisten budjettimenojen puitteissa johtaisi menojen

⁷ Venäjän viranomaiset arvioivat vielä vuoden 1994 lopulla vuoden 1995 BKT:n arvoksi noin 1000 bilj. ruplaa ja SBA-sopimuksen solmimisen aikoihin jo 1400 bilj. ruplaa. Tämän hetken arvio Venäjän talousministeriössä on noin 1600 bilj. ruplaa.

reaaliseen vähentymiseen vuonna 1995, IMF:n ennakkoarvioiden mukaan 15 prosentilla.⁸

Toisaalta valtion budjettipolitiikassa inflaatiota ei - varsinkaan lyhyemmällä aikavälillä - määrää niinkään vajeen koko. Esimerkiksi eräät läntisen Euroopan maat ovat aika ajoin kokeneet suuriakin, noin kymmentä prosenttia BKT:sta vastaavia budjettivajeita ilman, että niiden inflaatio olisi ollut läheskään yhtä nopeaa kuin esimerkiksi Venäjällä. Osin Venäjän nopea inflaatio johtuu markkinoilla vallitsevista kilpailun puutteista ja hintojen sopeutumisesta kohti maailmanmarkkinoiden hintatasoa, mutta erittäin olennainen merkitys on valtion **budjettivajeen rahoitustavalla**. Venäjällä valtaosa budjettivajeesta on aina katettu keskuspankin suoralla luotonannolla valtiolle, mikä lisää rahan määrää taloudessa, toisin kuin hankittaessa budjettivajeen rahoitusta muista kotimaisista lähteistä. Venäjän ja IMF:n SBA-ohjelman mukaisesti budjettivajeen rahoitus keskuspankin suorana luotonantona hallitukselle on lakannut vuonna 1995. Keskuspankki voi luotottaa hallitusta lähes ainoastaan ostamalla valtion sijoitustodistuksia jälkimarkkinoilta eli markkinaehdoin. Keskuspankin nettoluotonanto koko julkiselle sektorille on määrä saada pienentymään alle 3 prosenttiin BKT:sta vuonna 1995, kun sen osuus BKT:sta oli lähes 8 % vuonna 1994.⁹ Tämä muutos vastaa suuruudeltaan budjettivajeen karsintaa ja budjettivajeen muun rahoituksen (kotimaasta ja ulkomailta) näyttää olleen määrä säilyä noin 3 prosentissa BKT:sta.

Vuoden 1995 aikana Venäjän federaation budjettiin on kertynyt tuloja melko heikosti (tammi-syyskuussa noin 80 % koko vuoden tavoitteesta) siihen nähden, että alkuvuonna inflaatio on ollut paljon nopeampaa ja tuotannon lasku pienempi kuin ennakoitiin. Budjettitulojen osuus BKT:sta on vuoteen 1994 verrattuna pysynyt varsin ennallaan. Federaation budjettitulojen osuus BKT:sta oli tammi-elokuussa 1995 noin 14 % ja konsolidoidun budjetin tulojen osuus 28 %. (konsolidoituun budjettiin sisältyvät federaation budjetin lisäksi paikalliset budjetit). Toisaalta budjetin kokonaispuutteen hyväksymisen aikaisista ennusteista karannut hintataso edesauttaa nimellistulojen kertymistä loppuvuonna, mikä on saanut hallituksen vastikään ehdottamaan duumalle tuloarvion tuntuva lisäystä.

Valtion budjettimenoja supistettiin voimakkaasti heti vuoden 1995 alussa. Tällä on todennäköisesti ollut yhteys IMF:n kanssa käynnissä olleisiin SBA-neuvotteluihin, sillä IMF voi edellyttää vakauttamaan pyrkivältä maalta myös ennakko toimia (prior action) ennen sopimuksen tekoa. SBA-ohjelmaa varten Venäjän hallitus lupautui varsin yksioikoiseen menojen sekvestrointiin eli rajoittamaan budjettimenot budjettiin tilitettyjen tulojen ja sovitun budjettivajeen puitteisiin. Budjettimenoja pidettiin koko vuoden 1995 ensipuoliskon ajan niin tiukalla, että reaalisesti federaation budjettimenot vähenivät lähes 40 % vuoden 1994 ensipuoliskoon verrattuna (kuva 1). Federaation budjettimenojen osuus BKT:sta oli tammi-elokuussa 1995 enää 15 % oltuaan samana ajanjaksona viime vuonna yli 20 % (vastaavat konsolidoidun budjetin menojen osuudet BKT:sta ovat 28 % ja 35 %).

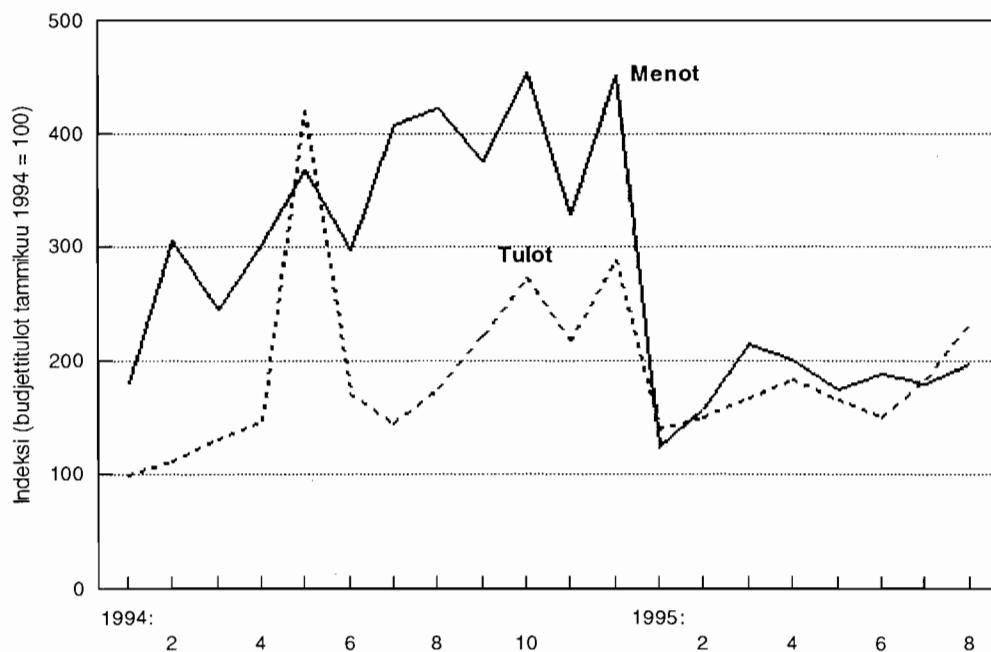
Federaation budjettimenoja koitui vuoden ensipuoliskolla vain runsas 1/3 koko vuoden menopuitteesta. toteutuessa koko vuoden osalta pelkästään hyväksytyn budjetin mukaisesti, niiden reaaliarvo kasvaa selvästi tänä syksynä vuoden alkupuoliskoon verrattuna. Lisäksi ennakoidessaan nimellistulotavoitteiden ylittymistä hallitus

⁸ IMF Survey 17.4.1995

⁹ IMF Survey 17.4.1995

Kuva 1.

Federaation budjettitulojen ja -menojen reaalin kehitys 1994-95

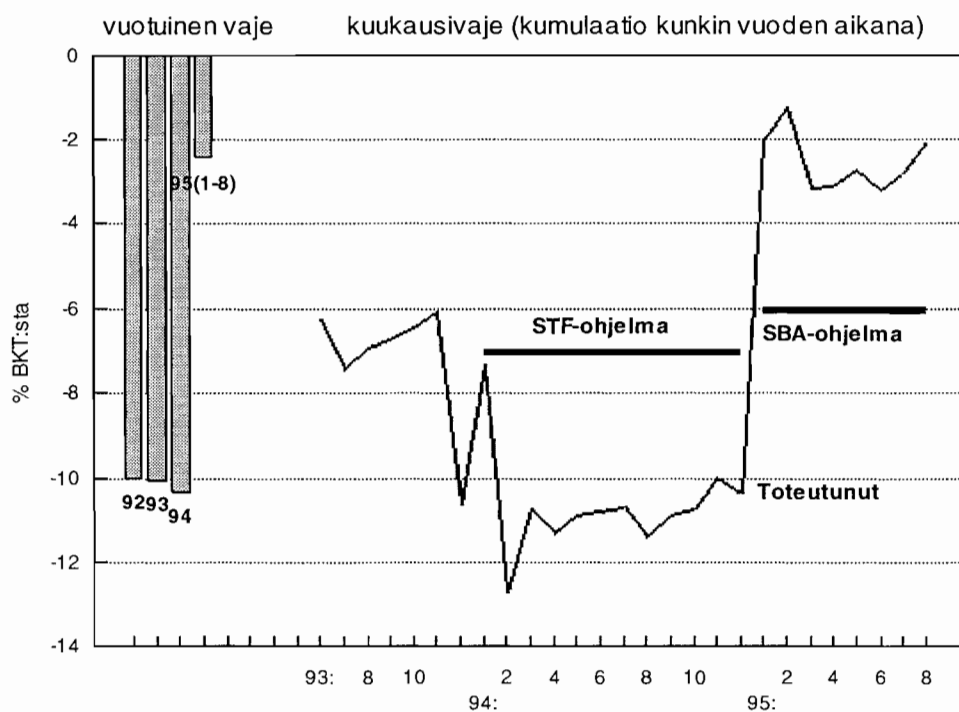


Nimellistulot ja -menot deflatoitu kuluttajahintaindeksillä.

Lähde: budjettitulojen ja -menojen nimellisarvot ja kuluttajahintaindeksi: Goskomstat

Kuva 2.

Federaation budjettivaje



Lähteet: toteutunut budjettivaje ja BKT: Goskomstat (BKT:n osalta uudet korjatut tiedot, Izvestija 29.9.1995); STF- ja SBA-ohjelmien tavoitteet: IMF Survey 2.5.1994 ja 17.4.1995.

on - kuten tämän vuoden budjettilaki tällaisessa tilanteessa edellyttää - tehnyt duumalle ehdotuksen myös tämän vuoden menoarvion kasvattamisesta.

Menojen supistamisen vuoksi sekä federaation budjetin että konsolidoidun budjetin vaje on pysytellyt vuoden 1995 mittaen noin 3 prosentissa BKT:sta eli selvästi pienempänä kuin SBA-ohjelma edellyttää (kuva 2). Hallituksen ehdotus tulo- ja menoarvion lisäämiseksi ennakoii koko vuoden budjettivajeeksi alle 4 % BKT:sta.

Tähän syksyyn on siis latautunut koko lailla huojentunut kuva budjettimenojen pelivarasta. Tämän voi arvioida jonkin verran helpottavan hallituspuolueiden asemaa niiden valmistautuessa joulukuun parlamenttivaaleihin, sikäli kun talousasiat saavat merkitystä kampanjoinnissa. Venäjän hallituksen päähuolenaiheeksi on tänä syksynä noussut pikemminkin se, miten vuoden 1996 budjetti saadaan hyväksytyksi ennen uuden duuman valintaa ja vielä sellaisena, että Venäjä ja IMF voisivat sen pohjalta sopia kolmen vuoden EFF-tukiohjelmasta.

Siinä yhteydessä, kun SBA-ohjelmasta sovittiin maaliskuussa, Venäjä kaavaili myös vakauttamisen **jatkoa** ilmoittamalla aikeistaan rajoittaa budjettivaje 4 prosenttiin BKT:sta vuonna 1996 ja 3 prosenttiin vuonna 1997. Hallituksen budjettiluonnos vuodeksi 1996 on tämän mukainen ja se lähetettiin duumalle aiemmasta poiketen jo tämän kesän lopussa. Budjettiehdotus merkitsisi budjettimenojen reaalista kasvua vuonna 1996. Pyrkinessään välttämään sitä riskiä, että Venäjän rahatalouden vakauttaminen pitäisi edelleen perustaa tiukalle budjetin menopolitiikalle, hallitus on joutunut rakentamaan budjettiluonnoksen sille riskejä sisältävälle oletukselle, että budjettitulojen osuutta BKT:sta kyetään kasvattamaan selvästi ja lisäämään tuloja reaalisesti.

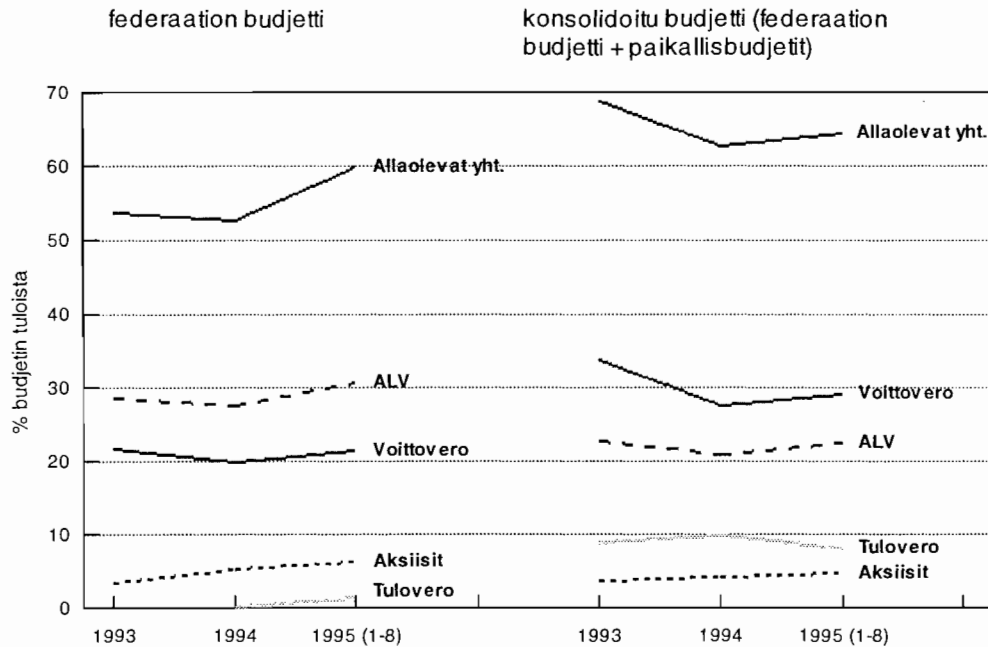
Budjettitulot

Budjettitulojen kasvattamiseksi Venäjän viranomaiset jatkavat kamppailua verotuloista ja SBA-ohjelman osana Venäjä on lupautunut lukuisiin toimenpiteisiin niiden lisäämiseksi. Venäjän on ensinnäkin määrä pidättäytyä uusien veroetujen myöntämisestä, ryhtyä erinäisiin teknisiin toimiin parantaakseen verojen perintää sekä saattaa vuonna 1997 voimaan uusi verolaki, jolla mm. vähennetään eri verotyyppien määrää merkittävästi.

Budjetin suurimmat tuloerät kertyvät **arvonlisäverosta ja yritysten voiton verotuksesta** (kuva 3). Arvonlisäveron merkitys budjettituloissa on kasvanut tänä vuonna, mihin on osaltaan vaikuttanut se, että tuontielintarvikkeiden vapautus arvonlisäverosta ja yksittäisiä verohuojennuksia lakkautettiin keväällä. Voittoverotulojen osuus on myös lisääntynyt hieman. Yritysten voittoverojen melko hyvä kertymä alkuvuonna johtuu kuitenkin kiihtyneen inflaation ja ennakoitua pienemmän tuotannon laskun ohella vuodelta 1994 periytyvistä veroista. Yritysten verorästit ja muut erääntyneet velat budjettiin ovat edelleen lisääntyneet: Konsolidoidussa budjetissa maksurästien pinoon jatkuvasti menevien verojen suhde budjetin kokonaistuloihin oli tammi-elokuussa 15 % oltuaan 6-7 % vuonna 1994. Verorästien kasvun taustalla Venäjän viranomaiset ovat havainneet yhdeksi ongelmaksi syksyllä 1994 aloitetun käytännön, jolla yritysten sallitaan varata 30-50 % rahavaroistaan palkkoihin ja muihin välttämättömiksi katsomiinsa menoihin. Verottajan aseman vahvistamiseksi tämän varauksen osuutta aiotaan pienentää ja poistaa se vuoden 1996 alussa. Verorästien perintää yksinkertaistaa se, että rästit keskittyvät vajaan 50 suuren yrityksen osalle.

Kuva 3.

Tärkeimpien verotulojen osuus budjettituloista



Lähde: Goskomstat

Eräiden pienempien verotulojen osalta Venäjä sitoutui SBA-ohjelmassa hyvin konkreettisiin toimiin. Niistä merkittävin on maakaasun, öljyn ja bensiinin **valmisteveron** (aksiisin) korottaminen.¹⁰ Näitä valmisteveroja nostettiin SBA-sopimuksen solmimisen aikaan, minkä tuloksena valmisteverotulojen osuus budjetissa on tänä vuonna noussut huomattavasti. Öljyteollisuus ja Venäjän suurin yritys, maakaasujätti Gazprom, ovat käyneet tiivistä mielipiteiden vaihtoa hallituksen edustajien kanssa uusista korotuksista, joista hallitus teki maakaasun osalta päätöksen tämän syksyn alussa. Kauppapolitiikan kannalta on merkitystä myös sillä, että Venäjä lupautui SBA-ohjelmassa yhtenäistämään kotimaisten tuotteiden ja vastaavien tuontituotteiden valmisteverot vuoden 1995 puoliväliin mennessä.

Gazprom, joka esimerkiksi tämän vuoden ensipuoliskolla tuotti valtiolle 7 % federaation ja paikallistason yhteenlasketuista budjettituloista, on muutoinkin ollut budjettiviranomaisten mielenkiinnon kohteena. Hallitus on hiljattain päättänyt poistaa osan Gazpromin veroeduista, mm. oikeuden kanavoida tuloja ennen verotusta yrityksen omaan vakautus- ja investointirahastoon, johon on kertynyt varoja yli 2 mrd. US-dollarin edestä.

Valmisteverojen korotuksiin liittyivät SBA-ohjelmassa Venäjän lupaukset korvata niillä kaikki vientitullit ja valtaosa korkeimmista tuontitulleista vuoden 1996 alkuun mennessä. Kaikkien **vientitullien** on siis ollut tarkoitus poistua viimeistään 1.1.1996. Budjettitulojen lisäämiseksi maakaasun vientitulli kuitenkin ensin nelinkertaistettiin alkuvuodesta ja erinäiset vapautukset vientitullien maksamisesta poistettiin lukuun ottamatta öljyä vieviä yhteisyrityksiä. Alkukevään jälkeen öljyn ja maakaasun

¹⁰ IMF Survey 17.4.1995

vientitulleja on pienennetty pariin otteeseen. Tämän syksyn alussa useita muita vientitulleja laskettiin tuntuvasti, mutta öljyn ja maakaasun osalta uudet alennukset ovat lykkääntyneet eikä öljyn vientitulli poistune vielä tänä vuonna. Vientitullien poistamisesta aiheutuvat budjettitulojen menetykset korvautuvat valmisteverojen korotuksilla, kun veropohja laajenee (vientiin menee öljyn tuotannosta noin 40 % ja maakaasun tuotannosta noin 30 %).

Tuontitullitulojen lisäämiseksi Venäjä sitoutui SBA-ohjelmassa kahdenlaisiin toimiin. Kaikki muut kuin tullilaissa määritellyt tuontitullivapautukset ja -huojennukset oli määrä poistaa 15.3.1995 mennessä (alunperin tämän oli määrä tapahtua Venäjän ja IMF:n STF-ohjelman puitteissa jo 1.4.1994¹¹). Näiden yksittäisille tuojille ja tuontierille myönnettyjen etuoikeuksien lopettaminen on ollut paikoin sitkasta tänäkin vuonna. Valtaosa peruutuksista lykkääntyi vuoden puoliväliin saakka ja eräiden vaikutusvaltaisten invalidi- ja urheilujärjestöjen osalta tehtäväksi tänä syksynä. Eräille yhteisyrityksille myönnettyt tullihuojennukset näyttävät toistaiseksi jatkuvan.

Toiseksi Venäjä sitoutui pienentämään tullitariffiensa hajontaa nostamalla useiden tullittomien tavaroiden tullit 5 prosenttiin 1.7.1995 mennessä ja alentamalla osan korkeimmista tulleista 30 prosenttiin tai sen alle.¹² Tämä tapahtui ajallaan Venäjän tullitariffiuudistuksen yhteydessä, jolloin myös useita muita, erityisesti elintarvikkeiden, tulleja korotettiin. Uudistuksen tuloksena Venäjän tosiasiallisen (tuonnin rakenteella painotetun) tullitason on arvioitu eri laskelmissa nousseen useita prosenttiyksikköjä lähemmäs 15 prosenttiin. Tullimuutosten tarkoituksena on SBA-ohjelmassa budjettitulojen lisääminen tämän hetken tarpeisiin ja pikemminkin tuontisuojaan jonkinasteinen yhtenäistäminen kuin sen kasvattaminen. Siten ohjelmaan sisältyy Venäjän aikomus olla jatkossa korottamatta tosiasiallista tullitasoaan sekä suunnitelma laskea sitä vähintään 20 prosentilla vuoteen 1998 ja 30 prosentilla vuosituhanen vaihteeseen mennessä sekä samalla alentaa korkeimmat tullitariffit 20 prosenttiin vuonna 1998 ja 15 prosenttiin vuonna 2000.¹³

Venäjän budjetissa vuodeksi 1995 on kaavailtu selvää tulonlisäystä myös valtion omaisuuden, erityisesti öljy-yhtiöiden¹⁴, **yksityistämisestä**. Tavoiteltujen yksityistämistulojen merkitys koko budjetille on tosin pieni ja muutoinkin ne ovat luonnollisesti tilapäinen tulolähde. SBA-ohjelmaan liittyen Venäjän hallitus kaavaili yksityistämisen vauhdittamista monin keinoin ja tavoitteena oli mm. julkaista 1.5.1995 mennessä suunnitelma ja aikataulu vuonna 1995 myyntiin tarjottavista valtion omistamista yritysten osakkeista. Venäjällä julkaistiinkin huhtikuussa lista noin 7000 tällaisesta yrityksestä. Toisaalta viranomaisien läpikäymistä lähes 9000 valtion enemmistöomisteisesta yrityksestä vajaat 3000 määriteltiin kesällä strategisesti sen verran tärkeiksi, että niiden myyntiä on lykätty tästä vuodesta. Koko vuodelle 1995 tavoitelluista federaation budjetin yksityistämistuloista kertyi syksyn alkuun mennessä vain 2 %.

Yksityistämistä on täksi syksyksi pyritty vauhdittamaan kahdella tavalla. Tavanomaisemmassa suunnitelmassa yksityistämisvirasto on laatinut listan noin 140 suurehkosta yrityksestä, joiden osakkeita on tarkoitus tarjota myyntiin tänä vuonna.

¹¹ Zajavlenije 1994

¹² Zajavlenije 1995, IMF Survey 17.4.1995

¹³ Vuoden 1995 tiedoksiannossa on todettu, että Venäjän ehdot liittymiseksi Maailman kauppajärjestöön (WTO) saattavat poiketa näistä SBA-ohjelman tullitariffitavoitteista (Zajavlenije 1995).

¹⁴ Budjettilaki 1995

Toinen hanke sai alkunsa jo keväällä, kun venäläisten liikepankkien muodostama ryhmä tarjoutui lainaamaan budjetin yksityistämistuloille asetetun tavoitesumman valtiolle, jos ryhmä saisi hallintaansa valtion omistamia suurten yritysten osakkeita. Pitkällisten, mm. hankkeen avoimuutta koskevien pohdintojen ja keskustelujen tuloksena annettiin syyskuussa presidentin säädöksellä kotimaisille ja ulkomaisille sijoittajille mahdollisuus kilpailla loppuvuoden aikana tällaisesta lainanannosta.¹⁵ Lainojen vastineena on osakkeiden hallinta, johon liittyy oikeus myydä ne ja pitää osa myyntivoitosta. Tämän option houkuttelevuudesta on esiintynyt vaihtelevia arvioita, sillä lainan tuotto määräytyy ennen kaikkea osakkeiden markkina-arvon kehityksestä. Lisäksi valtio voi niin halutessaan kerätä tuoton itselleen maksamalla lainan kesken laina-ajan ja saada takaisin osakkeensa. Luottojen vakuudeksi kaupattavia osakkeita on valittu runsaasta 30 yrityksestä, joista parinkymmenen osakkeita huutokaupataan marras-joulukuussa. Eräiden yritysten osakkeet eivät ole ulkomaalaisten ostettavissa. Näiden kahden suunnitelman rinnalla presidentti ja duuma ovat tänä syksynä käyneet säännöksillään kilpailua siitä, kuka Venäjällä kontrolloi valtion omaisuuden myyntiä.

Budjettimenot

Budjettimenojen rakenne on yleensä kotimaassa selvittävä asia eikä Venäjän SBA-ohjelmakaan siihen puutu. Ohjelma sisältää kuitenkin oleellisia sitoumuksia, joilla jatketaan suunnitelmatalouden perustaan kuuluneen tuottajille annetun valtion tuen karsintaa. Tämä tapahtuu kahdessa vaiheessa. Vuonna 1995 hallitus on luvannut pankkikorkoja alemmiksi luottoja myöntäessään ja korkotukea muille luotoille antaessaan pysyä niiden määrien puitteissa, jotka sisältyvät hyväksytyyn valtion budjettiin. Lisäksi hallituksen on määrä olla sallimatta tiettyjen myöntämiensä luottojen takaisinmaksun lykkäyksiä tai poistoa saatavistaan sekä olla myöntämättä luottoja yritysten keskinäisten maksurästien eliminoimiseksi. Hallitukselle ja keskuspankille on jätetty mahdollisuus siirtää hallituksen kirjoihin keskuspankista vuosina 1992-94 myönnettyt luotot maataloudelle ja pohjoisille alueille ja puhdistaa tällä tavoin keskuspankin tasetta. Vuonna 1996 tukipolitiikkaa on tarkoitus tiukentaa siten, että hallitus ei myönnä mitään luottoja alle markkinakoron. Nämä aikeet koskenevat vain federaation budjettia, sillä toistaiseksi voi olla vaikea antaa sitoumuksia paikallistason tukipolitiikasta tuottajia kohtaan.

Vuoden 1995 tammi-elokuussa budjettimenojen rakenne on käytettävissä olevien tietojen perusteella säilynyt pääpiirtein entisellään eli reaaliset menoleikkaukset ovat kohdistuneet kaikkiin keskeisiin sektoreihin. Siten esimerkiksi federaation budjettimenoihin on käytetty tänä vuonna 20 % puolustukseen, 12 % teollisuuteen ja rakentamiseen, 8 % oikeus- ja turvallisuustoimeen sekä 7 % erinäiseen kansainväliseen toimintaan. Tiukan budjetin paineissa sosiaali-, koulutus- ja kulttuuritoimen osuus menoista on pysytellyt edelleen varsin pienenä (6-7 %). Selkeimpänä muutoksena on valtion velanhoitomenojen kasvu.

Toisaalta valtion työntekijöiden ja eläkeläisten asemaa on pyritty turvaamaan. Minimieläkkeen reaaliarvo on pidetty ennallaan ja minimipalkkaa on korotettu vuoden

¹⁵ SBA-ohjelman puitteissa Venäjä totesi pyrkivänsä kaikin tavoin siihen, että yksityistämiseen osallistuvat ulkomaiset investoijat saavat kansallisen kohtelun eli tulevat kohdelluiksi samalla tavalla kuin venäläiset investoijat (Zajavlenije 1995).

alusta elokuuhun mennessä reaalisesti yli kolmanneksella, mikä yleisesti nostaa valtion työntekijöiden palkkoja. Tämän seurauksena kaikkien keskeisten sektoreiden menopuitetta lisättiin jo kesällä muuttamatta budjettimenojen kokonaissummaa. Nimellistä minimipalkkaa ja -eläkettä on päätetty korottaa 5 % kuukaudessa marrastammikuun ajan.

Keväällä hallituksen piiristä kantautui arvostelua budjettimäärärahojen pienuudesta sellaisilla sektoreilla kuten puolustus, maatalous, sisäinen turvallisuus ja oikeuslaitos. Sen jälkeen nämä reaktiot näyttävät vähentyneen julkisuudessa ja hallitus on tässä mielessä lisännyt ulkoista yhtenäisyyttään. Asiaa helpottaa hallituksen piirissä epäilemättä vallitseva tietoisuus siitä, että budjettimenoissa on pelivaraa loppuvuodeksi. Hallituksen ulkopuolella kireän rahatilanteen arvostelu jatkuu erinäisten teollisuudenalojen, maatalouden ja julkisen sektorin pienipalkkaisten työntekijöiden piirissä sekä varsinkin armeijan edustajien voimin.

Budjettivajeen rahoitus

Venäjän federaation budjettivajeesta rahoitettiin runsaat 75 % (8 % BKT:sta) vielä **vuonna 1994** keskuspankin suorana luotonantona hallitukselle. Runsaat 10 % vajeesta katettiin ulkomaisella luotonotolla ja samoin runsaat 10 % valtion lyhytaikaisilla sijoitustodistuksilla (jotka Venäjällä tunnetaan lyhenteellä GKO). Lisäksi vuoden 1994 syksyllä yrityksille ryhdyttiin antamaan maksusuoritusten väliaikaiseksi korvikkeeksi valtion kassavekseleitä (KO), joiden korko on markkinakorkoa alempi. Kassavekseilleille on muodostunut jälkimarkkinat ja yritykset ovat ryhtyneet käyttämään niitä maksuvälineinä, mm. maksaessaan verojaan. Vuonna 1994 jaettujen kassavekseleiden määrä vastasi 10 prosenttia budjettivajeesta.

Kun **keskuspankin** suora luotonanto budjettivajeen kattamiseksi lakkasi tänä vuonna, ainoana poikkeuksena SBA-ohjelma salli pienen vuoden alussa myönnetyn kassaluoton, joka oli määrä kuolettaa puolen vuoden sisällä. Kielto rahoittaa valtion budjettivajetta keskuspankin suoralla luotonannolla kirjattiin keväällä muutettuun Venäjän keskuspankkilakiin. Lisäksi SBA-ohjelman mukaan duumalle on tarkoitus antaa vuoden 1995 aikana esitys laiksi, jolla kaikki suorasta luotonannosta kertynyt keskuspankin saatava hallitukselta muutetaan korollisten velkapapereiden muotoon. Venäjän keskuspankin oikeutta rahoittaa hallitusta vain hankkimalla valtion sijoitustodistuksia niiden jälkimarkkinoilta ei liiemmin rajoita SBA-ohjelman yläraja keskuspankin nettosaataville hallitukselta¹⁶, sillä sen puitteissa keskuspankki voisi rahoittaa tarvittaessa noin 2/3 valtion budjettivajeesta.¹⁷

Vuoden 1995 budjettiluonnokseen oli jo vuoden 1994 syksyllä kirjattu merkittävä osa vajeesta katettavaksi **ulkomaisella rahoituksella**, mikä epäilemättä aiheutti painetta molemmiin puolin SBA-sopimuksen aikaansaamiseksi. Hyväksytyssä budjetissa lähdettiin siitä, että vajeen rahoituksesta 60 % tulisi ulkomailta. Tämä olisi edellyttänyt ulkomaista rahoitusta myös muualta kuin IMF:ltä. Vajeen pienemisen pohjalta tehty hallituksen tuore ehdotus budjetin muuttamiseksi pienentää ulkomaisen rahoituksen osuutta alle puoleen. Tämä vastaa noin 6 mrd. US-dollarin luototusta eli

¹⁶ Zajavlenije 1995, Russian Economic Trends 1/1995

¹⁷ Vuonna 1995 keskuspankilla on poikkeustilanteissa ja hyvin pienen limiitin puitteissa oikeus ostaa valtion sijoitustodistuksia suoraan niiden liikkeellelaskusta (Zajavlenije 1995, Budjettilaki 1995).

summaa, jonka IMF myöntää Venäjälle vuoden 1995 aikana SBA-ohjelman vakautusehtojen toteutuessa.

Vuoden 1995 ensipuoliskolla vajeesta 2/3 on rahoitettu kotimaasta, josta lähes kaikki on kerätty myymällä valtion lyhytaikaisia sijoitustodistuksia. SBA-ohjelman mukaan kierrossa olevien valtion kassavekseleiden määrän pitää vähentyä lähes puolella vuoden 1995 aikana ja jäljellä olevat pitäisi lunastaa vuoden 1996 puoliväliin mennessä. Lisäksi Venäjän hallitus on lupautunut pidättymään muiden alle markkinakorkoisten velkainstrumenttien käytöstä.¹⁸

Budjettivajeen tärkeimmäksi rahoituslähteeksi muodostuneita **valtion sijoitustodistuksia** alettiin kaupata maturiteetiltaan 3 ja 6 kuukauden pituisina jo toukokuussa 1993. Tämän vuoden kesällä valtio on huutokaupannut ensimmäiset erät 12 ja 18 kuukauden sijoitustodistuksiaan (OFZ). Sekä GKO- että OFZ-papereista koituville tuotoille on myönnetty verohuojennuksia. Ennen kesää pitkäaikaisempien velkapapereiden käyttö ei ole ollut ajateltavissa, koska sijoittajien kiinnostus niihin olisi tuskin ollut riittävää inflaation kiihdyttyä alkuvuonna. Lisäksi niiden liikkeellelaskusta valtio olisi joutunut maksamaan korkoja, jotka vakautuksen onnistuessa ja inflaation talttuessa merkitsisivät suhteettoman suuria vajeen rahoituskustannuksia.

Vajeen rahoituksen Venäjän suhteellisen pieniltä ja kehittymättömiltä kotimaisilta rahoitusmarkkinoilta on nähty syrjäyttävän yritysten investointien kotimaista rahoittamista sekä aiheuttavan epävakautta Venäjän pankkimarkkinoiden korkoihin ja osakkeiden kurssiin. Tämä ei tarkoita sitä, etteikö budjettivajetta olisi syytä pyrkiä rahoittamaan Venäjän kotimaan markkinoilta, vaan osoittaa pikemminkin vajeellisesta valtion budjetista aiheutuvia lisähaittoja sellaisessa ympäristössä, jossa koti- ja ulkomaiset rahoitusmahdollisuudet ovat niukkoja. Tästä syystä Venäjän viranomaiset ovat harkitsemassa, sallitaanko ulkomaisten sijoittajien hankkia enemmän valtion sijoitustodistuksia kuin nykyiset 10 % kustakin liikkeellelaskuerästä sekä viedä niiden tuotot vapaasti ulkomaille. Ulkomaisten sijoittajien kiinnostus Venäjän valtion lyhytaikaisiin sijoitustodistuksiin on kasvanut sen myötä, että ruplan kurssin vakaannuttua keväällä niiden tuotto on vastannut 100-200 prosentin vuotuista korkoa.

Venäjällä on tänä vuonna kehitelty välineitä väestön saamiseksi mukaan budjettivajeen rahoittamiseen. Väestön varoja on alettu houkutella valtion yksivuotisilla säästöobligatioilla (OSZ) sekä arvopapereilla, joiden vakuutena on valtion kultavarantoa. Kummankaan osalta ei kuitenkaan lasketa sen varaan, että ne tuottaisivat merkittävää rahoitusta valtion budjettiin. Lisäksi tänä syksynä on tarkoitus aikaansaada osakkuuksiin pohjautuvia investointirahastoja (PIF), jotka voisivat sijoittaa osan varoistaan valtion sijoitustodistuksiin. Samalla kaikki väestöltä varoja keräävät rahastot, joita Venäjän viranomaiset arvioivat tällä hetkellä olevan noin 750, tulevat luvanvaraisiksi.

3.1.3 Rahapolitiikka

Mahdollisuudet vakauttaa Venäjän taloutta rahapolitiikan keinoin ovat finanssipolitiikan sopeutusmahdollisuuksien rinnalla pienet. Samalla on tietenkin olennaista, että budjettivajeen karsintaponnistusten vaikutusta ei vesitetä löyhentämällä rahapolitiikkaa.

¹⁸ Zajavlenije 1995, Russian Economic Trends 1/1995

Rahapolitiikan alueella SBA-ohjelma sisältää ainakin kolme keskeistä seikkaa, jotka kaikki liittyvät **keskuspankin luotonantoon liikepankeille**. Ensimmäinen niistä koskee keskuspankkiluoton määrää. Keskuspankin nettoluotonanto liikepankeille oli vuosina 1993-94 määrältään vain noin 1 % BKT:sta, mikä vuonna 1994 merkitsi paljon pienempää luotonannon kasvua kuin IMF:n kanssa tehty STF-ohjelma edellytti.¹⁹ SBA-ohjelmassa on pyritty siihen, että keskuspankin nettoluotonantoa liikepankeille ei tapahdu lainkaan vuonna 1995.

Toiseksi tapaa myöntää keskuspankkiluottoa on muutettu. Vuoden 1995 alussa keskuspankki ja hallitus lopettivat luottojen keskitetyn jakelun liikepankeille ja liikepankkien jälleenrahoitus tapahtuu vain huutokauppojen ja muiden markkinamekanismien avulla. Vuoden 1995 aikana keskuspankin on ollut määrä ryhtyä diskonttaamaan vekseleitä, myöntämään lombardiluottoja eli luottoja arvopaperivaakuuksia vastaan, käyttämään avomarkkinaoperaatioita ja tekemään valtion velkapapereihin perustuvia REPO- eli takaisinostosopimuksia. Nämä välineet ovat toistaiseksi kehitteillä. Kolmanneksi keskuspankki on SBA-ohjelmassa sitoutunut pitämään jälleenrahoituskorkonsa ja muut vastaavat korkonsa vähintään yhtä korkeina kuin maturiteetiltaan samojen luottojen korot ovat pankkien välisillä luottomarkkinoilla.

Keskuspankin huutokaupat aloitettiin vuoden 1994 helmikuussa. Vuoden 1995 ensipuoliskolla niissä kaupaksi menneet keskuspankkiluotot ovat olleet jopa nimellismääriltään selvästi pienempiä kuin vuonna 1994. Kaiken kaikkiaan keskuspankin saatava pankeilta on vuoden 1995 ensipuoliskolla kasvanut nimellisarvoltaan huomattavasti hitaammin kuin vuonna 1994 ja keskuspankkirahoituksen reaalin määrä on vähentynyt (kuva 4). Tämän taustalla on ennen muuta se, että huutokauppojen vähimmäiskorkona on yleensä käytetty keskuspankin jälleenrahoituskorkoa, jota keskuspankki on tänä vuonna muuttanut varsin vähän ja kaiken kaikkiaan pitänyt sen korkeampana kuin pankkien keskinäisten ja pankkien yrityksille myöntämien luottojen korot. Korkealla jälleenrahoituskorollakaan liikepankeilla ei vielä ole mahdollisuutta saada juoksevasti luottoa keskuspankilta esimerkiksi vekseleiden diskonttausmenettelyn avulla vaan niiden on toistaiseksi tyydyttävä keskuspankin huutokauppoihin, joita on järjestetty 1-2 kertaa kuukaudessa.

Pankeille annettavan keskuspankkirahoituksen ohella viranomaiset voivat luonnollisesti vaikuttaa myös muulla tavoin **pankkien luotonantoon**. Tältä osin SBA-ohjelma ei tietävästi sisällä Venäjän viranomaisten antamia sitoumuksia lukuun ottamatta hallituksen lupauksia olla antamatta liikepankkien myöntämille luotoille muita takuita kuin ne, jotka sisältyvät hyväksytyyn valtion budjettiin.

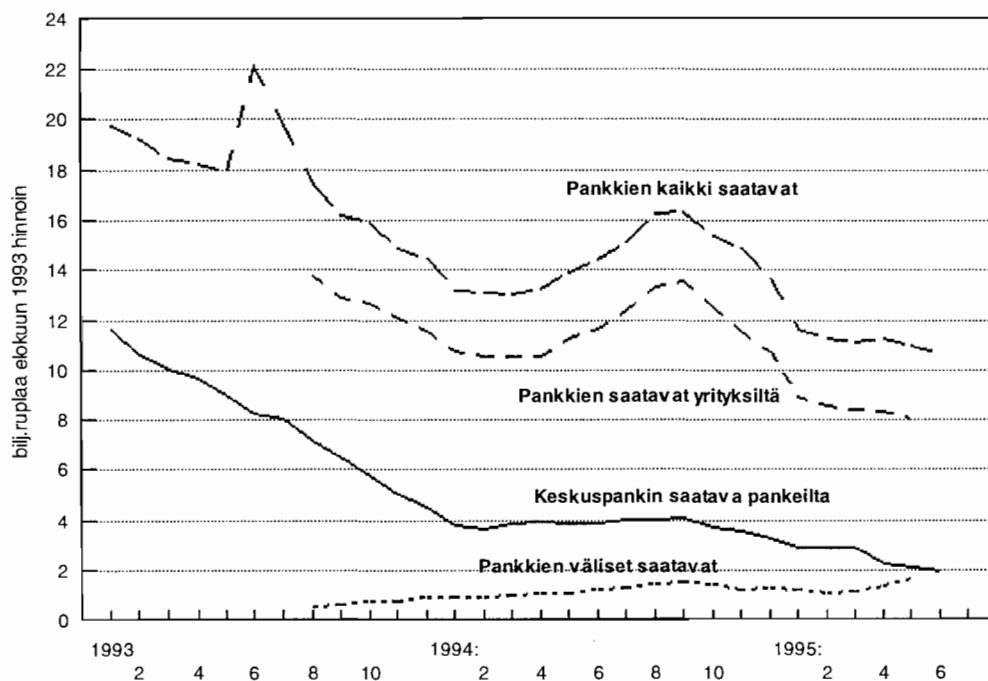
Venäjän keskuspankki on joka tapauksessa toteuttanut vuoden 1995 aikana toimia, joilla tähdätään pankkien luotonannon tiukentamiseen:

- Keskuspankki on korottanut pankeissa olevia ruplatalletuksia koskevia tosiasiallisia varantovaatimuksia. Aikatalletusten varantovaatimukset differentioitiin alkuvuonna talletusten maturiteetin mukaan. Varantovaatimuksen suuruus on tällä hetkellä avistatalletuksille ja alle 30 päivän aikatalletuksille 20 %, 30-90 päivän talletuksille 14 % ja yli 90 päivän talletuksille 10 %. Varantovaatimukset ovat sinänsä korkeita, mutta Venäjän pankkimarkkinoiden ja vakautustilanteen erityispiirteiden vuoksi niitä on vaikea verrata muihin maihin. Vain alle 30 päivän aikatalletuksia koskeva varantovaatimus on tällä hetkellä korkeampi kuin vuoden alussa. Varantovaatimusten tiukentaminen onkin tapahtunut laajentamalla kevään

¹⁹ IMF Economic Reviews 16/94, IMF Survey 17.4.1995, Russian Economic Trends 1/1995, Zajavlenije 1994

1995 mittaan niiden talletustyyppien joukkoa, joka kuuluu varantovaatimusten piiriin, sekä muuttamalla talletussaldojen määrittelyajankohtaa (kuukausikeskiarvot aiemmin käytetyn kuukauden viimeisen päivän sijasta). Lisäksi pankeissa oleville valuuttatalletuksille on määrätty varantovaatimus, joka on tällä hetkellä suuruudeltaan 1.5 %. Myös tämä varantotalletus keskuspankkiin on tehtävä ruplissa, minkä pankit joutuvat rahoittamaan korkeakorkoisilta ruplamarkkinoilta.

Kuva 4. **Keskuspankin ja pankkien bruttosaatavien reaalin kehitys**



Saatavien nimellisarvot deflatoitu kuluttajahintaindeksillä.

Lähteet: Venäjän keskuspankin tilastot, Russian Economic Trends

- Vuoden 1994 lopussa keskuspankki sääti pankeille varantovaatimuksen, joka määräytyy pankkien luotonannon riskien perusteella. Varantovaatimus on porrastettu sen mukaan, millaiset takuut luotoilla on ja miten pitkään luotot ovat olleet erääntyneinä. Vaatimus vaihtelee 2 ja 100 prosentin välillä luoton pääomasta.
- Niin ikään vuoden 1994 lopussa keskuspankki määräsi, että kunkin pankin omien varojen on vastattava suuruudeltaan vähintään pankkiin tehtyjä yksityishenkilöiden talletuksia. Pankeille on annettu aikaa vuoden 1995 loppuun noudattaa tätä säännöstä. Muutoin keskuspankki varaa itselleen oikeuden kieltää pankkia ottamasta vastaan talletuksia väestöltä. Vaatimus ei koske valtion omistamaa Sberbank'ia, jossa on noin 60 % väestön pankkitalletuksista.
- Uusilla pankeilla ei ole ensimmäisen toimintavuotensa aikana oikeutta ottaa vastaan talletuksia väestöltä.

- Lisäksi pankkitalletussuojaa koskeva lakiehdotus on duuman käsittelyssä. Lakiehdotuksen mukaan talletussuojaa varten luotaisiin rahasto, joka muodostettaisiin pankkien varoista.

Venäläiset liikepankit ja eräät duuman kansanedustajat ovat pitkin vuotta 1995 arvostelleet keskuspankkia kiristyneestä otteesta pankkeja kohtaan, varsinkin varantovaatimusten tiukentamisesta. Jotkin liikepankit ovat välttäneet tiukentuneita varantovaatimuksia talletuskantansa maturiteettien muutoksilla sekä sen myötä, ettei varantovaatimusten toteutumista ole pystytty valvomaan kunnolla. Keskuspankki on keskusteluissaan ja kirjeenvaihdossaan Venäjän pankkimailman kanssa joutunut korostamaan, että nimenomaan nyt monet pankkitoiminnan säännösmuutoksista palvelevat Venäjän talouden vakauttamiseen tähtäävää rahapolitiikkaa. Talletuksia koskevien varantovaatimusten suunnitellaan kuitenkin pikapuoliin kevenevän jonkin verran.

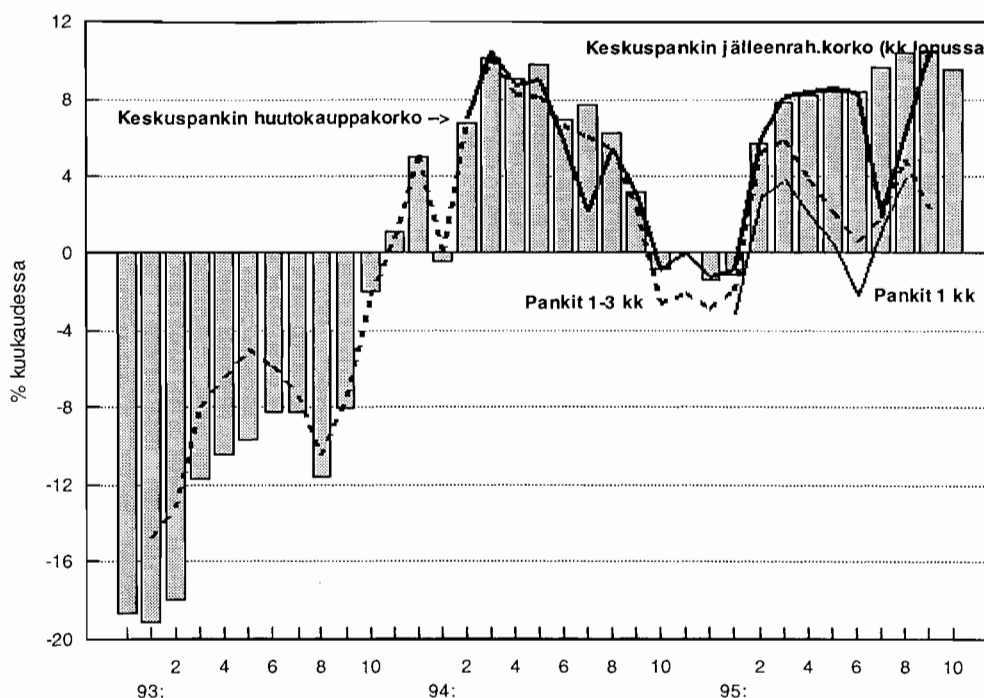
Vuoden 1995 aikana pankkien saatavat yrityksiltä ja erilaisilta organisaatioilta ovat kasvaneet aiempaa verkkaammin ja myös niiden reaaliarvo on pudonnut (kuva 4). Tämä näyttää johtuvan pankkien vähentyneestä luotonannosta eikä esimerkiksi siitä, että pankit olisivat saaneet parannettua erääntyneiden saataviensa perintää. Vähentyneen pankkiluototuksen taustalla ovat rahapolitiikkaa tiukentaneiden toimien ohella - ja ehkä niitä enemmän - pankkien piirissä lisääntynyt varovaisuus ottaa luottoriskejä ja pankkien lisäämät valtion sijoitustodistusten ostot.

Samaan tapaan kuin vuonna 1994 pankkimarkkinoiden nimelliskorot ovat tänä vuonna laskeneet inflaation vaimennuttua. Tosin koroissa esiintyy suuria eroja esimerkiksi luoton maturiteetista ja luotto-asiakkaasta riippuen. Reaalikorot ovat pysytelleet enimmän aikaa tätä vuotta tuntuvina (kuva 5).

Elokuussa joidenkin venäläisten liikepankkien vaikeudet vastata velanhoidostaan aiheuttivat tilanteen, jossa muut pankit kieltäytyivät luotottamasta osaa pankeista ja korot nousivat pankkien välisillä markkinoilla hetkellisesti lähes 1000 prosenttiin p.a. Pankkimarkkinoiden lamaannuttua keskuspankki lisäsi niiden likviditeettiä ostamalla pankeilta valtion sijoitustodistuksia sekä antamalla luotettaviksi katsotuille pankeille viikon pituisen luoton. Eräissä arvioissa tämä "veritorstai" on nähty ennako-osoituksena siitä, että raha- ja finanssipolitiikan tiukentuminen sekä ruplan kurssin vakautumisen myötä huvenneet mahdollisuudet valuuttakurssivoittoihin tulevat entisestään vaikeuttamaan toimintaa heikoimmissa Venäjän yli 2500 pankista.

Kuva 5.

Keskuspankkirahoituksen ja pankkien välisen rahoituksen kuukausittaiset reaalikorot



Nimelliskorot muutettu reaalikoroiksi kuluttajahintojen muutoksen mukaan.

Lähteet: Goskomstat, Venäjän keskuspankin tilastot, Russian Economic Trends

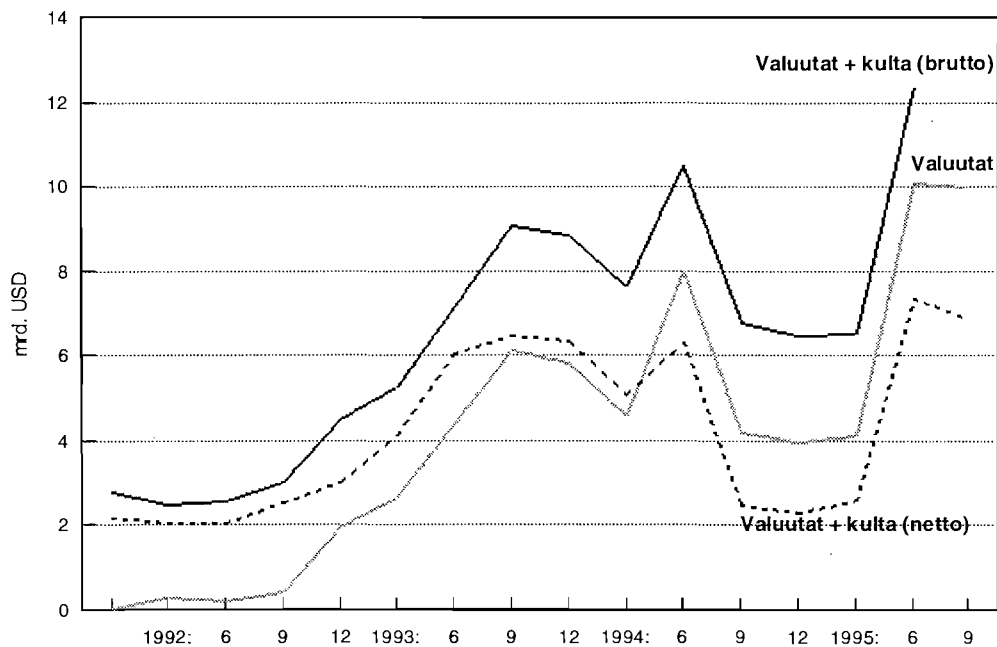
3.1.4 Valuuttapolitiikka

Venäjän SBA-ohjelmaan ei sisälly ruplan kurssin kiinnittäminen, sillä Venäjän viranomaiset ovat kokeneet kiinteän kurssin puolustamisen syystäkin epävarmaksi. Ohjelman solmimisen yhteydessä Venäjän hallitus ja keskuspankki totesivat aikovansa jatkaa kelluvalla valuuttakurssilla, jonka liikkeitä tasoitetaan valuuttamarkkinoilla tapahtuvilla interventioilla. Jotta ruplaa olisi tarvittaessa mahdollista tukea valuuttaa myymällä, SBA-ohjelman ao. suorituskriteerien mukaan valuuttavarannon on määrä kasvaa paljon vuoden 1995 aikana.²⁰

Ruplan kurssin ja Venäjän **valuuttavarannon** kehitys sekä keskuspankin interventiopolitiikka kokivat kevään 1995 aikana täydellisen muutoksen. Ruplan romahdettua lokakuun 1994 "mustana tiistaina" keskuspankki joutui aika ajoin tukemaan ruplaa vuoden 1995 alkuun saakka, mikä osaltaan pienensi keskuspankin valuuttavarantoa huomattavasti (kuva 6). Vakiintunutta suuntaansa noudattaen ruplan kurssi laski aina huhtikuuhun saakka ja alimmillaan kurssi oli runsaat 5100 ruplaa US-dollarilta (kuva 7). Tämän jälkeen ruplan kurssi vakaantui ja keskuspankin valuuttavaranto kasvoi nopeaan tahtiin. Valuuttavarannon kasvun johdosta SBA-ohjelmassa määritelty ulkomaisten varantojen alaraja on ylittynyt reilusti.

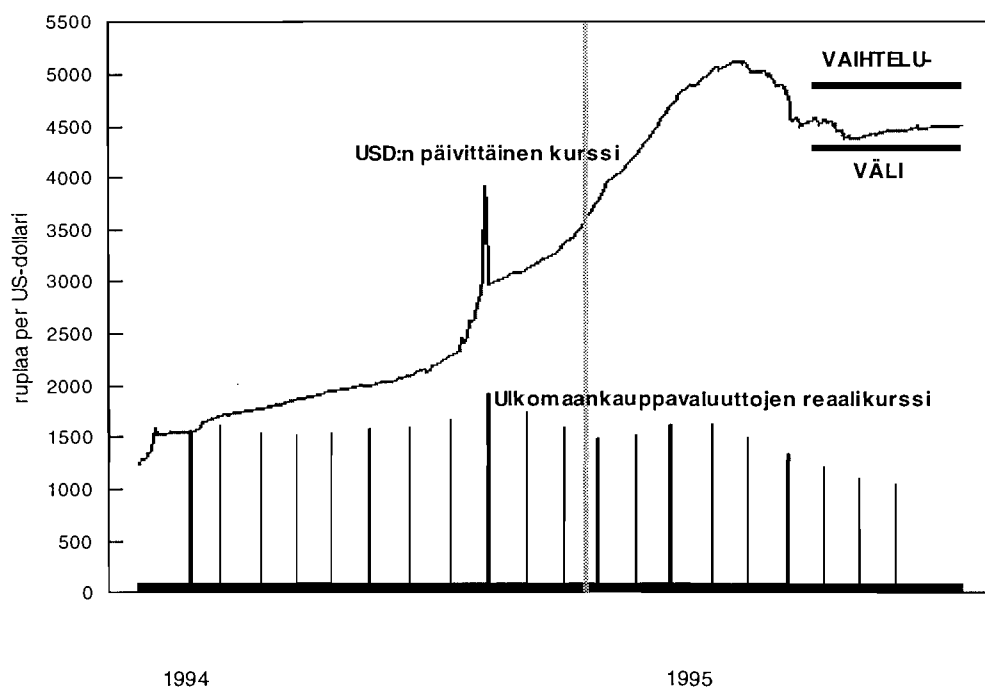
²⁰ Zajavlenije 1995, Russian Economic Trends 1/1995

Kuva 6. Keskuspankin ja hallituksen ulkomainen brutto- ja nettovaranto



IMF Economic Reviews 16/1994, Venäjän keskuspankin tilastot, Russian Economic Trends

Kuva 7. Nimellinen ja reaalin valuuttakurssi



Lähteet: USD:n nimelliskurssi: MICEX; reaalkurssi kuluttajahintojen nousun ja Venäjän teollisuusmaiden kanssa käymän kaupan maarakenteen mukaan: BIS (kuviossa reaalkurssi-indeksi skaalattu kuvion dollariasteikolle).

Ruplan kurssin vakautumisen ja valuuttavarannon kasvun taustalla voidaan nähdä, paitsi SBA-sopimuksen solmiminen sinänsä ja tiukentunut finanssi- ja rahapolitiikka sekä niiden myötä lisääntynyt talouden vakautumisen uskottavuus, myös useampia konkreettisia syitä. Osa näistä tekijöistä on tuonut ulkomailta pääomaa ja osa on saanut ulkomaanvaluuttaa Venäjällä pitäneet muuttamaan valuuttojaan rupliksi.

Pääomaa tuoneisiin syihin kuuluu ensinnäkin se, että Venäjän kauppataase oli vuoden 1995 ensimmäisellä neljänneksellä poikkeuksellisen ylijäämäinen. Huolimatta Venäjän tullin jossain määrin parantuneesta tuontitilastoinnista ja tilastoihin lisätyistä yksityishenkilöiden harjoittamaa tuontia koskevista arvioista Venäjän ulkomaankauppatilastojen on arvioitu edelleen liioittelevan ylijäämän määrää, mutta muutos vuoden 1995 alkupuolella oli selvä ylijäämän kasvettua vuoden 1994 vastaavasta ajanjaksosta yli kaksinkertaiseksi. Lisäksi Venäjän syksyllä 1994 käyttöönotettava viennin valvontajärjestelmä on parantanut vientitulojen kotiutumista. Hallituksen piiristä tulleiden arvioiden mukaan myös viime vuosien mittaan ulkomaille paennutta pääomaa on jonkin verran palannut maahan kevään ja kesän aikana. Sitä vastoin pääoman laajemmasta hakeutumisesta ulkomailta, mikä tunnetaan eräissä talouttaan aiemmin vakauttaneissa siirtymätalousmaissa, ei ole Venäjän kohdalla vielä merkkejä.

Venäjällä jo ollut ulkomaanvaluuttaa on puolestaan vaihdettu rupliksi kahdenlaisista syistä. Jotkin liikepankit ovat tehneet niin saadakseen ruplia tiukentuneiden varantovaatimusten noudattamiseen ja osa yrityksistä selviytyäkseen veroistaan, joita viranomaiset pyrkivät perimään aiempaa tehokkaammin. Toisaalta ruplan kurssin vakautuminen on saanut yrityksiä ja pankkeja siirtymään ruplamääräisiin sijoituskohteisiin, kun niiden tuotto on vielä säilynyt moninkertaisena ulkomaanvaluuttaan verrattuna. Jossain määrin tämä pätee todennäköisesti myös Venäjällä olevan käteisvaluutan haltijoihin. Tähän viittaa se tilastotieto, että väestö on käyttänyt aiempaa jonkin verran pienemmän osan tuloistaan valuutan hankintaan.

Ruplan kurssiin on kohdistunut nousupaineita huhtikuusta lähtien. Keskuspankki onkin joutunut päinvastaiseen tilanteeseen kuin aina aiemmin eli ostamaan valuuttaa Venäjän valuuttamarkkinoilla hillitäkseen ruplan kurssin nousua. Tämä on entisestään lisännyt keskuspankin valuuttavarannon kokoa.

Valuuttamarkkinainterventioiden rinnalla Venäjällä on vuoden 1995 mittaan pyritty eräiden hallinnollisten toimenpiteiden avulla ehkäisemään ruplan kurssin voimakkaita heilahteluja:

- Vuoden alussa keskuspankki pienensi liikepankkien avoimien valuuttapositioden limiittejä 30 prosentilla.
- Niin ikään vuoden alussa Moskovin valuuttapörssi (MICEX) päätti, ettei ruplan kurssin tulisi muuttua ko. pörssissä enempää kuin +/- 10 % yhden istunnon aikana.
- Kesäkuussa MICEX päätti, että myydyt valuutat on tilitettävä kaupantekopäivänä eikä päivän viiveellä kuten aiemmin.
- Samoin kesäkuussa keskuspankki salli viejien ryhtyä myymään vaihtovelvollisuuden piiriin kuuluvia vientitulojaan myös pörssien ulkopuolisilla valuuttamarkkinoilla (vaihtovelvollisuus, joka kattaa 50 % kustakin vientikaupasta, jäi voimaan).
- Elokuussa MICEX otti käyttöön ylärajan pörssissä toimivien pankkien valuuttamyyntille yhden pörssi-istunnon aikana porrastaen ylärajan pankin oman pääoman suuruuden mukaan.

Venäjän **valuuttapolitiikka** koki yhden merkittävimmistä uudistuksistaan heinäkuussa, kun ruplan kurssin vakaannuttua ja valuuttavarannon vahvistuttua ruplan kurssille US-dollariin nähden määrättiin vaihteluväli. Venäjä otti vaihteluvälin käyttöön omasta aloitteestaan, mutta kävi ennen sen käyttöönottoa neuvonpidon IMF:n kanssa. Vaihteluväli on suuruudeltaan 4300-4900 ruplaa US-dollarilta eli +/- 6.5 % ja se koskee niin Venäjän kahdeksaa valuuttapörssiä kuin pörssien ulkopuolisia valuuttamarkkinoita. Vaihteluväli ulotettiin aluksi syyskuun loppuun, mutta sen voimassaoloa on jatkettu vuoden 1995 loppuun saakka.

Venäläiset viejät ja tuonnin kanssa kilpailevat tuottajat ovat jo arvostelleet ruplan vaihteluväliä ja sitä, että ruplan kurssi on pysytellyt kaiken aikaa vaihteluvälin vahvemmalla puolella. Ruplan reaalin kurssi onkin noussut merkittävästi, esimerkiksi huhtikuusta keskikesään lähes 40 % (kuva 7). Kritiikin kohteena on valuuttakurssipolitiikka, vaikka ruplan kurssin huhtikuisesta vakautumisesta saakka Venäjän keskuspankki on interventioillaan lähinnä hillinnyt ruplan kurssin nousua. Huolien taustalla onkin ennen muuta se hankala vaihe talouden vakautumisesta, jossa viennin kannattavuus voi heiketä nopeasti, kun ruplan kurssi on vakaantunut mutta tuotantokustannusten nousu ei ole ratkaisevasti laantunut. Yhdeksi valuuttakurssipolitiikan hankaluudeksi kaupankävijöille voi aika ajoin osoittautua vaihteluvälin ja keskuspankin mahdollisen tavoitekurssin määrittely US-dollariin nähden, vaikka Venäjän viennin (pl. öljy) ja tuonnin kehityksen kannalta tärkeimmät valuutat ovat eurooppalaisia.

Muun kuin dollarin valinta ruplan kurssin kiinnekohdaksi olisi kuitenkin vaikeaa, sillä Venäjällä valuuttakauppaa käydään vielä valtaosin vain dollarilla. Ensi sijalla on tällä haavaa se, miten valuuttakurssipolitiikka edistää Venäjän talouden vakautumista, ja vakautumisen ollessa vielä melko tavalla alkuvaiheessa dollari tarjoaa kaikille selkeän ja yksinkertaisen kiinnekohdan. Valuuttakurssipolitiikan ja viennin kilpailukyvyn yhteydet ovat jäämässä pakosta toiseksi, etenkin niin kauan kun Venäjä ei koe vaihtotaseongelmia. Vakautustavoitteiden ensisijaisuutta ajatellen mieliin voidaan palauttaa 1990-luvulla harjoitettu valuuttakurssipolitiikka Puolassa, joka aluksi kiinnitti zlotyn US-dollariin. Vasta myöhemmässä vaiheessa, kun Puola oli saanut vakautettua talouttaan ja ulkomaankauppahuolia alkoi nousta pintaan, zlotyn kurssikiinnikkeeksi vaihdettiin ensin valuuttakori ja sittemmin zlotyn kiinteästä kurssista tingittiin.

Se, onko Venäjä matkalla kohti kiinteää valuuttakurssia, on avoinna. Hallituksen taholta on toistaiseksi todettu, että kiinteään valuuttakurssiin ei olla menossa ainakaan lähiaikoina eikä Venäjä siten näe tällä hetkellä tarvetta pyytää IMF:ltä ruplan vakauttamisluottoa (stabilization fund). Yhtenä vaihtoehtona ruplan vaihteluväliä on pääministerin mukaan kaavailtu kavennettavaksi vuonna 1996. Toisaalta hallituksen budjettiehdotus sisältää sen oletuksen, että ruplan kurssi olisi ensi vuonna lähes 20 % alempi (1 USD = 5500 ruplaa) kuin nykyinen kurssi. Sinänsä ruplan kurssin kiinteäyttämistä tukee Venäjän keskuspankin vahvistunut kyky puolustaa kurssia interventioiden avulla. Keskuspankin bruttovaluuttavaranto vastaa toisaalta karkeasti 40-45 prosenttia Venäjällä olevien valuuttatalletusten ja arvioitun käteisvaluutan määrästä sekä toisaalta noin 60 prosenttia Venäjällä olevan ruplakäteisen ja ruplavistatalletusten määrästä. Valuuttamarkkinoiden kokoon verrattuna keskuspankin valuuttavaranto kattaa noin 2-3 kuukauden bruttovaihdon Venäjän kaikissa valuuttapörsseissä, joista Moskovan valuuttapörssin osuus on noin 85 %. Olennaisinta on kuitenkin se, että pidemmän päälle kurssin vaihteluvälin tai kiinteän kurssin hyödyntäminen voi perustua vain kunnossa pidetylle finanssi- ja rahapolitiikalle.

3.2 Venäjän IMF-ohjelma ja talouden uudistustoimet

Venäjän SBA-ohjelmaan sisältyy talouden rakennetoimenpiteitä, joista osa lisää valtion budjettituloja ja tukee talouden vakauttamista jo vuonna 1995. Näitä toimia, jotka koskevat verotusta, vienti- ja tuontituloja sekä yritysten yksityistämistä, sekä toimenpiteitä pankkisektorilla on tarkasteltu edellä kohdissa 3.1.2 ja 3.1.3. Lisäksi ohjelma ulottuu tavalla tai toisella eräisiin muihin Venäjän talouden uudistuksiin, jotka epäsuoremmin tukevat valtion budjetin ja maksutaseen tasapainoa sekä samalla edistävät markkinatalousmekanismien syntyä, ulkomaankaupan vapauttamista ja rahoitusmarkkinoiden kehittymistä.

Ulkomaankaupan vapauttamisen yleisempinä piirteinä Venäjä on SBA-ohjelmassa vahvistanut, ettei viennissä tai tuonnissa käytetä määräkiintiöitä, lisensiointia tai vienti- ja tuontikieltoja lukuun ottamatta tavanomaisia kansainvälisen kauppapolitiikan mukaisia poikkeustapauksia eikä sovelleta sellaista erityistuojujen tai -viejien järjestelmää, joka rajoittaisi ulkomaankauppaan osallistujien määrää. Jos kotimaisia tuottajia on välttämätöntä suojata vahingolta, sen pitäisi tapahtua hintaan perustuvilla (price-based) väliaikaisilla toimilla, ts. ei esimerkiksi määrärajoituksilla. Viennin ja tuonnin kauppakohtaista passijärjestelmää on määrä käyttää vain tietojen saamiseksi kauppa- ja maksuvirroista. Tämän taustalla on Venäjän viranomaisten tavoite ehkäistä lainvastaista pääomapakoa.

Venäjän **vientijärjestelmän ja öljynviennin** yksityiskohtiin on SBA-ohjelmassa pureuduttu melko tarkoin. Venäjän on määrä pidättäytyä kaikista uusista vientiä rajoittavista toimita kuten vientituotteiden pakollisesta laatu- tai hintavalvonnasta ja velvoitteista toimittaa tuotteita kotimaan markkinoille. Ohjelman yhteydessä on todettu vientikauppojen rekisteröintijärjestelmän rajoittavat piirteet karsituiksi viime keväänä, strategisten tuotteiden erityisviejäjärjestelmä lopetetuksi ja keskitetysti hoidetun viennin koskevan vain aseita ja muuta sotakalustoa. Kaupan hallitusten välisten sopimusten puitteissa tulee tapahtua ilman pakottavia piirteitä ja kauppaa varten tehtävien kotimaisten hankintojen tulee perustua kilpailuun. Hinnat näiden sopimusten puitteissa tulee asettaa maailmanmarkkinahintojen tasolle eikä tulli- tai verohuojennuksia tule käyttää (lukuun ottamatta niitä, jotka on myönnetty Venäjän ja muiden IVY-maiden olemassaolevissa sopimuksissa). Hallitusten välisten sopimusten puitteissa tapahtuvalle Venäjän öljynviennille on SBA-ohjelmassa sovittu enimmäismäärä.²¹ Lisäksi öljyputkien käyttöoikeutta koskevan järjestelmän tulee olla transparentti, markkinaperusteinen ja tasapuolinen. Tällä hetkellä öljyn vientikuljetusten osalta tilanne on se, että tarvittaessa erityinen komissio jakaa putkien ja satamien kapasiteettia öljyn tuottajille tuotannon määrän ollessa ainakin yhtenä kriteerinä. Kilpailuja öljyputkivuoroista on tarkoitus käynnistää koeluontoisesti tänä syksynä ja pysyvämmiin vuoden 1996 alussa.

Venäjän hallitus on lupautunut takaamaan, että **hintojen** ja kannattavuusnormien kontrollointi poistetaan, myös tukku- ja vähittäiskaupasta. Tämän on määrä tapahtua federaation viranomaisten harjoittaman kontrollin osalta vuoden 1995 loppuun mennessä.²² Kuitenkin ne alat, jotka laissa määritellään luonnollisiksi monopoleiksi tai joiden tuotannon hallitus ostaa kokonaan tai valtaosin, voivat säilyä viranomaisten hintasäännöstelyn piirissä. Näitä ovat SBA-sopimuksen solmimisen aikaan annettujen

²¹ IMF Survey 17.4.1995

²² IMF Survey 17.4.1995

säädösten mukaan lähinnä eräät perusenergiahyödykkeet kuten kaasu ja sähkö sekä useat kuljetuspalvelut. Merkittävin muutos on tässä yhteydessä ollut se, että öljyn hinta ei federaation säädösten mukaan enää kuulu minkään viranomaistason säännösteltäväksi. Tällä hetkellä jäljellä oleva federaation hintasäännöstelypolitiikka näyttää tähtäävän inflaation hillitsemiseen, sillä hallituksen loppukesästä antaman säädöksen mukaan luonnollisille monopoleille sallittujen hinnankorotusten tulee vastata enintään 70 prosenttia inflaatiovauhdista. Lisäksi hallitus on jäädyttänyt vuoden 1995 kolmen viimeisen kuukauden ajaksi eräät keskeiset energian ja tavarakuljetusten hinnat.

Paikallisilla viranomaisilla on viime keväänä tehdyillä federaation säädöksillä säilytetty osin velvollisuus ja osin oikeus säännöstellä em. luonnollisten monopolien tuotteiden hintojen ohella muutamien tuotteiden myyntikatteita sosiaalisin perustein. Eri paikkakunnilla vallitseva tilanne on mutkikkaampi. Esimerkiksi federaatiotason ajatuksia seuraillen Moskovon kaupunki on aikeissa vahvistaa omilla säädöksillään sen, että federaation säädösten sallima myyntikatekontrolli jatkuu ja että hankinnoille, joita kaupunki tekee budjettivaroillaan tai muut tekevät kaupungin tukemin luotoin, asetetaan hintarajat. Eräillä muilla paikkakunnilla harjoitetaan tiettävästi edelleen varsin kattavaakin elintarvikkeiden vähittäishintojen säännöstelyä.

Venäjä aikoo SBA-ohjelman mukaan edistää **maauudistusta** ensinnäkin olemassa olevan säädöstön puitteissa mm. antamalla maanomistajille maanomistustodistukset ja vauhdittamalla maahuutokauppoja. Tavoitteena on luoda vuoden 1995 aikana myös uutta säädöstä, joka koskee maanomistuksen rekisteröintiä ja kiinnityksiä. Lisäksi on tarkoitus ryhtyä myymään yrityksille maa-alueita, joita ne jo käyttävät, sekä poistaa yksityistettyjen yritysten vuokraaman maan ja kiinteistöjen myyntiä koskevat rajoitukset. Yksi syy tämän taustalla on pyrkimys parantaa yritysten investointien rahoitusmahdollisuuksia, jotka tällä hetkellä kärsivät mm. kunnollisten vakuuksien kuten juuri selkeiden maanomistusoikeuksien puutteesta. Maauudistus on tällä haavaa siinä tilanteessa, että duuma on hyväksymässä maalakia, joka tiettävästi sisältäisi merkittäviä rajoituksia maan hankkimiseksi yksityisomistukseen ja sen myymiseksi. Pääministeri on ehdottanut maauudistuskysymyksen panemista kansanäänestykseen, mikäli maauudistus ei muutoin ota ratketakseen.

Julkisten hankintojen vapauttaminen on kansainvälisestä kauppapolitiikasta ja eurooppalaisesta integraatiosta kertyneiden kokemusten valossa aikaavievää toimintaa mutta koettu vaivan arvoiseksi pyrittäessä budjettisäästöihin. Venäjällä on SBA-ohjelman mukaan tarkoitus laatia vuoden 1995 aikana uudet julkisia hankintoja koskevat säännöt, joilla siirrytään kilpailuun perustuviin tarjouksiin ja hankintoihin. Vuodesta 1996 alkaen nämä säännöt pitäisi panna toimeen julkisen sektorin kaikilla tasoilla, myös paikallisten viranomaisten tehdessä hankintojaan.

SBA-ohjelma sivuaa myös **sosiaalipolitiikkaa**. Yleisenä tavoitteena Venäjän hallituksella on ohjelman mukaan eläke-, sosiaaliturva-, terveydenhoito-, työttömyysturva- ja koulutusuudistusten aloittaminen vuonna 1995. Tarkoituksena on mm. sallia yksityisten eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden kilpailla julkisten rahastojen kanssa eläke-, sairaus- ja sosiaaliturvavakuutuksista. Sosiaaliturvan suhteen pyritään järjestelmään, jossa tuki perustuu tuensaajan tuloihin. Sosiaalitukea aiotaan kohdentaa aiempaa selvemmin haavoittuvimmille väestöryhmille, varsinkin nostaa työttömyyskorvauksia ja samalla vähentää varojen käyttöä yritysten työllisyysjärjestelyihin.

SBA-ohjelman mukaan suunnitelmissa on myös lakkauttaa yritysten tarjoamia lukuisia sosiaalisia palveluja vähitellen joko yksityistämällä näitä palveluja tai

siirtämällä niitä paikallisten viranomaisten hoidettaviksi. Tämä tavoite on syvälle käyvä, sillä nykytilanne on perinnettä pitkältä neuvostokaudelta, jolloin tuotantoa ja osaa sosiaalipolitiikasta tietoisesti pyrittiin ja totuttiin hoitamaan tuotantolaitoksissa ja muissa valtionyrityksissä. Yritysten sosiaalipalvelut ovat osoittautuneet pulmallisiksi yritysten uudistumisen kannalta, sillä työntekijät ovat olleet valmiita sietämään palkkarästejä ja alenevia reaalipalkkoja pitkäänkin säilyttääkseen työpaikkansa ja nämä palvelut. Vastaavasti yritysten johto on monin paikoin kokenut tavanomaistakin vaikeammaksi työntekijöiden irtisanomisen, kun se voisi johtaa irtisanottujen putoamiseen kokonaan näiden sosiaalipalvelujen ulkopuolelle. Yhtenä koeluontoiseksi katsottavana askeleena Venäjän hallitus teki kesällä päätöksen siitä, että kolhoosit ja sovhoosit voivat vapaaehtoisuuden pohjalla siirtää sosiaalipalvelujaan kunnille.

4 Venäjän talouden vakautusohjelman vaikutuksista talouteen

4.1 Rahatalous

Venäjä on vuoden 1995 mittaan täyttänyt toistaiseksi kaikki SBA-ohjelman keskeiset suorituskriteerit. Valtion budjettivaje ja keskuspankin kotimaiset nettosaatavat ovat pysytelleet selvästi alle ohjelman enimmäisrajojen ja valuuttavaranto on kasvanut huomattavasti yli ohjelman edellyttämän alarajan. Kuukausierä kerrallaan IMF:n vajaan 7 mrd. USD:n valmiusluotosta on myönnetty runsaat puolet. Ohjelman päätaavoitteena oleva rahan tarjonnan kasvun ja inflaation taltuttaminen ei ole kuitenkaan toteutunut toivotussa määrin.

Palattaessa edellä esitettyyn vakautuskehikkoon (kappale 3.1.1) ruplamääräinen **perusraha** on lisääntynyt tavoiteltua nopeammin nimenomaan valuuttavarannon voimakkaan kasvun takia. Tämä vaikutus on ollut merkittävä, sillä Venäjällä keskuspankin ja hallituksen nettovaluuttavarannon osuus perusrahasta on noussut yli kolmannekseen.

SBA-ohjelmassa perusrahan kasvutavoite vuoden 1995 ensipuoliskolle oli noin 3 % kuukaudessa²³. Jos tarkastelusta jätetään pois SBA-ohjelmassa oletetun ja toteutuneen valuuttakurssin ero, perusrahan muodostavia rahaeriä koskevat ohjelman tavoitteet ja vuoden 1995 ensipuoliskon kehitys näyttävät julkaistuista tiedoista²⁴ laskettuina seuraavilta: Mikäli perusrahan pääosat olisivat kehittyneet ohjelman mukaan, perusraha olisi kasvanut noin 4 prosentin kuukausivauhdilla, josta lähes kaikki olisi koitunut keskuspankin kotimaisten nettosaatavien kasvusta ja 0.1 % valuuttavarannon kasvusta. Todellisuudessa perusraha lisääntyi vuoden ensineljänneksellä vain 1 % kuukaudessa, koska tiukan budjettipolitiikan tuloksena keskuspankin kotimaiset nettosaatavat säilyivät ennallaan (kuva 8). Valuuttavaranto kasvoi vielä verkkään. Toisella neljänneksellä perusrahan kasvuvauhti sen sijaan kiihtyi 14 prosenttiin kuukaudessa, josta runsaat 3 % koitui keskuspankin kotimaisten nettosaatavien kasvusta ja peräti 11 % valuuttavarannon kasvusta. Vuoden kolmannella neljänneksellä perusrahan kasvu on hallituksen antamien alustavien tietojen mukaan ollut yli 6 % kuukaudessa.

Perusrahan lisääntymistä on ollut vaikea estää purkautumasta **rahan määrään** (jota mitataan ruplamääräisellä lavealla rahalla eli M2:lla) (kuva 9). Rahan määrä on tänä vuonna itse asiassa kasvanut enemmän aikaa vähintään yhtä nopeasti kuin perusraha. Perusrahan lisääntyessä vuoden ensimmäisellä neljänneksellä hyvin hitaasti myös rahan määrän kasvu hidastui, mutta oli perusrahan kasvua nopeampaa (ts. rahajärjestelmässä tapahtuvaa luottoekspansiota kuvaava rahakerroin²⁵ kasvoi). Tämä on Venäjällä ollut harvinaista joitakin yksittäisiä kuukausia lukuun ottamatta. Perusrahan voimakas kasvu loppukeväällä ja alkukesällä on niin ikään purkautunut rahan määrään, joka kasvoi toisella neljänneksellä 14 % kuukaudessa. Vuoden

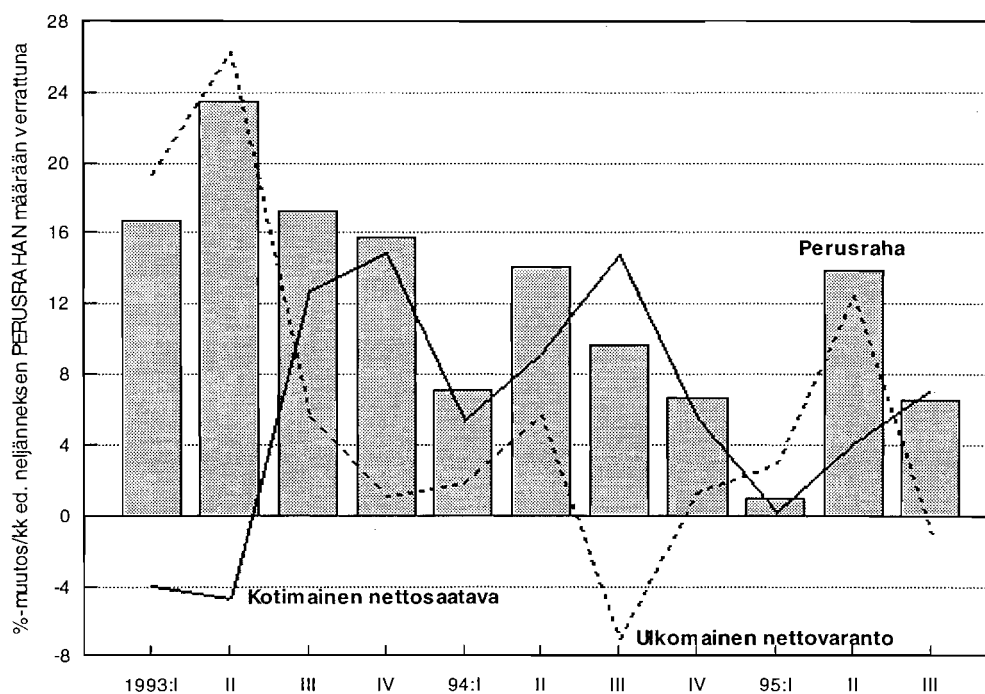
²³ Russian Economic Trends 1/1995, Voprosy ekonomiki 9/1995

²⁴ Russian Economic Trends 1/1995

²⁵ Rahakerroin lasketaan M2:n ja perusrahan suhteena.

Kuva 8.

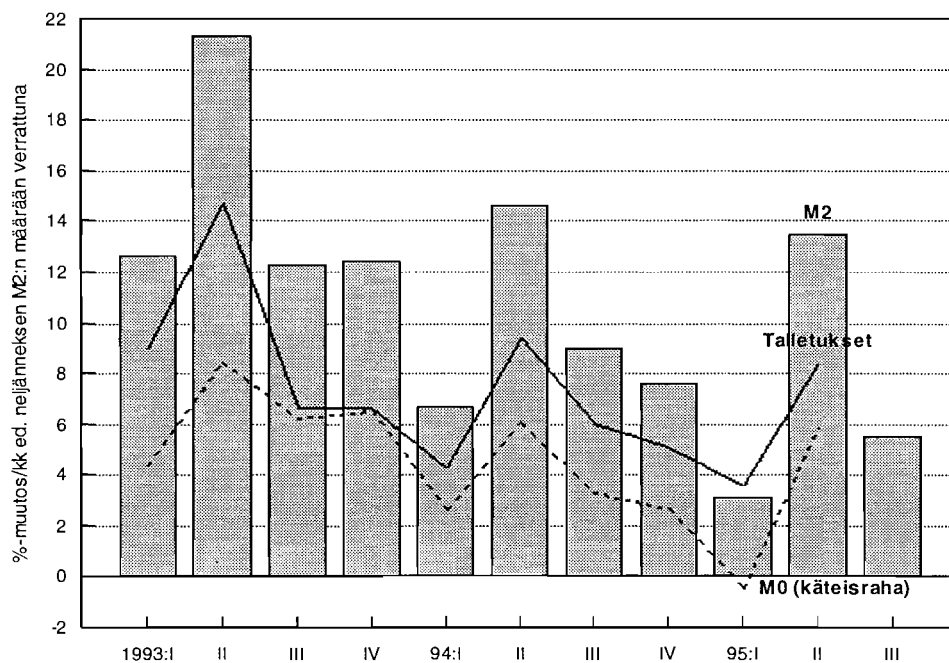
Perusrahan ja sen pääerien (keskuspankin kotimaisen nettosaatavan ja ulkomaisen nettovarannon) kehitys



Lähteet: IMF Economic Reviews 16/1994, Venäjän keskuspankin tilastot, Russian Economic Trends

Kuva 9.

Rahan määrän (M2) ja sen pääerien (ruplamääräisen käteisrahan ja ruplamääräisten talletusten) kehitys



Lähteet: IMF Economic Reviews 16/1994, Venäjän keskuspankin tilastot, Reuters

kolmannella neljänneksellä rahan määrä on alustavien tietojen mukaan kasvanut yli 5 prosentin kuukausivauhtia.

Pankkitalletusten kasvu on tänä vuonna hidastunut, mutta erityisesti väestön pankkitalletusten kasvu on vuoden 1994 tavoin ollut nopeampaa kuin kierrossa olevan käteisrahan kasvu. Tämän rahan tarjontaa lisäävää vaikutusta ei siis ole pystytty ehkäisemään. Kevään mittaan kiristyneillä pankkien varantovaatimuksilla ei näyttäisi olleen paljon vaikutusta luottoekspansioon ja varantovaatimuksiin perustuvat pankkien talletukset keskuspankissa ovat viimeisen vuoden ajan pysytelleet 16-17 prosentin tasolla suhteessa pankkien talletuskantaan.

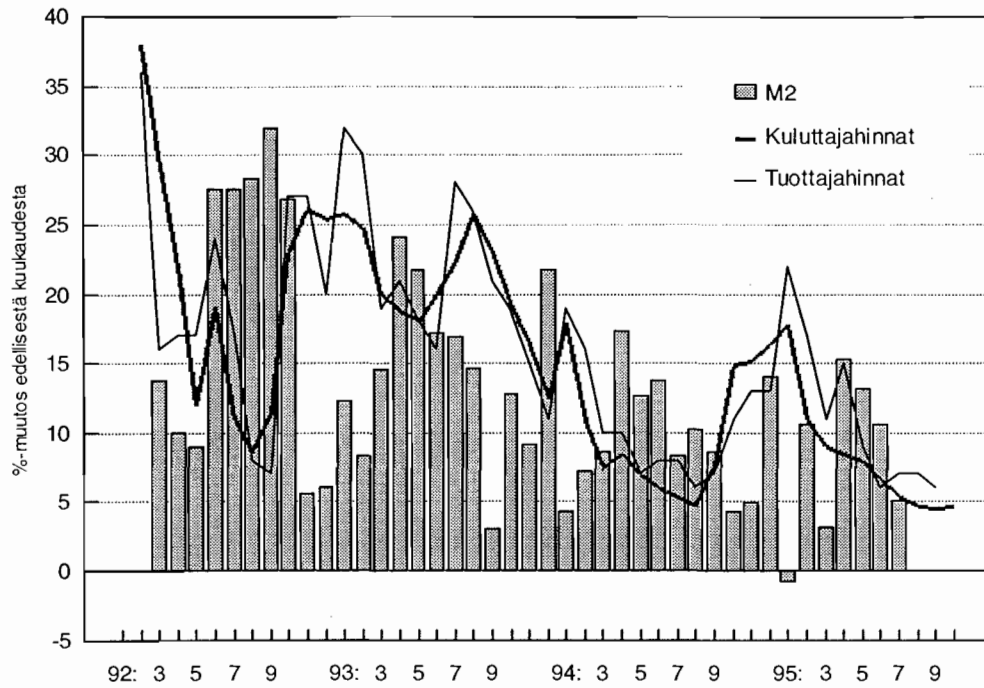
Suunnitelmatalouden kauden perintönä Venäjän pankkijärjestelmä ja muut rahoitusmarkkinat ovat yhä kehittymättömät ja suunnitelmatalouden kauden jälkeisenä aikana inflaatio on ollut nopeaa ja olot muutoinkin epävakaat. Tämän vuoksi suuri osa venäläisestä rahasta on **pankkijärjestelmän ulkopuolella**, mikä tuo ylimääräistä epävarmuutta rahatalouden vakauttamiseen. Ensinnäkin ruplamääräisestä rahasta (M2) 35 % on kierrossa olevaa käteisrahaa, kun tämä osuus esimerkiksi Suomessa on 5 %. Toiseksi mittava osa rahasta on sisäisessä maanpaossa käteisvaluuttoina tai paennut pankkitileille muihin maihin. Venäjällä olevan käteisvaluutan määräksi on eri tahoilla arvioitu 10-20 mrd. USD. Keskuspankin arvio on 12 mrd. USD eli nykyisellä valuuttakurssilla yhtä paljon kuin kierrossa olevan ruplakäteisen määrä. Ulkomaille arvellaan varovaisemmissakin arvioissa paenneen rahaa useamman kymmenen miljardin dollarin verran. Jos rahatalouden vakautuminen Venäjällä houkuttelee tätä käteisrahaa pankkeihin tuntuvammin, viranomaisille syntyy lisää vaikeuksia ehkäistä rahan määrän lisääntymistä pankkijärjestelmän välityksellä. Myös tältä kannalta valtion velkapapereiden aktiivisella kauppaamisella on oma merkityksensä. Lisäksi käteisrahan käyttäytymiseen liittyvät epävarmuudet voivat tallettajien turvan ohella olla selitys sille, että Venäjällä keskuspankki on pyrkinyt kehittämään varsin poikkeuksellisiakin keinoja rahan tarjonnan hillitsemiseksi - kuten aiemmin mainitun vaatimuksen kunkin pankin omien varojen yhtäsuuruudesta pankissa olevien yksityishenkilöiden talletusten kanssa.

Siirtymätalouskaudelle ominaisten ja kaiken aikaa hyvin keskeisten valtion budjettitulopulmien rinnalle on uutena asiana Venäjän rahatalouden vakauttamisessa noussut vuoden 1995 aikana **valuuttapolitiikan jälkihoito** ja sen arviointi. Keskuspankin ostaessa valuuttaa syystä tai toisesta, esimerkiksi hillitäkseen ruplan kurssin nousua, syntyy tarvetta sitoa liikkeelle laskettuja ruplia pois kierrosta. Tällaista neutralointia varten Venäjän keskuspankin käytettävissä on joitakin markkinaehtoisia välineitä (kuten ostamiensa valtion sijoitustodistusten myynti) ja eräitä muita kehitteillä. Neutralointi kuitenkin maksaa keskuspankille paljon Venäjän nykyisellä korkotasolla. Venäjällä olevan käteisvaluutan ja ulkomaille siirtyneen rahan liikkeet puolestaan hankaloittavat neutralointitarpeen arviointia. Kumpakaan rahaerää ei ole voitu sisällyttää em. vakautuskehikkoon, kun niiden määrää ja kehitystä ei tiedetä laskelmiin kelpaavalla tavalla. Sikäli kun luottamus Venäjän talouden vakautumiseen ja olojen kohentumiseen paranee, näitä valuuttoja palaa virallisen rahajärjestelmän piiriin, jolloin myös tilastoitu rahan määrä kasvaa. Näistä kahdesta kuitenkin vain ulkomailta palaava raha lisää rahan tosiasiallista määrää Venäjän taloudessa. Viime kädessä neutralointitarpeen arviointiin vaikuttaa se, katsotaanko rahan määrän kasvun voivan kiihdyttää inflaatiota.

Rahan määrän loppukevällä yltyneen kasvun merkitys **inflaation** kannalta on vielä tässä vaiheessa melko selkiintymätön. Yleensä rahan määrän kasvu Venäjällä on

Kuva 10.

Rahan määrä (M2) ja inflaatio



Lähteet: inflaatio: Goskomstat
M2: Russian Economic Trends

kiihdyttänyt inflaatiota viiveellä, joka oli pari vuotta sitten 3-4 kuukautta ja piteni vuonna 1994 noin puoleen vuoteen (kuva 10). Inflaatio on vuoden 1995 mittaan vaimentunut 4-5 prosenttiin kuukaudessa ja käyttäytynyt pitkälti samalla tavoin kuin vuonna 1994. Mikäli kevästä nopeasti kasvanut rahan määrä jää purkautumatta syystalven inflaatioon, näin käy ensi kertaa Venäjän talousreformin aikana.

Toisaalta tänä vuonna rahan määrän lisääntyminen erityisesti valuuttavarannon kasvun johdosta voi osaksi heijastaa eri tahojen halua vaihtaa varallisuutta ruplamääräiseksi. Tähän viittaisi myös se, että ruplamääräisen rahan kysyntä on kevästä lähtien kasvanut hieman, ts. rahan kierto nopeus²⁶ on alentunut. Samoja muutoksia on kuitenkin tapahtunut Venäjällä edellisinäkin vuosina ja on ennen aikaista sanoa, onko tällainen käyttäytymismuutos tapahtumassa pysyvämmän. Muutoksen pysyvyys riippuu ennen kaikkea jatkossa harjoitettavasta finanssi- ja rahapolitiikasta.

Venäjän SBA-ohjelman laajalti keväällä ilmoitettu tavoite vaimentaa inflaatio 1 prosenttiin kuukaudessa vuoden 1995 toisella puoliskolla ei ole toistaiseksi toteutunut ja vuoden 1996 inflaatiovauhdiksi ennakoidaan tämän hetken budjettiesityksessä vajaat 2 % kuukaudessa. Vakautuksen uskottavuuden kannalta alunperin kireäksi viritetty inflaatiotavoite voidaan nähdä kahdella tavalla ja sinänsä melko moni seikka puhuu tavoitteen realistisuutta vastaan. Ensinnäkin SBA-ohjelma lyötiin lukkoon ajankohtana, jolloin inflaatio oli koko talven jyrännyt lähes 15 prosentin kuukausivauhtia. Toiseksi myös eräiden muiden siirtymätalousmaiden vakautusohjelmissa - esimerkiksi Puolassa viime vuosikymmenen vaihteessa - tavoitteena on ollut juuri samanlainen inflaation nopea alasajo, mutta inflaatio on osoittautunut lähes kaikissa Euroopan

²⁶ Rahan kierto nopeus lasketaan BKT:n arvon ja M2:n suhteena.

siirtymätalouksissa varsin sitkaaksi ilmiöksi (lukuun ottamatta Tsekkiä ja Slovakiaa, jotka ovat onnistuneet pitämään vuositason inflaationsa lähellä 10 prosenttia).

Kolmanneksi Venäjän SBA-ohjelmassa pohjainflaatiotavoite on itse asiassa vielä tiukempi kuin koko inflaatiotavoite, sillä vuoden 1995 aikana Venäjällä on, osin SBA-ohjelmaan sisältyen, toteutettu hallinnollisia toimia, jotka nostavat hintatasoa: Erinäiset kotimaiset hinnat energiasektorilla ovat nousseet nopeasti, kun öljyn hinta vapautettiin keväällä, maakaasun käyttäjä- ja kuluttajahinnat moninkertaistettiin ja maakaasun ja öljyn valmisteveroja on korotettu. SBA-ohjelman julkistamisen yhteydessä IMF arvioi öljyn tukkuhinnan nousevan 65-75 % vuoden 1995 aikana. Inflaatiopaineita ovat lisänneet tosiasiallisen tuontitullitason korottaminen ja tuontielintarvikkeiden laittaminen arvonlisäveron piiriin.

Vakautuksen kannalta merkitystä on luonnollisesti myös yritysten ja niiden työntekijöiden **tulojen** kehityksellä. Väestön tulot ovat edelleen vuonna 1995 kasvaneet melko nopeasti. Väestön tilastoitujen rahatulojen nimellismäärä kasvoi vuoden 1995 tammikuusta syyskuuhun noin 9 % kuukaudessa (vuonna 1994 12 % kuukaudessa) ja tilastoitu keskipalkka nousi tammikuusta syyskuuhun 8 % kuukaudessa eli vuoden 1994 tammi-syyskuun tahtiin. Vakautuspolitiikan vaikutuksia tulojen kehitykseen on voinut jossain määrin pehmentää se, että yritysten voitot suhteessa BKT:een ovat erinäisten tilastokirjanpitojen mukaan kasvaneet tänä vuonna muutaman vuoden laskun jälkeen. Tosin voittojen tilastointiin liittyy paljon epävarmuutta ja nopea inflaatio voi vääristää kuvaa yritysten kannattavuudesta.

Lisäksi Venäjällä ja monissa muissa siirtymätalousmaissa yritykset ovat yleensä aikojen tiukentuessa väljentäneet budjettirajoitettaan antamalla keskinäisten velkojensa kasvaa. Venäjällä hallitus ja keskuspankki menivät kesällä 1992 mukaan ratkomaan tätä ongelmaa aloittamalla yritysten maksurästien selvittelyn ja valtion rahalla tuettu prosessi saatiin päätökseen kesällä 1993. Yritykset ovat nähtävästi tulleet jossain määrin vakuuttuneemmiksi siitä, että SBA-ohjelmaan sisältyvä lupaus olla ryhtymättä tällaiseen pelastusoperaatioon valtion rahan turvin voi pitää, sillä yritysten maksurästien lisäys suhteutettuna BKT:een on vuonna 1995 pienentynyt (tammi-elokuun osalta velkakirjanpidon mukaan 11 prosenttiin BKT:sta ja saatavakirjanpidon mukaan 7 prosenttiin BKT:sta).

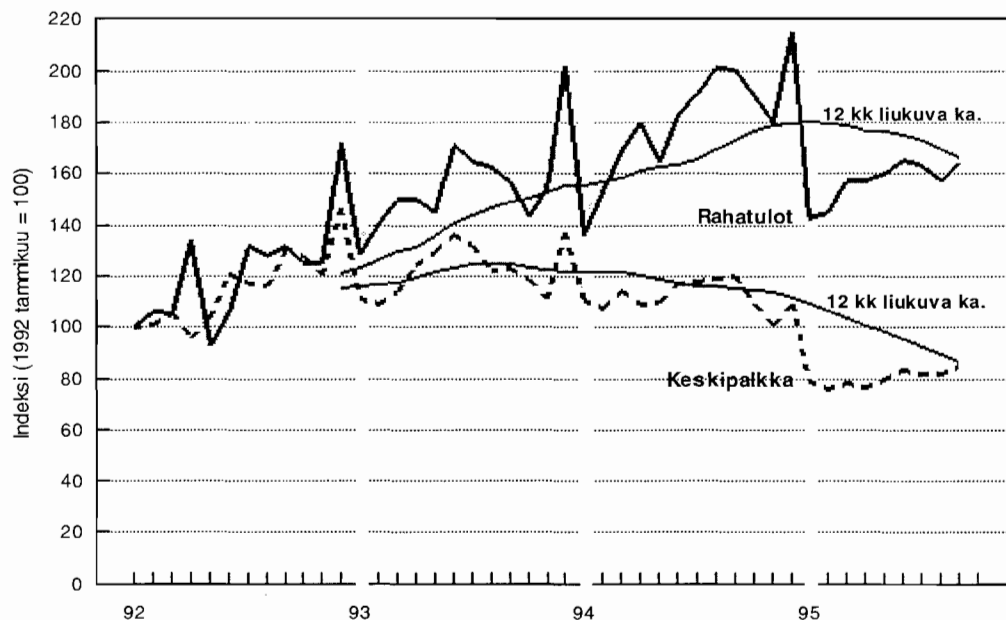
Monien epävarmuuksien oloissa toinen tapa nähdä SBA-ohjelman kunnianhimoinen inflaatiotavoite korostaisi toimintaa, henkeä ja politiikkaa. Ohjelman vakautuslaskelmissa inflaatiotavoite on todennäköisesti edesauttanut budjettivajeelle ja muille vakautuksen välineille asetettujen tavoitteiden asettamista varsin tiukoiksi. Inflaatiotavoitteella on myös nähtävästi haluttu viestittää sekä kotimaassa että ulkomailla, että edellisten vuosien epäonnistuneiden vakautusyritysten jälkeen tärkeintä on vihdoinkin ryhtyä asiaan toden teolla ja saada Venäjän talous vakautettua kerralla pohtimatta ylen määrin sitä, millaiseksi inflaatiovauhti voisi täsmällisemmin ottaen muodostua.

4.2 Reaalitalouden kehitys

Venäjän SBA-ohjelmaan liittyviä **arvioita** Venäjän talouden kehityksestä vuosina 1995-96²⁷ voidaan pitää melko varovaisina ainakin tämän vuoden osalta. BKT:n arvioitiin vähenevän tänä vuonna kaiken kaikkiaan 9 % vuodesta 1994 mutta olevan kehitykseltään vakaan tai kasvussa vuoden puolenvälin paikkeilla. Vuonna 1996 BKT:n odotettiin kasvavan 4-5 %. Yksityisten investointien osuuden BKT:sta arvioitiin säilyvän tänä vuonna kuta kuinkin ennallaan noin 23 prosentissa. Kun lisäksi julkiset investoinnit vähenevät epäilemättä paljon budjettivajeen karsinnan myötä, SBA-ohjelmaan sisältyy odotus siitä, että edellisten vuosien lailla kokonaisinvestoinnit vähenevät vielä tänä vuonna tuotantoa enemmän. Yksityisen säästämisaltiuden arvioitiin vähenevän, mutta valtion budjettivajeen mittavan karsinnan (5 % BKT:sta) seurauksena koko kotimaisen säästämisen laskettiin riittävän investointeihin. Siten vaihtotaseen odotettiin olevan tänä vuonna melko lailla tasapainossa²⁸ ja kääntyvän vuonna 1996 alijäämäiseksi (2 % BKT:sta).

Tänä vuonna väestön tilastoidut rahatulot ja palkat ovat reaaliarvoltaan nousseet vuoden alusta inflaation laannuttua (kuva 11). Jatkuessaan tämän pitäisi vähitellen

Kuva 11. Väestön rahatulojen ja keskipalkan reaalin kehitys



Rahatulojen ja keskipalkan nimellisarvo deflatoitu kuluttajahintaindeksillä.
Lähde: nimellistulot ja kuluttajahintaindeksi: Goskomstat

²⁷ IMF Survey 17.4.1995 ja IMF World Economic Outlook, May 1995

²⁸ Tarkkaan ottaen vaihtotaseen arvioitiin olevan vuonna 1995 hiukan ylijäämäinen (0.2 % BKT:sta), kun vuonna 1994 Venäjän vaihtotase näytti IMF:n keväällä tekemien laskelmien mukaan lievää alijäämää (0.4 % BKT:sta). IMF:n laskelmat poikkeavat viime vuosien osalta Venäjän keskuspankin maksutasetiedoista, joiden mukaan vaihtotase oli esimerkiksi vuonna 1994 ylijäämäinen.

lievittää vakautuspolitiikan epäsuosiota. Toisaalta reaalityulojen pudottua vuoden alussa ne ovat kaiken kaikkiaan pysytelleet pienempinä kuin vuonna 1994 ja tässä suhteessa tilanne eroaa edellisistä vuosista. Samalla kulutuksen osuus niin väestön tuloista kuin BKT:sta on kasvanut. Väestön tuloista aiempaa pienempi osuus on mennyt käteisruplavarojen kartuttamiseen ja pankkisäästämiseen ja myös valuutan hankinnan osuus on hieman pienentynyt. Valtion budjettisäästöt taas ovat muodostuneet tavoiteltuakin suuremmiksi. Kiinteät investoinnit ovat edelleen vähentyneet paljon (tammi-syyskuussa 15 % vuotta aiemmasta) ja kiinteiden bruttoinvestointien osuus BKT:sta on pienentynyt noin 20 prosenttiin BKT:sta. Keskeisistä investointieristä asuntoinvestoinnit ovat kääntyneet selvään kasvuun tänä vuonna.

Venäjän tilastoitu ulkomaankaupan ylijäämä on kasvanut varsin tuntuvasti viime vuodesta. Vienti on tammi-syyskuun aikana lisääntynyt US-dollareissa mitattuna 30 % vuotta aiemmasta. Osa tilastoidusta kasvusta juontuu dollarin kansainvälisen arvon laskusta samaan aikaan (esimerkiksi yli 10 % D-markkaan ja ECU:un nähden), mutta myös ilman tätä tekijää viennin kasvu näyttää kiihtyneen. Viennin lisäys voi osin johtua eräiden tuotteiden viennin vapauttamisesta vuoden alussa. Tuonnin kasvuvauhti on D-markkoissa tai ECUissa mitattuna laantunut, mihin ovat osaltaan voineet jo vaikuttaa toteutettu vakautuspolitiikka ja Venäjän tuontitullitason korottaminen kesällä. Tuonnin laantumisen on koskenut erityisesti elintarvikkeita, kun taas koneiden ja laitteiden tuonti on kasvanut jonkin verran.

Venäjän maksutaseen vakaudelle on myös keskeistä, että Venäjä tarvitsee lisää aikaa **ulkomaanvelan** hoitoon lähivuosina. SBA-ohjelma avaa Venäjälle paremmat mahdollisuudet neuvotella koko Neuvostoliitolta periytyvän hoitamattoman ulkomaanvelkansa vakautuksesta. Tähän asti velkojen maksua on lykätty pala kerrallaan. Esimerkiksi vuosina 1994 ja 1995 Venäjä on sopinut julkisia velkoja edustavan ns. Pariisin klubin kanssa ko. vuosina lankeavien, osin jo aiemmin vakautettujen, velkojensa vakautuksesta siten, että viimeiset kuoletukset lykkääntyvät 15 vuodella. Neuvottelut Pariisin klubin sekä liikepankkien muodostaman Lontoon klubin kanssa yhteensä noin 65 mrd. USD:n²⁹ velan vakautuksesta ovat kesken ja ratkaisuja joudutaan ehkä odottamaan ensi kesään. Venäjän tavoitteena on sopia sellaisista aikatauluista, joilla velkojen viimeiset kuoletukset lykätään noin 25 vuoden päähän ja ainakin liikepankit ovat suostuvaisia tähän. Vain velanhoidon kokonaisuohjelman myötä Venäjä voi ajatella palaavansa kansainvälisille rahoitusmarkkinoille, vaikka ulkomaisen velan ei arvioidakaan kasvavan paljoa lähiaikoina (vuoden 1996 budjettiluonnoksen mukaan bruttovelka olisi vuoden 1996 lopussa vain 2-3 mrd. USD suurempi kuin vuoden 1995 alussa). Pitemmän päälle ulkomainen rahoitus on tarpeen siksi, että kauppa- ja vaihtotase voivat helposti kääntyä vajeellisiksi siinä vaiheessa, kun investoinnit Venäjällä alkavat elpyä.

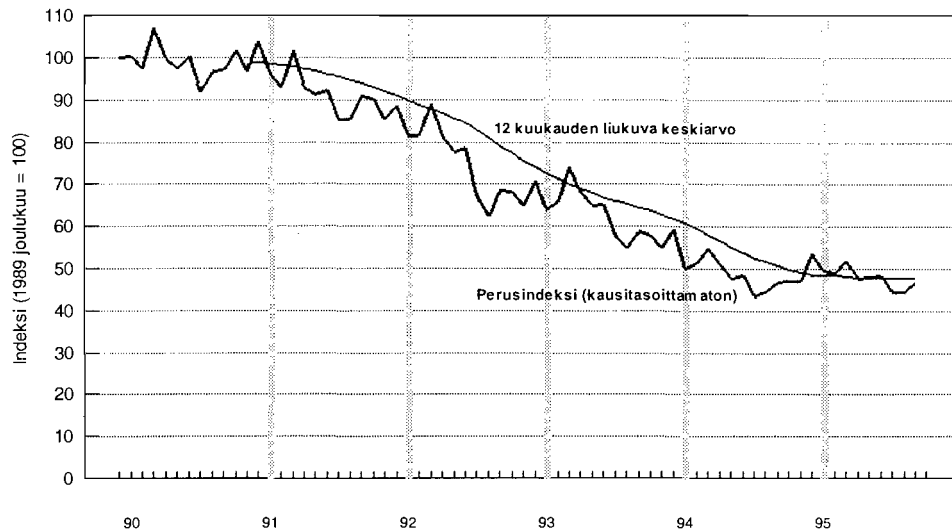
Näyttää sille, että talouden vakauttamisella ei ole SBA-ohjelman yhteydessä arvioitu olevan pahemmin **tuotantoa** vähentäviä vaikutuksia, vaikka useissa muissa siirtymätalouksissa vakauttamiseen, jossa tiukennetaan finanssi- ja rahapolitiikkaa ja tätä kautta yritysten budjettirajoitteita, on liittynyt tuotannon supistuminen.

²⁹ Vuoden 1995 alussa Venäjän koko noin 120 mrd. USD:n velasta 110 mrd. USD oli entiseltä Neuvostoliitolta periytyvää. Tästä oli velkaa läntisille julkisille velkojille runsaat 40 mrd. USD, läntisille pankeille ja yrityksille 40 mrd. USD ja entisille SEV-maille vajaat 30 mrd. USD.

Koko bruttovelan osuus Venäjän vientituloista, ml. vienti IVY-maihin, oli vuoden 1995 alussa noin 160 % (keskuspankin maksutasetilastojen mukaan tavaravienti oli vuonna 1994 67 mrd. USD ja palveluvienti 8 mrd. USD).

Toisaalta arvioita voi pitää myös kohtalaisen varovaisina, sillä Venäjällä talouden vakautus on lykkääntynyt sellaiseen vaiheeseen, jossa tuotanto on jo vähentynyt paljon useita vuosia ja palvelualojen osuus on kasvanut yli puoleen BKT:sta. Teollisuustuotannon lasku on puolestaan ollut tasaantumassa viime talvesta lähtien (kuva 12) ja vuoden 1995 tammi-syyskuussa BKT ja teollisuustuotanto ovat supistuneet enää 3 % vuoden 1994 tammi-syyskuusta.

Kuva 12. Teollisuustuotannon volyymi



Lähde: Goskomstat

Talouden vakauttamisen vaikutuksia Venäjän talouskehitykseen koskee kaksi olennaista epävarmuustekijää. Inflaation vaimeneminen parantaa vasta vähitellen tuottajien ja investojien luottamusta talouden vakauteen, ja inflaation vaimeneminen on heidän kannaltaan ainoastaan yksi edellytys pitkäjänteisemmälle toiminnalle Venäjän monilta muiltakin osin epävakaa ympäristössä. Useimmat jäänevät mm. odottamaan paitsi joulukuussa pidettävien duuman vaalien myös ensi kesän presidentin vaalien tuloksia ja niiden mahdollisia seurausvaikutuksia Venäjän talouspolitiikkaan ja -uudistuksiin.

Toiseksi on kovin vaikea arvioida sitä, missä määrin Venäjän tuotantoon, joka on pienentynyt lähes puolella 1990-luvulla, sisältyy vielä elinkelvotonta toimintaa ja mihin tahtiin tällainen tuotanto häviää yritysten budjettirajoitteiden kiristytessä. Tilastojen valossa tuotanto Venäjällä on tällä hetkellä hakemassa pohjaa energia- ja raaka-ainealoilta sekä eräiltä perusteollisuuden aloilta: Polttoaineiden tuotannon lasku on tasaantumassa ja metallurgian sekä kemian ja öljykemian teollisuuden tuotanto on tänä vuonna ollut kasvussa (tammi-syyskuussa kasvu oli noin 10 % vuotta aiemmasta). Venäjän vientiä ovat lisänneet varsinkin metallit, öljykemian tuotteet ja eräät metsäteollisuuden perustuotteet, ja näiden alojen osuus Venäjän koko viennistä on kasvanut yli kolmannekseen tämän vuoden ensipuoliskolla. Erityiset energia- ja raaka-ainerikkaudet on usein nähty Venäjän talouden perustana tulevia vuosia ajatellen.

Energiaa käyttävä perusteollisuus on kuitenkin tähän asti saanut energiansa halvoin kotimaisin hinnoin ja energiateollisuuden tuotantokustannuksia eivät ole laajemmalti päässeet arvioimaan sellaiset ulkomaiset yritykset, joilla on kokemusta polttoaineiden tuotannosta muissa maissa. Venäjän rikkauksia hyödyntävien alojen todelliset tuotantokustannukset ja kilpailukyky ovat siis edelleen kohtalaisen hämärän peitossa eikä rikkauksien taloudellista arvoa voida pitää kaikin puolin itsestäänselvänä.

Keskeiset lähteet

Federal'nyj zakon o federal'nom bjudzhete na 1995 god. (Laki Venäjän federaation budjetista vuodeksi 1995), Sobranije zakonodateljstva Rossiiskoi Federatsii 14/1995.

IMF Economic Reviews 16/1994, **Russian Federation.** March 1995.

IMF Survey 2.5.1994, **Russia: Second STF Drawing.**

IMF Survey 17.4.1995, **Russia: Stand-By Credit.**

IMF World Economic Outlook. May 1995.

Russian Economic Trends 1/1995 sekä Monthly Updates, July-October 1995, Centre for Economic Reform, Government of the Russian Federation.

Zajavlenije pravitelstva Rossiiskoi Federatsii i Tsentral'nogo banka Rossiiskoi Federatsii ob ekonomitsheskoj politike v 1994 godu. (Venäjän hallituksen ja keskuspankin tiedoksianto talouspolitiikasta vuonna 1994), Dengi i kredit 4/1994.

Zajavlenije Pravitelstva i Tsentral'nogo banka Rossiiskoi Federatsii ob ekonomitsheskoj politike na 1995 god. (Venäjän hallituksen ja keskuspankin tiedoksianto talouspolitiikasta vuodeksi 1995), Dengi i kredit 2/1995.

Venäjän tilastokomitean (Goskomstat) ja **keskuspankin tilastot.**

IDÄNTALOUKSIEN KATSAUKSIA

nro:sta 4 lähtien ISSN 1235-7405

- 1/92 Pekka Sutela: **Neuvostoliiton hajoamisen taloudelliset aspektit.** 24 s.
Jouko Rautava: **Suomen ja Venäjän taloussuhteet Suomen EY-jäsenyyden valossa.** 12 s.
- 2/92 Seija Lainela - Jouko Rautava **Neuvostoliiton talouskehitys vuonna 1991.** 15 s.
Seija Lainela **Viron taloudellisen kehityksen lähtökohdat.** 9 s.
Merja Tekoniemi **Yksityistäminen itäisen Euroopan maissa ja Baltiassa.** 7 s.
- 3/92 Kamil Janáček **Transformation of Czechoslovakia's Economy: Results, Prospects, Open Issues.** 20 p.
Sergey Alexashenko **General Remarks on the Speed of Transformation in the Socialist Countries.** 25 p.
Sergey Alexashenko **The Free Exchange Rate in Russia: Policy, Dynamics, and Projections for the Future.** 19 p.
Jouko Rautava **Liikaraha, inflaatio ja vakauttaminen.** 16 s.
- 4/92 Stanislava Janáčková - Kamil Janáček **Privatization in Czechoslovakia.** 8 p.
Sergey Alexashenko **The Collapse of the Soviet Fiscal System: What Should Be Done?** 45 p.
Juhani Laurila **Neuvostoliiton ja Venäjän velka.** 23 s.
Jukka Kero **Neuvostoliiton ja Venäjän ulkomaankauppa.** 24 s.
- 5/92 Pekka Sutela **Clearing, Money and Investment: The Finnish Perspective on Trading with the USSR.** 26 p.
Petri Matikainen **"Suuri pamaus" - Puolan talousuudistus 1990.** 22 s.
- 6/92 Miroslav Hrnčíř **Foreign Trade and Exchange Rate in Czechoslovakia: Challenges of the Transition and Economic Recovery.** 39 p.
Terhi Kivilahti - Jukka Kero - Merja Tekoniemi **Venäjän rahoitus- ja pankkijärjestelmä.** 37 s.
- 7/92 Seija Lainela **Baltian maiden rahauudistukset.** 23 s.
Seija Lainela - Jouko Rautava **Baltian maiden poliittisen ja taloudellisen kehityksen taustat ja nykytilanne.** 14 s.
Sergei Alexashenko **Verojen ja tulonsiirtojen jakautuminen entisessä Neuvostoliitossa.** 17 s.
- 1/93 Pekka Sutela **Taloudellinen transitio Venäjällä.** 11 s.
Pekka Sutela **Venäjän taloudellinen voima 2000-luvulla.** 9 s.
Pekka Sutela **Itäinen Eurooppa integraatiossa: ottopoikia, sisarpuolia vai ...** 11 s.
- 2/93 Inkeri Hirvensalo **Changes in the Competitive Advantages of Finnish Exporters in the Former USSR after the Abolition of the Clearing Payment System.** 35 p.
Miroslav Hrnčíř **The Exchange Rate Regime and Economic Recovery.** 17 p.
Gábor Oblath **Real Exchange Rate Changes and Exchange Rate Policy under Economic Transformation in Hungary and Central-Eastern Europe.** 31 p.
Gábor Oblath **Interpreting and Implementing Currency Convertibility in Central and Eastern Europe: a Hungarian Perspective.** 19 p.
- 3/93 Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1992.** 19 s.
Seija Lainela **Baltian maiden talous vuonna 1992.** 25 s.
Pekka Sutela **Itäinen Eurooppa vuonna 1992.** 14 s.
- 4/93 Jouko Rautava **Monetary Overhang, Inflation and Stabilization in the Economies in Transition.** 17 p.
Jarmo Eronen **Manufacturing Industries before and after the Collapse of Soviet Markets: a Comparison of Finnish and Czechoslovak Experience.** 19 p.

- 5/93 Pekka Sutela **Uusi hanke entisen rupla-alueen kaupankäynnin monenkeskeistämiseksi.** 8 s.
Juhani Laurila **Venäjän velkakriisin kehitys ja nykytilanne.** 10 s.
- 6/93 Jouko Rautava **Yritystuesta sosiaaliturvaan: Julkisen tuen muutospaineet Venäjällä.** 7 s.
Jarmo Eronen **Venäjän uusi hallinnollinen aluejako.** 7 s.
Aleksii Tkatchenko **Pienyrittäjäys Venäjällä: Nykytilanne ja kehitysnäkymät.** 35 s.
- 7/93 Tuula Ryttilä **Russian Monetary Policy Since January 1992.** 20 p.
Inkeri Hirvensalo **Developments in the Russian Banking Sector in 1992-1993.** 22 p.
- 8/93 Seija Lainela - Pekka Sutela **Introducing New Currencies in the Baltic Countries.** 26 p.
Inna Shteinbuka **The Baltics' ways: Intentions, Scenarios, Prospects.** 27 p.
Inna Shteinbuka **Latvia in Transition: First Challenges and First Results.** 33 p.
Inna Shteinbuka **Industry Policy in Transition: the Case of Latvia.** 30 p.
- 9/93 Jouko Rautava **Venäjän keskeiset taloustapahtumat heinä- syyskuussa 1993.** 10 s.
Merja Tekoniemi **Venäjän parlamenttivaalien poliittiset ryhmittymät.** 3 s.
Jarmo Eronen **Venäläinen ja suomalainen periferia: Permin Komin ja Kainuun luetaloudellista vertailua.** 29 s.
- 10/93 Seija Lainela **Venäjän federatiivisen rakenteen muotoutuminen ja taloudellinen päätöksenteko; Pietarin asema.** 14 s.
Inkeri Hirvensalo **Pankkitoimintaa Pietarissa.** 14 s.
Juhani Laurila **Suoran sijoitustoiminnan kehittyminen Venäjällä ja Suomen lähialueella.** 29 s.
Juhani Laurila **Suomen saamiset Venäjältä. Valuuttakurssimuutosten ja vakautusten vaikutukset.** 8 s.
- 1/94 Pekka Sutela **Insider Privatization in Russia: Speculations on Systemic Change.** 22 p.
Inkeri Hirvensalo **Banking in St.Petersburg.** 18 p.
- 2/94 Aleksii Tkatchenko **Pienyritysten yksityistäminen Venäjällä.** 23 s.
Jarmo Eronen **Konversio Venäjällä: tulosten tarkastelua.** 10 s.
- 3/94 Juhani Laurila **Direct Investment from Finland to Russia, Baltic and Central Eastern European Countries: Results of a Survey by the Bank of Finland.** 14 p.
Juhani Laurila **Finland's Changing Economic Relations with Russia and the Baltic States.** 11 p.
Jouko Rautava **EC Integration: Does It Mean East-West Disintegration.** 8 p.
Eugene Gavrilenkov **Macroeconomic Crisis and Price Distortions in Russia.** 20 p.
Eugene Gavrilenkov **Russia: Out of the Post-Soviet Macroeconomic Deadlock through a Labyrinth of Reforms.** 22 p.
- 4/94 Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1993.** 16 s.
Seija Lainela **Baltian maat vuonna 1993.** 19 s.
Jouko Rautava **Suomen idänkauppa 1990-93.** 7 s.
- 5/94 Pekka Sutela **Production, Employment and Inflation in the Baltic Countries.** 22 p.
Seija Lainela **Private Sector Development and Liberalization in the Baltics.** 14 p.
Seija Lainela **Small Countries Establishing Their Own Independent Monetary Systems: the Case of the Baltics.** 17 p.
- 6/94 Merja Tekoniemi **Työttömyys ja sosiaaliturva Venäjällä.** 31 s.
- 7/94 Pekka Sutela **Fiscal Federalism in Russia.** 23 p.
Jouko Rautava **Interdependence of Politics and Economic Development: Financial Stabilization in Russia.** 12 p.
Eugene Gavrilenkov **"Monetarism" and Monetary Policy in Russia.** 8 p.

- 8/94 Pekka Sutela **The Instability of Political Regimes, Prices and Enterprise Financing and Their Impact on the External Activities of the Russian Enterprises.** 31 p.
 Juhani Laurila **The Republic of Karelia: Its Economy and Financial Administration.** 37 p.
 Inkeri Hirvensalo **Banking Reform in Estonia.** 21 p.
- 9/94 Jouko Rautava **Euroopan unionin ja Venäjän välinen kumppanuus- ja yhteistyösopimus - näkökohtia Suomen kannalta.** 7 s.
- 10/94 Seija Lainela - Pekka Sutela **The Comparative Efficiency of Baltic Monetary Reforms.** 22 p.
 Tuula Ryttilä **Monetary Policy in Russia.** 22 p.
- 11/94 Merja Tekoniemi **Miksi Venäjän virallinen työttömyysaste on säilynyt alhaisena?** 19 s.
- 1/95 Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1994.** 19 s.
 Seija Lainela **Baltian maat vuonna 1994.** 21 s.
 Vesa Korhonen **Itäisen Euroopan talouskehitys 1994.** 19 s.
- 2/95 Urmas Sepp **Inflation in Estonia: the Effect of Transition.** 27 p.
 Urmas Sepp **Financial Intermediation in Estonia.** 32 p.
- 3/95 Vesa Korhonen **EU:n ja Venäjän kumppanuus- ja yhteistyösopimus.** 31 s.
 Jouko Rautava **Talousintegraatio ja Suomen turvallisuus - Suomi Euroopan unionin idän taloussuhteissa.** 21 s.
 Jouko Rautava **Suomen idänkauppa 1985-94.** 10 s.
- 4/95 Nina Oding **Evolution of the Budgeting Process in St. Petersburg.** 29 p.
 Urmas Sepp **A Note on Inflation under the Estonian Currency Board.** 12 p.
 Pekka Sutela **But ... Does Mr. Coase Go to Russia?** 14 p.
- 5/95 Urmas Sepp **Estonia's Transition to a Market Economy 1995.** 57 p.
- 6/95 Niina Pautola **The New Trade Theory and the Pattern of East-West Trade in the New Europe.** 21 p.
 Nina Oding **Investment needs of the St.Petersburg Economy and the Possibilities to meeting them.** 20 p.
 Panu Kalmi **Evolution of Ownership Change and Corporate Control in Poland.** 21 p.
- 7/95 Vesa Korhonen **Venäjän IMF-vakauttamisohjelma 1995 ja Venäjän talouden tilanne.** 37 s.
 Inkeri Hirvensalo **Maksurästit Venäjän transitiotaloudessa.** 30 s.
 Seija Lainela **Baltian maiden omat valuutat ja talouden vakautus - pienten maiden suuri menestys.** 14 s.
- 8/95 Pekka Sutela **Economies Under Socialism: the Russian Case.** 17 p.
 Vladimir Mau **Searching for Economic Reforms: Soviet Economists on the Road to Perestroika.** 19 p.
- 9/95 Niina Pautola **East-West Integration.** 33 p.
 Panu Kalmi **Insider-Led Privatization in Poland, Russia and Lithuania: a Comparison.** 16 p.
 Iikka Korhonen **Equity Markets in Russia.** 14 p.
 Jury V. Mishalchenko - Niina Pautola **The Taxation of Banks in Russia.** 5 p.
- 1/96 Juhani Laurila **Payment Arrangements among Economies in Transition: the Case of the CIS.** 23 p.
 Sergei Sutyryn **Problems and Prospects of Economic Reintegration within the CIS.** 17 p.
 Viktor V. Zakharov - Sergei F. Sutyryn **Manager Training - Another Emerging Market in Russian Educational Services.** 9 p.

- 2/96 Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1995.** 12 s.
 Juhani Laurila **Katsaus lähialueisiin.** 28 s.
 Iikka Korhonen **Baltian vuosikatsaus.** 10 s.
 Pekka Sutela **Ukrainan ja Valkovenäjän taloudet vuonna 1995.** 10 s.
 Vesa Korhonen **Itäisen Euroopan siirtymätalouksien kehitys 1995.** 17 s.
- 3/96 Niina Pautola **Intra-Baltic Trade and Baltic Integration.** 12 p.
 Vesa Korhonen **The Baltic Countries - Changing Foreign Trade Patterns and the Nordic Connection.** 16 p.
 Iikka Korhonen **Banking Sectors in Baltic Countries.** 22 p.
- 4/96 Niina Pautola **Trends in EU-Russia Trade, Aid and Cooperation.** 16 p.
 Niina Pautola **The Baltic States and the European Union - on the Road to Membership.** 20 p.
 Elena G. Efimova - Sergei F. Sutyryn **The Transport Network Structure of the St.Petersburg Region and its Impact on Russian-Finnish Economic Cooperation.** 11 p.
 Iikka Korhonen **An Error Correction Model for Russian Inflation.** 10 p.
- 5/96 Juhani Laurila - Inkeri Hirvensalo **Direct Investment from Finland to Eastern Europe; Results of the 1995 Bank of Finland Survey.** 21 p.
 Tatiana Popova - Merja Tekoniemi **Social Consequences of Economic Reform in Russia.** 26 p.
 Iikka Korhonen **Dollarization in Lithuania.** 7 p.
- 6/96 Juhani Laurila - Inkeri Hirvensalo **Suorat sijoitukset Suomesta Itä-Eurooppaan; Suomen Pankin vuonna 1995 tekemän kyselyn tulokset.** 20 s.
 Jouko Rautava **Suomi, Euroopan Unioni ja Venäjä.** 6 s.
 Niina Pautola **Baltian maiden talouskatsaus 1996.** 12 s.
- 1/97 Panu Kalmi **Ownership Change in Employee-Owned Enterprises in Poland and Russia.** 51 p.
- 2/97 Niina Pautola **Fiscal Transition in the Baltics.** 23 p.
 Peter Backé **Interlinkages Between European Monetary Union and a Future EU Enlargement to Central and Eastern Europe.** 19 p.
- 3/97 Iikka Korhonen **A Few Observations on the Monetary and Exchange Rate Policies of Transition Economies.** 8 p.
 Iikka Korhonen **A Brief Assessment of Russia's Treasury Bill Market.** 8 p.
 Rasa Dale **Currency Boards.** 14 p.
- 4/97 Sergei F. Sutyryn **Russia's International Economic Strategy: A General Assessment.** 17 p.
 Tatiana Popova **The Cultural Consequences of Russian Reform.** 17 p.
 Ludmilla V. Popova - Sergei F. Sutyryn **Trends and Perspectives in Sino-Russian Trade.** 11 p.
- 5/97 Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1996.** 10 s.
 Iikka Korhonen - Niina Pautola **Baltian talouskatsaus 1996.** 12 s.
 Merja Tekoniemi **Katsaus lähialueisiin 1996.** 11 s.
 Merja Tekoniemi **Ukrainan talouskatsaus 1996.** 10 s.
 Kari Pekonen **Valko-Venäjän talous vuonna 1996.** 6 s.
 Katri Lehtonen **Keski- ja Itä-Euroopan talouskehitys vuonna 1996.** 13 s.
- 6/97 Niina Pautola **Towards European Union Eastern Enlargement - Progress and Problems in Pre-Accession.** 17 p.
 Katri Lehtonen **Theory of Economic Reform and the Case of Poland.** 26 p.
 Boris Brodsky **Dollarization and Monetary Policy in Russia.** 14 p.
- 7/97 Toivo Kuus **Estonia and EMU Prospect.** 24 p.
 Olga Luštšik **The Anatomy of the Tallinn Stock Exchange.** 23 p.
 Riia Arukaevu **Estonian Money Market.** 20 p.

- 1/98 Iikka Korhonen **The Sustainability of Russian Fiscal Policy.** 8 p.
Tatiana Popova - Merja Tekoniemi **Challenges to Reforming Russia's Tax System.** 18 p.
Niina Pautola **Optimal Currency Areas, EMU and the Outlook for Eastern Europe.** 25 p.
- 2/98 Peter Westin **Comparative Advantage and Characteristics of Russia's Trade with the European Union.** 26 p.
Urszula Kosterna **On the Road to the European Union - Some Remarks on Budgetary Performance in Transition Economies.** 31 p.
- 3/98 Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1997.** 11 s.
Merja Tekoniemi **Keskuksen ja alueiden välisten suhteiden kehitys Venäjällä 1992-1997.** 10 s.
Niina Pautola **Baltian talouskatsaus 1997.** 11 s.
Merja Tekoniemi **Katsaus Suomen kauppaan IVY-maiden ja Baltian maiden kanssa 1990-1997.** 11 s.
Tom Nordman **Kiinan talouden tila ja ongelmat.** 11 s.
Merja Tekoniemi **Ukrainan talouskatsaus 1997.** 10 s.
Iikka Korhonen **Keski- ja Itä-Euroopan talouskehitys 1997.** 12 s.
- 4/98 Kustaa Äimä **Central Bank Independence in the Baltic Policy.** 30 p.
Iikka Korhonen – Hanna Pesonen **The Short and Variable Lags of Russian Monetary Policy.** 11p.
Hanna Pesonen **Assessing Causal Linkages between the Emerging Stock Markets of Asia and Russia.** 10 p.
- 5/98 Laura Solanko **Issues in Intergovernmental Fiscal Relations – Possible Lessons for Economies in Transition.** 19 p.
Iikka Korhonen **Preliminary Tests on Price Formation and Weak-form Efficiency in Baltic Stock Exchanges.** 7 p.
Iikka Korhonen **A Vector Error Correction Model for Prices, Money, Output, and Interest Rate in Russia.** 12 p.
Tom Nordman **Will China catch the Asian Flu?** 14 p.
- 6/98 Saga Holmberg **Recent Reforms in Information Disclosure and Shareholders' Rights in Russia.** 17 p.
Vladimir R. Evstigneev **Estimating the Opening-Up Shock: an Optimal Portfolio Approach to Would-Be Integration of the C.I.S. Financial Markets.** 39 p.
Laura Solanko – Merja Tekoniemi **Novgorod and Pskov – Examples of How Economic Policy Can Influence Economic Development.** 14 p.
Ülle Lõhmus - Dimitri G. Demekas **An Index of Coincident Economic Indicators for Estonia.** 12p.
- 7/98 Tatyana Popova **Financial-Industrial Groups (FIGs) and Their Roles in the Russian Economy.** 24p.
Mikhail Dmitriyev – Mikhail Matovnikov – Leonid Mikhailov – Lyudmila Sycheva **Russian Stabilization Policy and the Banking Sector, as Reflected in the Portfolios of Moscow Banks in 1995–97.** 29 p.
- 1/99 Jouko Rautava **Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys vuonna 1998.** 10 s.
Iikka Korhonen – Seija Lainela **Baltian maat vuonna 1998.** 10 s.
Tom Nordman **Kiinan talouden tila ja näkymät.** 13 s.
Pekka Sutela **Ukrainan talouskatsaus 1998.** 14 s.
Iikka Korhonen **Keski- ja Itä-Euroopan talouskehitys vuonna 1998.** 10 s.