



Idäntalouksien katsauksia

Review of Economies in Transition

1999 • No. 1

19.4.1999

Julkaistu uudelleen 2002

Jouko Rautava

Venäjän järjestelmämuutos ja
talouskehitys vuonna 1998

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.

Jouko Rautava

Venäjän järjestelmämuutos ja talouskehitys 1998

Tiivistelmä

Vuonna 1998 Venäjän talouspolitiikka ajautui täydelliseen umpikujaan, kun elokuun puolivälissä hallitus ilmoitti ruplan devalvoimisesta ja hallituksen maksukyvyttömyydestä. Elokuun kriisin syynä oli koko 1990-luvun jatkunut holtiton finanssipolitiikka, joka johti valtion kestävämpään velkaantumiseen. Valtiontalouden ongelmien ja muutenkin huonon talouskehityksen taustalla on suuri joukko rakenteellisia ongelmia (verotus, konkurssilainsäädäntö jne.), joita venäläiset päättäjät eivät ole riittävän määrätietoisesti pyrkineet ratkaisemaan. Huonon politiikan seurauksena Venäjälle on syntynyt vaikeasti hahmotettava talous, jonka ominaispiirteitä ovat mm. rahatalouden kehittymättömyys ja palkkarästit. Tilanteen korjaaminen edellyttää kokonaisvaltaista uudistamisstrategiaa ja parhaiten se voi toteutua sopimalla uudesta IMF-ohjelmasta ja aloittamalla sen määrätietoinen toimeenpano. Kaksien vaalien (duuman ja presidentin) alla on kuitenkin vaikea uskoa nykypäättäjien enää sitoutuvan radikaaliin uudistuspolitiikkaan.

Asiasanat: Venäjä, talousuudistus, talouspolitiikka, velkakriisi

Kolmen hallituksen kriisivuosi

Edellisen vuoden loppupuolella iskenyt Aasian kriisi toi tylysti esille Venäjän talousongelmat, jotka kärjistyivät vuoden 1998 aikana. Talousongelmien kasaantumisen myötä myös politiikassa tapahtui dramaattisia käännteitä. Presidentti Boris Jeltsin ja duuman välinen vastakainasettelu kärjistyi jälleen kerran maaliskuun jälkipuoliskolla, kun Jeltsin yllättäen – vaikkakin aikaisemmille tavoilleen tyypillisesti – ilmoitti joulukuusta 1992 pääministerinä olleen Viktor Tshernomyrdinin ja hänen hallituksensa erottamisesta. Erottamista ei perusteltu millään erityisellä välittömällä syyllä.

Uuden pääministerin nimitysprosessi venyi kuukauden pituiseksi. Duuma hyväksyi huhtikuun jälkipuoliskolla presidentti Jeltsinin pääministerikandidaatin Sergei Kirijenkon kolmannessa äänestyksessä eli vasta siinä vaiheessa, jossa duuman kielteinen kanta olisi johtanut sen hajottamiseen. Kirijenkon hallitusta voi luonnehtia uudistusmielisten, vähän poliittista kokemusta omaavien teknokraattien hallitukseksi. Uusi hallitus toi poikkeuksellisen avoimesti ja realistisesti esiin Venäjän talouden surkean tilan ja se näytti pyrkivän aikaisempia hallituksia määrätietoisemmin myös ongelmien ratkaisuun.

Kevään lopulla tilanne oli kuitenkin jo karkaamassa päättäjien käsistä ja rahoitusmarkkinat olivat hyvin hermostuneet. Hallituskuvioiden lisäksi ongelmia olivat mm. (i) verotulojen kerääminen ja valtion kestämatön velkaantumien, (ii) öljyn hinnan alhaisuus ja sitä seurannut ulkoisen tasapainon järkkäminen sekä öljy-yhtiöiden yksityistämissuunnitelmien vaikeutuminen, (iii) pankkijärjestelmän ajautuminen syvenevään kriisiin (Tokobank keskuspankin hallintoon), (iv) jatkuvat palkkarästingongelmat ja niihin liittyen erityisesti hiilikaivostyöläisten laajamittaiset lakot sekä (v) tuotannon kääntäminen laskuun.

Kesäkuun loppupuolella Kirijenkon hallitus esitteli uuden antikriisiohjelman, jolla tähdättiin valtion tulojen lisäämiseen, menojen karsimiseen sekä rakenneuudistusten vauhdittamiseen. Vaikka duuma ei hyväksynyt kokonaisuudessaan ohjelmaan liittyvää lainsäädäntöä, Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF)

järjesti heinäkuussa Venäjälle uuden lainapaketin (22.6 mrd. USD) ja päätti ensimmäisen lainaerän (4.8 mrd. USD) maksatuksesta. Anti-kriisiohjelma ja jättilaina eivät kuitenkaan tuoneet juurikaan helpotusta taloustilanteeseen, vaan elokuussa osakekurssit laskivat voimakkaasti ja markkinakorot (GKO) nousivat kuun puoliväliin tullessa lähelle 200 prosenttia.

Elokuun puolivälissä Venäjän harjoittama talouspolitiikka tuli tiensä päähän. Maanantaina 17. elokuuta hallitus ilmoitti ruplan devalvoimisesta ja siitä, ettei se kykene suoriutumaan kotimaiseen velkaan liittyvistä velvoitteistaan. Samalla hallitus määräsi, että venäläiset pankit ja yritykset eivät saa maksaa ulkomaisiin velkoihinsa liittyviä maksuja 90 päivään (velkamoratorio).

Viikon kuluttua edellisistä toimista tilanne kärjistyi myös poliittiseksi kriisiksi, kun presidentti Jeltsin erotti viisi kuukautta virassa olleen Sergei Kirijenkon hallituksen ja nimitti Viktor Tshernomyrdinin uudeksi pääministeriehdokkaakseen. Tämä puolestaan johti duuman ja presidentti Jeltsinin väliseen kädenväntöön duuman syyttäessä Tshernomyrdiniä Venäjän vaikeuksista ja vaatiessa Jeltsinin eroa sekä presidentin valtaoikeuksien kaventamista.

Tällä kertaa duuma ei enää taipunut Jeltsinin painostuksen edessä, vaan kompromissiehdokkaana pääministeriksi valittiin aikaisempien hallitusten ulkoministeri ja entinen tiedustelupäällikkö Jevgeni Primakov. Myös muiden ministereiden nimitysprosessi oli hidas ja hallitus saatiin kokoon vasta lokakuun alussa. Uusi hallitus koostuu leimallisesti vanhoista neuvostoaikaisista päättäjistä, sillä talouspolitiikasta vastaavaksi ensimmäiseksi varapääministeriksi nimitettiin neuvostoaikaisen valtion suunnittelukomitean Gosplanin entinen pääjohtaja Juri Masljukov. Keskuspankin pääjohtaja Sergei Dubinin erottua tehtävästään syyskuun alkupuolella hänen tilalleen nostettiin Viktor Geraschenko, joka oli aiemmin toiminut muun muassa Neuvostoliiton keskuspankin pääjohtajana sekä Venäjän keskuspankin pääjohtajana kesästä 1992 lokakuussa 1994 puhjenneseen valuuttakriisiin saakka.

Marraskuun puolivälissä 1998 Primakovin hallitus vihdoin julkaisi talousohjelmansa, jossa lueteltiin erilaisia toimia liittyen verotuk-

seen, valtion velanhoitoon, raha- ja valuuttapolitiikkaan, pankkijärjestelmään, ulkomaankauppaan, kotimaisen tuotannon tukemiseen sekä sosiaalipolitiikkaan. Kantavana linjana ohjelmassa oli valtion säätelyn lisääminen talouselämässä sekä kotimaisen tuotannon tukeminen. Merkille pantavaa oli, että hallituksen ohjelma sivuutti kokonaan viime vuosien keskeisen talouspoliittisen ongelman ja elokuun kriisin välittömän syyn eli valtiontalouden epätasapainon. Käytännössä ohjelma 'unohdettiin' sen julkaisemisen jälkeen eikä hallitus ryhtynyt merkittäviin toimiin. Se ei ole esimerkiksi saanut vielä maaliskuun 1999 loppuun mennessä sovittua valtion ruplavelkojen uudelleenjärjestelystä. Myös vuoden 1999 budjetti, joka hyväksyttiin helmikuun jälkipuoliskolla, on joutunut kovan kritiikin kohteeksi eikä sen uskota tarjoavan riittävää keihäköä harjoitettavalle talouspolitiikalle.

Puhuttaessa Venäjän talouspoliittisesta ympäristöstä on vaikea sivuuttaa presidentti Jeltsinin heikkoa terveydentilaa ja toistuvia poissaoloja. Tärkeän toimijan kyvyttömyys hoitaa kunnolla tehtäviään on vienyt kohtuuttomasti huomiota tärkeämmiltä asioilta ja vaikeuttanut koko päätöksentekojärjestelmän toimintaa.

Tuotanto kääntyi jälleen laskuun

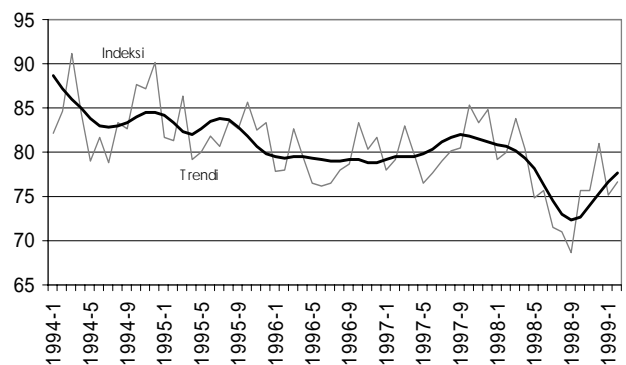
Vuonna 1998 kokonaistuotanto Venäjällä kääntyi edellisvuoden vaatimattoman kasvun jälkeen jälleen voimakkaaseen laskuun. Bruttokansantuotteen arvo oli 2685 miljardia ruplaa (280 mrd. USD), mikä on reaalisesti 4.6 % vähemmän kuin vuonna 1997. Teollisuustuotanto laski edellisvuodesta yli 5 % ja maataloustuotanto 12 %. Maatalouden huonoon tulokseen vaikutti poikkeuksellisen kuiva kesä, minkä seurauksena viljan tuotanto lähes puolittui edellisvuodesta.

Kuten kausivaihteluista puhdistettu trendi-indikaattori oheisessa Venäjän teollisuustuotantoa esittävässä kuviossa osoittaa, tuotannon kasvun käänne tapahtui jo vuoden 1997 viimeisinä kuukausina, kun Aasian kriisin seurauksena pörssikurssien romahtamisen ja korkojen nousun lisäksi öljyn ja raaka-aineiden hinnat laskivat jyrkästi. Venäjän viennistä yli

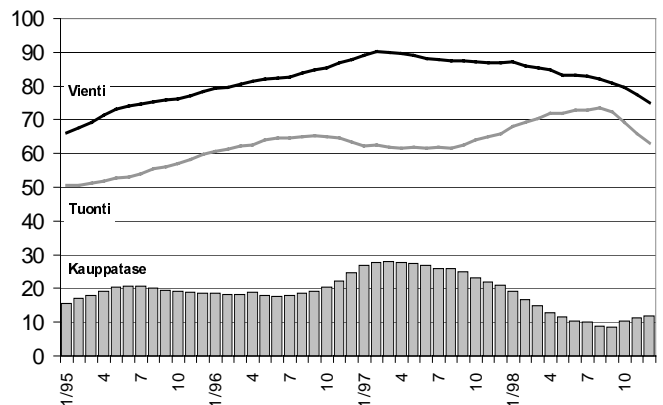
kolme neljäsosaa koostuu energiasta ja raaka-aineista, joten näiden tuotteiden hintojen lasku johti vientitulojen laskuun. Kun tuonti puolestaan kääntyi voimakkaaseen kasvuun vuoden 1997 jälkipuoliskolla, Venäjän kauppataaseen ylijäämä alkoi supistua voimakkaasti (kts. kuvio).

Tuotannon lasku ja ulkomaankaupan vaikeudet heikensivät entisestään Venäjän velanhoitokykyä ja olivat tärkeitä osatekijöitä siinä prosessissa, joka johti ruplan devalvaatioon. Devalvaation jälkeen Venäjän tuonti laski jyrkästi ja kauppataase parani tätä kautta selvästi.

Kuvio 1 Venäjän teollisuustuotanto 1994M1 – 1999 M2- indeksi joulukuun 1993 = 100



Kuvio 2 Venäjän ulkomaankauppa 1995 – 1998 – 12-kuukauden liukuva summa



Taulukko 1 Venäjän reaalitalouden kehitys 1992–98, %-muutos edellisvuodesta

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
BKT	-14.5	-8.7	-12.6	-4.0	-4.9	0.4	-4.6
Teollisuustuotanto	-18.2	-14.2	-20.9	-3.0	-5.0	1.9	-5.2
Maatalous	-9.5	-4.0	-12.0	-8.0	-5.1	0.1	-12.3
Investoinnit	-40.0	-12.0	-27.0	-13.0	-18.0	-5.0	-6.7
Työttömyysaste, %	4.9	5.5	7.5	8.2	9.3	9.0	11.8
Vaihtotase, mrd. USD	–	–	10.7	10.0	11.6	2.9	-5.6*

* Tammi–syyskuun tiedot (lähde Venäjän keskuspankki)

Lähde: Goskomstat

Venäjän vienti oli vuonna 1998 arvoltaan 74 mrd. dollaria, mikä on 15 % vähemmän kuin edellisvuonna. Alhaisista hinnoista johtuen öljynviennin arvo laski 30 %, vaikka viennin määrä kasvoi 8 %. Ruplan heikkenemisen seurauksena laskuun kääntyneen tuonnin arvo puolestaan oli 60 mrd. dollaria, mikä on 11 % vähemmän kuin vuonna 1997. IVY-maiden osuus Venäjän kauppavaihdosta oli 21% (22 % 1997).

Kauppataaseen ylijäämän kasvu loppuvuonna edesauttoi vaihtotasetilannetta. Kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana vaihtotase, joka kuvaa koko talouden velkaantumista suhteessa muuhun maailmaan, oli painunut yli 5 mrd. dollaria alijäämäiseksi. Vuonna 1997 koko vuoden vaihtotase oli vielä noin 3 mrd. dollaria ylijäämäinen. Tässä yhteydessä on kuitenkin syytä muistuttaa venäläisiin tilastoihin liittyvistä ongelmista, sillä tuotantotilastojen ohella muun muassa ulkomaankauppaa ja maksutasetta koskevat tilastot ovat osoittautuneet hyvin ongelmallisiksi.

Ruplan arvon voimakkaan heikkenemisen ja tuontitavaroiden kallistumisen seurauksena Venäjän kotimarkkinateollisuus sai huomattavan kilpailuedun. Kuten teollisuustuotantoa esittävästä kuvioista voidaan nähdä, niin tuotannon trendimuuttuja viittaisi siihen, että

loppusyksystä 1998 tuotanto kääntyi uudelleen kasvuun. Viennin osalta devalvaation myönteisiä tuotantovaikutuksia rajoittavat viennin yksipuolisuus, vientituotteiden maailmanmarkkinahintojen alhaisuus ja suhteellisen heikot kysyntänäkymät. Viennin kannattavuus sen sijaan on luonnollisesti kasvanut huomattavasti. Jos kasvun käänne todella on tapahtunut, toinen kysymys kuitenkin on, miten pitkään kasvu voi jatkua olemassa olevan kapasiteetin puitteissa. Investointien kasvu puolestaan edellyttäisi toimintaympäristössä sellaisia muutoksia, joita ei nykyisen talouspolitiikan puitteissa ole näköpiirissä. Vuonna 1998 investoinnit laskivat lähes 7 % edellisvuodesta.

Valtiontalouden ongelmien, tuotannon laskun ja inflaation räjähtämisen myötä kansalaisten käytettävissä olevat reaalitytulot laskivat niin, että vuoden lopussa ne olivat lähes kolmanneksen pienemmät kuin joulukuussa 1997. Reaalipalkat laskivat samana ajanjaksona 40 %. Dollarimääräinen kuukausikeskipalkka romahti kriisiä edeltäneestä 180 dollarista alle 70 dollariin vuoden lopussa. Samalla köyhyys lisääntyi merkittävästi, kun toimeentulominimin alapuolella elävien kansalaisten lukumäärä lisääntyi elokuun jälkeen yli 7 miljoonalla noin 41 miljoonaan henkilöön, mikä vastaa yli neljännestä koko väestöstä.

Finanssipolitiikka ajoi karille

Talospoliittinen toimintaympäristö oli vuonna 1998 vaikea, koska Venäjän vientituotteiden hinnat olivat alhaalla ja kehittyviin markkinoihin kohdistui suuria paineita, minkä seurauk-

kena Venäjällä reaalikorot olivat jo vuoden alkupuolella parinkymmenen prosentin luokkaa. Lisäksi hallituksen vaihdokset ja presidentti Jeltsinin ja duuman väliset voimainmitelöt tekivät määrätietoisen finanssipolitiikan harjoittamisen lähes ylivoimaiseksi.

Taulukko 2 Venäjän federaation ja alueiden budjetin toteutuminen 1998

	<i>Federaatio</i>			<i>Alueet</i>		
	Mrd. RUB	% budjetista	% bkt:sta	Mrd. RUB	% budjetista	% bkt:sta
Tulot	302.4	100.0	11.3	397.7	100.0	14.8
Verotulot	236.0	78.0	8.8	308.1	77.5	11.5
ALV	104.7	34.6	3.9	51.8	13.0	1.9
Henkilökohtaiset tuloverot	0.1	0.0	0.0	71.1	17.9	2.6
Yritysten voittovero	34.9	11.5	1.3	61.5	15.5	2.3
Valmisteverot	52.5	17.4	2.0	15.3	3.8	0.6
Ulkomaankauppaverot	36.5	12.1	1.4	—	—	—
Muut verot	7.3	2.4	0.3	108.4	27.3	4.0
Ulkomaantoiminnat	15.4	5.1	0.6	0.1	0.0	0.0
Omaisuuksien myynti	15.2	5.0	0.6	9.2	2.3	0.3
Muut tulot	35.8	11.8	1.3	80.3	20.2	3.0
Menot	388.9	100.0	14.5	407.1	100.0	15.2
Hallinto	9.7	2.5	0.4	20.3	5.0	0.8
Oikeuslaitos ja turvallisuus	30.7	7.9	1.1	11.9	2.9	0.4
Teollisuus, energia ja rakentaminen	11.3	2.9	0.4	10.9	2.7	0.4
Maatalous	3.3	0.8	0.1	16.2	4.0	0.6
Sosiaali-, koulutus- ja kulttuurimenot	57.2	14.7	2.1	181.7	44.6	6.8
Maanpuolustus	56.7	14.6	2.1	—	—	—
Avustukset aluebudjetteihin	45.2	11.6	1.7	—	—	—
Velanhoitomenot	106.6	27.4	4.0	—	—	—
Muut menot	68.2	17.5	2.5	166.1	40.8	6.2
Budjettitasapaino*	-86.5		-3.2	-9.4		-0.4

*Vertailukelpoisempi kuva federaation budjettitasapainosta saadaan, mikäli toteutuneisiin lukuihin ei lasketa mukaan tiettyjä menojen ja tulojen kuittauksia. Tällöin federaation budjettitulot ovat 9.0 %, menot 13.9 % ja budjettivaje 4.9 % suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Lähde: Goskomstat, Minfin.

Valtion heikkoa kykyä hallita tilanne osoittaa se, että federaation tulot vuonna 1998 laskivat 11.3 prosenttiin bkt:sta, kun budjettilaki edellytti tulotasoksi 12.9 prosenttia. Menopuolella ero budjetoitujen (17.6 %) ja toteutuneiden (14.4 %) lukujen välillä oli vielä suurempi. Vuonna 1997 federaation toteutuneet budjettitulot ja -menot olivat vastaavasti 13.4 % ja

16.9 %. Alueiden yhteenlasketut tulot ja menot ovat hieman federaatiota suuremmat ja aikaisempien vuosien tapaan alueet ovat joutuneet pitämään taloutensa liittovaltiota paremmassa tasapainossa.

Venäjän koko julkiseen sektoriin laskeaan federaation ja aluebudjettien lisäksi myös budjetin ulkopuoliset rahastot. Alustavien tie-

tojen perusteella näyttää siltä, että julkisen sektorin koko suhteessa bruttokansantuotteeseen laski vuonna 1998 tuloilla mitaten noin kolmannekseen ja menoilla mitaten alle 40 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Venäjän julkinen sektori on edelleen suhteellisen suuri verrattuna muihin saman tulotason maihin, mutta kehittyneimpiin siirtymätalousmaihin verrattuna se on jo pieni.

Verotukseen ja menojen hallintaan liittyvien ongelmien vuoksi Venäjän budjettialijäämät ovat olleet suuria ja valtio on velkaantunut nopeasti. Valtion velanhoito nousikin vuonna 1998 keskeisimmäksi finanssipoliittiseksi kysymykseksi, kun korkojen noustessa valtion velanhoito kävi yhä raskaammaksi taakaksi. Velanhoitomenojen osuus federaation budjettimenoista kasvoi vuoden 1997 noin 25 prosentista 35 prosenttiin vuoden 1998 puolivälissä. Koko vuoden toteutuneet velanhoitomenot jäivät kuitenkin 27 prosenttiin kaikista menoista, koska elokuun kriisin yhteydessä valtion kotimaisen velan hoito keskeytettiin.

Arvonlisäverojen (ALV) osuus Venäjän federaation budjettituloista on yli kolmannes ja seuraavaksi tärkeimmät tulolähteet olivat valmisteverot sekä ulkomaankauppaan liittyvät verot. Myös yritysten voittoverot näyttelevät edelleen tärkeää osaa federaation budjetissa. Alueiden eli federaatiosubjektien budjettituloissa edellä mainittujen verojen lisäksi tärkeitä tulolähteitä ovat myös henkilökohtaiset tuloverot ja erilaiset muut verot. Kaikkiaan henkilökohtaisten tuloverojen merkitys Venäjän budjettitaloudessa on kuitenkin edelleen erittäin pieni.

Menopuolella velanhoitomenojen lisäksi federaatiotasolla suuria menoeriä ovat maanpuolustus sekä federaatiosubjektien avustaminen. Vaikka sosiaali-, koulutus- ja kulttuurimenot rasittavat suhteellisen paljon myös federaatitason budjettia, niin päävastuun sosiaaliturvasta ja koulutuksesta Venäjällä kantavat alueet. Kyseiset menot kattavat 45 % alueiden budjettimenoista.

Federaation ja alueiden väliset taloussuhteet (avustukset, verot) ovat edelleen selkiintymättömät ja aiheuttavat jatkuvia hankauksia talouspolitiikassa. Tämä tuli tarkastelu-kaudella esille niin kesän 1998 antikriisiohjel-

man käsittelyn kuin myöhemmin vuoden 1999 budjettineuvottelujen yhteydessä.

Rahoitusmarkkinat halvaantuivat

Rahapolitiikka on Venäjällä kuluva vuosikymmenen jälkipuoliskolla ollut selvästi finanssi- tai rakennepolitiikkaa linjakkaampaa ja määrätietoisempaa. Inflaation jopa yllättävän nopea hidastuminen vuoden 1995 vakautussopimuksen solmimisen jälkeen perustui puhtaasti rahapolitiikkaan. Elokuun kriisin seurauksena tilanne muutti myös näiltä osin dramaattisesti. Elokuun tapahtumat osoittavatkin selkeästi, että rahapolitiikalla ei voida saada kestäviä tuloksia, mikäli finanssipolitiikka on levällään.

Vuosina 1995–97 kotimaisen luotonannon rajoittamisen lisäksi hintatason vakautta ja talouden ennustettavuuden lisääntymistä edesauttoi keskuspankin harjoittama valuuttakurssipolitiikka – valuuttakurssi oli tärkeä ankkuri hintakehityksen ja talouden vakauttamisessa. Vaikka ruplan kurssi vähitellen heikkeni, niin se tapahtui hallitusti ja ennustettavasti (crawling peg -valuuttakurssijärjestelmä).

Inflaation hidastuminen ja vakaa valuuttakurssikehitys mahdollistivatkin sen, että vuoden 1998 alussa Venäjällä suoritettiin nimellinen rahareformi niin, että yksi uusi rupla vastaa 1000 vanhaa ruplaa (eli poistettiin kolme nollaa). Samalla valuuttakurssipolitiikkaa muutettiin siten, että ruplan nimelliskurssin automaattisen heikentämisen sijaan sille määrättiin kiinteä valuuttaputki, jonka puitteissa ruplan arvo suhteessa dollariin voi vaihdella. Vaihteluväli oli kuitenkin hyvin väljä, sillä se salli +/- 15 prosentin vaihtelut keskuskurssin 6.2 ruplaa per dollari ympärillä. Käytännössä rupla jatkoi heikkenemistään suhteessa dollariin kuten aikaisemminkin ja markkinoiden hermostuneisuudesta johtuen keskuspankilli oli ilmeisiä vaikeuksia pitää heikkeneminen hallinnassa.

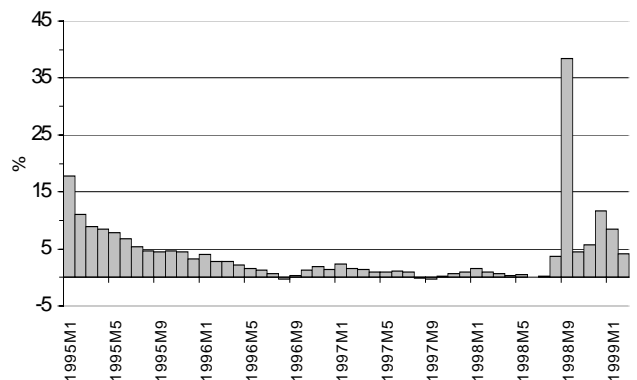
Venäjän talouspolitiikan ajautuminen umpikujaan elokuun puolivälissä 1998 johti dramaattisiin muutoksiin myös rahapolitiikassa ja rahoitusmarkkinoilla. Maanantaina 17. elokuuta hallitus ilmoitti ruplan vaihteluvälin muuttamisesta eli ruplan devalvoimisesta. Pian

kävi kuitenkin selväksi, että keskuspankki ei pysty puolustamaan ruplaa uudessakaan vaihteluvälissä ja sekavien vaiheiden jälkeen jouduttiin toteamaan, että rupla on laskettu kellumaan. Hallitus ja keskuspankki pyrkivät hillitsemään ruplan heikkenemistä lisäämällä huomattavasti valuuttasäännöstelyä (mm. pakollinen velkojen maksujen lykkääminen, viejien pakollisen valuutanmyynnin nostaminen 50 prosentista 75 prosenttiin, valuuttahuutokaupparjestelmän muuttaminen).

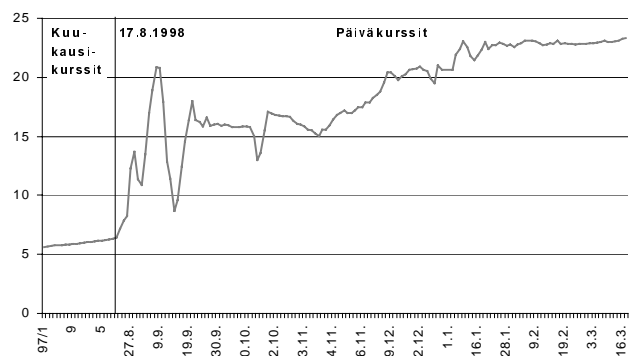
Elokuun kriisin aiheuttama muutos Venäjän talouspoliittisessa virityksessä tulee selkeästi esille oheisesta inflaatio-kuviosta, joka kuvaa kuukausi-inflaation kehitystä vuodesta 1995 lähtien. Inflaation voimakkaan hidastumisen jälkeen kuukausi-inflaatio ei enää ollut erityisen mielenkiintoinen indikaattori vuoden 1996 puolivälin jälkeen. Ennen elokuun kriisiä 12-kuukauden inflaatiokin oli painunut jo alle 6 prosentin. Ruplan devalvoitumisen seurauksena elokuun jälkeen tuontihinnat nousivat rajusti ja inflaatio kiihtyi lukemiin, joita on viimeksi nähty vuoden 1992 alkupuolella. Vuonna 1998 inflaatio oli 84 %, kun se edellisenä vuonna oli 11 %. Elokuun tapahtumien seurauksena kuukausi-inflaatiosta tuli siis jälleen keskeinen Venäjän talousseurannan indikaattori.

Toistaiseksi inflaatiota on ruokkinut lähinnä ruplan devalvoituminen, sillä keskuspankki ei vielä ole merkittävästi lisännyt rahan tarjontaa rahoittamalla ylettömästi hallitusta tai pankkijärjestelmän uudelleenjärjestelyjä. Hallitus puolestaan on ilmeisesti kyennyt hoitamaan budjettitaloutta ilman merkittävää keskuspankin apua, koska se ei ole maksanut kaikkia velkojaan. Myös ruplan devalvoituminen ja sitä kautta ulkomaankaupasta saatujen tulojen kasvu on helpottanut hallituksen asemaa. Tilanne ei tältä osin kuitenkaan ole vakaa, vaan uhkana on, että jossain vaiheessa valtiontalouden tasapaino-ongelmat riistäytyvät käsistä ja uusi inflaatio- ja devalvaatiokierre lähtee liikkeelle. Ulkoinen apu auttaisi tilanteen hallittua korjaamista. Mikäli Venäjä ei onnistu neuvottelemaan lisäapua, hallitus voi pitkittää nykytilanteen jatkumista lopettamalla kokonaan velkojensa hoitamisen. Tällaisen politiikan seuraukset olisivat kuitenkin pitämällä aikavälillä arvaamattomat.

Kuvio 3 Venäjän kuukausi-inflaatio 1995M1 – 1999M2



Kuvio 4 Dollarin ruplakurssi



Jo ennen elokuun kriisiä tiedettiin varmasti, että ruplan devalvoituminen aiheuttaisi suuria ongelmia venäläisille pankeille, koska niillä oli paljon enemmän valuuttamääräisiä velvoitteita kuin saamia (mm. forward-sopimukset). Ruplan voimakkaan devalvoitumisen lisäksi pankkien ahdinkoa lisäsi valtion ajautuminen maksukyvyttömäksi, sillä huomattava osa pankkien varoista oli sijoitettu aikaisemmin hyvin tuottaviin valtion velkakirjoihin (GKO/OFZ). Vaikka Venäjän hallitus antoi venäläispankeille hengähdysaikaa määräämällä kolmen kuukauden velkamoratorion (ulkomaisten velanmaksujen pakollinen lykkäys), niin devalvaation ja valtion maksukyvyttömyyden seurauksena Venäjän pankkijärjestelmä halvaantui lähes täydellisesti.

Pankkijärjestelmän uudelleenjärjestelyjä ovat haitanneet valtion rahapula, konkurssien

toimeenpanoon liittyvät ongelmat sekä päättäjien neuvottomuus ja selkiintymätön työnjako. Loppusyksystä pankkisektorin järjestelyjä hoitamaan perustettiin erityinen laitos (ARKO), jonka on määrä avustaa toimintakyvyttömiä pankkien konkurssijärjestelyissä, myöntää likviditeettitukea elinkelpoisille pankeille, auttaa pankeja niiden velkojen uudelleenjärjestelyssä sekä osallistua muutenkin pankkien pääomarakenteen vahvistamiseen. ARKOn käytössä olevat varat ovat kuitenkin aivan liian pienet sille suunniteltujen toimien hoitamiseen.

Kuten eri yhteyksissä on aikaisemmin nähty, venäläisillä päättäjillä näyttää edelleen olevan täysin epärealistinen kuva valtion rahoitus- ja hallintokapasiteetista hoitaa suurmittaisia toimialajärjestelyjä. Päättäjien pallotellessa asiaa, pankkisektorin alasajo on tapahtunut vähitellen pankkien sulkemisen ja pankkifuusioiden kautta. Lainsäädäntöön ja toimeenpanoon liittyvien puutteiden vuoksi tämä prosessi on kuitenkin ollut varsin 'likainen'. Huolta ovat aiheuttaneet esimerkiksi keskuspankin pankeille myöntämän tuen perusteet sekä konkurssiin ajautuneiden pankkien varojen valvonta ja siihen liittyen velkojien huono asema.

Vähitellen Venäjän viranomaiset ovat kuitenkin joutuneet toteamaan toimintamahdollisuutensa rajallisiksi. Kun keskuspankki vielä lokakuussa arvioi, että maan noin 1500 pankista puolet häviää markkinoilta, niin nyt viranomaiset arvioivat 200-300 pankin selviävän nykypöytäkirjoista. Nykyhahmotelmien mukaan Venäjän pankkijärjestelmän rungon muodostaisivat jatkossa (i) valtion omistamat pankit, (ii) elinkelpoiset liikepankit, (iii) poliittisesti tärkeät pankit (mm. eräät alueelliset pankit) sekä (iv) ulkomaiset pankit. Poliittisista syistä toiminnassa pidettävien pankkien rooli jää kuitenkin hämäräksi ja ylipäättään nykyisetkin arviot pankkien lukumäärästä saattavat vielä osoittautua vääriksi.

Elokuun kriisin seurauksena Venäjän rahoitusmarkkinat halvaantuivat. Valtion maksukyvyttömyyden jälkeen valtion velkapaperimarkkinat avautuivat vähitellen vasta vuoden 1999 alkupuolella. Osakemarkkinat osoittivat jonkinlaista elpymistä vasta helmi-maaliskuussa 1999.

IMF-järjestelyistä riippuu velkantilanteen hallittu selvittäminen

Helmikuussa 1998 Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF) ja Venäjän hallitus sopivat alustavasti keväällä 1996 sovitun 10.2 mrd. dollarin EFF-lainaohjelman (Extended Fund Facility) jatkamisesta vuoden 2000 alkupuolelle. EFF-ohjelma on keskipitkän aikavälin talousohjelma, jolla tähdätään valtiontalouden ja inflaation vakauttamiseen sekä sellaisiin rakenteellisiin uudistuksiin, jotka mahdollistavat kestäväällä pohjalla tapahtuvan talouskasvun. Hallituksen lipsuminen finanssipoliittisista tavoitteista ja viimein myös hallituksen vaihtuminen viivästyttivät kuitenkin lopullista sopimista sekä ohjelmaan sisältyvän 670 milj. dollarin lainaerän maksatusta. Kesäkuun loppupuolella Sergei Kirijenkon hallitus esitteli vihdoin uuden antikriisiohjelman, joka tähtäsi valtion tulojen lisäämiseen, menojen karsimiseen sekä rakenneuudistusten nopeuttamiseen. Tämän jälkeen myös IMF myöntyi pitkään esillä olleen lainaerän maksatukseen ja EFF-ohjelman jatkamiseen vuoden 2000 alkuun asti.

Tilanne kesä-heinäkuussa huononi kuitenkin nopeasti, kun valtio ei enää tahtonut saada myydyksi velkapapereitaan (GKO/OFZ), korot nousivat ja paineet ruplaa kohtaan kasvoivat. Heinäkuun puolivälissä Venäjän hallitus ja IMF sopivat uudesta 22.6 mrd. dollarin lainapaketista, jonka perusteella Venäjällä olisi ollut mahdollisuus saada uusia lainoja 14.8 mrd. dollarin arvosta vuonna 1998 ja vielä 7.8 mrd. dollaria seuraavana vuonna. Lainan myöntäjinä olisivat IMF:n (11.2 mrd. USD) lisäksi Maailmanpankki ja mm. Japani. Laina sisältyi valtiontalouden tasapainottamista ja rakenneuudistuksia (verojärjestelmä) koskevia ehtoja, joiden osalta Kirijenkon hallitus ja duuma eivät päässeet täyteen yksimielisyyteen. Elokuun 20. päivä valuuttarahaston johtokunta päätti kuitenkin myöntää Venäjälle lainan ensimmäisen erän, mutta pienensi sen määrää 5.6 mrd. dollarista 4.8 mrd. dollariin, koska duuma ei ollut hyväksynyt kaikkia talousuudistuksiin liittyviä lakimuutoksia.

Kuten edellä on kuvattu, uusi lainajärjestelykään ei vakuuttanut markkinoita. Elokuun puolivälin tapahtumien seurauksena

myös EFF-ohjelma ja siihen liittynyt rahoitus keskeytettiin ja hallituksen vaihdoksen myötä IMF:n ja Venäjän vuoropuhelu piti taas kerran aloittaa alusta. Tältä osin alku ei ole ollut helppo, sillä esimerkiksi Primakovin hallituksen ministereiden avoimet uudistusten vastaiset lausunnot ja hallituksen IMF:n mielestä epärealistinen budjettiesitys vuodelle 1999 eivät helpota asioista keskustelemista eivätkä lisää kansainvälisen yhteisön luottamusta venäläisten päättäjien todelliseen haluun ja valmiuteen edesauttaa välttämättömien muutosten aikaansaamista.

Venäjä ei tule selviytymään noin 150 mrd. dollariin nousevan ulkomaisen velan hoitoon liittyvistä maksuistaan vuonna 1999. Olemassa olevien sopimusten mukaan Venäjän on määrä maksaa korkoja ja kuoletuksia 17.5 mrd. dollarin arvosta, mutta budjettiin on tähän tarkoitukseen varattu vain 9.5 mrd. dollaria. Tästä huolimatta ulkomaisen velan hoitomenot ovat 38 % liitovaltion budjettimenoista. Venäjän hallitus on budjettilaskelmissaan lähtenyt siitä, että se saa IMF:ltä uutta luottoa vanhojen velkojensa hoitamiseen.

Paineet IMF-sopimuksen saamiseksi ovat suuret myös läntisten velkojien näkökulmasta. Venäjän velkojen hallittu uudelleenjärjestely on nykykäytännön mukaan mahdollista ainoastaan siinä tapauksessa, että Venäjällä on voimassa oleva talousohjelma valuuttarahaston kanssa.

Huono politiikka johti sotkuiseen talousjärjestelmään

Vuoden 1998 elokuussa puhjennut täysimittainen talouskriisi oli perinteinen valtion velkakriisi, johon syynä olivat holtiton finanssipolitiikka ja tärkeiden talouden rakenteellisten uudistusten lykkääminen. Aasian kriisi vain kärjisti ja toi esille Venäjän talouspolitiikan virheet.

Epäonnistuneen uudistuspolitiikan seu-

rauksena Venäjälle on kuluvalle vuosikymmenellä syntynyt vaikeasti hahmotettava talousjärjestelmä, johon sisältyy ainakin seuraavia piirteitä:

- rahatalouden kehittymättömyys
- erilaisten vaihtokauppajärjestelyjen ja rahakorvikkeitten laajamittainen käyttö
- palkkarästit
- sisäpiiriongelmat yrityshallinnassa
- yksityisten ja julkisten taloudenpidon rajan hämärtyminen
- uuden pienen- ja keskisuuren yrityssektorin kehittymättömyys
- tuotannollisten investointien vähäisyys
- julkisen sektorin kyvyttömyys täyttää sille kuuluvat tehtävät
- köyhyys ja suuret tuloerot
- laajamittainen valuuttapako
- viranomaisten mielivalta ja korruptio
- laajalle levinnyt rikollisuus

Talouden epäterveet ilmiöt ovat monella tapaa kytköksissä toisiinsa eikä ongelmia voida ratkaista millään kampanjoilla yksitellen. Kysymys on mitä suurimmassa määrin tarpeesta saada aikaan kokonaisvaltainen talouden tervehdyttämisspaketti.

Selkein ja uskottavin tapa aloittaa uuden luottamuksen rakentaminen Venäjän talouteen olisi kunnianhimoisen IMF-vetoisen, hyvin toimivaan markkinatalouteen tähtäävän talousohjelman laatiminen ja selkeä sitoutuminen myös sen noudattamiseen. Nykyisessä tilanteessa on kuitenkin vaikea odottaa venäläisiltä selkeää sitoutumista tiukkaan talousohjelmaan, sillä asioiden edetessä normaalissa järjestyksessä Venäjällä on edessä kahdet vaalit – duuman vaalit joulukuussa 1999 ja presidentinvaalit viimeistään kesäkuussa 2000. Määrätietoisen politiikan puuttuessa voi vain toivoa, että asiat eivät menisi enää huonompaan suuntaan eikä järjestelmämuutokseen kuuluva oppimisprosessi pääsisi kokonaan katkeamaan.

Tilastotietoja - prosenttimuutos edelliseen vuoteen verrattuna

Venäjän talouskehitys	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
BKT,%	-14.5	-8.7	-12.6	-4.0	-4.9	0.4	-4.6
Teollisuustuotanto, %	-18.2	-14.2	-20.9	-3.0	-5.0	1.9	-5.2
Maataloustuotanto, %	-9.4	-4.4	-12.0	-8.0	-5.1	0.1	-12.3
- viljasato, milj. t	106.9	99.1	81.3	63.4	69.3	88.6	47.8
Energian tuotanto							
- raakaöljy, %	-13.5	-11.5	-7.0	-4.0	-2.0	1.3	-1.0
- hiili, %	-5.0	-9.0	-12.2	-1.0	-2.0	-5.0	-5.6
- maakaasu, %	-3.0	-5.0	-6.0	-0.4	-1.0	-2.0	0.8
Investoinnit, %	-40.0	-12.0	-27.0	-13.0	-18.0	-5.0	-6.7
Työttömyysaste, % (kauden lopussa)	4.9	5.5	7.5	8.2	9.3	9.0	11.8
Vienti, milj. USD	53.6	59.7	68.1	81.3	88.4	86.7	73.9
Tuonti, milj. USD	43.0	44.3	50.5	60.9	61.5	66.9	59.5
Vaihtotase, milj. USD			10.7	10.0	11.6	2.9	2.4

Venäjän rahatalous	1993	1994	1995	1996	1997	1998
Inflaatio (CPI), 12-kk, %	842	224	131	22	11.0	84.4
M2, vuosikasvu, %		217	113	33	31.5	39.5
Kuukausi keskipalkka, RUB	141218	354206	735500	1017000	1210000	1463
Korkoja, keskiarvo						
- T-bill (GKO) yield, %			168	86	26.0	n.a.
- talletuskorko, %			102	55	16.4	25.7
- antolainauskorko, %			320	147	46.2	41.7
Valuuttavaranto, milj. USD (pl. kulta)	5.8	4.0	14.3	11.3	12.9	7.8
Bruttovelka, mrd. USD	113	120	120	125	124	150
RUB/USD, vuoden viimeinen kurssi	1247	3550	4640	5560	5960	20.65
RUB/FIM, vuoden viimeinen kurssi	218.48	748.55	1070.43	1197.30	1109.75	4.0658

Federaation budjetti (prosentteina bkt:stä)	1993	1994	1995	1996	1997	1998
- tulot	14.5	14.1	13.7	12.5	9.8	9.0
- menot*	15.9	18.1	16.6	15.8	16.6	13.9
- budjettivaje	-6.5	-11.4	-5.4	-7.9	-6.7	-4.9

* Vuosien 1993 – 1996 arvot eivät sisällä valtion lyhytaikaisen velan korkoja
 Vuosien 1993-94 arvot eivät ole täysin vertailukelpoisia vuosien 1995-98 lukujen kanssa.

Lähteet: Goskomstat, IMF, Minfin.

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 taloussuudistus 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.
Aleksei Tkatchenko **Pienyrittäjyys 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 Aleksei 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 **Taloussintegraatio 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.