



Idäntalouksien katsauksia

Review of Economies in Transition

1995 • No. 7

14.11.1995

Julkaistu uudelleen 2002

Seija Lainela

Baltian maiden omat valuutat ja talouden
vakautus - pienten maiden suuri menestys

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.

Baltian maiden omat valuutat ja talouden vakautus – pienten maiden suuri menestys

Baltian maat irtautuivat Venäjän ruplasta vuonna 1992, vuosi poliittisen itsenäistymisensä jälkeen. Aluksi riitti ulkomaisia epäilijöitä, jotka eivät uskoneet pienten maiden rahayksiköiden tulevaisuuteen. Baltian maat ovat kuitenkin menestyneet omien valuuttojen vakiinnuttamisessa erittäin hyvin. Menestys on perustunut kaikissa maissa noudatettuun onnistuneeseen makrotaloudelliseen vakautukseen. Inflaatio on viimeisten parin vuoden aikana saatu kireällä raha- ja finanssipolitiikalla alenemaan huomattavasti vuoden 1992 noin 1000 prosentin tasosta, joskin hintojen nousu on vieläkin nopeaa länsimaihin verrattuna.

Omien valuuttojen käyttöönoton yhteydessä Baltian maiden oli päätettävä, millaista raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa ne alkavat noudattaa. Alussa Baltian maiden ratkaisut olivat keskenään erilaisia, mutta kun lähes kolme vuotta on kulunut, maiden raha- ja valuuttakurssipoliittiset peruslinjat ovat nykyään hyvin lähellä toisiaan.

Baltian maiden talouspolitiikan onnistumisesta kertoo se, että maiden valuutat ovat koko olemassaolonsa ajan (Liettuan alkuvaikeuksia lukuunottamatta) olleet vakaimpia Euroopassa. Baltian maat ovat myös ensimmäisinä entisten sosialististen maiden joukossa saattaneet voimaan valuuttojensa täyden vaihdettavuuden.

Tässä artikkelissa tarkastellaan Baltian maiden omien valuuttojen vakiinnuttamisen onnistumista ja rahapolitiikan saavutuksia. Näitä kysymyksiä selvitetään mm. korkotason ja inflaatiovauhdin sekä valuuttavarannon kehityksen avulla. Yleisesti ottaen kaikki Baltian maat ovat onnistuneet vakautuspolitiikassaan. Maiden välillä on kuitenkin ollut eroja siinä, millä keinoin tavoitteet on saavutettu. Kun Baltian maiden taloudelliset lähtökohtatilanteet ovat olleet hyvin samankaltaisia, maiden keskinäinen vertailu antaa mahdollisuuden eri politiikkavalintojen arviointiin.¹

¹ Ks. Hansson - Sachs 1994, Lainela - Sutela 1994, Sutela 1995.

1 Ensimmäinen saavutus: omat rahat vakiinnuttavat asemansa

Kun Baltian maat vuonna 1992 irtosivat Venäjän ruplasta ja ottivat käyttöön omat rahayksikkönsä, maiden taloudet olivat vaikeassa tilanteessa ja rahapolitiikkaa hoitavat instituutiot vielä kehittymättömiä. Inflaatio oli 12 kuukauden muutoksella mitattuna vuoden lopussa Virossa ja Latviassa noin 950 prosenttia ja Liettuaassa lähes 1200 prosenttia. Vuodesta 1990 lähtien supistunut bruttokansantuote väheni Virossa 17 prosenttia, Latviassa 34 prosenttia ja Liettuaassa 38 prosenttia vuonna 1992. Taloudellinen toimintaympäristö asetti siten suuria haasteita itsenäiselle talouspolitiikalle, jonka omien valuuttojen käyttöönotto teki mahdolliseksi.

Irtoaminen ruplasta ja omien rahojen käyttöönotto sujui kaikissa Baltian maissa hyvin, vaikka menetelmät olivat erilaisia. Virossa vaihdettiin kesäkuussa muutaman päivän aikana koko kierrossa ollut ruplakanta kruunuiksi, joista tuli heti ainoita sallittuja maksuvälineitä. Latviassa samoin kuin Liettuaassa otettiin aluksi käyttöön väliaikainen rahayksikkö, koska lopulliset rahat eivät vielä olleet valmiina. Latvia oli alkanut laskea väliaikaista valuuttaansa liikkeelle toukokuussa ja se keräsi ruplat kierrosta vähitellen kolmen kuukauden kuluessa. Toisin kuin Virossa, Latviassa ja Liettuaassa ei rajoitettu kansallisiin valuuttoihin vaihdettavien ruplien määrää. Latvia pystyi tekemään asteittaisen rahanvaihdon onnistuneesti ilmeisesti siksi, että ulkopuolisten usko uuteen valuuttaan oli vähäinen, eikä maahan tuotu ulkopuolelta ruplia uuteen rahaan vaihtamista varten. Liettua, joka myös oli alkanut toukokuussa vähitellen laskea väliaikaista kansallista rahaa liikkeelle, joutui kiireesti syyskuussa korvaamaan ruplat kansallisella valuutalla, sillä ilmeisesti Viron ja Latvian uusien valuuttojen menestyksen seurauksena Liettuaan oli alkanut vaihtoa varten virrata runsaasti ruplia lähinnä Ukrainasta. Vaarana oli, että ne olisivat romahduttaneet oman rahayksikön arvon. Lopulliset kansalliset valuuttansa, latin ja litin, Latvia ja Liettua ottivat käyttöön vuonna 1993.²

Oman rahan käyttöönoton onnistumista eli väestön luottamusta omaan rahaan voidaan arvioida sen perusteella, kuinka suuri osuus maan laillisella maksuvälineellä on kierrossa olevasta rahasta. Tässä suhteessa Baltian maiden perusasetelmissa on eroja. Latvia on koko ajan sallinut myös ulkomaisten valuuttojen käytön kotimaisissa maksuissa toisin kuin Viro ja Liettua.

Perintönä Neuvostoliiton ajalta ulkomaisten valuuttojen osuus kierrossa olevasta käteisrahasta oli ilmeisesti melko suuri Baltian maissa niiden irrotessa ruplavyöhykkeestä. Tarkkoja arvioita ei kuitenkaan ole olemassa. Erityisesti Virossa, jolla jo tuolloin oli läheiset suhteet Suomeen, ulkomaisten valuuttojen, mm. Suomen markan osuus lienee ollut huomattava. Baltian mailla oli siten edessään vaativa tehtävä, kun ne pyrkivät uusilla valuutoillaan syrjäyttämään muut kierrossa olleet rahat. Viron menestys on yksiselitteisintä, sillä siellä oman kansallisen valuutan asema vakiintui välittömästi. Valtaosa transaktioista hoidetaan nykyään Virossa kruunuina. Eräissä poikkeustapauksissa, jotka liittyvät lähinnä välityskauppaan ulkomaille, maksut suoritetaan joskus dollareina. Varsinaisesta valuuttasubstituutiosta ei näissä tapauksissa ole kysymys.

² Baltian maiden omien rahojen käyttöönotosta ks. tarkemmin Hansson (1992), Hansson (1993), Lainela - Sutela (1993).

Viron esimerkki osoittaa oman valuutan merkityksen paitsi itsenäisen talouspolitiikan mahdollistajana myös kansallisen itsenäisyyden symbolina. Oma valuutta oli Virossa yksi ensimmäisistä itsenäisyyden ajan talouspolitiikan konkreettisista saavutuksista. Se toimi tärkeänä kannustimena väestölle talouden vaikean siirtymäkauden alussa.

Latvian ja Liettuan osalta on vaikea saada tietoja ulkomaisten valuuttojen osuudesta kierrosta olevasta rahasta. Selvää on, että niiden käyttö on huomattavasti Viroa yleisempää. Latvian ja Liettuan asteittainen oman valuutan käyttöönotto on ainakin alussa saattanut vaikuttaa siihen, että oma raha ei saavuttanut yhtä vankkaa asemaa kuin Virossa.

Latvian keskuspankin epävirallisten arvioiden mukaan vuoden 1994 alkupuolella niinkin suuri osa kuin kolmannes kaikesta kierrossa olevasta rahasta oli ulkomaisia valuuttoja. Osuus on kuitenkin alentunut, sillä keskuspankki arvioi ulkomaisien valuuttojen muodostaneen vuotta aiemmin noin puolet kierrossa olleesta rahasta. Viime vuoden lopussa pankkien lainanannosta 60 % tapahtui ulkomaisissa valuutoissa (Latvijas Banka 1994). Ulkomaisten valuuttojen suuri osuus Latviassa selittyy osittain sillä, että niiden kiertoa ei oman rahan käyttöönoton yhteydessä pyritty rajoittamaan, ja Neuvostoliiton ajan käytäntö saattoi jatkua muuttumattomana. Latvian keskuspankin liberaalin politiikan mukaista on lisäksi antaa eri valuuttojen kilpailla vapaasti markkinoilla.

Ulkomaisten valuuttojen käyttö ei Latviassa kerro varsinaisesta epäluottamuksesta kansallista valuutaa kohtaan. Esimerkiksi valuuttavarannon nopea kasvu osoittaa päinvastaista. Latviasta on kehittymässä IVY-alueen valuuttakeskus, mikä vaikuttaa osaltaan muiden valuuttojen käytön yleisyyteen maassa.

Liettua on Viron tavoin kieltänyt ulkomaisten valuuttojen käytön maan sisällä. On luultavaa, että etenkin yritysten välisessä maksuliikenteessä kuitenkin käytetään jossakin määrin ulkomaanvaluuttoja. Liettuaassa luottamus kansalliseen valuuttaan saattaa olla jonkin verran heikompi kuin muualla Baltiassa. Syynä tähän ovat talouden siirtymäpolitiikan epävarmemmat linjaukset ja poliittiset kiistat koskien keskuspankin harjoittamaa rahapolitiikkaa. Toisaalta Liettuan melko tasaisesti kasvanut valuuttavaranto kertoo luottamuksesta kansalliseen valuuttaan.

2 Toinen saavutus: omaperäiset rahapoliittiset ratkaisut toimivat

Talouspolitiikan yksi ensisijaisia tehtäviä markkinatalouteen siirtymisen aikana on hintojen nousun hillintä. Kun hintoja aletaan vapauttaa aiemmasta sääntelystä ja hintasuhteet sopeutuvat maailmanmarkkinoilla vallitseviin, uhkana on yleensä nopea inflaatio. Inflaation taltuttaminen luo vakaan taloudellisen toimintaympäristön, joka mahdollistaa rakennemuutosten toteuttamisen ja investointien elpymisen. Kireä raha- ja finanssipoliittikka ovat tällöin talouden vakautuksen perusta, jota valuuttakurssipoliittikka tukee.

Baltian maiden tapauksessa sekä kiinteä että kelluva kurssijärjestelmä ovat olleet yhtä toimivia vakautuksen kannalta. Ensisijaista on ollut se, että raha- ja finanssipoliittikka ovat olleet tiukasti hallinnassa. Kiinteän valuuttakurssin järjestelmää pidetään vaativampana mutta myös tehokkaampana kuin kelluvien kurssien järjestelmää (ks. esim. Sahay - Végh 1995). Erityisesti entisten suunnitelmatalousmaiden kehittymättömissä talouksissa kiinteä valuuttakurssi toimii rahamääräisiä suureita selkeämpänä ankkurina kireälle raha- ja finanssipoliittikalle. Kiinteän valuuttakurssin ylläpitämiseen tarvitaan kuitenkin keskuspankin riittävä valuuttavaranto. Sen olemassaolo ei ollut itsestään selvä asia Baltian maiden itsenäisyyden alkuvaiheessa.

Kaikki Baltian maat ovat lopulta päätyneet kiinteän valuuttakurssin järjestelmään. Viro valitsi sen alusta lähtien, ja edelleen on voimassa vuoden 1992 kesällä rahauudistuksen yhteydessä kiinnitetty kurssi 1 DEM = 8 EEK. Viron ratkaisu rahapolitiikan hoitamiseksi vaikeassa taloudellisessa tilanteessa ja kehittymättömässä ympäristössä oli lakiin perustuvan *currency boardin* eli *valuuttakomiteajärjestelmän* käyttöönotto. Järjestelmässä kaikella kotimaassa kierrossa olevalla rahalla on täysimääräinen kate keskuspankin valuuttavarannossa. Kierrossa olevan rahan määrä muuttuu vain valuuttavarannon muutosten myötä, eikä keskuspankin rahapolitiikkaa tarvita periaatteessa ollenkaan. Keskuspankki on sitoutunut vaihtamaan kiinteään kurssiin kaiken sille tarjotun kotimaisen rahan Saksan markoiksi, joka valittiin varantovaluutaksi. Tämä automaattisesti toimiva järjestelmä on vapauttanut Viron keskuspankin poliittisista paineista inflatoriseen rahoitukseen ja devalvointiin. Se on myös luonut edellytyksiä kireän talouspolitiikan harjoittamiselle. Lakiin perustuva järjestelmä on osaltaan auttanut luottamuksen rakentamisessa talouspoliittista linjaa ja uutta valuuttaa kohtaan.

Koska Viro otti käyttöön kiinteän valuuttakurssin heti ruplasta irtauduttuaan, oli ensimmäisenä tehtävänä kurssitason valinta. Kruunun kurssi Saksan markkaan nähden otettiin ruplan kautta tuolloisesta Saksan markan markkinakurssista, joka muodostui valuuttapörsseissä. Koska valuuttojen tarjonta pörsseissä oli niukkaa ja niiden kysyntä suuri, muodostui kurssista vahvasti aliarvostettu.

Latvian lähestymistapa oli alunperin päinvastainen kuin Viron. Latvia valitsi kelluvan valuuttakurssin järjestelmän, joskin keskuspankki ohjaili interventioillaan aktiivisesti kurssia. Kesästä 1992 kevääseen 1994 lati vahvistui noin 40 % dollariin nähden. Keväällä 1994 Latvian keskuspankki kiinnitti latin epävirallisesti SDR:ään, jota se on seurannut siitä lähtien. Kurssi on 1 LVL = 0.8 SDR. Hyvin itsenäisellä keskuspankilla on ollut Latvian rahayksikön vakiinnuttamisessa tärkeä rooli. Keskuspankki on noudattanut kireää rahapolitiikkaa ajoittain ankarastakin ulkopuolista painostuksesta huolimatta.

Myös Liettua valitsi aluksi perinteisen rahapolitiikan ja kelluvan valuuttakurssijärjestelmän. Liettua ei kuitenkaan alkuvaiheessa pystynyt noudattamaan riittävän kireää rahapolitiikkaa. Kesästä 1992 seuraavaan kevääseen maan rahayksikön ulkoinen arvo putosi kahdella kolmanneksella. Valuutan arvon romahduksen jälkeen rahapolitiikkaa saatiin kiristettyä keväällä 1993, ja kireä linja on jatkunut siitä lähtien. Seurauksena valuutan arvo alkoi kohota tasaisesti. Huhtikuussa 1994 Liettuan liti sidottiin dollariin suhteessa 1 USD = 4 LTL. Tämä oli yhteydessä Liettuassa tuolloin käyttöön otettuun currency board -järjestelmään, jonka avulla pyrittiin takaamaan kireän rahapolitiikan noudattaminen jatkossakin kovista poliittisista paineista huolimatta.

Latviassa ja Liettuassa aluksi noudatettu valuutan kellutus helpotti kiinteän kurssitason valintaa. Kellutuksen aikana maat myös kasvattivat valuuttavarantoaan, joka alussa olisi ollut riittämätön kiinteätä kurssia varten. Latviassa keskuspankin politiikkana oli vuonna 1994 tapahtuneeseen kurssin kiinnittämiseen asti antaa alunpitäen aliarvostetun valuuttakurssin vahvistua lähemmäs ostovoimapariteettiaan. Näin kotimaisten hintojen lähentyminen maailmanmarkkinahintoihin saattoi tapahtua enemmän valuuttakurssin kuin hintojen nousun kautta. Latviassa inflaatio olikin Baltian maista hitainta. Samoin kuin Virossa myös Latviassa ja Liettuassa valuuttakurssit kiinnitettiin ostovoimapariteettiaan alemmalle tasolle, kun maat siirtyivät kiinteän kurssin järjestelmään.

Rahapolitiikan harjoittamista Baltian maissa haittaa rahoitusmarkkinoiden ja markkinainstrumenttien kehittymättömyys. Rahoitusmarkkinat ovat kuitenkin nopeasti kehitymässä, ja pisimmälle on ehditty Virossa. Viron ja Liettuan currency board -järjestelmät asettavat rahan tarjonnalle ylärajan, jonka puitteissa keskuspankki voi harjoittaa rahapolitiikkaa. Huolimatta rahoitusinstrumenttien ja markkinoiden kehittymättömyydestä Baltian maat käyttävät rahapolitiikassaan epäsuoria instrumentteja suorien säännösten ja rajoitusten sijasta.

Baltian maiden transitiopolitiikalle monilla talouden aloilla erityisesti Virossa ja Latviassa on tunnusomaista liberalismi ja markkinoiden toimintaan nojautuminen mieluummin kuin väliaikaiseen hallinnolliseen sääntelyyn käyttö. Tämä näkyy mm. raha- valuuttakurssipolitiikassa. Baltian maat saattoivat ensimmäisinä siirtymätalouden valuuttansa täysin vaihdettavaksi. Latvian valuutta on ollut vaihdettava alusta lähtien ja Viro poisti viimeiset pääomaliikkeitä koskevat rajoitukset vuoden 1994 keväällä. Ainoastaan Liettuassa on vielä voimassa joitakin lähinnä ulkomaista lainanottoa koskevia rajoituksia. Huolimatta vapaasta pääomien liikkuvuudesta Baltian maat eivät ole kärsineet pääomapaosta, vaan päin vastoin maihin on virrannut runsaasti ulkomaisia pääomia.

Yhtenä osatekijänä Baltian maiden onnistuneessa siirtymisessä markkinatalouteen on ollut ulkomaankaupan laaja vapauttaminen. Se on yhdessä valuutan vaihdettavuuden ja hintasääntelyn lyhyessä ajassa tapahtuneen purkamisen kanssa nopeasti luonut kilpailua kotimaan markkinoille ja edistänyt hintasuhteiden sopeutumista. Erityisesti Viron ulkomaankauppajärjestelmä on yksi maailman liberaaleimmista. Virossa ei kanneta käytännössä ollenkaan tuontitulleja joitakin ylellisyystavaroiksi katsottavia tuotteita lukuunottamatta.

3 Kolmas saavutus: kireä finanssipolitiikka jatkuu

Baltian maat ovat kaikki noudattaneet erittäin kireää finanssipolitiikkaa siitä lähtien kun ne vuonna 1991 erosivat Neuvostoliiton budjettijärjestelmästä. Vuoteen 1993 asti maiden budjetit olivat ylijäämäisiä. Latviassa ja Liettuaassa budjetit kääntyivät vajeellisiksi seuraavana vuonna, mutta vajeet ilmeisesti mahtuivat IMF:n kanssa sovituisissa vakautusohjelmissa asetettuihin puitteisiin. Viron budjetti oli edelleen jonkin verran ylijäämäinen vuonna 1994.

Baltian maissa harjoitettu kireä rahapolitiikka rajoittaa finanssipolitiikkaa. Virossa ja Liettuaassa noudatettavassa currency board -järjestelmässä on lailla kielletty keskuspankkia rahoittamasta budjettialijäämiä, ja Latviassa laki mahdollistaa keskuspankin budjettirahoituksen vain poikkeustapauksissa tapahtuvana lyhytaikaisena lainanantona. Tämä rajoittaa budjettialijäämien kasvua. Ne on rahoitettava joko kotimaisilta vielä kehittymättömiltä rahoitusmarkkinoilta tai ulkomailta, josta rahoitusta voi käytännössä saada vain kansainvälisiltä rahoituslaitoksilta.

Kireä budjettipolitiikka on merkinnyt menojen jyrkkää supistamista. Yksi merkittävä alue ovat olleet yrityksille maksettavat tuet, joita Baltian maat ovat karsineet huomattavasti. Viro on lopettanut kokonaan budjetista maksettavat yritystuet ja maataloutta tuetaan pääosin vain korkotukilainoin. Myös Latvia ja Liettua ovat suurelta osin lopettaneet yritystuet, mutta maataloudelle maksetaan tukia edelleen. Tukien karsimisen seurauksena valtionyrityksiltä on poistettu ns. pehmeä budjettirajoite ja niiden on tultava toimeen markkinoilla samoilla ehdoilla kuin yksityisten yritysten. Kireällä finanssipolitiikalla on siten nopeutettu yrityssektorin rakennemuutoksia. Valtionyritysten käyttäytymisen muutos on erityisen selvästi nähtävissä Virossa. Siellä currency board -järjestelmän jäykät institutionaaliset puitteet ovat tuoneet uskottavuutta valtion kireän politiikan jatkumiselle myös tulevaisuudessa. Viro on lisäksi käyttänyt aktiivisesti konkurssseja vaikeuksiin joutuneiden valtionyritysten sulkemisessa.

Budjetin menojen karsinta rajoittaa myös sosiaalisektorin ja julkisten palveluiden kehittämistä. Tämä tuntuu erityisesti eläkeläisten ja julkisella sektorilla mm. terveydenhuollossa ja opetustoimessa työskentelevien elintasossa. Tällä on vaikutuksensa talouspolitiikan suosioon, mikä tuli ilmi Viron parlamenttivaaleissa viime maaliskuussa. Tuolloin radikaalia reformipolitiikkaa ajaneet puolueet kärsivät tappion ja maltilliset puolueet saivat parlamentissa enemmistön. Ohjelmissaan ne korostavat sosiaalisektorin kehityksen tärkeyttä. Nähtäväksi jää, kuinka suuria muutoksia Viron talouspolitiikkaan on tulossa, sillä vaalien voittajat ovat joka tapauksessa sitoutuneet reformipolitiikan jatkamiseen.

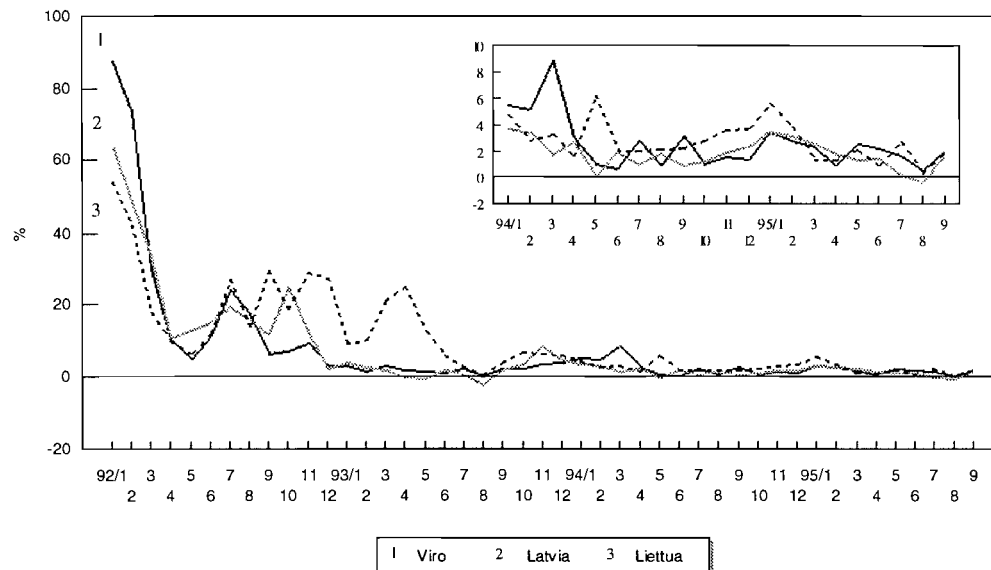
Kaikissa Baltian maissa budjettien tulopuoli kärsii veronkannon vaikeuksista, koska toimivaa verotusjärjestelmää ei vielä ole saatu rakennettua. Verojen kiertoa tapahtuu erityisesti yrityssektorilla. Verotuksen ulkopuolella toimivan harmaan talouden osuuden arvioidaan Virossa olevan 25-30 prosenttia BKT:sta, ja tilanne lienee vähintään samanlainen Latviassa ja Liettuaassa.

4 Talouden vakautus etenee

4.1 Inflaatio hidastunut

Baltian maiden rahapolitiikan onnistuminen näkyy selvästi siinä, että maat pystyivät katkaisemaan nopeasti hintojen vapautusta seuranneen korkean inflaation vaiheen. Kuviossa 1 on esitetty Baltian maiden kuukausi-inflaatio vuodesta 1992 lähtien. Viro ja Latvia saivat heti vuonna 1993 inflaationsa laskettua 35 prosentin vuositasolle. Liettuassa hitaammin tapahtunut rahapoliittisen linjan kiristys toi inflaation muiden Baltian maiden tasolle vasta seuraavana vuonna. Virossa inflaatio kiihtyi kuitenkin jälleen vuonna 1994. Kahdentoista kuukauden inflaatio oli vuoden 1994 lopussa Virossa 42 prosenttia ja Latviassa 26 prosenttia. Liettuan 45 prosentin inflaatio oli edelleen Baltian maiden nopeinta.

Kuvio 1. **Kuluttajahintaindeksin muutos edelliseen kuukauteen verrattuna, %**



Kaikille siirtymätalousmaille on yhteistä, että inflaatio jää suhteellisen korkealle tasolle vielä muutamiksi vuosiksi vakautuksen aloittamisen jälkeenkin. Keski- ja Itä-Euroopan maista (KIE-maat) parhaiten inflaation alentamisessa on onnistunut Tshekki, jonka inflaatio viime vuonna oli 10 prosenttia. Esimerkiksi Unkarissa inflaatio oli viime vuonna 21 prosenttia ja Puolassa 30 prosenttia. Kun otetaan huomioon, että Baltian maat aloittivat siirtymän markkinatalouteen 1-2 vuotta Keski- ja Itä-Euroopan maita myöhemmin, ovat Baltian maiden saavutukset hyvinkin linjassa KIE-maiden kanssa.

Sytä edelleen nopeana pysyttelevään inflaatioon on useita. Vaikka Baltian maat vapauttivat pääosan hinnoista vuoteen 1993 mennessä, säännöstellyiksi jäivät vielä mm. energia ja kunnallispalvelut kuten julkinen liikenne, joiden hinnat olivat

todellisiin kustannuksiin nähden hyvin alhaisia. Näiden hintojen asteittaiset korotukset jatkuvat edelleen.

Myös erot tuottavuuden kasvussa talouden avoimella ja suljetulla sektorilla ja suljetun sektorin avointa nopeampi hintojen nousu voivat ylläpitää korkeampaa inflaatiota Baltian maissa vielä jonkin aikaa. Inflaatioon vaikuttaa myös edelleen jatkuva hintojen sopeutuminen maailmanmarkkinoilla vallitseviin hintasuhteisiin.

Neljäs inflaatiota ylläpitävä tekijä ovat aliarvostetut valuuttakurssit. Tämä on tyypillistä entisille suunnitelmatalousmaille talouden siirtymäprosessin alkuvaiheessa. Aliarvostetun kurssin avulla kannustetaan vientiä, jonka suuntaaminen länteen ja kasvattaminen on tärkeää.

Vaikka Baltian maiden reaaliset valuuttakurssit ovat jatkuvasti kohonneet inflaation myötä, ovat ne edelleen tasapainotason alapuolella. Viitteitä kurssien aliarvostuksesta voi saada vertaamalla Baltian maiden dollareissa ilmaistuja kuukausikeskipalkkoja ja kuukausikeskipalkkaa esimerkiksi Puolassa. Toistaiseksi Puolan keskipalkka on korkeampi kuin Baltiassa, vaikka ero on jatkuvasti kaventunut. Viime vuoden lopussa keskipalkka oli Latviassa 180 dollaria, Virossa 140 dollaria ja Liettuassa 120 dollaria. Puolassa teollisuustyöntekijän keskipalkka oli viime vuoden lopulla noin 270 dollaria.

Inflaation nopeutuminen Virossa vuonna 1994 ei välttämättä kerro vakautuspolitiikan joutumisesta vaikeuksiin. Kehitys johtui ilmeisesti suurelta osin säännöstelyjen hintojen nostamisesta. Viro on muita Baltian maita nopeammin vähentänyt budjetista väestölle maksettavia tukia ja nostanut mm. kunnallispalveluiden hintoja (Eesti Pank 1994). Latvian ja Liettuan osalta saattaa siten vielä olla odotettavissa vastaavia inflaatiohuippuja, mikäli ne aikovat vapauttaa säännöstelyjä hintoja Viron tavoin.

4.2 Korot laskevat

Toisena Baltian maiden talouspolitiikan menestyksestä kertovana osoittimena on korkojen lasku. Muun muassa suhteellisen nopeana jatkuneen inflaation ja rahoitusjärjestelmän suurten riskien vuoksi nimelliskorot ovat Baltian maissa edelleen korkeita, mutta ne ovat kuitenkin alentuneet tasaisesti. Korkojen alenemiseen ovat syynä paitsi inflaation hidastuminen myös luottamuksen kasvaminen talouspolitiikkaa ja valuutan vakautta kohtaan. Pankkisektorin toiminnan kehitys ja paraneva pankkivalvonta ovat ilmeisesti osaltaan lisänneet luottamusta rahoitusmarkkinoilla ja pienentäneet pankkien ja lainanottajien riskeistä johtuvia korkolisiä. Rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyyden vuoksi pankkien väliset korkoerot ovat kuitenkin edelleen suuria, jopa useita kymmeniä prosenttiyksiköitä erityisesti Latviassa ja Liettuassa. Myös otto- ja antolainauskorkojen väliset erot ovat huomattavia.

Liettuassa antolainauksen nimelliskorot alentuivat viime vuonna yli 60 prosenttia ja Latviassakin maturiteetista riippuen enimmillään 50 prosenttia heijastaen inflaation hidastumista ja ehkä myös kiinteän kurssipolitiikan (ja Liettuassa currency board -järjestelmän) kasvattamaa talouspolitiikan uskottavuutta. Myös Virossa korot laskivat jonkin verran huolimatta inflaation kiihtymisestä ja aiheuttivat reaalikorkojen kääntymisen negatiivisiksi (Eesti Pank 1995a). Liettuassakin reaali-korot olivat negatiivisia vuoden lopulla.

Taulukossa 1 on esitetty muutamia keskikorkoja Baltian maissa viime vuoden lopulla. Huolimatta siitä, että inflaatio oli viime vuonna Virossa lähes yhtä nopeaa kuin Liettuassa, olivat Viron korot selvästi matalimpia Baltian maista. Tämä kertoo

Viron talouspolitiikan ja valuutan suuremmasta uskottavuudesta. Toisena korkoihin vaikuttavana tekijänä ovat rahoitussektorin riskit, jotka ovat Virossa Baltian maista pienimmät, sillä Viro on edennyt pisimmälle pankkivalvonnan ja rahoitusmarkkinoiden toiminnan kehittämisessä.

Latvian rahoitusmarkkinoille on jo pitkään ollut tyypillistä reaalikorkojen poikkeuksellinen korkeus, mikä voi viitata suurempaan talouspolitiikkaa koskevaan epävarmuuteen. Korkeita korkoja on selitetty myös Latvian keskeisellä asemalla Venäjän ja lännen kaupan välittäjänä. Tämän erittäin kannattavan liiketoiminnan rahoitus vaikuttaisi osaltaan korkojen korkeuteen.

Taulukko 1. **Korkoja**

Antolainauskorkoja

	Kotimaan valuutta		Vaihdettava ulkom. valuutta	
	< 1 v.	≥ 1 v.	< 1 v.	≥ 1 v.
Viro	23.1	17.5	5.4	13.7
Latvia	44.9	33.5	30.3	18.6
Liettua	30.9	22.1	36.2	17.6

Ottolainauskorkoja

	Kotimaan valuutta		Vaihdettava ulkom. valuutta	
	Avista	Määräaikaist.	Avista	Määräaikaist.
Viro	2.7	10.1	2.5	8.7
Latvia	6.7	18.8	5.7	16.4
Liettua	7.6	19.7	2.4	14.2

Lähde: Baltian maiden keskuspankit

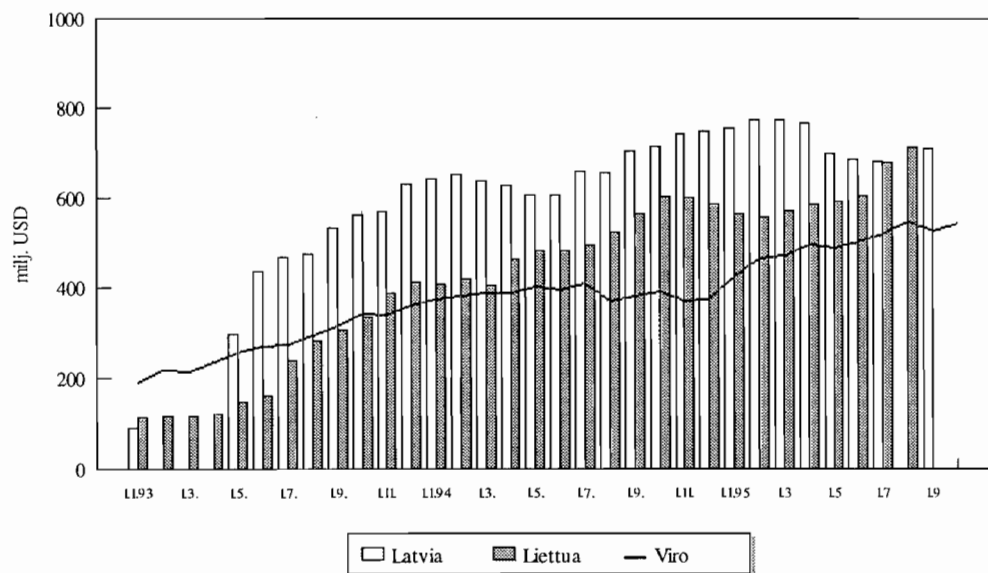
Taulukossa esitetyjen kansallisten valuuttojen ja vaihdettavien valuuttojen välisten korkoerojen voidaan tulkita osoittavan kansalliseen valuuttaan liittyviä inflaatio-odotuksia, jotka Viron ja Latvian osalta näkyvät selvästi. Liettuaissa ulkomaisen valuutan lyhytaikaisen antolainauksen korot eivät alentuneet viime vuonna yhtä nopeasti kuin litin korot ja ne olivat vuoden lopulla kotimaisia korkeampia.

Viro erottuu selvästi sekä Latviasta että Liettuasta alhaisten ulkomaanvaluutan korkojensa vuoksi. Tämä kertoo suuremmasta luottamuksesta Viroon mitä tulee poliittisiin riskeihin ja ulkomaisten sijoitusten turvaan.

4.3 Valuuttavarannot kasvavat

Baltian maiden valuuttavarannot ovat kasvaneet lyhyessä ajassa huomattavasti. Vuoden 1992 aikana Baltian maat saivat takaisin läntisiltä keskuspankeilta niihin ennen vuotta 1940 tallettamansa kullan. Se muodostaa niiden nykyisen valuuttavarannon perustan. Viron kultamäärä oli suurin, ja se mahdollisti kiinteän kurssijärjestelmän käyttöönoton välittömästi. Kuviossa 2 on esitetty Baltian maiden keskuspankkien hallussa olevien valuuttareservien kehitys. Tällä hetkellä Baltian maiden valuuttavarannot vastaavat 3 - 5 kuukauden tuonnin arvoa.

Kuvio 2. Kulta- ja vaihdettavavaluuttavaranto



Erityisesti Latvian valuuttavarannon kehitys on ollut nopeaa. Latvia on kehittämässä Riikaa Baltian alueen rahoituskeskukseksi, ja siitä on myös muodostunut tärkeä IVY-valuuttojen markkinapaikka. Latvian korkeat korot ja liberaalit pankkisäännökset ovat tehneet siitä houkuttelevan sijoituskohteen mm. venäläiselle pääomalle. Latviaan on viime aikoina tullut siinä määrin ulkomaisia valuuttoja, että ongelmaksi on noussut niiden vaikutuksen neutralointi rahoitusmarkkinoilla. Keskuspankin mahdollisuudet ovat rajoitetut, sillä valuuttakurssi on kiinteä ja rahapolitiikan välineet ja rahoitusmarkkinat ovat vielä kehittymättömiä.

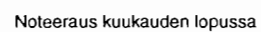
Viro johtaa Baltian maita ulkomaisten suorien sijoitusten määrässä. Vuonna 1994 Viroon tehtiin suoria sijoituksia 220 milj. dollarin arvosta (Eesti Pank 1995b). Henkeä kohden laskettuna Viro on saanut ulkomaisia sijoituksia Euroopan siirtymätalousmaista kolmanneksi eniten Unkarin ja Tshekin jälkeen. Tämä kertoo paitsi ulkomaisten investoijien luottamuksesta Viron talouteen myös Viron tiiviiden taloussuhteiden merkitystä erityisesti Suomen ja Ruotsin kanssa. Puolet sijoituksista on tullut näistä maista.

Latviaan tehtiin suoria sijoituksia viime vuonna noin 150 milj. dollarin ja Liettuaan arviolta vain alle 50 milj. dollarin arvosta (Ministry of Finance 1995,

Lietuvos Banko 1994). Liettuan ja Latvian taloudet koetaan ulkomailla ilmeisesti riskeiltään suuremmiksi kuin Viron talous. Yritysten toimintaympäristö, taloudellinen lainsäädäntö ja institutionaalinen perusta ovat Virossa Latviaa ja Liettuaa kehittyneemmät.

Ulkomaisten pääomien virtaus Baltian maihin näkyy myös Latvian ja Liettuan valuuttakurssien kehityksessä ennen niiden kiinnittämistä. Kuviosta 3 näkyy Latvian latin ja Liettuan litin voimakas vahvistuminen vuonna 1993.

US-dollarin myyntikurssit Baltian maissa



5 Lopuksi

Baltian maat ovat kaikki menestyneet vakautuspolitiikassaan toistaiseksi hyvin, vaikkakin Liettua näyttää etenevän hieman muita maita hitaammin. Maat ovat saavuttaneet samanlaiset tulokset jossakin määrin erilaisin keinoin. Viro vakautti taloutensa currency boardin ja kiinteän valuuttakurssin avulla, kun taas Latvia ja Liettua pääsivät samaan traditionaalisella rahapolitiikalla ja kelluvien kurssien järjestelmällä.

Baltian maista Viro näyttää menestyneen parhaiten valuuttansa vakiinnuttamisessa ja talouspolitiikan uskottavuuden saavuttamisessa, kun vertaillaan oman valuutan asemaa ja korkotasoa. Mahdollista on, että Viro olisi saavuttanut saman myös perinteisen keskuspankkijärjestelmän avulla. Latvia puolestaan on menestynyt maista parhaiten inflaation hidastamisessa. Latvian ja Liettuan kokemukset osoittavat keskuspankin itsenäisyyden tärkeyden talouden vakautuksessa. Liettuassa transitiopolitiikkaan sitoutumisessa on saattanut olla epävarmuutta, ja currency board -järjestelmään siirtyminen on voinut lisätä luottamusta vakautuksen jatkumiseen.

Toisaalta mikään lakiinkaan perustuva järjestelmä ei ole luotettava, ellei ole varmuutta lakien pysyvyydestä. Tässä suhteessa Viron ja Liettuan currency board -järjestelmien luotettavuus voi erota toisistaan, sillä Liettuan poliittinen tilanne ja talouspoliittiset linjaukset ovat epävakampia kuin Virossa.

Baltian maiden yhä melko nopea inflaatio asettaa niiden kiinteät valuuttakurssit kyseenalaisiksi ennemmin tai myöhemmin. Tuolloin kysymyksenä on, luopuvatko Viro ja Liettua samalla currency board -järjestelmästä. Virossa järjestelmästä luopuminen ei välttämättä aiheuta vakavia seurauksia, koska maan valuutta on jo vakiinnuttanut asemansa eikä talouspolitiikalla ole vakavia uskottavuusongelmia. Liettua sen sijaan voi tarvita currency boardin antamaa tukea kurssimuutoksen jälkeenkin, joskin järjestelmän uskottavuus on tuolloin aiempaa pienempi.

Kirjallisuus

Eesti Pank inflatsioonist (1994), mimeo.

Eesti Pank (1995a), **Ülevaade pangandusest**, 28.2.

Eesti Pank (1995b), Newsletter No. 18, April.

Hansson, A.H. (1992): **Transforming an Economy while Building a Nation**. Stockholm Institute of East European Economics, Working Paper No. 62, December.

Hansson, A.H. (1993) "The Estonian Kroon: Experiences of the First Year", The Centre for Economic Policy Research, **The Economics of New Currencies**.

Hansson, A.H. - Sachs J.D. (1994): **Monetary Institutions and Credible Stabilization: A Comparison of Experiences in the Baltics**, mimeo.

Lainela, S. - Sutela P. (1993): "Introducing New Currencies in the Baltic States", Bank of Finland, **Review of Economies in Transition**, No. 8.

Lainela S. - Sutela P. (1994): "The Comparative Efficiency of Baltic Monetary Reforms", Bank of Finland, **Review of Economies in Transition**, No. 10.

Latvijas Banka (1994), Monetary Review No. 4.

Lietuvos Banko Biuletenis (1994) No. 4.

Ministry of Finance of the Republic of Latvia (1995), Bulletin No. 1.

Sahay, R. - Végh, C. (1995) **Inflation and Stabilization in Transition Economies: A Comparison with Market Economies**, IMF Working Paper WP/95/8, January.

Sutela, P. (1995) **First Years of Economic Transition in the Baltics**, Bank of Finland Bulletin, Vol. 69, No. 2.

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 Janácková - 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.