

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

SEIJA LAINELA

Baltian maat irtautuivat Venäjän ruplasta vuonna 1992, vuosi poliittisen itsenäistymisensä jälkeen. Aluksi riitti ulkomaisia epäilijöitä, jotka eivät uskoneet pienien 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 toisiinsa.

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 arviointiin¹

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

Ensimmäinen saavutus: omat rahat va- kiinnuttavat asemansa

Kun Baltian maat vuonna 1992 irtosivat Venäjän ruplasta ja ottivat käyttöön omat rahayksikönsä, 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 Liettuassa lähes 1200 prosenttia. Vuodesta 1990 lähtien supistunut bruttokansantuote väheni Virossa 17 prosenttia, Latviassa 34 prosenttia ja Liettuassa 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 Liettuassa 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 Liettuassa 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 Latvi-

an 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 1993². 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 perusasetelmissä 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 vaatava 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.

Viron esimerkki osoittaa oman valuutan merkityksen paitsi itsenäisen talouspolitiikan

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

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 ulkomaisten valuuttojen muodostaneen vuotta aiemmin noin puolet kierrossa oleesta 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 valuuttaa 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 maksuli-

kenteessä kuitenkin käytetään jossakin määrin ulkomaanvaluuttoja. Liettuassa 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.

Toinen saavutus: omaperäiset rahapolitiittiset 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 finanssipolitiikka ovat tällöin talouden vakautuksen perusta, jota valuuttakursipolitiikka tukee.

Baltian maiden tapauksessa sekä kiinteä että kelluva kurssijärjestelmä ovat olleet yhtä toimivia vakautuksen kannalta. Ensisijaista on ollut se, että raha- ja finanssipolitiikka 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 finanssipolitiikalle. Kiinteän valuuttakurssin ylläpitämiseen tarvitaan kuitenkin keskuspankin riittävä valuuttavaranto. Sen olemassaolo ei ollut itsestään sel-

vä asia Baltian maiden itsenäisyyden alkuvaiheessa.

Kaikki Baltian maat ovat lopulta päätyneet kiinteään valuuttakurssin järjestelmään. Viro valitsi sen alusta lähtien, ja edelleen on voimassa vuoden 1992 kesällä rahuudistuksen 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 kieroissa 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 valuuttapörssissä. Koska valuuttojen tarjonta pörssissä 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 kurs-

sia. 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 ulkopuolisesta 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 ostovoi-
mapariteettiaan alemmalle tasolle, kun maat
siirtyivät kiinteän kurssin järjestelmään.

Rahapolitiikan harjoittamista Baltian maissa
haittaa rahoitusmarkkinoiden ja markki-
nainstrumenttien kehittymättömyys. Rahoitus-
markkinat ovat kuitenkin nopeasti kehittymäs-
sä, ja pisimmälle on ehditty Virossa. Viron ja
Liettuan currency board -järjestelmät asettavat
rahan tarjonnalle ylärajan, jonka puitteissa
keskuspankki voi harjoittaa rahapolitiikkaa.
Huolimatta rahoitusinstrumenttien ja markki-
noiden kehittymättömyydestä Baltian maat
käyttävät rahapolitiikassaan epäsuoria instru-
mentteja suorien säännösten ja rajoitusten si-
jasta.

Baltian maiden transiitopolitiikalle monilla
talouden aloilla erityisesti Virossa ja Latviassa
on tunnusomaista liberalismi ja markkinoiden
toimintaan nojautuminen mieluummin kuin vä-
liaikaisenaan hallinnollisen sääntelyn käyttö.
Tämä näkyy mm. raha- valuuttakurssipoliti-
kassa. Baltian maat saattoivat ensimmäisinä
siirtymätalousmaina valuuttansa täysin vaihdet-
tavaksi. Latvian valuutta on ollut vaihdettava
alusta lähtien ja Viro poisti viimeiset pääoma-
liikkeitä koskevat rajoitukset vuoden 1994 ke-
vällä. Ainoastaan Liettuassa on vielä voimas-
sa joitakin lähinnä ulkomaista lainanottoa kos-
kevia rajoituksia. Huolimatta vapaasta pääomi-
en liikkuvuudesta Baltian maat eivät ole kärsi-
neet pääomapaosta, vaan päin vastoin maihin
on virrannut runsaasti ulkomaisia pääomia.

Yhtenä osatekijänä Baltian maiden onnistu-
neessa siirtymisessä markkinatalouteen on ollut
ulkomaankaupan laaja vapauttaminen. Se on
yhdessä valuutan vaihdettavuuden ja hintasään-
telyn lyhyessä ajassa tapahtuneen purkamisen
kanssa nopeasti luonut kilpailua kotimaan
markkinoille ja edistänyt hintasuhteiden sopeu-
tumista. Erityisesti Viron ulkomaankauppajär-

jestelmä on yksi maailman liberaaleimmista.
Virossa ei kanneta käytännössä ollenkaan tuon-
titulleja joitakin ylellisyystavaroiksi katsottavia
tuotteita lukuunottamatta.

Kolmas saavutus: kireä finanssipoli- tiikka jatkuu

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

Baltian maissa harjoitettu kireä rahapolitiik-
ka rajoittaa finanssipolitiikkaa. Virossa ja Liet-
tuassa noudatettavassa currency board -järjes-
telmässä on lailla kielletty keskuspankkia rahoit-
tamasta budjettialijäämiä, ja Latviassa laki
mahdollistaa keskuspankin budjettirahoituksen
vain poikkeustapauksissa tapahtuvana lyhytai-
kaisena lainanantona. Tämä rajoittaa budjetti-
alijäämien kasvua. Ne on rahoitettava joko ko-
timaisilta vielä kehittymättömiltä rahoitus-
markkinoilta tai ulkomailta, josta rahoitusta voi
käytännössä saada vain kansainvälisiltä rahoit-
uslaitoksilta.

Kireä budjettipolitiikka on merkinnyt meno-
jen jyrkkää supistamista. Yksi merkittävä alue
ovat olleet yrityksille maksettavat tuet, joita
Baltian maat ovat karsineet huomattavasti. Vi-
ro on lopettanut kokonaan budjetista maksetta-
vat yritystuet ja maataloutta tuetaan pääosin
vain korkotukilainoin. Myös Latvia ja Liettua
ovat suurelta osin lopettaneet yritystuet, mutta
maataloudelle maksetaan tukia edelleen. Tuki-
en karsimisen seurauksena valtionyrityksiltä

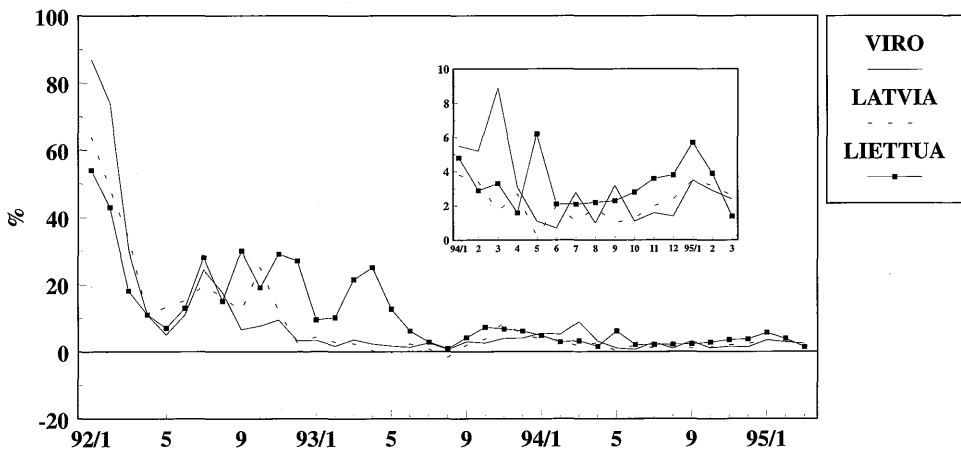
on poistettu ns. pehmeä budjettirajoite ja niiden on tultava toimeen markkinoilla samoilla ehdoilla kuin yksityisten yritysten. Kireällä finanssipolitiikalla on siten nopeutettu yrityssektorin rakennemuutoksia. Valtionyriyten käyttäytymisen muutos on erityisen selvästi nähtävissä Virossa. Siellä currency 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 opetustoimissa työskentelevien elintasossa. Tällä on vaikutuksensa talouspolitiikan suosiin, mikä tuli ilmi Viron parlamenttivaaleissa viime maaliskuussa. Tuolloin radikaalia refor-

mipolitiikkaa 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 Liettuassa.

Kuvio 1. Kuluttajahintaindeksin muutos edelliseen kuukauteen verrattuna



Talouden vakautus etenee

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. Liettuaassa 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.

Kaikille siirtymätalouksille on yhteistä, että inflaatio jää suhteellisen korkealle tasolle vielä muutamiksi vuosiksi vakautuksen aloittamisen jälkeenkin. Keski- ja Itä-Euroopan maita (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.

Syitä 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 suunnitelmatalouksille 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 Liettuaassa 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 säännösteltyjen 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 säännösteltyjä hintoja Viron tavoin.

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 korkolisää. Rahoitusmarkkinoiden kehittymättömyyden vuoksi pankkien väliset korkoerot

ovat kuitenkin edelleen suuria, jopa useita kymmeniä prosenttiyksiköitä erityisesti Latviassa ja Liettuaassa. Myös otto- ja antolainauskorkojen väliset erot ovat huomattavia.

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

Taulukossa 1 on esitetty muutamia keski-korkoja Baltian maissa viime vuoden lopulla.

Taulukko 1

	Antolainauskorkoja			
	Kotimaan valuutta		Vaihdettavat ulkom. valuutat	
	< 1 v.	≥ 1v.	< 1v.	≥ 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		Vaihdettavat ulkom. valuutat	
	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

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 reaalkorkojen 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.

Taulukossa esitettyjen kansallisten valuuttojen ja vaihdettavien valuuttojen välisten korkoerojen voidaan tulkita osoittavan kansalliseen valuuttaan liittyviä inflaatio-ödotuksia, jotka Viron ja Latvian osalta näkyvät selvästi. Liettuassa 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.

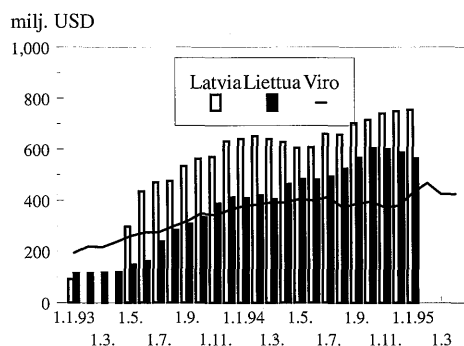
Valuuttavarannot kasvavat

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 ny-

kyisen valuuttavarannon perustan. Viron kulta-määrä 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.

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.

Kuvio 2 Kulta ja vaihdettava valuuttavaranto



Lähteet: Baltian maiden viranomaiset, Baltic News Service

Viro johtaa Baltian maita ulkomaisten suori-

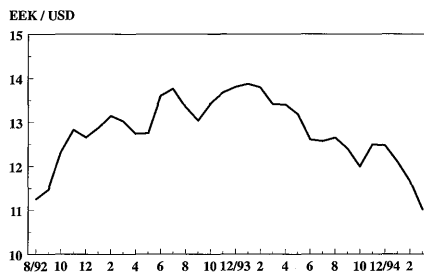
en sijoitusten määrässä. Vuonna 1994 Viroon tehtiin suoria sijoituksia 220 milj. dollarin arvosta (Eesti Pank 1995b). Henkeä kohden laskettuna Viro on saanut ulkomaisia sijoituksia Euroopan siirtymätalousmaista kolmanneksi eniten Unkarin ja Tshekin jälkeen. Tämä kertoo paitsi ulkomaisten investoijien 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.

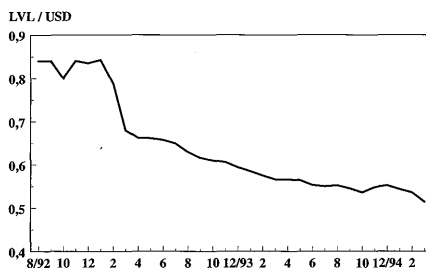
Ulkomaisten pääomien virtaus Baltian maihin näkyy myös Latvian ja Liettuan valuuttakurssien kehityksessä ennen niiden kiinnittämistä. Kuvioista 3 näkyy Latvian latin ja Liettuan litin voimakas vahvistuminen vuonna 1993.

Kuvio 3. US-dollarin myyntikurssit Baltian maissa

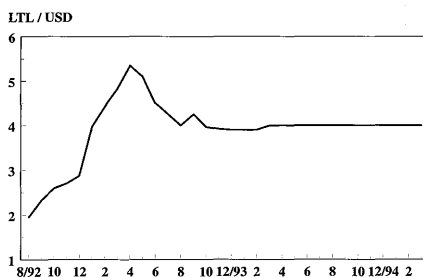
Viron keskuspankki



Latvian keskuspankki



Liettuan keskuspankki



Lähde: Äripäev, Baltic News Service

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 transiitopolitiikkaan 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 epävakaaampia 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 talouspolitiikka

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 Biuletėnis (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.