Artikkeleita

Baltian rahauudistukset*

SEIJA LAINELA ja PEKKA SUTELA

1. Baltian maat ottavat jälleen käyttöön omat valuutat

Baltian maat ottivat käyttöön uudet valuutat kesän ja syksyn 1992 aikana. Viro aloitti *kruunulla*, ja Latvia ja Liettua jättivät rupla-alueen hieman myöhemmin julistaessaan aikaisemmin Venäjän ruplan kanssa kiertäneet rinnakkaisvaluuttansa ainoiksi laillisiksi maksuvälineiksi. Nämä tilapäisrahat korvattiin myöhemmin varsinaisilla kansallisilla valuutoilla, Latvian *latilla* ja Liettuan *litillä*. Latin käyttöönotto alkoi maaliskuussa 1993 ja litin kesällä 1993. Tämä nähtiin ensi sijassa teknisenä toimena, joka merkitsi setelien vaihtoa ja hinta-asteikon muuttumista. Perusmuutos rahajärjestelmässä oli tapahtunut aikaisemmin, jätettäessä rupla-alue. Viron kokemus osoittaa kuitenkin, ettei varsinaisen kansallisen rahan käyttöönoton sosiaalipsykologista merkitystä pidä vähätellä. Uudet setelit ovat myös edellisiä vaikeammin väärennettävissä.

Baltian rahat eivät tietenkään ole siinä mielessä uusia, että kaikissa maissa oli itsenäisyyden aikana oma valuuttansa. Viron raha oli aluksi markka ja sittemmin kruunu, Latvian lati ja Liettuan liti.

Kansallisen valuutan käyttöönotolle on entisissä rupla-alueen maissa useita päteviä perusteita (esimerkiksi *Fieleke* 1993 ja *Hansson* 1993). Kansallinen valuutta tekee mahdolliseksi aiempaa itsenäisemmän talouspolitiikan. Samalla se korostaa päätöksentekijöiden vastuuta taloudellisesta kehityksestä. Lisäksi on perusteetonta pitää rupla-aluetta optimaalisena valuutta-alueena. Valtioiden voimavaraperustat, todennäköiset ulkoiset shokit, instituutiot ja poliittiset tavoitteet vaihtelevat suuresti. Useiden rahojen olemassaolo on siksi luonnollisempi järjestely kuin rupla-alue oli. Nopea arvonlasku on puolestaan tehnyt tarpeelliseksi suojautua ruplan kriisiltä. Varsinkin vuoden 1992 alkukuukausina rupla-alue kärsi samaan aikaan sekä tiliruplien liikatarjonnasta että käteisruplien puutteesta. Rinnakkaisvaluuttojen käyttöönottoa perusteltiin siksi maksuvälineiden puutteella. Vaarana oli, että ilman virallisten valuuttojen käyttöönottoa kiertoon olisi ilmaantunut alueellisia tai yrityskohtaisia maksuvälineitä. Tämä olisi hankaloittanut talouspolitiikkaa merkittävästi. Kansallisen valuutan olemassaolo antaa mahdollisuuden myös seigniorage-tuloon.

Tällaisten taloudellisten perusteiden ohella Baltian valuuttoja tarkasteltiin myös laveammassa katsannossa. Kansallisella valuutalla on

* Tämä artikkeli perustuu julkaisuihin Lainela ja Sutela (1994) ja Lainela (1993) ja on ilmestynyt englanniksi Suomen Pankin idäntalouksien yksikön julkaisussa Review of Economies in Transition.

suuri symbolimerkitys. Baltian maiden innostus omiin rahoihin on ymmärrettävä ja kunnioitettava myös tältä kannalta. Vaikuttaa ilmeiseltä, että Viron ja Latvian kaltaisissa maissa, joissa vakauttamispolitiikka on osoittautunut äänestyskäyttäytymisen kannalta suosituksi, kansallinen väestö on ollut valmis hyväksymään tiukempaa politiikkaa oman valuutan puolustamisen perusteella kuin olisi ollut mahdollista toisenlaisen rahataloudellisen järjestelyn puitteissa. Kansallistunteella – näennäisesti talouspolitiikan kannalta irrelevantilla tekijällä – on siten voinut olla suuri merkitys sen laventamiseksi, mitä politiikassa voidaan pitää mahdotdollisena.[1]

Ulkopuolinen ymmärrys Baltian maiden rahataloudellisille pyrkimyksille ei ollut vuonna 1992 täydellinen. Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) ja Euroopan yhteisön ymmärretään kannustaneen Baltian maita harkintaan ennen valuuttojen käyttöönottoa. Baltian maissa tämä ymmärrettiin yleisesti, vaikkakin virheellisesti, periaatteellisena uusien valuuttojen vastustuksena. *Hansson* ja *Sachs* (1992) väittävät, että IMF "pyrki ensin viivästyttämään Viron rahan käyttöönottoa väittäen, ettei maa ollut vielä valmis siihen". Vasta nähtyään, että maan viranomaiset "olivat etenemässä omin voimin", IMF "antoi heille jonkin verran viime hetken teknistä apua". Heidän pitäisi tietää, mistä kirjoittavat, koska Hansson oli kruunun käyttöönoton aikaan yksi kolmimiehisen Rahauudistustoimikunnan jäsenistä.

IMF on kuitenkin vastustanut tätä tulkintaa voimakkaasti (*Odling-Smee* 1992). IMF ei pyri kieltämään – kuten *Hernandez-Cata* (1992) osoittaa – ottaneensa alunperin hyvin varovaisen kannan kansallisten rahojen käyttöönottoon entisen Neuvostoliiton alueella. IMF perusteli tuolloin, että "tiettyjen peruselementtien on oltava olemassa menestyksen mahdollisuuksien parantamiseksi, mukaan lukien hintojen täydellinen vapauttaminen ja tasapainoinen budjetti". Kaikki nämä ennakkoehdot eivät olleet täytetyt, kun kruunu otettiin käyttöön.

Rahauudistusaikataulujen ero selittyy osin sillä, että IMF näyttää pitäneen mielessään täydellisen keskuspankkijärjestelmän käyttöönottoa, kun taas Viro päätti noudattaa *valuuttakomitean* (*currency boardin*) lyhyempää ja kapeampaa tietä. IMF ei tietenkään sinällään koskaan asettanut kyseenalaiseksi Viron suvereenia oikeutta ottaa käyttöön oma raha itsenäisenä valtiona. Kansallisille rahoille politiikan välineinä annettu paino on kuitenkin muuttunut vuodesta 1992. Kun IMF suositti Baltian maille malttia keväällä 1992, niin vuotta myöhemmin ymmärrettiin IMF:n painostavan Valkovenäjän ja Kazakstanin kaltaisia entisiä neuvostotasavaltoja oman rahan käyttöönottoon ehtona täysmittaiselle tuelle. Jos setelien painattamisen tekninen ehto on täytetty, ei ole mitään taloudellista syytä, miksi kussakin entisen ruplaalueen maassa ei otettaisi käyttöön omaa valuuttaa. Ukrainan esimerkki saattaa näyttää, että on mahdollista hoitaa omaa rahataloutta jopa huonommin kuin mitä on tehty rupla-alueella, mutta tämä ei ole pätevä väite kansallisen valuutan käyttöönottoa vastaan. Kuten edellä todettiin, kansallisen rahan olemassaolo ei vain luo uusia politiikan välineitä, vaan myös korostaa kotimaisten päättäjien vastuuta.

Baltian maat ovat vasta nyt kehittämässä instituutioita ja välineitä raha- ja valuuttapolitiikan harjoittamiseksi. Tämä vie väistämättä aikaa, koska kokemus, tietotaito ja muut voimavarat ovat edelleen niukkoja.

IMF korosti myös tarvetta neuvotella maksujärjestelmät rupla-alueen maiden kanssa ennen kansallisten valuuttojen käyttöönottoa maiden välisen kaupan häiriöiden estämiseksi. Neuvotteluiden aikana Venäjä oli avulias teknisissä kysymyksissä, jotka koskivat ruplien vaihtamista kruunuiksi, mutta varsinaiset kauppajärjestelmän kysymykset ovat juuttuneet erilaisiin taloudellisiin ja poliittisiin eturistirii-

[1] Luonnollisesti asiaan liittyy kiintoisa asymmetria. Niillä, joihin vakauttaminen iskee ehkä kovimmin, ei aina ole äänioikeutta.

toihin. Kaikki Baltian maat ovat kokeneet kaupan tason romahtamisen varsinkin Venäjän kanssa. Kauppavaihdon tason lasku alkoi kuitenkin jo ennen kuin nämä maat jättivät ruplavyöhykkeen. Kansalliset valuutat eivät siis olleet ratkaiseva tekijä, vaikka ne aiheuttivatkin teknisiä pulmia ja maksuviipeitä. Venäjän rahataloudellinen ja muu epäjärjestys on varmasti ollut painavampi ongelma.

Baltian maissa on erilaisia mielipiteitä siitä, millä vauhdilla ulkomaankauppa voisi ja sen tulisi muuttua lähes täydellisestä Venäjä-riippuvuudesta maantieteellisesti tasapainoisempaan suuntaan. Tarve jatkaa kauppaa Venäjän ja muiden IVY-maiden kanssa on kuitenkin varsin yleisesti hyväksytty. Maksujärjestelmät on joko hyväksytty tai niistä neuvotellaan edelleen. Tässä suhteessa viimeisenä on todennäköisesti Liettua siksikin, että maa joutui ottamaan väliaikaisvaluutan käyttöön hyvin pikaisesti. Baltian maiden ja Venäjän neuvotteluja ovat haitanneet erilaiset poliittiset kiistat ja esimerkiksi erimielisyydet velan hoidosta. Suuri osa keskinäisestä kaupasta tapahtuu virallisten kanavien ulkopuolella, usein barterina tai käyttäen hyväksyttyjä vaihdettavia valuuttoja. Niinpä kaikki tästä kaupasta ei näykään tilastoissa.

Baltian maissa ajatellaan yleisesti, että Venäjän-kaupan lasku johtuu pääosin Venäjän talouden vakavasta tilasta ja maan Baltian-vastaisiksi tulkituista poliittisista kannoista. Toisaalta Liettuan parlamenttivaalien tulokset syksyllä 1992 osoittivat, että ainakin tuossa maassa ajatellaan oman hallituksen voivan tehdä aiempaa enemmän perinteisten kauppasuhteiden ylläpitämiseksi ja kehittämiseksi.

Valuuttasubstituutio, eli dollarisoitumisena tunnettu vieraiden valuuttojen käyttö kotimaisessa vaihdannassa, voidaan tulkita monella tavoin. Joissain oloissa se saattaa olla ainoa tie rahataloudelliseen vakauteen. Toisaalta valuuttasubstituutio siirtää seigniorage tulon ulkomaille ja poistaa rahan tarjonnan talouspolitiikan välineiden joukosta. Tavallisesti hallitukset pyrkivät välttämään dollarisoitumista. Tässä suhteessa valuutan käyttöönotto ja sen aseman vakiinnuttaminen on onnistunut parhaiten Virossa, missä kruunu näyttää syrjäyttäneen ruplat ja vaihdettavat valuutat käytännöllisesti katsoen kokonaan kierrosta. Viron kruunulla on väestön luottamus, mitä osoittaa myös vaihdettavan valuutan laaja vaihto kruunuihin ja kruunutalletusten lisääntyminen valuuttauudistuksen jälkeen.

Vaihdettavia valuuttoja voidaan edelleen käyttää Latviassa ja elokuuhun 1993 saakka Liettuassa. Latviassa, ainakin vielä vuoden 1992 lopulla, merkittävä osa vaihdannasta tapahtui vaihdettavissa valuutoissa. Kierrossa oli myös Venäjän ruplia. Latvian viranomaiset eivät ole aina pitäneet tätä ongelmana. Hayekilaiseen tapaan he ovat puoltaneet rahojen valinnaisuutta. Liettuan osalta ei ole saatavissa tietoa vieraiden valuuttojen käytöstä, mutta tuntuu uskottavalta, ettei kotimaisen rahan asema ollut siellä ainakaan vahvempi kuin Latviassa.

Tässä vaiheessa on vaikea arvioida uusien valuuttojen vakautta pidemmällä aikavälillä. Viron kruunu on sidottu Saksan markkaan ja on vahvistunut sen myötä. Latvian rupla ja nyt lati kelluu. Tämä voidaan tulkita tietoiseksi vaihtokurssiregiimiä koskevaksi valinnaksi. Se saattaa myös johtua teknisistä syistä, kun maalla ei vielä ole kykyä omaksua kiinteää kurssia tai ylimalkaan harjoittaa julkilausuttua kurssipolitiikkaa. Latvian vaihtokurssit ovat olleet joka tapauksessa jokseenkin vakaat.

Erityisesti Venäjän rahataloudellisen epäjärjestyksen taustaa vasten Baltian rahauudistukset ovat erinomaisia saavutuksia. Vuoden 1992 lopussa ja 1993 alussa Viron ja Latvian inflaatio oli tuskin enempää kuin kymmenesosa Venäjän tasosta. Pahimmillaankaan rahauudistukset olisivat tuskin huonontaneet Baltian tilannetta heikommaksi kuin Venäjällä. Ruplasta pakenemisen viisaus on käynyt entistä ilmeisemmäksi. Vaikea tie vakauteen ja edelleen vaurauteen on kuitenkin vasta alullaan. Baltian mailla ei ole tarpeeksi kokonaistaloudellisia välineitä ja asiantuntemusta. Tämä saattaa vielä horjuttaa uusien valuuttojen vakautta.

Viron talouspolitiikasta päättää nyt oikeistohallitus, joka vastaa syyskuussa 1992 valitulle parlamentille. Hallitus on sitoutunut tiukkaan talouspolitiikkaan. Liettuan vaalit lokakuussa 1992 johtivat vallan siirtymiseen vasemmalle. Myöhemmin uusittiin keskuspankin johto. Näiden muutosten politiikkamerkitys on edelleen epävarma, mutta painopiste saattaa olla muuttumassa kohti tiukempaa raha- mutta löysempää finanssipolitiikkaa. Latvia järjesti viimeisenä Baltian maana parlamenttivaalit kesäkuussa 1993, jolloin keskusta-oikeisto voitti. Talouspolitiikassa ei liene odotettavissa suuria muutoksia.

Vaikka vakauttamispolitiikka onkin lyhyen aikavälin avain uusien valuuttojen arvoon, maiden kyky ansaita ulkomaanvaluuttaa on keskeinen kysymys pidemmällä aikavälillä. Talouden rakennemuutos ja tuotannon uudelleenjärjestäminen ovat siksi tärkeitä. Maitten omat voimavarat eivät riittäne, ja ulkoinen tuki pysyy tarpeellisena.

Joskus oletetaan, että uusien valuuttojen tarpeellisen uskottavuuden luominen on helpompaa suurissa maissa. Baltian kokemus, erityisesti kun se rinnastetaan Ukrainaan, ei tue tätä oletusta. Tosiasiassa voi olla, että pienet, kompaktit taloudet, joille on ominaista homogeenisuus ja yhteisesti jaetut tavoitteet, ovat tässä suhteessa paremmassa asemassa kuin suuret maat monine sisäisine jakoineen. Tarvittavat suhteellisen pienet reservit voivat olla helpommin mobilisoitavissa, ja joka tapauksessa rahasta toiseen siirtymisen tekniikka on yksinkertaisemmin järjestettävissä pienessä maassa.

2. *Viron kruunu*

2.1 Tausta

Keskustelu kansallisesta valuutasta alkoi Virossa vuonna 1987, kun neljän korkea-arvoisen virkamiehen ja tutkijan ryhmä julkaisi nk. IME-ohjelman, jonka tavoitteena oli Viron taloudellisen itsenäisyyden turvaaminen.[2] Kansallinen valuutta oli osa tätä ohjelmaa. Sen käyttöönoton esteet olivat kuitenkin ylitsekäymättömiä niin kauan kuin Viro oli osa Neuvostoliittoa. Tästä huolimatta oman valuutan käyttöönoton valmistelut lähtivät liikkeelle vuonna 1990, kun Viron keskuspankki, Eesti Pank, aloitti toimintansa. Viron saavutettua poliittisen itsenäisyyden elokuussa 1991 tie oli avoin maan oman valuutan käyttöönotolle.

Kuten edellä mainittiin, IMF seurasi tarkkaan Viron valuutan käyttöönoton valmisteluja keväällä 1992. Se oli aikaisemmin tukenut ajatusta, jonka mukaan rupla säilytettäisiin entisen Neuvostoliiton tasavalloissa. Myöhemmin keväällä IMF lievensi kantaansa ja lopulta avusti kruunun käyttöönoton käytännön kysymyksissä. Myös Venäjän hallitus muutti asennettaan entisten tasavaltojen omien rahojen käyttöönottoon kevään kuluessa. Koska jotkin entiset tasavallat harjoittivat kontrolloimatonta rahapolitiikkaa, Venäjän hallitus katsoi nyt, että ruplaalueen supistuminen oli maan etujen mukaista. Tämän vuoksi Viron ja Venäjän oli jokseenkin helppo päästä sopimukseen kruunun käyttöönoton käytännön kysymyksistä.

Kruunun käyttöönottoa on Virossa tuettu voimakkaasti sekä taloudellisista että poliittisista syistä. Ei ehkä ole liioiteltua päätellä, että laajat väestöryhmät ovat kiinnittäneet omaan valuuttaan lähes taianomaisia odotuksia. Pidemmällä aikavälillä nämä odotukset voivat osoittautua ongelmaksi, mikäli talouspolitiikassa saavutettu suurempi itsenäisyys ei johdakaan virolaisten odottamaan nopeaan vakauden lisääntymiseen ja elintason nousuun.

[2] Viron ja Latvian poliittisesta ja taloudellisesta taustasta ks. *Misiunas* ja *Taagepera* (1983) sekä van *Arkadie* ja *Karlsson* (1992). Viron äskeistä talouspolitiikkaa on käsitellyt *Hansson* (1992a). Arvovaltaisen katsauksen Viron rahauudistukseen ovat esittäneet *Kallas* ja *Sörg* (1993). Kaikkien maiden osalta IMF:n ja Maailmanpankin julkaisut ovat korvaamattomia.

2.2 Viron uusi rahajärjestelmä

Ottaessaan kruunun käyttöön Viro omaksui valuuttakomitean periaatteen. Sitä voidaan pitää yksinkertaisimpana, uskottavimpana ja paineenkestävimpänä tapana ottaa uusi raha käyttöön kehittymättömissä rahataloudellisissa olosuhteissa. Se on järjestely, jossa rahan käyttöönnotosta vastaa valuuttakomitea, riippumaton rahaviranomainen, joka on joko erillinen keskuspankista tai ainakin sen muista toiminnoista. Valuuttakomitea sitoutuu vaihtamaan kaiken sille tarjotun kotimaanrahan valittuun reservivaluuttaan kiinteällä kurssilla. Kierrossa oleva kotimainen valuutta on täysin ulkomaanvaluutan turvaama ja voi muuttua vain valuuttareservin muutosten mukana. Rahapolitiikkaa ei ole, rahan tarjonta on endogeeninen (*Osband* ja *Villeneuva* 1992, *Walters* 1987).

Valuuttakomiteajärjestelmän tarkoitus on päästä valuutan vaihdettavuuteen ja kiinteään vaihtokurssiin ja siten auttaa taloutta vakauteen, helpottaa rakennemuutosta ja yhdentää talous maailmanmarkkinoihin mahdollisimman nopeasti. Koska valuuttakomiteaan ei liity taloudellista eikä poliittista harkintavaltaa, se varmistaa, että kiinteää valuuttakurssia noudatetaan. Tavallisen keskuspankin kohtaamat poliittiset paineet eivät ulotu valuuttakomiteaan. Samasta syystä myös inflatoiva keskuspankkirahoitus on mahdotonta. Valtio voi ylläpitää budjettivajeita vain, jos se pystyy rahoittamaan ne markkinoilla. Koska Viron kaltaisella maalla ei ole kehittyneitä rahoitusmarkkinoita, joilta hallitus voisi hankkia vajeiden rahoitusta, valuuttakomitea ja tasapainoinen budjetti kuuluvat luontevasti yhteen.[3]

Valuuttakomitean vahvuus ja heikkous on siten siinä, että se sitoo rahaviranomaisen kädet. Samalla se käyttää tehokkaasti niukkoja politiikkavoimavaroja ja lainaa valitun reservivaluutan uskottavuutta. Toisaalta se kahlitsee mahdolliset politiikkavalinnat tiukasti.

Valuuttakomitean suuri etu on siinä, että se on yksinkertainen operoida eikä vaadi rahapolitiikan asiantuntijoita. Tämä on erityisen tärkeää entisissä sosialistisissa maissa, missä markkinatalouden periaatteita ja toimintoja ei aina ymmärretä pohjiaan myöten.

Valuuttakomitean onnistumiselle on oleellista, että se on uskottava siten, että markkinat luottavat sen kykyyn ja tahtoon vaihtaa rahaa kiinteään kurssiin. Reservivaluutan maa, kansainväliset järjestöt tai muut maat voivat päättää tuesta tässä suhteessa. Ulkomainen tuki voi osoittautua tarpeelliseksi maissa, joilla on heikko valuutanansaintakyky ja suuria valuuttatulojen vaihteluita. Ilman tasoittavaa tukea tällaiset vaihtelut heijastuisivat suoraan kotimaisen rahan tarjontaan. Tämän hyväksyminen voisi olla mahdotonta.

Valuuttakomitean malli jälkikommunistisissa maissa on myös altis arvostelulle. Sitä voidaan pitää liian tiukkana keskellä sopeutumista olevalle maalle, koska ainoa ainoa tapa lisätä rahan tarjontaa on houkutella valuuttaa maahan joko viennin tai suorien sijoitusten kautta. Kun inflatoiva rahoitus on mahdotonta eikä valuuttakurssi jousta, muiden tekijöiden – hintojen ja palkkojen – on joustettava. Sopeutumisen pehmittäminen inflaatiolla ja rahailluusiolla ei käy politiikkavalinnaksi. Tämä asettaa talouden toimivuuden ja valuuttakomitean poliittisen uskottavauuden tukalaan testiin. Ei ehkä olekaan yllättävää, ettei valuuttakomiteoita ole hyväksytty suurissa maissa. On myös esimerkkejä epäonnistumisista. Valuuttakomitea ei siis ole sen enempää riittävä kuin tarpeellinenkaan ehto onnistuneelle vakauttamiselle. Useimmat vakauttamiset on toki toteutettu ilman niitä.

Valuuttakomiteoita on ollut eripuolilla maailmaa, eritoten entisissä Britannian siirtomaissa, joissa emomaan valuutta on ollut reservinä. Kaikkiaan tunnetaan yli 70 valuuttakomiteaa. Tunnetuimpia nykyisiä esimerkkejä ovat Hong

[3] Paradoksaalista kylläkin, valuuttakomiteajärjestelmä saattaa pohjustaa tietä tasapainoisen budjetin vaatimuksen hylkäämiseen, kun se lisää hallituksen uskottavuutta niin että markkinaehtoinen vajeiden rahoitus mahdollistuu. Viro on ehkä jo saavuttanut tämän vaiheen.

Kong ja Singapore. Näissä tapauksissa valuuttakomitea on kuitenkin ajan myötä kehittynyt varsin pitkälle kohti tavallista keskuspankkijärjestelmää (*Fileke* 1992, 20-21). Argentiina omaksui valuuttakomitean periaatteen keväällä 1991 ja onkin onnistunut korkean inflaationsa tukahduttamisessa ja korkojen alentamisessa.

Ennen Viron rahauudistusta esitettiin epäilyjä valuuttakomitean periaatteen soveltuvuudesta maahan, jolla ei ole samankaltaista valuutan ansaintakykyä kuin Hong Kongilla tai Singaporella. Epäiltiin, että virolainen valuuttakomitea tekisi rahan tarjonnasta satunnaisprosessin. Ainakin toistaiseksi nämä epäilyt ovat kuitenkin osoittautuneet perusteettomiksi.

Viron parlamentti hyväksyi toukokuussa 1992 kolme tärkeää lakia: rahalain, lain Viron kruunun turvaamisesta ja valuuttalain (*Eesti Pank* 1992). Nämä lait muodostavat Viron rahajärjestelmän perustan. Kun ne antavat Viron valuuttakomitean toiminnan keskuspankin tehtäväksi ja keskuspankille jää myös rahapolitiikan periaatteellinen mahdollisuus, Viron tapausta on syytä luonnehtia mukailluksi valuuttakomiteaksi (*Bennett* 1992).

Tämä seikka on antanut aiheen keskusteluun. Aktiiviset valuuttakomiteaperiaatteen tukijat *Hanke, Jonung* ja *Schuler* (1993) väittävät, ettei Viron tapausta tulisi lainkaan pitää valuuttakomiteana. Toisaalta *Fieleke* (1992) kiinnittää aiheellisesti huomiota siihen, ettei puhdasta valuuttakomiteaa näytä olevan käytännössä olemassa. Oikeaoppinen väite, johon palataan myöhemmin, muistuttaa epäilyttävästi yritystä immunisoida korkea periaate tosimaailmasta lähtevältä arvostelulta.

Edellä mainittujen Viron lakien mukaan kruunu on täysin kullan ja ulkomaanvaluutan turvaama. Keskuspankki voi muuttaa kierrossa olevan laillisen maksuvälineen määrää vain kulta- ja valuuttareservien muutoksen mukaisesti. Keskuspankki sitoutuu vaihtamaan kaikki tarjotut kruunut Saksan markoiksi, eli keskuspankki operoi vain yhdellä valuutalla. Tämä järjestely on omaksuttu alkuvaiheessa yksinkertaisuutensa vuoksi. Tarkoituksena on siirtyä jonkin ajan kuluttua normaaliin käytäntöön, jossa keskuspankki operoi useilla valuutoilla.

Kruunun vaihtokurssi on kiinteä ja sidottu Saksan markkaan (1 DEM = 8 EEK). Kurssilla on kolmen prosentin vaihteluväli. Keskuspankki noteeraa virallisen kurssin Saksan markkaan ja epäviralliset kurssit muihin valuuttoihin.

Kruunu on maan sisällä vaihdettava juoksevia maksuja varten. Keskuspankin määräysten mukaan vaihdettavuus edellyttää, että asiakas esittää matka- tai tuontidokumentin. Käytännössä tätä määräystä ei aina noudateta.

Viroon sijoitetun pääoman tai osinkojen siirtämiselle ulkomaille ei ole rajoituksia. Keskuspankin lupa vaaditaan kuitenkin ulkomaisten lainojen nostamiseen. Valuuttatulot on luovutettava keskuspankkiin kahden kuukauden sisällä. Ulkomaankauppaa harjoittavat yritykset voivat kuitenkin saada keskuspankin luvan ulkomaanvaluutan pitämiselle ulkomaisissa pankeissa pidemmänkin ajan.

Viron valuuttareservin ydin koostuu siitä kullasta, jonka maa oli sijoittanut länsimaisiin pankkeihin ennen vuotta 1940. Kuluneen vuoden aikana länsimaat ovat palauttaneet nämä yhteensä 11,3 tonnin reservit Viroon joko kultana tai valuuttana. Viron Pankin on julkaistava kerran kuukaudessa tieto kulta- ja valuuttareserveistä ja liikkeellä olevasta setelistöstä ja kolikoista. Virossa on myös päätetty mahdollisuudesta käyttää maan metsävaroja tarvittaessa valuutan turvaamiseen, mutta tämän päätöksen käytännön toteuttaminen olisi vaikeaa.

2.3 Rahauudistuksen toteuttaminen

Viron rahauudistus oli merkittävä tekninen menestys. Koko kierrossa olevan setelistön ja kolikoiden muuttaminen samanaikaisesti vaatii mutkallisia käytännön järjestelyjä. Suuri vapaaehtoisten joukko avusti vaihtopisteissä eri puolilla maata. Tavoitteena oli varmistaa se että säännöt ja menettelytavat olivat mahdollisimman yksikäsitteisiä niin, että harkinnan ja

väärinkäytösten mahdollisuus minimoituisi. Pienessä maassa, jossa on koulutettu väestö, viranomaiset kykenivät toteuttamaan käytännön rahojen vaihdon nopeasti ja järjestyneesti.

Rahauudistukseen liittyi vaara, että suuria ruplamääriä virtaisi maahan Venäjältä kruunuihin vaihdettavaksi. Tämä vaara vältettiin rajoittamalla kunkin asukkaan vaihdettavissa olevan rahan määrää ja tutkimalla erikseen kaikki epätavallisen suuret pankkitilien väliset siirrot ennen vaihtoa. Voi myös olla, että loppujen lopuksi suurten ruplamäärien omistajat päättivät olla luottamatta pienen kansakunnan uuteen valuuttaan.

Rahauudistus toteutettiin kesäkuun 20. ja 22. päivien välisenä aikana. Rupla lakkasi olemasa laillinen maksuväline 20. kesäkuuta, minkä jälkeen kruunu on ollut ainoa laillinen maksuväline. Kaikki Virossa asuvat henkilöt, jotka olivat rekisteröityneet vaihtoa varten, saivat vaihtaa 1500 ruplaa kurssiin 1 kruunu = 10 ruplaa 22. kesäkuuta saakka. Määrä vastasi noin 12 dollaria. Suurempia ruplamääriä voitiin vaihtaa kruunuiksi kurssiin 1 kruunu = 50 ruplaa kesäkuun 26. ja 30. päivien välisenä aikana. Tämän jälkeen vaihto ei ollut mahdollista. Ilmeisesti Viron viranomaiset olettivat, että kansalaiset käyttäisivät jäljelle jääneet ruplansa Venäjällä. Venäjän keskuspankki on kuitenkin rahauudistuksen jälkeen kieltänyt ruplien tuonnin Virosta Venäjälle. Se, ettei tällaista päätöstä voida käytännössä toteuttaa, ei ole merkittävä ongelma Viron kaltaisen pienen maan tapauksessa. Tämän vuoksi Tallinnan ja Moskovan viranomaisten oli helpompi päästä yhteisymmärrykseen kuin olisi asianlaita esimerkiksi Kiovan ja Moskovan välillä.

Myös väestön pankkitalletukset muunnettiin kurssiin 1:10. Poikkeuksen muodostivat toukokuun jälkeen tehdyt yli 50000 ruplan talletukset. Niiden muuntamisesta päätettiin tapauskohtaisesti. Yritysten hallussa olevat ruplat vaihdettiin myös kurssiin 1:10. Heti rahauudistuksen alkamisen jälkeen kaupat merkitsivät hintansa kruunuina ja esimerkiksi kaikki valuuttakaupat alkoivat myydä tuotteitaan vain kruunuilla.

Yritysten ja yksityisten valuuttatileihin ei kajottu, ja niillä olevaa valuuttaa sai käyttää vuoden 1992 loppuun saakka. Tileille ei kuitenkaan voinut enää tehdä uusia valuuttapanoja. Maaliskuun alusta 1993 alkaen virolaiset yritykset saivat jälleen avata ulkomaanvaluuttamääräisiä siirtotilejä siihen oikeutetuissa virolaisissa pankeissa. Viron Pankin mukaan tämän mahdollisti kruunun vahvistunut asema.

Kruunun käyttöönoton jälkeen sen vaihtokurssi on ollut alkuperäinen 1 DEM = 8 EEK. Tämä kurssi asetettiin silloisen ruplan markkinakurssin mukaan. Tämä merkitsi että kruunu oli eittämättä aliarvostettu. Ruplan markkinakurssi määräytyi pankkien välisillä huutokauppamarkkinoilla, ja koska ulkomainen valuutta oli niukkaa ja rupla runsasta, rupla oli aliarvostettu. Kruunun aliarvostus seurasi esimerkkiä, jonka monet muut valuutat ovat antaneet talouden äkkinäisen avaamisen yhteydessä. Aliarvostuksen on tarkoitus auttaa talouden kehitystä viennin kannustuksen ja tuontikilpailun välttämisen kautta. Toisaalta aliarvostus on ollut yksi Viron inflaation jatkumisen mahdollisista selityksistä.

Karkea tapa nykyisen vaihtokurssin pidemmän aikavälin kestävyyden arvioimiseen perustuu Viron palkkatason mukaiseen kilpailukykyyn. Maan keskipalkka on suunnilleen 60 dollaria kuukaudessa. Jos Puolan taso – 150 dollaria – on vertailukohta, Viron nykyinen vaihtokurssi kestäisi vähintään kustannustason kaksinkertaistumisen.

Kaikkiaan 2,2 miljardia käteisruplaa vaihdettiin kruunuiksi (*Hansson* 1992b). Summa on suunnilleen samaa luokkaa kuin senaikaiset arviot kierrossa olleiden ruplien määrästä, mistä ei ollut tarkkoja lukuja käytettävissä. Tiettävästi vain pieniä ruplamääriä vaihdettiin kruunuiksi toisessa vaiheessa, epäedullisemmalla kurssilla. Rahauudistus vaati neuvottelui-

ta Venäjän kanssa erinäisistä käytännön kysymyksistä. Viron Pankki on sopinut palauttavansa vaihdon aikana kerätyt ruplat Venäjän keskuspankille vastikkeetta. Maksujärjestelmiin liittyvien ongelmien vuoksi tätä ei ole vielä tehty. Venäjän korkean inflaation takia ja erityisesti elokuun 1993 ruplasetelien uudistuksen vuoksi asiasta on tullut lähinnä akateeminen.

2.4 Uudistuksen jälkeen

Rahauudistuksen voi katsoa onnistuneen jokseenkin hyvin myös muiden kuin teknisten tavoitteittensa osalta. Kruunusta tuli välittömästi ainoa kierrossa oleva valuutta. Huomattavia määriä ulkomaanvaluuttaa on virrannut uudistuksen jälkeen Viron Pankkiin. Ensimmäisinä kuukausina kruunuiksi muutettu valuutta koostui lähinnä väestön käteisvaroista, joiden suuruus tuli yllätyksenä viranomaisille.

Myöhemmin myös yritykset alkoivat kotiuttaa valuuttamääräisiä varojaan. Heinäkuussa 1992 talousministeriö arvioi, että virolaiset yritykset pitivät ulkomaisilla tileillä valuuttaa 65 miljoonan dollarin verran (*Baltic News Service* 24.7.1992). Toisten arvioiden mukaan summa oli jopa 100 miljoonaa USD. Valuuttaa ilmeisesti siirrettiin kiihtyvässä määrin ulkomaille ennen rahauudistusta, kun yritykset olivat epävarmoja valuuttavarojen tulevasta kohtelusta.

Viron Pankki julkisti taseensa ensimmäisen kerran 16. heinäkuuta 1992. Sen mukainen valuuttavaranto oli 98 miljoonaa dollaria. Kesäkuun 1993 alkuun mennessä varanto oli kasvanut 274 miljoonaan dollariin. Keskuspankin taseen kehitys on esitetty Liitetaulukossa 1. Kruunu on itse asiassa valuuttakomiteaperiaatteeseen nähden yliturvattu.

Lähinnä taloustutkijat ja liike-elämän edustajat kritisoivat Viron valuuttauudistusta. Kruunun vaihtokurssi herätti arvostelua, koska katsottiin, että se tekee tuonnin liian kalliiksi, jolloin myös merkittävä osa Viron omasta tuotannosta kävi kannattamattomaksi (*Rajasalu* 1992). On kuitenkin merkillepantavaa, ettei tämä arvostelu kohdistunut omaksuttuun rahajärjestelmään sinällään.

Yritysten ja pankkien taholta tullut arvostelu viittasi ongelmiin, joita aiheutui rahanvaihdon ja vaihtokurssijärjestelmän käytännön järjestelyistä. Suuret Venäjän-kauppaa harjoittavat yritykset valittivat pakkoa muuttaa kaikki ruplat kruunuiksi, minkä katsottiin haittaavan idänkauppaa. Kaiken kaikkiaan yritykset muunsivat 700 miljoonaa käteisruplaa kruunuiksi.

Liikepankeille aiheuttaa ongelmia keskuspankin päätös operoida vain Saksan markoilla, ei muilla valuutoilla. Liikepankkien täytyy vaihtaa muut valuutat Saksan markoiksi ennen kuin ne voidaan esittää keskuspankille kruunuiksi vaihtoa varten. Tämä vie aikaa ja heikentää pankkien maksuvalmiutta, koska niiden täytyy kuitenkin maksaa heti vastaavat kruunumäärät asiakkailleen (*Otsason* 1992).

2.5 Uudistuksen vaikutus ulkomaankauppaan

Koska rupla ei ole vaihdettava valuutta, Viron Pankki ei noteeraa sille vaihtokurssia. Viron ja Venäjän välisen maksusopimuksen mukaan maiden väliset maksut voidaan suorittaa joko ruplissa, kruunuissa tai muissa valuutoissa (*Estonija* 1992). Tarkoituksena on, että kauppaan liittyvät maksut suoritetaan liikepankkien kautta. Virolaisilla pankeilla onkin oikeus avata kirjeenvaihtotilejä venäläisissä pankeissa. Venäjän-kauppaa käyvät yritykset voivat käyttää ansaitsemansa ruplat kolmella eri tavalla: ne voidaan pitää virolaisten pankkien kirjeenvaihtotileillä Venäjällä, ne voidaan vaihtaa muihin valuuttoihin venäläisissä valuuttahuutokaupoissa tai niille voidaan etsiä ostaja Viron valuuttamarkkinoilla. Uudistuksen jälkeenkin Virossa on valuuttapörssejä, joissa yritysten määräysten mukaan toimivat pankit käyvät kauppaa kruunuilla, vaihdettavilla valuutoilla ja ruplilla.

Viron ja Venäjän välinen kauppa on laskenut voimakkaasti. Vaikeuksia on ollut sekä tavaroiden tuonnissa Venäjältä että vientitoimi-

tusten maksun saamisessa. Viron oman valuutan käyttöönotto ei olekaan ollut keskeinen pulma maiden välisessä kaupassa, vaikka maksujärjestelmät eivät vielä toiminekaan sujuvasti. On ilmeistä, että se oleellinen osa maiden välisestä kaupasta, joka ei näy tilastoissa, perustuu joko erilaiseen vaihtokauppaan tai vaihdettaviin valuuttoihin.

IVY-maiden kanssa maksut hoidetaan sekä keskuspankeissa että liikepankeissa pidettävien kirjeenvaihtotilien kautta. Käytännössä osa kaupasta perustuu käteiseen vaihdettavaan valuuttaan. On sovittu, että Baltian maiden välinen kauppa olisi pääosin vaihdettavissa valuutoissa (*Äripäev* 12.9.1992).

2.6 Uudistuksen vaikutus muuhun talouteen

Rahauudistuksen yhteydessä liikevaihtovero nostettiin 8 prosentista 18 prosenttiin, yritysten tuloveroa korotettiin 10 prosenttiyksikköä 35 prosenttiin ja myös henkilöverotusta kiristettiin. Palkankorotuksia rajoitettiin. Nämä toimet olivat osa talouden vakauttamisohjelmasta, jonka maan viranomaiset laativat yhdessä IMF:n asiantuntijoiden kanssa. Vakauttamisohjelma perustuu rajoittavaan rahapolitiikkaan ja tiukkaan finanssipolitiikkaan, joka pyrkii budjetin tasapainon parantamiseen sen alettua muuttua vajaukselliseksi.

Näistä toimenpiteistä seurasi elinkustannusten nousu neljänneksellä kesäkuusta heinäkuuhun. Nousu oli vielä elokuussa 18 prosenttia ja syyskuussa 7 prosenttia. Inflaatio hidastui vasta joulukuussa 3,4 prosenttiin ja pysyi jokseenkin samalla tai alhaisemmalla tasolla vuoden 1993 alkupuolella. Sille, miksi valuuttakomitea ei tuottanut välitöntä hintatason vakautta, on useita selityksiä. Yksi vaikuttava tekijä oli etukäteen odotettua suurempi valuuttojen virta keskuspankkiin. Tämä johti kierrossa olevan rahan nopeaan lisäykseen. Valuuttavirta tuli sekä odotettua suuremmista käteiskassoista että viennistä, myös tiettävästi varsin kannattavasta Venäjältä peräisin olevien metallien ja muiden tavaroiden edelleenviennistä.[4] Talouden vientiosuus on siten ollut ainakin tilapäisesti odotettua korkeampi. Reaalitalouden kehitys on kuitenkin ollut heikko, ja tuotannon lasku on jatkunut ainakin vuoden 1993 alkupuolelle saakka. Nopea inflaatio on vähentänyt kruunun merkittävän suurta alkuperäistä aliarvostusta, joka on jättänyt hintatason nousulle runsaasti tilaa. On myös muistettava, että Viron hintojen vapauttaminen on ollut osittain vähittäinen. Myös tämä on ylläpitänyt inflaatiota huolimatta tasapainoisesta budjetista.

Liikepankit ovat vapaat asettamaan korot. Nimelliset antolainauskorot ovat olleet korkeat. Keskimääräinen vuositaso oli syksyllä 1992 50 prosenttia. Reaalikorot ovat kuitenkin olleet selvästi negatiiviset. Pankkikohtaisesti korot ovat viime aikoina vaihdelleet alle 30 prosentista jopa lähes 200 prosenttiin. Viron Pankki ei aseta mitään korkoa, jota voitaisiin pitää virallisena politiikkamuuttujana. Valuuttakomiteassa korkojen on sopeuduttava.

Valuuttakomitean pidemmän ajan käyttöön liittyy Viron olosuhteissa erityisongelmia. Kuten todettiin, valuuttavaranto on kasvanut odotettua nopeammin. Periaatteessa on mahdollista, että vientitulot kasvavat kotimaista tuotantoa nopeammin tulevaisuudessakin, jolloin valuuttakomitea saattaisi muuttua inflaation lähteeksi.[5] Ehkä juuri tämän vuoksi keskuspankki, joka hoitaa valuuttakomitean tehtävää, on jättänyt itselleen rahapolitiikan välineitä. Ei ole tiedossa

[4] Siitä, kuinka suuri osa tästä viennistä ilmoitetaan viranomaisille ja mikä osa valuuttatulosta kotiutetaan, ei ole tietoa.

[5] Valuuttakomitea periaate määrää luonnollisesti vain rahan tarjonnan ylärajan. Rahaviranomaiset voivat päättää, mikä osa valuuttatulosta "aktivoidaan" rahan tarjontaan. Kuten *liitekuviosta* näkyy, Viron Pankki ei ole laskenut liikkeelle koko mahdollista rahamäärää. Reservien kasaaminen – esimerkiksi mahdollisen pankkikriisin hoitamista varten – voi kuitenkin käydä poliittisesti mahdottomaksi jossain olosuhteissa

missä määrin niitä käytettäisiin. Periaatteessa on kuitenkin mahdollista, että on kehittymässä mahdollisesti epävakaa yhdistelmä valuuttakomiteaa ja rahapolitiikkaa harjoittavaa keskuspankkia. Sinällään on varsin todennäköistä, että valuuttakomitean periaatetta tullaan pitämään liian tiukkana tulevina vuosina, kun kruunun uskottavuus ei ole enää ongelma ja poliitikot ovat oppineet rakastamaan budjettivajeita – myös hyvillä taloudellisilla perusteilla. Voi olla, että siirtyminen valuuttakomiteasta johonkin, joka on paljon lähempänä tavallista keskuspankkijärjestelmää, tulee askarruttamaan virolaisia talouspolitiikan suunnittelijoita jo piankin.

Todennäköisempää kuin ylenpalttinen vientitulo on venäläisten tavaroiden edelleenviennistä tulevien tulojen kuivuminen. Tällöin valuuttakomitean periaatteesta kiinni pitäminen johtaisi rahan tarjonnan supistumiseen tilanteessa, jossa talous on tilastojen mukaan jo kohdannut 50 prosentin luokkaa olevan tuotannon laskun. Tämä voisi olla aika luopua periaatteesta, jota ainakin osa Tallinnan viranomaisista on aina pitänyt tilapäisenä välineenä uskottavuuden luomiseksi ja ajan lainaamiseksi varsinaisten keskuspankkipolitiikan välineiden ja politiikkojen kehittämiseksi.

Viron Pankki on jo puuttunut voimakkaasti pankkijärjestelmään. Useita pankkeja, niiden joukossa kolme suurimpiin kuuluvaa, oli ajettava alas tai yhdistettävä ensimmäisessä sosialismin jälkeisessä pankkikriisissä. Pankkien maksukyvyttömyys johtui pätemättömyydestä, liiallisista inflaatio-odotuksista ja valuutan menetyksestä Neuvostoliiton Ulkomaantalouspankin (VEB) vararikossa. Kyse ei vielä ollut luottotappioiden aiheuttamasta pankkikriisistä. Se on vielä edessä.

2.8 Viro: päätelmiä

Hanke, Jonung ja *Schuler* (1993) esittävät kolme kriteeriä, jotka aidon valuuttakomitean olisi täytettävä. Rahan määrän täytyy olla täysin ulkomaisten reservien kattama, valuutan on oltava täysin vaihdettava ja valuuttakurssin kiinteä. Heidän mukaansa Viron tapaus täyttää vain yhden kriteerin. Kruunu ei ole täysin vaihdettava edes juoksevia maksuja varten eikä se ole vaihdettava virolaisten pääomasijoituksia varten. Vaihtokurssi ei ole täysin kiinteä vaan sidottu; se on muutettavissa.

On selvää, ettei Virossa ole puhdasta valuuttakomiteaa. Mutta kuten *Fieleke* (1992) perustelee, tuntuu mahdottomalta ylimalkaan löytää puhdasta tapausta. Hanke ja muut näyttävät myös liioittelevan kruunun kurssin muuttamisen helppoutta.[6] Heidän argumenttiaan heikentää myös väite, jonka mukaan "kun Viron rahajärjestelmän sidottu valuuttakurssi muutetaan, kuten me uskomme tapahtuvan lähitulevaisuudessa, ei pitäisi syyttää valuuttakomiteaa, koska Virossa ei sellaista ole". Kuten kaikki hyvät utopistit tietävät, ainoa tapa, jolla jokin järjestelmä säilyy erehtymättömänä, on määritellä se niin, ettei käytännön koettelu koskaan ulotu siihen.

Silti, kuten edellä esitetystä käy ilmi, *Hanke* ja kumppanit ovat todennäköisesti oikeassa pitäessään Viron nykyistä rahajärjestelmää -- millä nimellä sitä kutsuttaneenkaan -- tilapäisenä.

Fieleke (1992) päätyy pitämään valuuttakomiten omaksumista siirtymätalousmaissa turhana. Jos viranomaiset pystyvät sitoutumaan uudistukseen, mihin he tarvitsevat niin voimakasta lääkettä? Jos he taas pitävät inflaatiosta, miksi valuuttakomiteaan suostuttaisiin?

Nämä vaihtoehdot ovat liian yksinkertaisia. Baltian maat ovat selvästikin tapauksia, joissa ei voi puhua viranomaisten kyvystä uudistua. Kyse on aidosti uusista päätöksentekijöistä,

[6] "... keskuspankin pääjohtaja on varoittanut, että hän joutuisi devalvoiman kruunun, jos Viron parlamentti hyväksyisi korkeamman minimipalkan" (Hanke, Jonung ja Schuler 1993). Tosiasiassa pääjohtaja ei voi nykyisen lainsäädännön puitteissa menetellä niin. Vaihtokurssin muuttaminen vaatii parlamentin päätöksen, koska nykyinen kurssi on kirjattu lakiin.

joilla on mahdollisesti aivan uusi ajattelutapa. Edelleen, ja tämä on keskeistä, ehkä tärkein Viron tapauksesta vedettävä johtopäätös on siinä, ettei raha ole pelkästään rahaa, vaan myös voimallinen kansallinen symboli. On varsin epätodennäköistä, että virolaiset olisivat hyväksyneet tasapainoisen budjetin politiikan yhtä tyynesti kuin nyt on tapahtunut, ellei kyse olisi ollut kruunun arvosta. Valuuttakomitea teki "Pohjois-Euroopan Ainoan Vakaan Valuutan" mahdolliseksi, ja kansallinen ylpeys vaikutti siihen, että tiukka vakauttamispolitiikka oli mahdollinen.

3 Latvian rupla ja lati

3.1 Valuuttauudistuksen toimeenpano

Latvian aikomus ottaa käyttöön oma valuutta julkistettiin ensimmäisen kerran hallituksen ensimmäisessä talousuudistusohjelmassa vuonna 1990. Latvian rahauudistusta ei tunneta yhtä hyvin ulkomailla kuin kruunun tarinaa. Tämä saattaa johtua siitä, että ruplat korvattiin vähitellen kansallisella valuutalla, ja alunperin tämä tapahtui tilapäisrahan käyttöönotolla. Latviassa ei siis ollut kerrallista rahanvaihtoa, joka olisi saattanut kiinnittää paljon huomiota. Päinvastoin kuin Virossa, Latviassa valittiin vähittäisyys. Latvian varsinaisen kansallisen rahan, latin (LVL, jakaantuu 100 santiimiin) käyttöönotto aloitettiin vasta maaliskuussa 1993.

Väliaikaisrahan, Latvian ruplan tai latviaksi "rublisin", käyttöönotto aloitettiin toukokuussa 1992. Latvian ruplat otettiin käyttöön ruplien rinnalla kurssiin 1:1. Latvian oman rahan käyttöönoton välitön syy oli ankara ruplaseteleiden pula, joka koettiin kautta rupla-alueen varsinkin vuoden 1992 alkukuukausina.

Toukokuusta 1992 lähtien palkat on maksettu Latvian ruplissa. Kesän aikana uuden rahan asema vahvistui vähitellen. Heinäkuussa vähittäiskaupat alkoivat antaa vastarahan vain Latvian ruplina ja säästöpankki alkoi hyväksyä väestön talletuksia vain samassa rahassa. Venäjän ruplia voitiin kuitenkin vielä ottaa tililtä. Latvian Pankki vaihtoi ruplia Latvian rupliksi kurssiin 1:1 heinäkuun puoliväliin saakka.

Heinäkuun 20. päivästä 1992 alkaen Latvian ruplasta tuli maan ainoa laillinen maksuväline. Sekä yritysten että yksityisten henkilöiden pankkitilit muutettiin automaattisesti Latvian rupliksi, myös kurssiin 1:1. Samalla Venäjän ruplasta tuli ulkomaanrahaa, ja tätä koskevat säädökset pätivät myös siihen. Ulkomaanrahan käyttäminen maan sisällä ei ole kiellettyä, mutta hinnat täytyy esittää kotimaanrahassa. Koska kotimainen raha on laillinen maksuväline, maksu siinä on hyväksyttävä. Palkat voidaan edelleen maksaa ulkomaanrahassa. Käytössä olevan niukan tiedon valossa näyttää siltä että yritykset – erityisesti sellaiset, jotka olivat aikaisemmin Moskovalle alistettuja – ovat käyttäneet edelleen Venäjän ruplia maksuvälineenä. Tarkkaa tietoa ulkomaanvaluutan käytöstä ei ole, mutta Riikan viranomaiset ovat käyttäneet lukuja, joiden mukaan jopa puolet – toisen tiedon mukaan kolmannes – maksuista olisi vuoden 1992 lopulla edelleen suoritettu vaihdettavissa valuutoissa ja noin 15 prosenttia Venäjän ruplissa.

Valuuttakaupat määrättiin myymään myös Latvian ruplilla. Ne kuitenkin kiersivät määräyksen hinnoittelemalla tuotteensa niin kalliiksi Latvian ruplissa, että asiakkaiden kannattaa vaihtaa rahansa ulkomaanvaluuttaan vaihtokonttoreissa ja maksaa valuutalla. Puolalaistyyppisiä vaihtokonttoreita on paljon ja ne kilpailevat. Keskuspankkivirkailijat viittaavat markkinoiden vapauteen ja väittävät, etteivät tiedä Riikan käteisvaluuttamarkkinoiden kokoa. Niiden uskotaan olevan mahdollisesti entisen Neuvostoliiton alueen suurimmat.

Rahauudistuksen käytännön toteutus oli Latviassa menestyksellinen, vaikkakin tyystin eri syistä kuin Virossa. Latvia valitsi vähittäisyyden yksinkertaisen tien. Silti tähänkin menetelmään liittyy vaaroja: huonolla onnella

Latviaan olisi voinut vyöryä suuria määriä ruplia Venäjältä ja muista entisistä neuvostotasavalloista. Uuden rahan arvo olisi romahtanut. Latvian onneksi maan uuteen rahaan oli vain vähän luottamusta sen rajojen ulkopuolella, eivätkä ulkomaalaiset siksi kiinnostuneet Latvian ruplien hankkimiseksi.

Latvian rupla tarkoitettiin tilapäisvaluutaksi ennen latin käyttöönottoa. Viranomaisten mukaan lati piti ottaa käyttöön heti, kun inflaatio olisi saatu hallintaan ja vaihtokurssi vakaaksi. Keskuspankin pääjohtaja sanoi syksyllä 1992, että tämä saattaisi tapahtua syksyllä 1993 (lainaus *Estonija* 9.9.1992). Ottaen huomioon, että alunperin latin käyttöönotto oli suunniteltu jo vuodelle 1992, on ilmeistä että hieman yllättäen Latvian ruplat menettivät joksikin aikaa tilapäisluonteensa ja muuttuivat suhteellisen pysyviksi. Tämä loi vakavan teknisen ongelman, koska Latvian ruplasetelit ovat helposti väärennettävissä.

Ilmoitus latin vähittäisestä käyttöönotosta tehtiin paljon spekulaation jälkeen maaliskuun alussa 1993. Esitetty virallinen syy oli, että kun talous oli vakautunut, latin aika oli yksinkertaisesti tullut. Muistaen, mitä edellä sanottiin Viron kruunun sosiaalipsykologisesta vaikutuksesta, voi myös kysyä, eikö kesäkuun 1993 parlamenttivaaleilla saattanut olla oma merkityksensä latin ajoitukselle. On myös selvää, että väärennettyjen Latvian ruplien määrä oli paljon ennakoitua suurempi.

Latvian ruplat muunnetaan lateihin kurssilla 200:1. Ensimmäinen uusi seteli oli arvoltaan viisi latia. Vähittäisellä uusien setelien käyttöönotolla pyritään siihen, että Latvian ruplat olisivat pois kierrosta kesän 1993 loppuun mennessä (*Baltic Observer* 1993:9). Kesäkuuhun mennessä kaksi kolmasosaa kierrossa olevasta käteisrahasta oli jo lateina. Heinäkuusta lähtien kaikki hinnat piti esittää lateina, ja kaikki verot ja maksut kerättiin samassa rahassa. Latvian ruplamääräiset pankkitilit muunnettiin lateiksi, mutta valuuttatileihin ei kajottu. Ulkomaanrahan käyttö on edelleen sallittua.

Latvian ja Venäjän viranomaiset eivät liene päässeet sopimukseen Latvian keskuspankkiin kertyneiden ruplien kohtalosta. Latvia on lupautunut säilyttämään ne toistaiseksi. Maiden välillä on avoimia velkaa koskevia kysymyksiä, ja Latvia lienee tavoitellut niiden ratkaisun kytkemistä ruplasetelien kohteluun. Samoin kuin Viron tapauksessa, elokuun 1993 venäläinen seteliuudistus muutti tilanteen. Kaikkiaan Latvian keskuspankkiin kertyi 1,5 miljardia ruplaa rahauudistuksen aikana (*Baltic News Service* 9.10.1992). Ruplan inflaatio on sittemmin tuhonnut niiden arvon.

Viron tavoin myös Latvia on saanut takaisin ne kultavarat, jotka maa talletti läntisiin pankkeihin ennen vuotta 1940. Vuoden 1992 lopulla maan kultareservit arvioitiin vain 7 tonnin suuruisiksi (*Financial Times* 19.12.1992).

Voimakkaasta kritiikistä huolimatta Latvian Pankki, jolla on suuri itsenäisyys, on edelleen sitoutunut tiukkaan rahapolitiikkaan. Elokuussa 1992 inflaatio oli 11 prosentin kuukausitasolla ja nousi sitten 15 prosenttiin laskeakseen 3-4 prosenttiin joulukuussa. Hintatason nousu pysyi samana vuoden 1993 alkukuukausina. Ennen kesäkuun 1993 parlamenttivaaleja tämä saavutus näytti olevan vaarassa, kun Latvian Pankki vaikutti lähes ainolta tiukan politiikan kotimaiselta puolustajalta. Lopulta vakauttamispolitiikka osoittautui kuitenkin jopa yllättävän suosituksi. Toukokuussa 1993 Latviasta tuli ensimmäinen siirtymätalousmaa, jossa kuluttahinnat laskivat siitä huolimatta, että keskuspankki lisäsi likviditeettiä valuuttainterventioilla.

3.2 Valuuttakurssijärjestelmä

Latvian valuuttajärjestelmä on virallisesti erittäin vapaamielinen. Tätä voidaan selittää puutteellisella valuuttalainsäädännöllä ja rahataloudellisten instituutioiden ja välineiden kehittymättömyydellä. Lati on käytännössä vaihdettava juoksevia maksuja varten. Vaihdettavuus on laajempi kuin Virossa, koska se ei rajoitu vain Latvian kansalaisiin eikä ulkomaanvaluuttaa ostettaessa tarvitse esittää perusteita (*"Val-*

jutnoe" 1992). Yrityksillä ei ole ulkomaanvaluutan kotiuttamisen pakkoa, mutta valtio verottaa sekä yritysten että kansalaisten valuuttaansioita. Muiden kuin residenttien pääoman tai osinkojen kotiuttamista ei rajoiteta mitenkään.

Latin vaihtokurssi kelluu suhteessa sekä vaihdettaviin valuuttoihin että Venäjän ruplaan. Periaatteessa kurssi muodostuu vapaasti markkinoilla. Latvian erityisyys ovat yksityiset valuuttakonttorit, joita syntyi paljon hyvin lyhyessä ajassa. Tunnetuin niistä on Parex, jolla on hallitseva markkina-asema. Virallisesti sen enempää pankit kuin keskuspankkikaan eivät kontrolloi näitä markkinoita. Tätä perustellaan myös pankkisektorin kehittymättömyydellä ja voimavarojen puutteella.

Tosiasiassa näyttää, ettei Latvian ruplan ja latin kellunta ole laisinkaan puhdasta. Alkujaan Latvian rupla oli selvästi aliarvostettu, ja rahaviranomaiset ovat ilmoittaneet, että pitkällä aikavälillä vaihtokurssin pitäisi perustua ostovoimapariteettiin. Siksi rublisin vahvistuminen suhteessa dollariin kuluneen vuoden aikana on myös tietoisen rahapolitiikan tulosta. Myös lyhyen aikavälin muutokset ovat kiintoisia. Vuoden 1992 loppupuolella Latvian ruplan arvo suhteessa dollariin oli pitkään huomattavan vakaa. Latin käyttöönottoon liittyneen epävakauden kauden jälkeen vakaus on jatkunut, nyt kuitenkin selvimmin suhteessa Saksan markkaan. On varsin epätodennäköistä, ettei tähän liittyisi keskuspankin markkinainterventioita. Latvian Pankki onkin ostanut johdonmukaisesti dollareita pankeilta pehmentääkseen kotimaanrahan vahvistumista. "De facto sidonta, jota virallisesti kutsutaan kellumiseksi johtuen epävarmuudesta, joka koskee viranomaisten kykyä puolustaa valittua kurssitasoa" saattaisi olla asuva luonnehdinta Latvian tosiasialliselle valuuttakurssiregiimille. Tietysti keskuspankki on kasannut valuuttareservejä myös niiden alhaisen alkuperäisen tason vuoksi.

Puolivirallisen arvion mukaan Riikan markkinat käteisille ruplille ja vaihdettaville valuutoille olivat vuonna 1992 entisen Neuvostoliiton alueen suurimmat. Latviaa pidettiin ainoana alueen maana, jossa oli poistettu esteet tiliruplien vaihtamiselta käteiseksi ja toisinpäin. Viranomaisten mukaan rupla/vaihdettava valuutta -markkinoiden koko on tuntematon, eikä siellä vaihdettavan rahan alkuperää myöskään pyritä selvittämään. Vaikka Riikaa pyritään kehittämään Itämeren alueen suurimmaksi valuuttamarkkinaksi, väitetty valvonnan täydellinen puuttuminen eritoten rahan alkuperän suhteen saattaa osoittautua merkittäväksi ongelmaksi.

3.3 Uudistuksen vaikutus ulkomaankauppaan

Ennen vetäytymistään rupla-alueelta Latvia kävi neuvotteluja Venäjän kanssa uusista maksujärjestelyistä maiden kesken. Maitten keskuspankeissa on avattu tilit, joiden kautta maksujen tulisi kulkea. Latvialaiset liikepankit voivat myös avata kirjeenvaihtotilejä venäläisissä pankeissa yritysten maksujen välittämiseksi.

Suojellakseen talouttaan mahdolliselta ruplien tulvalta entisistä neuvostotasavalloista Latvian Pankki otti käyttöön eriytetyt vaihtokurssit eri maista peräisin oleville ruplille. Ensimmäisissä ostonoteerauksissa Ukrainan ruplilla oli alhaisin arvo, 0,3 Latvian ruplaa. Korkein arvo oli ruplilla, jotka tulivat muun muassa Venäjältä ja Liettuasta: 0,9 Latvian ruplaa (*Baltic News Service* 14. ja 16.8.1992). Liikepankit saivat asettaa kurssinsa vapaasti kuitenkin niin, etteivät ostokurssit ylittäneet keskuspankin noteerauksia. Latvian Pankki noteeraa nämä kurssit päivittäin kahdenkeskisten kauppataseiden ja kunkin maan noudattaman rahapolitiikan perusteella. Näin ollen keskuspankin noteeraukset ovat hallinnollisia. Koska eri maista olevien ruplien välisten markkinoiden kehitys on ollut hidasta, keskuspankin noteeraukset säätelevät näitä markkinoita ja samalla jakavat ne tasavaltakohtaisiksi segmenteiksi. Segmenttien väliset rajat voidaan ylittää varsinkin vaihdettavalla valuutalla. Näyttää kuitenkin siltä, että näin menetellään vain harvoin, ja idänkauppaa käyvien yritysten täytyy pystyä tasapainottamaan vaihdantansa kunkin entisen

tasavallan kanssa erikseen. Tämä on merkittävä kaupan rajoite. Keskuspankki korostaa, että sen noteeraukset on tarkoitettu vain opasteiksi yritysten ja pankkien välisessä vaihdannassa.

Latvialaisyritykset ovat olleet varsin kriittisiä järjstelmän suhteen, koska uudet noteeraukset vähensivät niiden vientituloja merkittävästi. Vuoden 1993 alkupuolella Latvian Pankki lopetti IVY-valuuttojen vaihtamisen Latvian rupliin. Se noteeraa edelleen vaihtokurssit, mutta haluaa pankkien ja vaihtokonttoreiden tekevän itse vaihdannan. Tämän päätöksen ymmärretään perustuneen erilaisten ruplien kasaantumiseen keskuspankkiin.

3.4 Latvia: päätelmiä

Edellä todettiin, että Viron rahapolitiikan perusongelma on vähittäisessä siirtymisessä nykyisestä valuuttakomiteasta kohti keskuspankkijärjestelmää. Latvian tapauksessa kolme kysymystä näyttää olevan yli muiden.

Niin jaloja kuin Latvian tavoitteet itsenäisestä keskuspankista, nollainflaatiosta ja ostovoimapariteettien mukaisesta vaihtokurssista ovatkin, nollainflaatio on ostettu hyvin kalliilla hinnalla. Kesällä 1993, nollainflaation vallitessa, keskuspankin diskonttokorko oli 45 prosenttia ja liikepankkien antolainauskorot noin 10 prosenttia kuukaudessa. On epäselvää, missä määrin nämä korot heijastavat inflaatio-odotusten vitkaisuutta ja missä määrin niitä tarvitaan maksutasetarkoituksiin, vaihtokurssin konvergoimiseksi kohti ostovoimapariteettia. Jälkimmäisessä tapauksessa valuuttakurssitavoite tulisi hylätä. Siirtymätalousmaiden vaihtokurssit ovat yleensä selvästi pariteetin alapuolella ja Latvian korkotaso on katastrofaalinen.

Toiseksi, viranomaisten laissez faire -asenne ei voi olla kestävä ratkaisu. Valintaan liittyy ilmeisiä riskejä. Maalla on jo ollut omat finanssiskandaalinsa ja tarvitaan paljon valvontaa ja ehkä myös rajoituksia, jotta Riikasta kehittyisi kunnioitusta ansaitseva rahamarkkinakeskus.

Lopulta – ja eritoten suomalaisella taustalla – voi kysyä onko julistettu liberalistinen asenne ylimalkaan uskottava ottaen huomioon maan ja sen markkinoiden pienuus. Pelisääntöjen yleinen selventäminen voisi olla tarpeen.

4. Liettua: kuponki ja liti

4.1 Rahamarkkinauudistusten toteuttaminen

Liettuan parlamentti sääti lain kansallisen valuutan käyttöönotosta vuoden 1991 lopulla. Samalla asetettiin rahauudistuskomitea. Tämän jälkeen odotettiin yleisesti, että maan raha, liti – joka jakaantuu sataan senttiin – otettaisiin käyttöön vuonna 1992. Koska rahauudistuksesta ja sen aikataulusta oli erilaisia näkemyksiä, Liettuasta tuli viimeinen Baltian maa, joka irtosi ruplavyöhykkeestä.

Väittelyn jälkeen Liettua päätti keskuspankin kantaa noudattaen ja Latviaa seuraten toteuttaa vähittäisen rahauudistuksen. Katsottiin, ettei varsinaiselle kansalliselle valuutalle ollut vielä sellaisia riittäviä edellytyksiä kuin maksusopimukset naapurimaiden kanssa, ja ruplasetelipulan paineessa Liettua otti toukokuussa 1992 käyttöön väliaikaisvaluutan. Kun sillä ei ollut varsinaista nimeä rahaa kutsuttiin yksinkertaisesti kupongiksi, "talonas" liettuaksi. Kupongille annettiin sama arvo kuin ruplalle ja molemmat hyväksyttiin samalla tavoin maksuvälineenä. Alunperin tuloista 40 prosenttia maksettiin kuponkeina.

Jonkin aikaa myöhemmin, syyskuun 1992 loppupuolella, viranomaiset alkoivat vetää ruplia kierrosta. Ruplasetelit ja väestön pankkitalletukset muunnettiin kupongeiksi kurssiin 1:1 lokakuun alussa päättyneen viikon aikaa. Tämän jälkeen ruplien käyttö maksuvälineinä oli kielletty. Vaihdettavia valuuttoja saatettiin edelleen käyttää erityisluvalla. Ruplia pidettiin ulkomaanrahana ja niitä voitiin vaihtaa liikepankeissa markkinakurssiin.

Ruplien äkillinen vetäminen kierrosta perusteltiin niiden voimakkaasti inflatorisella

virralla maahan varsinkin Ukrainasta. Kupongin julistaminen lailliseksi maksuvälineeksi nähtiin nopeimmaksi ratkaisuksi. Tämä oli odottamatonta, koska alkuperäisenä tarkoituksena oli ollut siirtyä ruplasta litiin. Litiseteleiden painamisessa oli myös teknisiä, mutta poliittisesti herkkiä ongelmia.

Kesäkuussa 1993 viranomaiset vihdoin ilmoittivat että liti pantaisiin kiertoon kesäkuun 25 päivästä alkaen kurssilla 1 liti = 100 kuponkia. Pankkitilit muunnettiin samana päivänä ja kaikki hinnat oli esitettävä liteinä.

Kuponkia ei ole hyväksytty maksuvälineeksi 20 heinäkuuta jälkeen. Vaihdettavien valuuttojen käyttö kiellettiin myös pian, ja elokuun alusta 1993 lähtien liti on ollut maan ainoa laillinen maksuväline. Vielä ei tiedetä, kuinka hyvin vaihto onnistui. Vaihdettavien valuuttojen käyttökielto on voinut olla vaikea toimeenpanna. Vaikka litista tulikin ainoa laillinen maksuväline, liettualaisissa pankeissa pidettyjä valuuttatalletuksia ei muunnettu ilman tilinhaltijan suostumusta. Liettualaiset yksityishenkilöt saavat edelleen tehdä talletuksia ulkomaille. Juridiset henkilöt tarvitsevat keskuspankin luvan tähän.

Samoin kuin muut Baltian maat, myös Liettua on saanut takaisin sotaa edeltävän kultavarantonsa, kaikkiaan 6,3 tonnia, nytkin enimmäkseen kultana. Se on maan valuuttavarannon perusosa. Vaihdossa kerätyt ruplat on varastoitu ja niiden palauttamisesta olisi pitänyt sopia rupla-alueen maiden kanssa.

4.2 *Valuuttakurssijärjestelmä ja ulkomaankauppa*

Samoin kuin kupongit, liti on periaatteessa vaihdettava. On kuitenkin epäselvää, missä määrin vaihtokurssien yhtenäistäminen on käytännössä toteutunut. Valtionyrityksillä on tammikuusta 1993 alkaen ollut velvoite kotiuttaa neljännes valuuttatuloista.

Vuoden 1992 aikana Liettuan rahapolitiikka oli pääpiirteissään löysää, mutta finanssipolitiikka tiukkaa. Viranomaiset eivät olekaan onnistuneet tukahduttamaan inflaatiota samalla tavoin kuin muissa Baltian maissa. Kuponki heikkeni huomattavasti suhteessa dollariin, 250 kupongista lokakuun alussa 1992 aina 550 kuponkiin toukokuussa 1993. Myöhemmin, kun rahapolitiikkaa tiukennettiin, kuponki vahvistui jonkin verran.

Jo elokuussa 1992 Liettua ja Venäjä pääsivät periaatesopimukseen maiden välisestä maksuliikenteestä. Käytännön ongelmia on kuitenkin edelleen. Samoin kuin Liettuan ja Venäjän välillä, myös muiden IVY-maiden kanssa maksut tulisi tehdä keskuspankkien pitämien kirjeenvaihtotilien kautta. Liikepankit voivat myös suorittaa maksuja omien kirjeenvaihtotiliensa kautta.

5. *Päätelmiä*

Baltian maiden vetäytyminen rupla-alueesta ja omien valuuttojen käyttöönotto tapahtui sujuvasti ja monien ulkomaisten asiantuntijoiden odottamaa helpommin. Ruplan voimakas heikkeneminen kesän 1992 jälkeen osoittaa, että siitä irtaantuminen oli hyvin perusteltua. Maissa, joissa talouden vakautta on painotettu talouspolitiikan tavoitteena, kotimaisten rahojen olemassaolo on helpottanut tavoitteen saavuttamista. Kansalliset rahat eivät kuitenkaan ole ihmelääke. Vakauden saavuttamiseksi tarvitaan vastuunalaista finanssi- ja rahapolitiikkaa.

Baltian maiden esimerkki osoittaa, että kansallinen raha ja itsenäinen rahapolitiikka voidaan ottaa käyttöön hyvin erilaisissa olosuhteissa ja eri tavoin. Saatavilla olevan tiedon niukkuudesta johtuen ei kuitenkaan ole aina helppo sanoa, kuinka uudet rahajärjestelmät toimivat käytännössä. Tähänastinen kokemus näyttäisi kuitenkin tukevan kahta johtopäätöstä. Maan koko ei todellakaan määrää kansallisen valuutan uskottavuutta. Toiseksi Baltian maat eivät suinkaan muodosta optimaalista valuuttaaluetta. Niiden erilaisuus tekee ajatukset raha-

liitosta haaveiksi.

Baltian maat ovat onnistuneet oman rahajärjestelmän luomisen ensi vaiheessa jättämällä rupla-alueen. Edessä on kuitenkin suurempia ongelmia, koska maiden täytyy turvata valuuttojensa pidemmän aikavälin käypyys ja vakaus. Tämä vaatii vastuunalaista raha- ja finanssipolitiikkaa yhdessä talouden rakennemuutoksen kanssa, mikä tuntuu alkuvaiheessa alentuvana elintasona. Ulkomaankaupalle tulee keskeinen asema Baltian maissa, ja niiden kyky ansaita ulkomaanvaluuttaa viennin avulla on avaintekijä rahataloudelliseen vakauteen. Ulkomaisen rahoitusavun saatavuus pysyy toistaiseksi tärkeänä.

Kirjallisuus

Bennett, A.G.G., 'The Operation of the Estonian Currency Board', *IMF Paper on Policy Analysis and Assessment* 92/3, 1992.

Eesti Pank, *The Monetary Reform in Estonia 1992*, Tallinn, 1992.

'Estonija: Novyi porjadok rasshtshetov', *Ekonomitsheskaja Gazeta* no. 29, 1992.

Fieleke, N.S., 'The Quest for Sound Money: Currency Boards to the Rescue?', *New England Economic Review*, November-December 1992, ss.14-24.

Hanke, S.H., L. Jonung and K. Schuler, *Monetary Reform for a Free Estonia*, Stockholm, 1992.

Hanke, S.H., L. Jonung and K. Schuler, 'Estonia: it's not a currency board system!' *Transition*, no. 1, 1993, p.12.

Hansson, A., 'Transforming an Economy while building a Nation; the Case of Estonia', *Stockholm Institute of East European Economics Working Paper* 62, 1992a.

Hansson, A., "Estonian Currency Reform: Overview, Progress Report and Future Policies", *Östekonomiska Institutet, Stockholm, Memorandum*, 7 August 1992b.

Hansson, A., 'The Trouble with the Rouble: Monetary Reform in the Former Soviet Union', teoksessa Åslund, A. ja R. Layard, eds., *Changing the Economic System in Russia*, London 1993, ss. 163-182.

Hansson, A,. and J.Sachs, 'The Crowning of the Estonian Kroon', *Transition*, No. 9, 1992, pp. 1-3.

Hernandez-Cata, E., 'Introduction of a national currency', teoksessa Gros, D., J. Pisani-Ferry ja A. Sapir, eds., *Inter-State economic Relations in the former Soviet Union*, CEPS Working Document no 63, 1992, pp. 63-71.

Kallas, S. and M. Sörg, 'Estonia's Currency Reform of 1992' *Bank of Finland Bulletin* 67, no. 3, 1993, pp.3-7.

Lainela, S., 'Currency reforms in the Baltic countries', ilmestyy *Communist Economies and Economic Transformation*, no. 4, 1993.

Lainela, S. ja P. Sutela, 'Escaping from the rouble: Estonia and Latvia compared', a paper presented at the Third EACES Workshop on "Integration and Disintegration in European Economies: Divergent or Convergent Processes?", Trento, March 4-5, 1993. Ilmestyy G. Pegorettin ja B. Dallagon toimittamassa konferenssijulkaisussa, Macmillan 1994.

Misiunas, R.J. and R. Taagepera, *The Baltic States: Years of Dependence 1940-1980*, Los Angeles 1983.

Odling-Smee, J., 'Letter to the Editor', *Transition*, No. 10, 1992, s. 9.

Osband, K. and D. Villeneuva, 'Independent Currency Authorities: An Analytic Primer', *IMF Working Paper 92/50*, 1992.

Otsason, R., 'Eesti krediitturg on täiesti tühi', *Äripäev*, 30 heinäkuu 1992.

Rajasalu, T., 'Rahareformist, valuutakursist ja selle võimalikust järelmõjust', *Äripäev*, 9 heinäkuu 1992.

'Valjutnoe tshudo Latvii', *Ekonomitsheskaja Gazeta* no. 26, 1992.

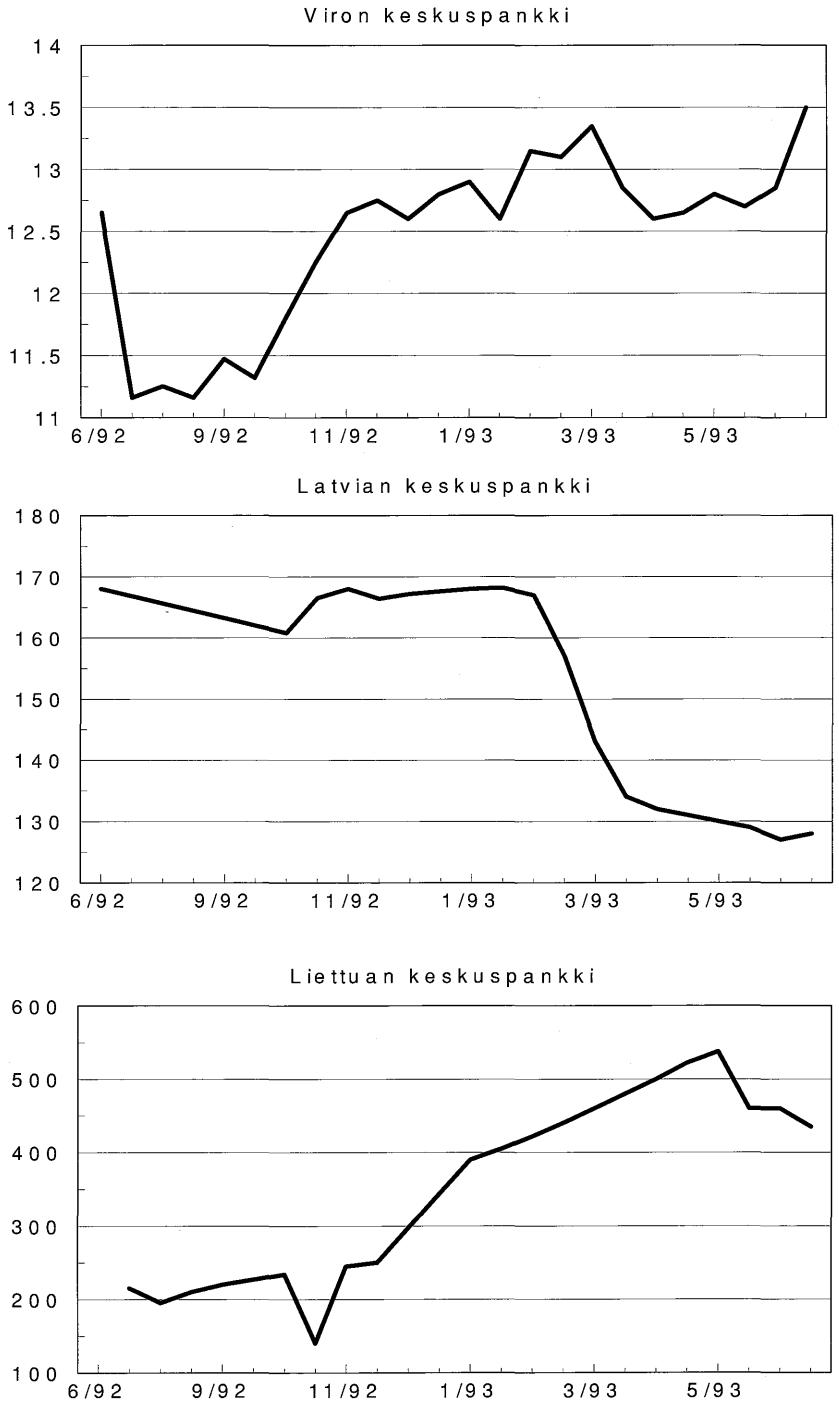
Walters, A., 'Currency Boards', teoksessa *The*

New Palgrave, ed. Eatwell, J., M. Milgate, P. Newman, London 1987, vol.1, ss. 740-742.

Van Arkadie, B. and M. Karlsson, *Economic Survey of the Baltic States*, London, 1992.

Liite.

Liitetaulukko. *Viron pankin tase*

	16.7.1992		1.1.1993		1.6.1993	
	milj. EEK	milj. USD	milj. EEK	milj. USD	milj. EEK	milj. USD
Vastaavaa						
Kulta ja vaihdettava - valuuttasaamiset	1162.5	98.1	2502.4	193.8	3489.3	273.6
Yhteensä	**1162.5**	**98.1**	**2502.4**	**193.8**	**3489.3**	**273.6**
Vastattavaa						
Liikkeessä oleva raha	630.0	53.0	1228.6	95.2	1788.4	140.2
Velat rahoituslaitoksille	229.2	19.3	580.5	45.0	791.7	62.1
Oma pääoma	306.0	25.8	693.3	53.7	909.2	71.3
Yhteensä	**1165.2**	**98.1**	**2502.4**	**193.8**	**3489.3**	**273.6**
Eesti Pankin valuuttail-moitukset (USD)	(14.7.1992)	11.882	(1.1.1993)	12.912	(31.5.1993)	12.752

Liitekuvio. *Baltian maiden keskuspankkien US-dollarinoteeraukset*