



Vaasan yliopisto
UNIVERSITY OF VAASA

Miko Viita-aho

**Venäjän keskuspankin erityispiirteet ja toiminta
Krimin miehityksen 2014 aikana**

Laskentatoimen- ja rahoituksen
akateeminen yksikkö
Taloustiede
Taloustieteen maisteriohjelma

Vaasa 2021

VAASAN YLIOPISTO**Laskentatoimen- ja rahoituksen akateeminen yksikkö**

Tekijä:	Miko Viita-aho
Tutkielman nimi:	Venäjän keskuspankin erityispiirteet ja toiminta Krimin miehityksen 2014 aikana
Tutkinto:	Kauppätieteiden maisteri
Oppiaine:	Taloustieteen maisteriohjelma
Työn ohjaaja:	Panu Kalmi
Valmistumisvuosi:	2021
Sivumäärä:	107

TIIVISTELMÄ:

Venäjän keskuspankki on toiminnaltaan ja tavoitteiltaan pääpiirteittäin muiden markkinatalousmaiden keskuspankkien kaltainen. Venäjän keskuspankki noudattaa inflaatiotavoitetta ja käyttää siihen pääsemiseksi pääasiallisena työkalunaan ohjauksorkoa, aivan niin kuin vastinparinsa muissa markkinatalousmaissa. Merkittävä ero Venäjän keskuspankin ja vastinpariensa väliltä löytyy taseiden vastaavaa puolen rakenteissa. Venäjän keskuspankilla on ilman erityistä syytä ulkomaanvaluuttamääräisiä omistuksia kuusinkertainen määrä suhteessa ruplamääräisiin omistuksiin. Kiinan keskuspankilla, jonka tehtävänä on puolustaa kotimaisen valuutan arvoa, vastaava suhdeluku on perustellusta tarpeesta huolimatta vain n. 2. Lisäksi Venäjän keskuspankilla on huomattava määrä kultaomistuksia ja sen oma pääoma on poikkeuksellisen vahva. Venäjän keskuspankin taseen rakenteen syynä on korostettu taloudellisen vakauden tavoittelu. Venäjän keskuspankin toimia arvosteltiin aikalaisarvioissa Venäjän vuoden 2014 finanssikriisin aikana. Retrospektiivisessä tutkimuksessa ei kuitenkaan löydy viitteitä, että Venäjän keskuspankki olisi toiminut merkittävästi mandaattinsa vastaisesti. Vuosina 2014–2015 Venäjän keskuspankki toteutti rahapoliittisia toimiaan parhaan tietämyksensä mukaan niin, että Venäjän ruplan arvo kotimaassaan, eli kotimainen inflaatio, säilyi olosuhteisiin nähden mahdollisimman lähellä keskuspankin tavoitetta. Venäjän keskuspankki eroaa olosuhteisiin nähden huomattavan vähän vastinpareistaan. Keskuspankki on kansainvälisesti vakavasti otettava ja vahva instituutio. Venäjän keskuspankin tekemät ratkaisut eivät ole aiheuttaneet taloudellisia ongelmia Venäjän taloudelle.

AVAINSANAT: Keskuspankkitoiminta, valuuttakurssit, rupla, Venäjä, suhdannevaihtelut, inflaatio, makrovakaus, rahapolitiikka, Fiat-raha

Sisällys

1 Johdanto	7
2 Keskuspankkitoiminnan teoria	10
2.1 Rahan määritelmä ja inflaatio	10
2.2 Keskuspankkien historialliset tehtävät	14
2.3 Keskuspankkien työkalut	21
2.4 Rahapolitiikka ja suhdanteet	25
3 Venäjän keskuspankin erityispiirteet	31
3.1 Venäjän talouden rakenteet	32
3.2 Venäjän keskuspankin vakauttamisvälineet	41
4 Venäjän keskuspankki ja kriisit	51
4.1 Keskuspankkien valmiudet vastata kriiseihin	51
4.2 Venäjän keskuspankin toimet 2014 kriisissä	66
5 Johtopäätökset	86
Lähteet	90
Liitteet	105
Liite 1. Venäjän keskuspankin tase 2018	105
Liite 2. Saksan keskuspankin tase 2018	106

Kuviot

Kuvio 1. Öljyn tynnyrihinta ja Yhdysvaltain dollarin vaihtokurssi Venäjän ruplissa (Fitch Connect 2021).

Kuvio 2. Toimialan osuus työllisistä Venäjällä (World bank, data bank 2021b).

Kuvio 3. Kultavarannon osuus keskuspankkien tasearvoista (Venäjän keskuspankin taseet 2011 - 2019, Yhdysvaltain keskuspankin taseet 2011 - 2019, Kiinan keskuspankin taseet 2011 - 2019 & EKP :n taseet 2011 - 2019)

Kuvio 4. Keskuspankin ulkomaisten omaisuuserien määrä suhteessa kotimaisiin. (Venäjän keskuspankin taseet 2011 - 2019, Yhdysvaltain keskuspankin taseet 2011 - 2019, Kiinan keskuspankin taseet 2011 - 2019 & EKP :n taseet 2011 - 2019)

Kuvio 5. Kotimainen bruttokansantuote verrattuna keskuspankin taseeseen. (Venäjän keskuspankin taseet 2011 - 2019, Yhdysvaltain keskuspankin taseet 2011 - 2019, Kiinan keskuspankin taseet 2011 - 2019, EKP :n taseet 2011 - 2019)

Kuvio 6. Venäjän ruplan vaihtokurssi euroina vuosina 2009 – 2018 (EKP 2021)

Kuvio 7. Ukrainan Hryvnian vaihtokurssi euroina vuosina 2009 – 2018 (National Bank of Ukraine 2021b)

Kuvio 8. Venäjän keskuspankin ohjauskorko 9/2013–12/2018 (Bank of Russia 2021e)

Kuvio 9. Brent öljyn hinta Yhdysvaltain dollareissa vuosina 1995–2021 (Trading Economics 2021)

Kuvio 10. Venäjän öljyrahaston suuruus (BOFIT 2018)

Kuvio 11. Venäjän BKT :n kasvuvauhti vuoden takaiseen verrattuna kvartaaleittain (CEICDATA 2021a)

Kuvio 12. Öljyn ja ruplan arvon muutosnopeuden muutos kuukausittain.

Kuvio 13. Venäjän pohjainflaatio edelliseen kuukauteen verrattuna (CEICDATA 2021b)

Kuvio 14. Venäjälle rekisteröityjen henkilöiden yhteenlaskettu ulkomaanvelka dollareissa vuosina 1985 - 2020 (FRED 2021c)

Kuvio 14. Kuukausittaisen inflaation ja Venäjän keskuspankin ohjauskoron muutosnopeuden derivaatta (Bank of Russia 2021e, FRED 2021d)

Lyhenteet

BIS Bank for International Settlements

BKT Bruttokansantuote

EKP Euroopan Keskuspankki

Fed Federal Reserve (Yhdysvaltain keskuspankki)

IMF International Monetary Fund

PPP Purchase Power Parity

QE Quantitative Easing (Määrällinen elvytys)

RSFSR Russian Soviet Federative Socialist Republic

WTO World Trade Organization

1 Johdanto

Ainutkertaisista historiallisista kokemuksista on nähty, että rahapolitiikan säätelijän tuntemus on ensiarvoisen tärkeää taloudellisille toimijoille. Venäjän keskuspankin toiminnan ymmärtäminen on tärkeää, koska kannattavien kansainvälisten liiketoimintasuhteiden syntyminen ja ylläpitäminen edellyttää toisen talousalueen ymmärrystä ja ennakoitavuutta. Venäjän keskuspankki on kansainvälisesti merkittävä instituutio, joten sen toimintatavat ja erityispiirteet kannattaa tuntea, jotta keskuspankkien ja muiden taloudellisten toimijoiden kansainvälisestä yhteistyöstä voisi tulla mahdollisimman hedelmällistä.

Nimelliseltä bruttokansantuotteeltaan Venäjä on maailman yhdenneksitoista suurin talous. Ostovoimapariteetilla mitattuna Venäjä on puolestaan maailman kuudenneksi suurin talous (World bank 2021a). PPP vertailussa Venäjää edellä ovat väkiluvultaan suuret, perinteiset markkinatalousmaat Yhdysvallat, Saksa ja Japani, sekä Venäjää väkiluvultaan moninkertaiset Intia ja Kiina. Suomen kannalta Venäjä on erityisen mielenkiintoinen markkina, koska Venäjän väkiluvultaan suurimmat alueet sijaitsevat verrattain lähellä Suomea ja suomalaisilla on verrattain pitkästi kokemusta liiketoimintayhteistyöstä venäläisten kanssa. Lisäksi merkittävä ero nimellisen- ja ostovoimapariteetin mukaisen bruttokansantuotteen välillä tarkoittaa, että talouden kansainvälisellä integroitumisella ja suljetun sektorin avautumisella voi olla merkittäviä mahdollisuuksia.

Toisaalta Venäjä on pinta-alaltaan maailman suurin maa. Täten Venäjä on myös rikas luonnonvaroiltaan. Maailman kasvava väestö ja keskimääräisen elintason nousu teknologisesta kehityksestä huolimatta ja osaltaan sen vuoksi, tulevat käyttämään luonnonvaroja kasvavissa määrin, mikä voi johtaa raaka-aineiden maailmanmarkkinahintojen nousuun. Venäläiset tulevat olemaan tässä tilanteessa hyötyjiä, koska kasvanut kysyntä nostaa Venäjällä sijaitsevien luonnonvarojen arvoa ja tuo venäläisille toimijoille suurempia myyntivoittoja. Tämä tekee Venäjän markkinasta

pitkällä aikavälillä ulkomaalaisille toimijoille kiinnostavamman, kun myös venäläisten ulkomaanvaluuttamääräinen ostovoima kasvaa.

Venäjä on historialtaan erityinen maa. Valtava Venäjän keisarikunta hajosi vuonna 1917, kun kommunistiset bolševikit ottivat maan hallintaansa Venäjän sisällissodan seurauksena. Lopputuloksena Venäjän alueella talousjärjestelmä oli sosialistinen ja suunnitelmataloudellinen n. 74 vuoden ajan. Teollistuminen, eli siirtymä maatalousvaltaisesta taloudesta teollistuneeseen yhteiskuntaan tehtiin sosialistisen suunnitelmataloudellisen talousjärjestelmän aikana. Toisen maailmansodan yhteydessä Neuvostoliitosta tuli toinen maailman supervalloista, joka käytti poliittista ja taloudellista määräysvaltaa koko itäisessä Euroopassa. Vuonna 1989 tapahtuneen Berliinin muurin murtumisen jälkeen koko sosialistinen maailma murentui, mikä johti Neuvostoliiton hajoamiseen ja nykyisen Venäjän valtion syntyyn. Venäjälle markkinatalouteen siirtyminen on ollut ongelmallista erityisesti, koska Venäjä ei ollut ennen vuotta 1991 ollut koskaan länsimainen markkinatalouteen perustuva teollisuusmaa.

Vuonna 1991 vasta syntyneessä Venäjän valtiossa odotukset markkinatalouden suhteen olivat suuret. Venäjän lainsäädäntö ja valtiolliset instituutiot haluttiin tehdä mahdollisimman länsimaisten vastinpariensä kaltaisiksi. Neuvostoliitosta kuitenkin perittiin mm. korkea korruptoituneisuus ja huono työn tuottavuus, minkä vuoksi siirtymä markkinatalouteen ei onnistunut toivotusti.

Monet muut Itä-Euroopan entisistä sosialistista maista ovat onnistuneet integroitumaan perinteisten markkinatalousmaiden talousjärjestelmiin ja omaksumaan markkinatalouden instituutiot, mikä on kasvattanut kansalaisten elintasoja merkittävästi. Moni pienehkö talous on onnistunut jopa Eurojärjestelmään integroitumisessa.

Venäjän poliittinen ja taloudellinen kehitys on eronnut merkittävästi muista sosialismin perintöä kantavista maista. Talousalueen kehityksessä merkittävää roolia kantaa keskuspankki. Tässä tutkielmassa keskitytään tutkimaan Venäjän keskuspankin

erityispiirteitä ja verrataan Venäjän keskuspankkia erityisesti Yhdysvaltojen, Euroopan ja Kiinan keskuspankkeihin.

Normaaliaikoina keskuspankkien toimet ovat parhaassa tapauksessa huomaamattomia. Erityinen mielenkiinto keskuspankkeihin kohdistuu kriisien aikana, koska silloin niiden varautuminen ja kriisin aikaiset toimet tulevat konkreettisiksi. Venäjän keskuspankkia ja sen toimia on mielenkiintoista tarkastella Krimin valloituksen 2014 tapahtumien yhteydessä, koska tällöin negatiivinen talouden yleishokki kosketti pääasiassa vain Venäjän ja Ukrainan talouksia läheisine kauppakumppaneineen.

Venäjän poliittisen vallan käyttäjillä on ollut korostunut tarve luoda vakautta yhteiskuntaan (Puolustusministeriö 2008 s. 57). Myös Solanko (2020) mainitsee ”Fortress Russia” -käsitteen. Keskuspankki on näin ollen toteuttanut korostetusti yhteiskunnallista vakautta edistävää keskuspankkipolitiikkaa, mikä näkyy mm. korkopolitiikassa ja keskuspankin taseen koostumuksessa.

Aikaisempaa selvitystä siitä, että eroaako Venäjän keskuspankki muiden markkinatalousmaiden keskuspankeista ja onko sen toiminnassa havaittavissa poikkeavuuksia, ei ole tehty. Tämän tutkielman on tarkoitus täyttää tämä aukko. Venäjän talous ei ole kehittynyt samalla tavalla, kuin muiden Itä-Euroopan entisten sosialististen maiden taloudet. Mielenkiintoista on selvittää, että onko keskuspankki tehnyt ratkaisuja, jotka ovat voineet vaikuttaa taloudelliseen kehitykseen. Erityisesti Krimin valloituksen aiheuttaman talouskriisin yhteydessä kuultiin aikalaisarvioita, joiden mukaan Venäjän keskuspankki ylireagoi ja uhrasi tarpeettomasti kansalaisten taloudellista hyvinvointia talouden tasapainottamisen nimissä. Näiden väitteiden todistettavuus on mielenkiintoista selvittää.

2 Keskuspankkitoiminnan teoria

Tutkielman teoreettinen viitekehys rakennetaan tarkastelemalla keskuspankkitoiminnan teoriaa. Kirjallisuudessa aiheeseen syventyminen aloitetaan usein määrittämällä rahan käsite ja kuvailemalla inflaation syntymekanismi. Keskuspankkien harjoittaman rahapolitiikan ymmärtämiseksi on välttämätöntä ymmärtää keskuspankkien historiaa. Keskuspankit ovat jo verrattain lyhyen historiansa aikana toimineet monenlaisissa toimintaympäristöissä, mikä osaltaan on mahdollistanut keskuspankkien toiminnan reunaehtojen määrittelyä ainutkertaisten tapahtumien kautta. Moni keskuspankkien liikkeelle laskema valuutta on luottamuksen lisäämiseksi ollut poliittisen päätöksen johdosta sidottuna kultakantaan ja esim. Venäjän ruplan arvoa yhä tukee Venäjän keskuspankin suhteessa valtava kultavaranto. Keskuspankeilla on tavoitteita, jotka yleensä ovat yleisesti rahan arvon suhteellinen vakaus ja talouskasvun mahdollistaminen. Keskuspankkitoiminnan yhteydet ja mahdollisuudet vaikuttaa reaalitalouteen on myös tärkeä ymmärtää. Keskuspankkitoiminnan tunnetuimmat työkalut ovat ohjauskoron ja pankkijärjestelmän vakavaraisuusvaatimusten säätely. Erityisesti finanssikriisin jälkeisenä aikana keskuspankit ovat kuitenkin ottaneet käyttöön uusia työkaluja, joita on tärkeää tarkastella teoreettisesti. Keskuspankkitoiminnalla on lisäksi talousalueiden välisiä vaikutuksia. Keskuspankin ratkaisut vaikuttavat muun ohella kansainväliseen kauppaan ja pääomaliikkeiden kautta valuuttakursseihin.

2.1 Rahan määritelmä ja inflaatio

Keskuspankkitoiminnan ymmärtämiseksi ylivoimaisesti oleellisin käsite on rahan määritelmä. Krugman, Obstfeld & Melitz (2018, s. 415–418) määrittelevät rahan kolmella tavalla. Heidän mukaansa rahan tärkein funktio, on toimia vaihdannan välineenä. Rahan tulee mahdollistaa vaihdantatalous, jossa tavaroista ja palveluista voidaan maksaa homogeenisella rahalla, ilman että vaihdannassa myyjän vaihdossa vastaanottaman hyödykkeen arvoa tarvitsisi erikseen määritellä. Eräs keskuspankkien yleisistä tavoitteista onkin huolehtia maksujärjestelmien toimimisesta käteisen rahan ja elektronisten maksujen osalta. Vakaan maksujärjestelmän ansiosta kaupankäynti säilyy

tehokkaana, kun hyödykkeiden hinnat ovat yksiselitteisesti vertailukelpoisia, eikä yksilön tarvitse löytää tarvitsemansa hyödykkeen lisäksi ostettavan hyödykkeen haltijaa, joka haluaa vastaanottaa vaihtokauppana hyödykkeestä maksuna ostajan tarjoamia palveluita tai hyödykkeitä. Nimenomaan raha universaalina vaihdon välineenä, erottaa sen muista omaisuuseristä, kuten esim. jalometalleista tai muista arvopapereista (Mishkin, Matthews & Giuliodori 2013 s. 47).

Krugmanin ym. (2018 s. 415–418) näkemyksen mukaan rahan toiseksi tärkein ominaisuus on toimia arvon mittarina. Keskuspankin onnistuessa tehtävässään ja rahan arvon säilyessä suhteellisen vakaana, voidaan kaikille kulutushyödykkeille ja palveluille laskea rahamääräinen arvo. Valuuttamääräiset markkina-arvot mahdollistavat kuluttajien rationaalisen toiminnan, kun he voivat arvioida hyödykkeiden vaihtoehtoiskustannuksia. Jos hyödykkeiden hintoja ei voitaisi mitata rahalla, olisi rationaalinen päätöksenteko vaikeampaa, koska silloin hyödykkeiden arvo määritettäisiin esim. sattumanvaraisten muiden hyödykkeiden kautta, jolloin vaihtoehtoiskustannusten vertailusta tulisi mahdotonta. Tämä puolestaan vähentäisi oleellisesti markkinamekanismin toimivuutta, jolloin yhteiskunnan kokonaisyhyvinvointi kärsisi.

Kolmanneksi tärkein rahan ominaisuus on sen rooli arvon säilyttäjänä. Tässäkin keskuspankeilla on tärkeä tehtävä, koska niiden tavoitteena on taata rahan arvon suhteellinen vakaus. Rahan arvon säilyessä suhteellisesti yli ajan, voivat kuluttajat suunnitella ja tehokkaasti ajoittaa omaa kulutustaan (Krugman ym. 2018 s. 415–418). Kun raha säilyttää itsessään arvonsa, helpottaa se yhteiskunnan toimintaa, koska raha vaihdon välineenä on likvidein omaisuuserä ja rahan arvon säilyessä toimijoiden ei tarvitse pakosta maksaa transaktiokuluja muuttaessaan omaisuuttaan rahasta toiseen muotoon halutessaan siirtää kulutustaan lähitulevaisuuteen (Mishkin ym. 2013 s. 49). Hallitsematon inflaatio iskee haitallisimmin pienituloisiin, koska heillä ei ole edellytyksiä suojautua nopealta hintojen nousulta (Bank of Russia 2021g s. 7).

Rahan likviditeetistä luonteesta johtuen, kulutusmahdollisuudet ovat kuitenkin jatkuvasti rahan haltijan ulottuvilla, ilman että kuluttajan tarvitsee erikseen seurata maksamisessa käyttämänsä hyödykkeen markkina-arvoa, kuten esim. spekulointi-instrumentteina yleisesti käytettyjen ns. virtuaalivaluuttojen kohdalla. Toisaalta ennustettavissa oleva rahan arvo helpottaa myös rahan lainaamista.

Historiallisesti rahana ovat toimineet jalometalli itsenään ja siitä valmistetut kolikot. Rahan määritelmään kuuluu, että sen täytyy olla luonteeltaan yleisesti maksutapana hyväksytty. Yhteiskuntarakenteen ollessa vielä yleisesti kehittymätön, oli myyjien kuitenkin vaikea varmistaa maksuvälineiden aitous, mikä johti kaupankäynnissä tehokkuustappioihin. Lisäksi ostotapahtumassa käytettävä jalometalli piti olla fyysisesti mukana, mikä luonnollisesti oli vaikea järjestää erityisesti ennen polttomoottoriaikakautta. Seuraava vaihe rahan kehityksessä oli siirtymä helpommin kuljetettavaan paperirahaan ja shekkeihin, jotka ovat käytännössä maksuosoituksia. Pitkälle fyysiseen jalometalliin sidottuna paperiraha oli tosite, jonka pystyi, ainakin teoriassa, tarvittaessa fyysisesti vaihtamaan ilmoitettuun määrään siihen sidottua jalometallia. Nykyisin käytettävissä oleva valuutta on globaalistikin pääsääntöisesti Fiat-rahaa, jonka arvo perustuu sen lailliseen asemaan ja luottamukseen sen liikkeeseen laskijaa kohtaan. Luottamuksen ylläpitäminen on usein annettu liikkeellelaskijan, eli keskuspankin vastuulle (Mishkin ym. 2013 s.50–52).

Eräs merkittävimmistä tarkoituksista keskuspankkien suurehkoille kultavarannoille onkin luottamuksen lisääminen niiden liikkeelle laskemia valuuttoja kohtaan. Setelirahastakin on maksutapana siirrytty tehokkaampiin elektronisiin maksuihin. Elektroniset tilisiirrot saivat alkunsa debit-korttien muodossa. Nykyisin suurin osa maksuista käsitellään elektronisesti. Keskuspankit ovatkin kiinnittäneet enemmän huomiota elektronisten maksujärjestelmien toimintavarmuuteen, mikä esim. Venäjällä on johtanut julkisvaltajohtoisen MIR-maksujärjestelmän perustamiseen. Kiinassa maksujärjestelmä on mullistunut viime vuosina nopeinten. Perinteisten kansainvälisten korttimaksujen välittäjien oligopolista on pyritty irtautumaan kannustamalla kuluttajia

mobiilimaksamiseen. Tunnetuimpia uudehkoja kiinalaisia maksunvälittäjiä ovat ainakin virallisesti julkishallinnosta riippumattomat Alipay ja WeChat Pay (Klein 2019). Ruotsissa yksityisten pankkien oma reaaliaikainen maksupalvelu Swish on valloittanut merkittävää markkinaosuutta maksamisen palveluissa.

Mishkinin ym. (2013 s. 53–54) mukaan omaisuususerien määrittely rahavaroiksi ja muiksi varoiksi on monimutkaista. Joillain valuutta-alueilla tietty omaisuuslaji voidaan määritellä rahaksi ja toisessa ei. Tilanne muuttuu koko ajan yhä hankalammaksi, kun rahoitus- ja sijoitusinstrumentit kehittyvät lisää ja yhä monimutkaisemmiksi. Suorittaakseen tehtävänsä, keskuspankkien on oleellista seurata rahan määrää taloudessa. Vakiintunut käytäntö on jakaa taloudessa oleva rahavaranto kolmeen luokkaan, M1, M2 ja M3. Suppein määritelmä M1 sisältää Suomen pankin (2021a) mukaan kaikkein likvideimmän rahavarallisuuden, eli liikkeelle lasketun käteisen rahan ja tavalliset heti nostettavissa olevat pankkitalletukset, eli yön yli talletukset. M2 puolestaan sisältää M1:n rahavarat lisättyinä suhteellisen nopeasti nostettavissa olevilla korollisilla, enintään kahden vuoden määräaikaistalletuksilla ja irtisanomisajaltaan enintään 3kk talletuksilla. M3 on rahavarantomääritelmistä laajin ja määritelmältään vaihtelevin. M3 sisältää kokonaisuudessaan M2:n, takaisinostosopimukset, rahamarkkinarahastojen rahasto-osuudet sekä enintään 2 vuoden velkapaperit (Suomen pankki 2021a).

Keskuspankkien liikkeelle laskema Fiat-raha on hyvistä puolistaan huolimatta huono sijoituskohde pitkällä aikavälillä. Inflaatio hitaasti ja varmasti syö rahan arvoa, eikä pääsääntöisesti pankkien tai luottolaitosten talletuskorko riitä kattamaan arvonmenetystä (Pohjola 2019 s. 202). Riskisemmissä ja siten parempituottoisissa talletuksissa tulee tallettajan huomioida luotto- ja likviditeettiriskit, jolloin tällainen talletus ei usein ole enää puhtaasti käteisen rahan säästämistä, vaan enemmänkin lainaamista.

Inflaatiossa on kyse hyödykkeiden hintojen laaja-alaisesta noususta, mikä tarkoittaa rahan arvon laskemista. Pohjolan (2019 s. 212) mukaan inflaatiouvauhti on kiinteässä yhteydessä rahan määrään kansantaloudessa. Hän kertoo, että kvantiteettiteoria selittää inflaation pitkän aikavälin syntymekanismin yksinkertaisesti. Teoria voidaan selittää lyhyesti ja määritellä Fisherin yhtälöllä $M \times V = P \times Y$, jossa M on rahan määrä, V rahan kiertonopeus, P yleinen hintataso ja Y bruttokansantuotteen määrä kansantaloudessa vuotta kohden. Bruttokansantuotteen rahallinen arvo, eli $P \times Y$ on määrä, jota rahaa tarvitaan. Olettamalla bruttokansantuotteen olevan pitkällä aikavälillä luonnollisella tasollaan, rahan kiertonopeuden olevan vakio ja keskuspankille olevan mahdollista säädellä rahavarantoa, voidaan todeta, että rahan määrä määrittää kansantalouden hintatason, jolloin rahan määrän kasvu määrää pitkällä aikavälillä hintatason nousun, eli inflaation. Teorian mukaan rahan neutraalisuuden johdosta, rahan määrän kasvu taloudessa purkautuu inflaationa. Näin ollen rahan määrän kaksinkertaistaminen johtaa pitkällä aikavälillä hintatason kaksinkertaistumiseen.

Hallitsematon inflaatio on haitallista taloudelle. Korkea inflaatio lisää epävarmuutta taloudessa, mikä puolestaan vähentää investointi- ja säästämisalttiutta, mikä puolestaan vähentää työn tuottavuutta. Lisäksi ennustamattomalla inflaatiolla on perusteettomia tulonjakovaikutuksia, kun tallettajat menettävät talletuksiensa arvoa ja velallisten velkaosuudet odottamatta pienenevät, rahan arvon nopeasti laskiessa. Toisaalta korkean inflaation aikana kuluttajien on vaikea tehdä optimaalisia kulutusratkaisuja, kun suhteellisten hintamuutosten erottaminen yleisestä hintatason muutoksesta tulee vaikeammaksi ja vähemmän intuitiiviseksi. Nopea inflaatio haittaa myös valuutta-alueiden välistä kaupankäyntiä, koska se tuo epävakautta valuuttakursseihin. (Suvanto & Kontulainen 2016 s. 35)

2.2 Keskuspankkien historialliset tehtävät

Keskuspankkien roolit eroavat hiukan talousalueesta riippuen. keskuspankkien tehtävät ovat myös kehittyneet historian saatossa. Maailman ensimmäinen keskuspankki perustettiin Ruotsissa jo vuonna 1668. Euroopan ensimmäiset todelliset setelit oli

laskettu liikkeelle jo vuonna 1661 Sveriges Riksbankin löyhän edeltäjän yksityisomisteisen Stockholms Bancon toimesta. Setelit olivat sitoumuksia, joissa pankki sitoutui vaihtamaan arvopaperin pyydettyä siellä säilytettäviin jalometallisiin kolikkoihin, minkä oli tarkoitus helpottaa vaihdantaa, kun jo suuriksi kasvaneita kolikoita ei tarvinnut kuljettaa mukana kaupankäyntiä tehdessä. Stockholms Banco kuitenkin laski liikkeelle liikaa seteleitä ja, kun arvopaperien haltijat halusivat nostaa kolikoita suurissa määrissä, päättyi Stockholms Bancon olemassaolo konkurssiin. Tästä oppineena Ruotsin keskuspankki perustettiin valtiopäiväjohtoisesti Stockholms Bancon raunioille. Sen tehtäviksi tulivat setelijärjestelmän ylläpitäminen ja perinteinen pankkilainastoiminta (Sveriges Riksbank 2021).

Ruotsissa huomattiin, että luottamus rahan liikkeellelaskijaan on maksujärjestelmän toimivuuden perusta. Suuren Pohjan Sodan aikana valtio oli käyttänyt kuninkaan määräyksestä pankin rahoitusta sotaponnisteluissa. Kun epäilykset pankin likviditeetistä heräsivät puolalaisten miehittäessä Ruotsille kuuluneen Liivinmaan, ryntäsivät tallettajat jälleen kiireellä nostamaan rahojaan. Pankki nosti talletuskorkonsa viiteen prosenttiin, mikä ei kuitenkaan riittänyt pysäyttämään talletuspakoa. Mielenkiintoisinta tilanteessa oli, että tallettajien luottamus pankkijärjestelmään palasi välittömästi Narvan voittoisan taistelun jälkeen ja talletusten määrä lähti kasvuun väliaikaisesti, vain lopahtaakseen jälleen sotaonnan kääntyessä, jolloin talletuspako taas alkoi tiedon Pultavan tappiosta saavuttaessa Tukholman (Wetterberg 2018 s. 65–66). Lyhyen taloudellisesti varovaisen ja vakaan jakson jälkeen, keskuspankki menetti jälleen luottamuksensa Hattujen Sodan johdosta, kun Hattujen hallinto päätti rahoittaa sotiansa painamalla lisää seteleitä, minkä johdosta valuutan kiinnitys hopeakantaan täytyi katkaista. Tämä räjäytti inflaation, jolloin sen aavistaneet spekuloijat saavuttivat pikavoittoja.

Vallan vaihtuessa varovaisemmille myssyille, pyrittiin Ruotsissa palaamaan jälleen varovaisen taloudenpidon linjalle. Myssyt tavoittelivat rahan arvon palauttamista tasolle, jolla se oli ollut ennen Hattujen valtakautta. Osana suunnitelmaa piti ruotsalaisten setelien arvon suhteessa ulkomaanvaluuttoihin kaksinkertaistaa, mitä alettiin tukea

valtion varoin. Kun tämä kävi selväksi kansalaisille, alkoi rahaa välittömästi kadota kierrosta, koska rahan arvon noususta haluttiin päästä hyötymään, mikä aiheutti valtavat deflaatiopaineet ruotsin valuutalle (Wetterberg & Mikive 2018 s. 13).

Kokemuksien perusteella Myssyt syyttivät Hattuja valtion ja keskuspankin talouksien sekoittamisesta. Ratkaisuna he päättivät vaatia keskuspankilta enemmän avoimuutta ja antaa sille suuremman itsenäisyyden parantaakseen keskuspankin luottamusta tulevaisuudessa (Wetterberg 2018 s. 109), mikä oli ensi askel kohti modernia keskuspankki-instituutiota. Maailman ensimmäisen keskuspankin alkutaipaleesta tulee lisäksi huomata, että luottamuksen lisäksi, keskuspankin on toimittava ennustettavasti ja määrätietoisesti. Pitkään valuutan kiinnittäminen johonkin hyödykkeeseen, kuten kultaan nähtiin ainoana vakaana vaihtoehtona. Kesti vuoteen 1932 asti, ennen kuin Ruotsin keskuspankki ensimmäisenä maailmassa päätti ottaa yleisen hintavakauden keskuspankkipolitiikkansa tavoitteeksi, muuttaen siten toimintaansa entistä ennustettavammaksi ja läpinäkyvämmäksi (Wetterberg & Mikive 2018 s. 22).

Venäjällä luototus- ja talletustoiminta oli läntisen Euroopan maihin verrattuna pitkään villiä ja elinkeinotoiminta takapajuista. Luotottajat ja luottojen ehdot olivat kirjava joukko. Länsi-Euroopassa vallinnutta järjestelmää, jossa moni sijoittaja sijoittaa varojaan pankkiin, joka myöntää lainoja jakaen sijoittajien riskiä, ei Venäjälle markkinaehtoisesti juurikaan syntynyt, vaan luotot olivat useammin yhden yksityisen toimijan myöntämiä. Luotot olivat sopimusosapuolikohtaisesti strukturoituja, mikä on transaktiokustannuksiltaan kallista. Ennen Pietari Suurta vähäinen varsinainen teollinen tuotanto oli lähes kokonaan valtion rahoittamaa ja omistamaa. Lisäksi suurin osa maasta ei ollut rahatalouden piirissä. Pietari Suuren johdolla Venäjällä otettiin käyttöön uusi rahayksikkö, eli hopearupla (Kuusterä & Tarkka 2011 s. 66). Vasta Pietari Suuren uudistukset onnistuivat kehittämään Venäjän taloutta 1700-luvulle tultaessa, kun esim. valtio alkoi tehdä hankintoja yksityisiltä yrityksiltä, jolloin yritykset saivat valtiolta esim. yritystukia tai ennakkomaksuja liiketoimintansa käynnistämiseksi. Samalla Venäjälle houkuteltiin pankki- ja maksujärjestelmän asiantuntijoita muualta Euroopasta esim.

Ruotsista (Ahmedzhanov 2017). Ensimmäinen virallinen luototuslaitos perustettiin rahapajan yhteyteen vasta vuonna 1733, mutta se jäi epäonnistuessaan lyhytaikaiseksi kokeiluksi (Boris Yeltsin Presidential Library 2021). Satunnaista rahoitusta myönsivät myös eräät muut instituutiot kuten esim. epäonnistunut Bank for The Improvement of Commerce ja Postilaitos.

Jatkuva institutionaalinen rahoitus alkoi Venäjällä 1754, kun perustettiin kiinnitysluottopankki aatelistolle. Luottojen tarkoitus oli mahdollistaa aatelistolle maaomistuksiansa kehittäminen. Lainaa tarjottiin ainoastaan vakuuksia vastaan. Venäjän pankkijärjestelmä otti seuraavan askeleensa vuonna 1768, kun Katariina II:n määräyksellä perustettiin täysin valtiojohtoisesti Assignaattipankin (ven. Государственный ассигнационный банк) toimipisteet Pietariin ja Moskovaan. Pankki otti vastaan kuparikolikoita ja vaihtoi ne liikkeelle laskemiinsa seteleihin, jotka se sitoutui vaihtamaan takaisin pyydettyä nimellisarvonsa mukaiseen määrään kuparikolikoita. Huomionarvoista on, että kuparikolikoita käytettiin lähinnä kotimaisen kaupan maksuvälineenä, kun ulkomaankauppaa käytiin puolestaan hopeakolikoilla. Näiden kahden erillisen valuutan välille puolestaan syntyi markkinoilla vaihtokurssi. Virallisesti pankki perustettiin helpottamaan kaupankäyntiä, koska suuren kuparikolikkomäärän kuljettaminen vaihdannan yhteydessä oli vaikeaa. Samalla se kuitenkin onnistui keräämään kruunulle pääomaa, jolla voitiin kustantaa mm. Ottomaaneja vastaan käytäviä sotaponnisteluja (Kuusterä & Tarkka 2011 s. 66). (Munro 1997)

Kuten Ruotsissakin esim. hattujen sodan yhteydessä, myös Venäjällä valtio käytti määräävä asemaansa keskuspankissa omien menojensa rahoittamiseen. Venäjällä valtio painatti keskuspankilla ns. pankkoassignaatteja, eli paperiruplia, jotka luvattiin vaihtaa hopeaan pyydettyä. Pankkoassignaatteja painettiin kuitenkin liikaa, minkä johdosta vaihtaminen hopeaan täytyi lupausten vastaisesti lopettaa. Tilalle halukkaille tarjottiin kuparia, mikä auttoi säilyttämään paperirahan, eli pankkoassignaattien arvon. Vuonna 1786 yksi paperirupla noteerattiin vielä 98 hopeakopeekan arvoiseksi, mutta vuonna 1796 paperirupla oli enää 69 hopeakopeekan arvoinen. Valtio jatkoi assignaattien

liikelle laskemista lopulta niin suurin määrin että Aleksanteri I :n valtakaudella jopa kuparilunastukset täytyi keskeyttää. (Kuusterä & Tarkka s. 67)

Assignaattipankki ryhtyi setelien liikkeelle laskun lisäksi vastaanottamaan talletuksia ja myöntämään luottoja aatelisille ja kaupungeille, liike-elämän ja teollisuuden kehittämiseen. Vuonna 1786 toiminta järjestettiin uudestaan ja lainoja myöntävä osa Assignaattipankista uudelleennimettiin Valtiolliseksi lainapankiksi (ven. Государственный Заемный Банк), jolloin pankkirahoitus tuli uusien ryhmien ulottuville (Munro 1997). Assignaattipankille jäivät Englannin keskuspankin esimerkin mukaiset tehtävät, eli mm. seteleiden liikkeelle lasku, ulkomaiden maksuositusten hoito ja jalometallikauppa. Todellisuudessa Assignaattipankin tärkeimpänä tehtävänä säilyi kuitenkin valtion menojen setelirahoitus (Kuusterä & Tarkka 2011 s. 67). Tässä vaiheessa konttoriverkosto oli jo laajentunut useisiin Venäjän merkittävimpiin kaupunkeihin, pääkonttorin sijaitessa Sadovaja Ulitsalla Pietarissa. Pankissa tehtiin jatkuvasti uudistuksia ja Pietarin yksikön nimeksi tuli vuonna 1817 Valtiollinen liikepankki (ven. Государственный коммерческий банк) (Kuusterä & Tarkka 2011 s. 74). Pankki kuitenkin säilytti perinteitään ja esimerkiksi työntekijöiden uskollisuuden vala säilyi muuttumattomana (Muzej Deneg 2010). Pankilla ei valtio-omistajuudesta huolimatta ollut kuitenkaan erityistä keskuspankin asemaa (Boris Yeltsin Presidential Library 2021).

Rahajärjestelmän kehittyminen Venäjällä säteili myös Suomeen. Venäjän valloitettua Suomen alueen Ruotsilta Suomen sodassa, pyrki Venäjä nopeasti vähentämään Suomen riippuvuutta Ruotsista mm. pyrkimällä lopettamaan ruotsalaisen rahan käytön. Tämän johdosta perustettiin vuonna 1811 Suomen ruhtinaskunnan luotto- ja talletuslaitos, josta myöhemmin tuli Suomen pankki. Venäjällä Valtiollinen lainapankki käytti vakuusarvostuksessaan kaupunkien ulkopuolisten alueiden osalta suurena maaorjien määrää. Suomeen maaorjuutta ei kuitenkaan haluttu ulottaa, mikä puolsi Kuusterän & Tarkan (2011 s. 68) mukaan erillisen valtiojohtoisen pankin perustamista Suomeen. Vaikka Suomeen perustetusta pankista kehittyi keskuspankki vasta myöhemmin,

pidetään Suomen pankkia maailman neljänneksi vanhimpana keskuspankkina Ruotsin, Englannin ja Ranskan keskuspankkien jälkeen. (Kuusterä & Tarkka 2011 s. 9)

Venäjän keskuspankki perustettiin virallisesti viimein vuonna 1860 Keisari Aleksanteri II:n päätöksellä Valtiollisen liikepankin pohjalta. Nimeksi alkuvaiheessa tuli Valtionpankki (ven. Государственный банк). Nyt sen viralliseksi tehtäväksi annettiin käteisen liikkeelle laskun sääntely. Lisäksi keskuspankin tarkoituksena oli kaupankäynnin lisääminen ja rahajärjestelmän lujittaminen. Toimintaa asetettiin kontrolloimaan talousministeriö, jolle kuului myös fiskaalipolitiikka. Valtionpankki toteutti tehtävänsä mm. avustamalla yksityisten pankkien liiketoiminnan perustamisessa. Keskuspankki sai tehdä joitakin itsenäisiä päätöksiä, mutta sen alkuaikaa leimasi edelleen vahva riippuvuus keskushallinnosta. Pankki ei toiminut kuten keskuspankit pääsääntöisesti nykyään, vaan se myönsi luottoja suoraan yksityishenkilöille ja yhteisöille, kävi kauppaa kullalla ja hopealla ja otti vastaan suoria talletuksia. (Boris Yeltsin Presidential Library 2021)

Nykyaikaisenkaltaisen keskuspankin roolin Venäjän Valtionpankki otti vuonna 1897, kun sen pääasiallinen toiminta lakkasi olemasta yksityisten toimijoiden rahoitus ja talletusten otto, vaikka se yhä säilyi merkittävänä osana Valtionpankin toimintaa. Samalla Venäjällä toteutettiin rahauudistus, jossa valuutaksi valittiin kultakantaan sidottu rupla. Yhteys kultakantaan säilyi ensimmäiseen maailmansotaan asti, jolloin siitä täytyi luopua kultakolikojen kadotessa kierrosta (Britannica 2021a). Vuonna 1913 State Bankin lainauksesta jo 73 % oli yksityisille pankeille, eikä enää suurissa määrin yksityishenkilöille tai yrityksille kuten aikaisemmin (Bank of Russia 2021a). Pankin päätehtävänä säilyi käteisen rahan liikkeeseenlasku ja uudeksi tavoitteeksi tuli valuuttakurssin tasapainottaminen suhteessa ulkomaisiin valuuttoihin. Näiden tavoitteiden edistämiseksi pankin tärkeäksi tehtäväksi tuli kerätä kultavarantoja. Ensimmäisen maailmansodan aikana pankilla ei vielä ollut laajaa autonomiaa, vaan se joutui tiukasta keskusjohtoisesta asemastaan johtuen, vastoin tavoitteitaan, painamaan seteleitä valtion sodankäyntiä rahoittaakseen. (Boris Yeltsin Presidential Library 2021)

Joulukuussa 1917 Bolševikkivallankumouksen jälkeen, keskuspankki ja Venäjän yksityiset pankit kansallistettiin kansankomissaarien neuvoston päätöksellä, jolloin syntyi The People's Bank of the RSFSR (ven. Народный банк РСФСР). Aikaisemmat valtionvelat kumottiin, kun Venäjän valtion omaisuus siirtyi neuvostoille ja pankkien tehtäväksi jäi käytännössä maksuliikenteen toimivuudesta huolehtiminen, eli ulkomaanvaluutan vaihtokurssin määrittäminen ja kotimaisen käteisen rahan rahahuolto. Vuonna 1923 pankki sai jälleen uuden nimen, Gosbank.

Neuvostoliiton kommunistisessa ja suunnitelmataloudellisessa järjestelmässä rahalla ei ollut samanlaista funktiota, kun kapitalistissa talouksissa. Rahaa käytettiin enemmänkin kirjanpidon apuna, koska hinnat kuitenkin määrättiin komentotaloudellisesti. Valtion rahoituslaitokset kuitenkin lainasivat rahaa valtion tarpeellisiksi katsomille instituutioille ja henkilöille, lisäksi maksuliikenteen toimivuudesta huolehtien. Pankit eivät toimineet itsenäisesti, vaan ne toteuttivat valtiojohdon politiikkaa (Garvy 1978). Vuosien 1958 ja 1987 välillä Neuvostoliitossa toimi kolme monopolistista pankkia. Gosbank, Srobybank ja Vneshtorgbank. Vuonna 1990, kun glasnostin ja perestroikan hengessä taloutta muutettiin markkinaehtoisemmaksi, Venäjän Neuvostotasavallan keskuspankille, joka toimi Neuvostoliiton keskuspankin alaisuudessa, määrättiin päätehtäväksi rahan liikkeen sääntely, ruplan vakauden säilyttäminen, käteisen rahan liikkeeseenlasku, liikepankkien ja luottolaitosten sääntely ja muut taloudelliset operaatiot. (Bank of Russia 2021a)

Neuvostoliitto hajosi joulukuussa 1991, mikä johti Neuvostoliiton keskuspankin loppumiseen. Vuonna 1992 Neuvostoliiton keskuspankin Venäjän Neuvostotasavallan pankin raunioille perustettiin Venäjän keskuspankki, Bank of Russia. Erittäin vaikeassa tilanteessa Venäjän keskuspankin tärkeimmäksi tehtäväksi tuli taata maksujärjestelmän vakaus. Ruplan valuuttakurssi täytyi päästää kellumaan ja se noteerattiin Moscow Interbank Currency Exchangessa (Bank of Russia 2021a). Lainsäädäntöä ei ehditty välittömästi uudistamaan, joten vuoteen 1995 asti Venäjän keskuspankki sovelsi vanhaa Neuvostoliiton glasnostin aikaista lainsäädäntöä. Keskuspankilla ei vielä ole ollut itsenäisyyttä, vaan se pyrki parhaansa mukaan rahoittamaan valtion budjettialijäämää ja

varmisti rahoituksen poliittisesti päätetyille toimialoille (Balino, Hoelscher & Horder 1997).

Vuonna 1995 Venäjän keskuspankin rooli muuttui itsenäisemmäksi ja enemmän länsimaalaisten vastinpariensa kaltaiseksi. Keskuspankki lopetti vihdoin rahan lainaamisen suoraan valtion budjettiin ja kotimarkkina-alueen hintavakaus otettiin yhdeksi rahapolitiikan tavoitteeksi. Keskuspankki otti myös vastuulleen taloudellisen datan tuottamisen ja analysoinnin. Lisäksi sen tehtäväksi tuli säännellä yksityisiä rahoitusmarkkinoita. Toisaalta valuuttakursseille annettiin vaihteluvälit, joiden toteutumista keskuspankin tuli puolustaa, mitä jatkui vuoden 1998 talouskriisiin asti (Ponomarenko, Vasilieva, Schobert 2012).

Vuonna 2002 lakiuudistuksella Venäjän keskuspankin tavoitteiksi asetettiin virallisesti ruplan vakauden suojeleminen, kansallisen maksujärjestelmän kehittäminen ja vakaus ja Venäjän federaation rahoitusmarkkinoiden kehitys ja kestävyuden varmistaminen. 2000-luvun alussa Venäjän keskuspankki pyrki vapauttamaan pääomaliikkeitä ja vuonna 2004 siirryttiin lupamenettelystä pääomavirtojen suurpiirteisempään kontrollointiin (Bank for international settlements 2013). Vuoden 2013 uudistuksella Venäjän keskuspankin vastuita kasvatettiin edelleen, jolloin keskuspankista tuli Venäjän universaali rahoitus- ja pankkialan suurvalvoja ja – säätelijä (Bank of Russia 2021a).

2.3 Keskuspankkien työkalut

Tunnetuin ja tärkein väline, jolla keskuspankki pyrkii säätämään rahan määrää taloudessa, on ohjauskorko. Ohjauskorko tarkoittaa keskuspankkien yksityisille pankeille tarjoaman lyhytaikaisen vakuudellisen luoton korkoa. Kun ohjauskorkoa lasketaan, pienenee yksityisten pankkien kannustin lainata toisiltaan, jolloin myös pankkien välisten lainojen korot laskevat. Toisaalta kun keskuspankki korottaa ohjauskorkoa, tulee pankkien välisille lainoille lisää kysyntää, jolloin niiden hinnat nousevat. Alhainen korkotaso tekee lainauksesta kannattavampaa ja siten, kun useampi haluaa ottaa pankkilainaa, kasvaa rahan määrä taloudessa, mikä johtaa pitkällä aikavälillä inflaatioon.

Tätä vastoin korkotason nouseminen puolestaan vähentää ottolainauksen kannustimia, mikä johtaa siihen, että luottoja nostetaan vähemmän ja rahan määrä vähenee taloudessa. (Pohjola 2019 s. 208)

Ohjauksen muutoksissa on tärkeää huomioida, että korkotasolla on muitakin vaikutuksia, kuin vain vaikutus kierrossa olevan rahan määrään ja pankkien luotonmyöntöön vaikuttavat myös muut asiat kuin ohjaukorko. Esimerkiksi talouskriisin aikana, tai välittömästi sen jälkeen, keskuspankkien ei pääsääntöisesti kannata etupainotteisesti nostaa ohjaukorkoa, koska riskisemmästä tilanteesta johtuen pankit muutenkin vähentävät luotonantoaan ja investoijat lykkäävät investointejaan, mikä jo itsessään vähentää kierrossa olevan rahan määrää rahan kiertonopeuden väliaikaisesti laskiessa. Lisäksi kriisien aikana keskuspankkien kannattaa toimia markkinoita vakauttaakseen talletuspankkien viimekätisenä luotonantajana, jotta ne voivat säilyttää likviditeettinsä, minkä vuoksi erityisesti poikkeuksellisina aikoina ohjauksen nostoa täytyy harkita tarkoin. (Bindseil 2014 s. 176–177)

Toisaalta korkotasolla ja siten välillisesti ohjauksella on myös vaikutusta kelluviin valuuttakursseihin erityisesti lyhyellä aikavälillä. Tämä yhteys on taloudellisten toimijoiden erityisen tärkeää huomioida, koska valuuttakurssit ovat tärkeä kansainväliseen kauppaan vaikuttava tekijä. Lisäksi keskuspankit pääsääntöisesti tavoittelevat hintavakautta, mikä edellyttää ulkomaan kauppaa käyville talouksille myös valuuttakurssin suhteellista vakautta. Suvannon & Kontulaisen (2016 s. 99) mukaan pääsääntö on, että rahapolitiikan kiristäminen vahvistaa ja keventäminen heikentää valuuttaa.

Krugman ym. (2018 s. 396–397) esittävät, että teoreettisessa valuuttakurssien tasapainotilanteessa toteutuu korkopariteetti. Korkopariteetti tarkoittaa sitä, että odotettavissa olevat tuotot ovat valuutta-alueen korkotasosta riippumatta samat, koska tuottoerot tasoittuvat odotettavissa olevien valuuttakurssien muutoksien avulla. Jos toisessa valuutassa saatavat talletusten korkotuotot olisivat odotettavissa olevat

valuuttakurssimuutokset huomioiden toista suurempia, niin kaikki käteistalletukset siirtyisivät toiseen valuuttaan, jolloin ero jälleen kuroutuisi umpeen korkeamman korkotason maan valuuttakurssin vahvistuessa.

Keskuspankin on tärkeä muistaa, että sen toimet vaikuttavat inflaation ohella markkinakorkoihin ja siten myös valuuttakurssiin. Jos keskuspankki lisää rahan määrää taloudessa, alentaa se markkinakorkoja, mikä puolestaan luo kannustimet ulkomaanvaluuttamääräiseen tallettamiseen korkopariteetin toteutuessa. Tasapainotilanne voidaan saavuttaa vain, kun korkopariteetti pätee. Käytännössä valuuttakursseihin ja -odotuksiin vaikuttavat niin monet tekijät, kuten esim. kv. kaupankäynti, että pitkäaikaista tasapainotilaa ei synny, vaan valuuttojen vaihtokurssit vaihtelevat jatkuvasti markkinoilla. Esimerkiksi Venäjän ruplan euromääräiseen markkinahintaan korkotasoa suurempi vaikutus lyhyellä aikavälillä on öljyn maailmanmarkkinahinnalla (Bilan, Gedek & Mentel 2018).

Valuuttakurssi järjestelmä voi perustua kiinteisiin valuuttakursseihin ja kelluviin valuuttakursseihin. Kiinteiden valuuttakurssien järjestelmässä keskuspankin on katettava ulkomaanvaluutan kysynnän ja tarjonnan ero. Tähän tarkoitukseen keskuspankin täytyy ylläpitää riittävän suurta valuuttavarantoa. Kelluvat valuuttakurssit antavat talouksille enemmän liikkumatilaa, koska silloin valuuttakurssi määräytyy yksinomaan markkinaehtoisesti kysynnän ja tarjonnan kautta. Kvantiteettiteorian mukaan hintatasoon pitkällä aikavälillä vaikuttaa yksinomaan rahan määrä taloudessa. Näin ollen kiinteä valuuttakurssi edellyttää, että hintataso molemmissa kiinteän valuuttakurssin maissa muuttuu samalla nopeudella. Tämä usein edellyttää kiinteän valuuttakurssin mailta yhtenevää rahapolitiikkaa. Toinen mahdollinen mekanismi on, että toisen kiinteän valuuttakurssin maan korot nousevat, jolloin rahaa siirtyy pienempien korkojen alueelta niin kauan, että korot nousevat yhtäläisiksi myös toisessa kiinteän valuuttakurssin maassa. Tämä edellyttää kuitenkin uskottavaa kiinteää valuuttakurssia (Pohjola 2015 s. 237).

Taloudet joutuvat tekemään valintoja kiinteiden valuuttakurssien, vapaiden pääomaliikkeiden ja rahapolitiikan itsenäisyyden välillä. Nämä kaikki eivät voi edellä mainituista syistä toteutua samanaikaisesti. Tätä kutsutaan rahapolitiikan trilemmaksi. Trilemman vuoksi talous voi valita em. kolmesta vain kaksi. Rahapolitiikan trilemman olemassaolosta on näyttöä yli sadan vuoden ajalta (Obstfeld, Shambaugh & Taylor 2005).

Eräs modernin keskuspankkipolitiikan yleisimmistä työkaluista on rahoituslaitoksilta vaadittujen vähimmäisvaranto- ja vakavaraisuusvaatimusten säätäminen. Näitä kutsutaan yleisesti myös pankkien likviditeettivaatimuksiksi. Näitä vaatimuksia muokkaamalla keskuspankki pyrkii vaikuttamaan yksityisten pankkien luotonlaajenemisen määrään. Suuri osa vakavaraisuusvaatimuksesta tulee kv. Basel-sääntelystä (Petersen & Muckdem-Petersen 2014). Pankin reserveiksi, eli valuuttavarannoksi kutsutaan pankkien keskuspankissa säilyttämiä käteistalletuksia, jotka jäävät tilille pankkipäivän päättyessä ja ovat seuraavana pankkipäivänä käytettävissä mihin tahansa maksuihin. Suvanto & Kontulainen (2016 s. 76–77) kertovat, että vähimmäisvarantovaatimuksilla keskuspankki pystyy ottamaan pankkijärjestelmästä tiukemman otteen, koska nostamalla pankkien vähimmäisvarantovelvoitetta, eli vaadittavien keskimääräisten keskuspankkitalletusten suuruutta, kasvaa pankkien tarve keskuspankkirahalle, jonka hinta on keskuspankin määriteltävissä. Puolestaan kun vähimmäisvarantovaatimuksia helpotetaan, vähenee keskuspankkirahan tarve, kun likviditeettiä tulee markkinaehtoisesti enemmän saataville.

Likviditeettivaatimusten vaikuttavuutta voidaan tehostaa esim. maksamalla tai perimällä vähimmäisvarantotalletuksesta positiivista tai negatiivista talletuskorkoa. Lisäksi monella valuutta-alueella vaatimukset voivat olla monimutkaisia ja erota esim. talletusten valuutan tai pankin kotipaikan mukaan (OECD 2018). Osa keskuspankeista ei sovelle vähimmäisvarantovaatimusta. Tällaisia ovat mm. Australian, Kanadan ja Ruotsin keskuspankit (Suvanto & Kontulainen 2016 s. 77). Venäjällä, Yhdysvalloissa ja Euroopan keskuspankissa vähimmäisvarantovaatimuksia sitä vastoin sovelletaan (OECD 2018).

Muita tärkeitä rahapolitiikan välineitä ovat keskuspankin viestintä tulevista toimenpiteistä ja avomarkkinaoperaatiot. Viestintä on tärkeää, koska uskottava rahapolitiikka ja inflaatiotavoitteen mukaiset inflaatio-odotukset vakauttavat myös pitkiä markkinakorkoja ja selvällä viestinnällä voidaan välttää tarpeetonta korkomarkkinoiden päiväkohtaista heittelyä. (Suvanto & Kontulainen 2016 s. 83, 94). Avomarkkinaoperaatioissa keskuspankki operoi markkinatoimijana rahamarkkinoilla edistäen omia tavoitteitaan. Historiallisesti avomarkkinaoperaatioiden on uskottu perustuvan vaikutusten kertaantumiseen taloudessa (Bindseil 2014 s. 84).

Suomen pankin (2021b) mukaan Eurojärjestelmällä on käytettävissään viisi erilaista avomarkkinaoperaatioiden instrumenttia: käänteisoperaatiot, suorat kaupat, EKP:n velkasitoumusten liikkeeseenlasku, rahapoliittiset valuuttaswapit ja määräaikaistalletukset. Yleisimmin, kun keskuspankin tavoitteiden mukaista on lisätä likviditeettiä, käytetään käänteisoperaatioita, joissa markkinoilla lasketaan liikkeelle lisää rahaa ja likviditeettiä kiristettäessä kerätään määräaikaistalletuksia, eli otetaan korvausta vastaan rahaa pois kierrosta. Uutena välineenä finanssikriisin jälkeen Euroopan keskuspankki joidenkin muiden keskuspankkien ohella, on aloittanut myös julkisen kaupankäynnin kohteena olevien arvopaperien osto-ohjelmia.

2.4 Rahapolitiikka ja suhdanteet

Talouden suhdannevaihtelut voivat rajuimmillaan aiheuttaa suuria hyvinvointitappioita. Julkisen vallan kannattaa pyrkiä suhdanteiden tasaamiseen. Pohjolan (2014 s. 214) mukaan suhdannevaihteluita voidaan lievittää suhdannepolitiikalla, jonka keinoista keskeisimmät ovat keskuspankin rahapolitiikka, eli vaikuttaminen rahan määrään taloudessa ja finanssipolitiikka, eli julkisen vallan tulojen ja menojen säätäminen. Pitkällä aikavälillä finanssipolitiikalla on omat rajoitteensa ja rahapolitiikan voidaan sanoa olevan neutraalia, sen vaikuttaessa pitkällä aikavälillä ainoastaan hintatasoon ilman vaikutusta reaalityönteeseen. Finanssikriisiä edeltävinä aikoina rahapolitiikan voidaan sanoa olleen yksinkertaista, koska perinteisillä työkaluilla onnistuttiin normaaleina aikoina saavuttamaan keskuspankkien inflaatiotavoitteet. Finanssikriisin jälkeen rahapolitiikan

voi sanoa monimutkaistuneen, koska keskuspankit ovat joutuneet ottamaan käyttöön uusia keinoja päästäkseen mahdollisimman lähelle tavoitteitaan (Suvanto & Kontulainen 2016 s.5).

Ennen finanssikriisiä keskuspankkien tehtävät ja tarvittavat työkalut vaikuttivat hetken aikaa yksinkertaisilta. 1990-luvulta lähtien rahapolitiikan tavoitteena oli pitää inflaatio matalana ja vakaana, minkä piti tasoittaa myös kokonaistuotannon ja työllisyyden lyhytaikaisia vaihteluita. Työkaluksi riitti usein lyhyiden korkojen sääntely niin, että inflaatio-odotukset säilyivät tavoitteen mukaisella tasolla (Suvanto & Kontulainen 2016 s. 5, s. 37). Finanssikriisin jälkeenkin yleisesti keskuspankkien tärkeimpänä tavoitteena pidetään muiden tavoitteiden ohella hintavakautta. Hintavakaus on tärkein tavoite, koska hallitsemattomasta inflaatiosta on taloudelle suurta haittaa. Euroopan keskuspankkikin pitää hintavakautta tärkeimpänä tavoitteenaan. Konkreettisesti EKP :n tavoitteena on vuodesta 2021 lähtien pitää yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin nousuvauhti keskipitkällä aikavälillä lähellä kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä. Vuonna 2021 n. kahden prosentin tavoite määriteltiin siten symmetriseksi, että tavoitetta hitaampi inflaativauhti ei enää ole suositellumpi kuin nopeampi (Suomen pankki 2021c). Sen toissijaiseksi tavoitteeksi on määritelty yleisen talouspolitiikan tavoitteiden tukeminen. Yhdysvalloissa FED :n tavoitteeksi on poliittisella päätöksellä asetettu maksimaalinen työllisyys, hintavakaus ja kohtuulliset pitkät korot. Yhdysvaltain lainsäädännössä näille ei ole mitään viitearvoja, mutta FED ilmoittaa oma-aloitteisesti pyrkivänsä n. kahden prosentin hintojen nousuun (Suvanto & Kontulainen 2016 s. 38–39). Venäjän keskuspankki puolestaan ilmoittaa tavoitteekseen verkkosivuillaan rahoitusympäristön ja ruplamääräisten hintojen vakauden, ja kilpailukykyisten rahoitusmarkkinoiden kehittymisen Venäjällä (Bank of Russia 2021b).

Keskuspankkien harjoittamaa talouteen kohdistuvaa julkisvallan vaikuttamista kutsutaan rahapolitiikaksi. Perinteisin ja yleisin keino vaikuttaa talouteen tavoitteiden saavuttamiseksi, on kierrossa olevan rahan määrän sääntely. Keskuspankin ei kuitenkaan tule toimia suoraan markkinoilla enempää kuin on välttämätöntä, koska se vääristää

markkinoita ja toisekseen talletuspankit voivat rahajärjestelmässä luoda uutta rahaa luotonlaajenemisen myötä. Yksityiset pankit voivat siis lisätä rahan määrää taloudessa ilman keskuspankin nimenomaista myötävaikutusta, myöntämällä luottoja, jotka jälleen merkitään talletuksiksi rahan kiertäessä pankkijärjestelmässä. Keskuspankkien tuleekin vaikuttaa tähän yksityispankkien luotonmyöntöön, jolloin sen rahapolitiikka toimeenpannaan välillisesti pankkijärjestelmän kautta. Yleisimmin keskuspankki pyrkii vaikuttamaan yksityispankkeihin säätelemällä omia velkojaan ja saamisiaan niihin nähden. Tällä on vaikutusta pankkien hallussa olevaan rahamäärään, joka puolestaan heijastuu suoraan pankkien luotonantoon ja siten koko rahavarantoon. (Pohjola 2019 s. 206–207)

Teoreettisessa vakaassa ympäristössä kansantalous asettuu Pohjolan (2015 s. 198) mukaan pitkällä aikavälillä tilaan, jossa kaikki hyödykemarkkinat ovat tasapainossa ja työmarkkinoilla on vain vapaaehtoista työttömyyttä. Lisäksi inflaatio asettuu kvantiteettiteorian mukaisesti keskuspankin säätelemän rahan tarjonnan kasvuvauhdin tasolle. Pitkän aikavälin tasapainossa reaalitytalous ja rahataloudelliset tekijät määräytyvät toisistaan riippumatta, rahan ollessa näin ollen neutraali.

Todellisuudessa kansantalouden tuotanto on potentiaalisella tasollaan vain harvoin. Talouden toimintaympäristö on jatkuvassa muutoksessa. Esimerkiksi öljyn tuotantoa voi kohdata äkillinen tuotantoshokki, infrastruktuuria tuhoutua luonnonkatastrofissa tai uusi yleiskäyttöinen teknologia mullistaa teollisen tuotannon tuottavuuden ja tehdä suuren osan olemassa olevasta pääomakannasta vanhanaikaiseksi. Tällaiset talouteen kohdistuvat shokit siirtävät taloudellisen tuotannon lyhytaikaisesti pois potentiaaliselta tasoltaan, mikä luo taloudelliseen kehitykseen suhdannevaihteluita. Jotkut negatiiviset shokit kuten luonnonkatastrofit voivat tuhota taloutta kertaluonteisesti, jolloin niistä toivutaan erityisen nopeasti, kun taas toiset kuten esim. virustautien yleistymisen voi vaikuttaa talouteen negatiivisesti pitemmällä aikavälillä. Tuotantopoikkeamaa potentiaalisesta tasostaan kutsutaan tuotantokuiluksi. Korkeasuhdanteeksi kutsutaan aikaa, jolloin kokonaistuotanto kasvaa pitkän aikavälin potentiaalista tuotantoon

nopeammin ja matalasuhdanteeksi aikaa, kun tuotanto jää potentiaalisesta tasostaan (Pohjola 2015 s. 198).

Talouden suhdannevaihtelu ei kuitenkaan johdu yksinomaan yksittäisistä eksogeenisistä tuotanto- tai tarjontashokeista. Kianin kirjan *Business Cycle Fluctuations and Economic Policy* (2009) mukaan voidaan todeta, että suhdannevaihtelut eivät ole torjuttavissa pelkästään rahapoliittisin keinoin mm. siksi, että vastaavaa rahapolitiikkaa noudattavissa talouksissa suhdannevaihtelut eivät ole identtisiä. Garrison (1996) kertoo, että itävaltalaisen koulukunnan mukaan suhdannevaihtelu on taloudelle epäluonnollista. Hänen mukaansa rahan tarjonnan lisäys laskee säästämisastetta korkotason alentuessa. Näin ollen investointihyödykkeitä ostetaan lainarahalla kasvavissa määrin rahan kokonaismäärään suhteutetun säästämisasteen alentuessa. Inflaation kasvaessa hyväksymättömälle tasolle, joutuu keskuspankki politiikkamuutoksella rajoittamaan rahan tarjontaa, mikä katkaisee rahan määrän lisääntymisen aikaan saaman positiivisen kierteen. Korkeammalla korkotasolla säästämisaste lähtee taas kasvuun, mikä aikaan saa rahoitusmarkkinoiden negatiivisen tarjontashokin lisäksi negatiivisen shokin hyödykkeiden kysynnässä, mikä johtaa taantumaa.

Rahapolitiikan suuntaviivoja määrittävät raha- ja reaalityömarkkinoiden yhteydet. Tunnetuin malli, jolla kuvataan rahamarkkinan ja kokonaistuotannon yhteyttä lyhyellä aikavälillä on ISLM-malli. Mallin kuvaajassa vaakaa akselin Y muodostaa talouden aggregaattituotanto ja pysty akselin X korkotaso. IS käyrä näyttää koordinaatistossa pisteet, joissa annetulla korkotasolla tuotettujen hyödykkeiden määrä vastaa kysyntää. LM käyrä puolestaan esittää kohdat, jossa rahamarkkinoilla kysyntä ja tarjonta ovat tasapainossa eri korkotasolla. Esimerkiksi kokonaistuotannon kasvaessa, kasvaa rahan kysyntä, mikä nostaa markkinakorkoja. Mallin pääajatuksena on, että markkina pyrkii kohti tasapainotilaa. IS käyrä laskee koordinaatistossa vasemmalle kuljettaessa ja LM käyrä puolestaan nousee. Lyhyen ajan tila, jossa raha- ja hyödykemarkkinat ovat tasapainossa, syntyy IS ja LM käyrien leikkauspisteeseen. (Mishkin ym. 2013 s. 476–480)

Suhdannevaihteluiden dynamiikkaa on mielenkiintoista tarkastella myös Burdan & Wyploszin (2013) esittämää AS-AD mallia käyttäen. Mallissa vaaka-akselina on tuotantokuilu ja pystyakselina inflaatio. Perusmallissa tietyin oletuksin pitkän aikavälin kokonaiskysyntäkäyrä LRAD on vaakasuora ja pitkän ajan tarjontakäyrä LRAS pystysuora, koska pitkällä aikavälillä tuotantokuilun voidaan olettaa olevan nolla ja rahan määrän suhteen tuotannon määrään neutraali kvantiteettiteorian mukaisesti.

Lyhyellä aikavälillä lyhyen aikavälin kokonaiskysyntä AD, sekä lyhyen ajan tarjontakäyrä AS liikkuvat, mikä aiheuttaa lyhyen aikavälin tasapainon siirtymää mallin inflaatio ja tuotantokuilujen kehikossa. Kokonaiskysyntä AD riippuu tavanomaiseen tapaan yksityisestä kulutuksesta, investoinneista, julkisesta kysynnästä ja nettoviennistä. Tällöin kokonaiskysyntä voidaan kuvata $Y = C + I + G + PCA$. Kokonaiskysynnän suora laskee kuviossa liikuttaessa oikealle, koska kasvava inflaatio vähentää investointeja ja kulutusta. Lyhyen ajan tarjontakäyrä AS puolestaan muodostuu inflaatio-odotusten, tuotantokuilu ja tarjontashokkien perusteella. Lyhyen ajan tarjontakäyrä nousee oikealle liikuttaessa, koska inflaatio nopeutuu tuotantokuilun ollessa positiivinen ja hidastuu tuotantokuilun ollessa negatiivinen suhteessa potentiaaliseen tasoonsa. Lisäksi esimerkiksi nousevat palkkakulut luovat inflaatio-odotuksia tuotantokustannusten noustessa. AS-AD malli kuvaa sitä lyhytaikaista tasapainoa, jossa inflaatio, korkotaso ja tuotantokuilu täyttävät kokonaiskysynnän ja – tarjonnan tasapainoehdot (Tervala 2014). Keskuspankkipolitiikan lisäksi AS-AD mallia hyödynnetään valtion fiskaalipolitiikassa.

Keskuspankkien tulee käyttää mm. näitä malleja tehdessään rahapoliittisia ratkaisujaan. Warjiyo & Solikin (2019 s. 4–6) kertovat kirjassaan Central bank policy: theory and practice keskuspankkien tehtävien monimutkaisuudesta. Tehtävien monimutkaisuus edellyttää tarkkaa taloudellisen toimintaympäristön seuranta, koska esim. FinTech – innovaatiot saattavat muuttaa talouden ja erityisesti rahoitusalan rakenteita fundamentaalisesti nopeallakin aikataululla. Tällaiset muutokset saattavat edellyttää keskuspankilta nopeita toimia uuden sääntelyn suhteen, jolloin keskuspankilla tulee olla nopeasti saatavilla perusteellinen analyysi muutoksen ja uuden sääntelyn vaikutuksista.

He myös painottavat keskuspankin roolia taloudellisen informaation ja tulkintojen tuottajana. Talouden riskejä ei voida tunnistaa pelkästään makrotaloudellisia muuttujia seuraamalla, vaan myös mm. epäsymmetrinen informaation muodostuminen, hintamekanismit, riskien hinnoittelu ja maksujärjestelmä vaikuttavat talouden kokonaisriskiin.

3 Venäjän keskuspankin erityispiirteet

Neuvostoliiton hajoaminen ja Itä-Euroopan valtioiden siirtyminen sosialistisista suunnitelmatalouksista kohti markkinatalouteen perustuvia sekatalouksia, synnytti tarpeen Venäjän omalle keskuspankille. Venäjän keskuspankki muodostettiin Neuvostoliiton keskuspankin Venäjän Neuvostotasavallan pankin pohjalta, toisin kuin muissa entisissä sosialistisissa maissa, joissa keskuspankit perustettiin pääasiassa täysin uusina instituutioina (Latvijas Banka 2021, National Bank of Ukraine 2021a). Keskuspankin toimintaa säätelevä lainsäädäntö pyrittiin Venäjän ajan hengen mukaisesti tekemään mahdollisimman länsimaisten vastinpariensä kaltaiseksi, samalla tavalla kuin esim. Venäjän federaation perustuslaki. Venäjän keskuspankki sai keskuspankeille yleisesti kuuluvan autonomian ja vuoden 1995 lainsäädäntöuudistuksen myötä keskuspankin tehtävät vastasivat pääpiirteittäin muiden markkinatalousmaiden keskuspankkien tehtäviä. 1990-luvulla Venäjän talous oli kaoottisessa tilassa, mikä rajoitti keskuspankinkin liikkumatilaa. Erityisen haastavaa aikaa Venäjän taloudelle olivat vuodet 1992–1993, jolloin Venäjällä luovuttiin neuvostoaikaisesta hintasääntelystä, mikä kiihdytti inflaatiota samalla, kun keskuspankki joutui lisäämään rahan määrää taloudessa välttääkseen talouden täydellisen lamaantumisen (Hirvensalo 1993). Seuraavan kerran Venäjän talous joutui kriisiin vuonna 1998, jolloin Venäjän reaalin bruttokansantuote oli valmiiksi edelleen 40,3 % vuoden 1991 tasoa alempana. 1990-luvun alussa venäläisillä oli suuria odotuksia markkinatalouden suhteen. Toivottua kehitystä ei kuitenkaan tapahtunut, mikä aiheutti pettymystä, vahvisti epävirallisia instituutioita ja laski vapaiden markkinoiden kannatusta. Putinin valtakaudella valtio alkoikin jälleen ottaa suurempaa roolia taloudessa vakauttamisen nimissä (Puolustusministeriö 2008 s. 57). Suunnitelmataloudellisen perinnön lisäksi Venäjän talouden erityispiirteitä, jotka vaikuttavat myös keskuspankin toimintaan, ovat mm. suuri riippuvuus energiaraaka-aineiden maailmanmarkkinahinnasta ja merkittävä muiden luonnonvarojen vienti ulkomaille, mikä heijastuu läpi koko Venäjän talouden.

3.1 Venäjän talouden rakenteet

Venäjän keskuspankin toimintaympäristö ja reunaehdot perustuvat vahvasti Venäjän talouden rakenteiden erityispiirteisiin. 1990-luku oli Venäjän taloudessa katastrofaalista aikaa. Köyhyysrajan alapuolella eli pahimmillaan vuosina 1993–1995 puolet kansasta, mikä oli valtava luku verrattuna Neuvostoliiton loppuajan kahteen prosenttiin. Ajan taloudellisesta tilanteesta kertoo lisäksi hyvin se, että vaihtoehtoiset maksutavat kuten Yhdysvaltain dollari, vaihtokauppa ja korvikerahat olivat 1990-luvulla yleisempiä kuin ruplamaksut (Sutela 2012 s. 41). Neuvostoliiton romahtamisen jälkeen, ennen vuoden 1998 talouskriisiä Venäjällä koettiin 90-luvulla ainoastaan yksi positiivisen talouskasvun vuosi, joka oli vasta vuonna 1997. Venäjän talous ei tulehtuneista rakenteistaan johtuen päässyt kiinni muun maailman talouskasvuun. Talouden kehittymistä jarruttivat erityisesti toimimattomien instituutioiden mahdollistama korruptio ja osittain sen aiheuttama ulkomaisten investointien vähyys (Berglöf, Kunov, Shvets & Yuaeva, 2003). Lisäksi oleellinen tekijä talouden hitaassa uudistumisessa 90-luvulla olivat keinotekoiset kiinteät valuuttakurssit. Ulkomaan valuuttaa saatiin verrattain helposti viemällä erityisesti energiaraaka-aineita ja suotuisan valuuttakurssin johdosta tuonti oli edullista. Venäjän viennillä ei kuitenkaan ollut riittäviä kannustimia diversifioitua, mikä aiheutti Hollannin tautia Venäjän taloudelle (Letiche 2007 s. 1–4).

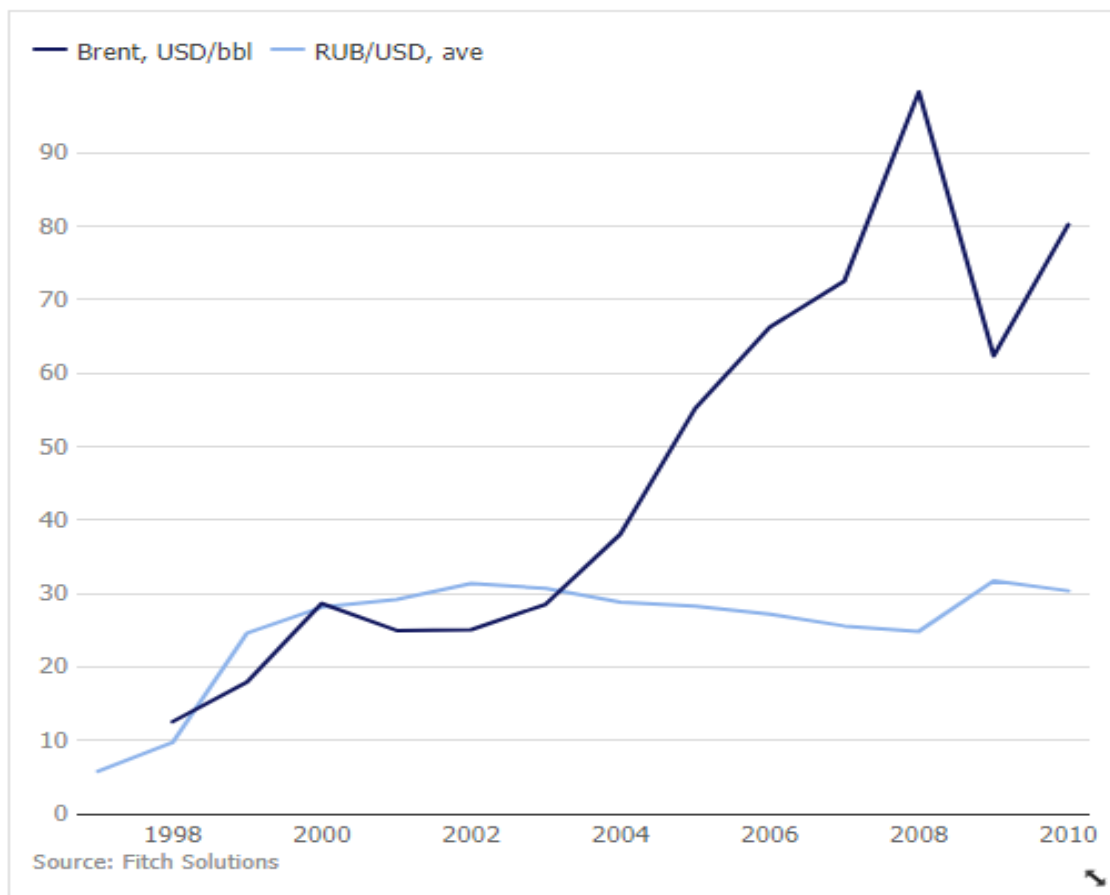
Letichen (2007) mukaan suhteellisen edullinen tuonti johti mm. Venäjän oman neuvostoperäisen ja siten tehottoman maataloustuotannon näivettymiseen, mitä on yritetty korjata vielä Krimin valloituksen jälkeisillä vastapakotteilla vuodesta 2014 lähtien osana tuonninkorvausohjelmaa (Korhonen 2019). Venäläisen maatalouden näivettyminen johtaa juurensa Stalinin pakkokollektivisointiin, jossa vastuu maanviljelystä annettiin kolhooseille. Neuvostoliitossa valtiojohtoinen maatalous ei kehittynyt mm. puutteellisten kannustimien vuoksi. Toisin kävi Kiinassa, jossa maataloustuotanto lähti valtavaan kasvuun vuoden 1978 osittaisesta yksityisen voitontavoittelun vapauttamisesta lähtien (Sutela 2012 s. 57). Myöskin Puolassa maataloustuotanto kehittyi ja oli sosialististen järjestelmien romahtaessa verrattain kilpailukykyinen, koska yksityiset kannustimet tuotantoon palautettiin jo vuonna 1956

(Sutela 1998 s. 18). Neuvostoliiton talouden fundamentaalisenä ongelmana oli, että taloudessa vallitsevaa niukkuutta jaettiin kaikilla muilla tavoilla, paitsi hintamekanismia käyttäen (Sutela 2012 s. 61).

Merkittävä käännekohta Venäjän taloudessa oli vuoden 1998 talouskriisi, jonka seurauksena Venäjän täytyi luopua ruplan kiinteistä valuuttakursseista. Markkinoilla ruplan valuuttakurssi heikentyikin nopeasti n. 70 % suhteessa Yhdysvaltain dollariin. Valuuttakurssin heikentyminen aiheutti Venäjällä voimakasta inflaatiota ja samalla palkat suhteessa hintatasoon heikentyivät merkittävästi, mikä lisäsi Venäläisen tuotannon kilpailukykyä. Kilpailukyvyn lisääntyessä liiketoiminnasta tuli Venäjällä laajemmin kannattavaa ja sijoittamisesta Venäjälle tuli riskituottosuhteeltaan edullisempaa kansainvälisellä tehokkaalla rintamalla, mikä lisäsi merkittävästi ulkomaalaisia investointeja Venäjän talouteen vuoden 1998 talouskriisin jälkeen. (Letiche 2007 s. 4–5)

Taloudellisen kehityksen kannalta myönteisen valuuttakurssikehityksen lisäksi vuodesta 1998 eteenpäin aina kansainväliseen finanssikriisiin asti energiaraaka-aineiden maailmanmarkkinahinnat kehittyivät Venäjän kannalta suotuisasti. Öljyn Brent-laadun maailmanmarkkinahinta kohosi kymmenen vuoden aikana vuoden 1998 alle 10 dollarin tynnyrihinnasta finanssikriisiä edeltäneelle yli 90 dollarin tynnyrihinnan tasolle. Öljyn hinnan kanssa yhteneväisellä trendillä oli vastaavalla ajanjaksolla myös Venäjän talouden koko verrattuna EU28 maiden yhteenlaskettuun BKT :n. Vuonna 1999 Venäjän BKT vastasi suuruudeltaan 2,1 prosenttia näiden maiden BKT :sta, kun taas vuonna 2013 öljyn hinnan ylitettyä finanssikriisiä edeltäneen tasonsa, se oli noussut 12,4 prosenttiin (Kaitila & Kotilainen 2015). Vertailun vuoksi mainittakoon, että kys. vuosina Venäjän talous kasvoi BKT :lla mitattuna Alankomaiden tasosta Iso-Britannian kokoluokkaan (Sutela 2012 s. 24). Blokhina, Karpenko & Guirinskiy (2016) tutkivat Venäjän ruplan vaihtokurssin ja öljyn maailmanmarkkinahinnan välistä yhteyttä. Heidän mukaansa pitkällä aikavälillä merkittävin tekijä vaihtokurssissa on ollut öljyn hinta. Lisäksi öljyn hinnan ja Venäjän ruplan riippuvuus on selkeintä kriisien aikana. Tilastollisesti merkittävin vaikutus öljyn

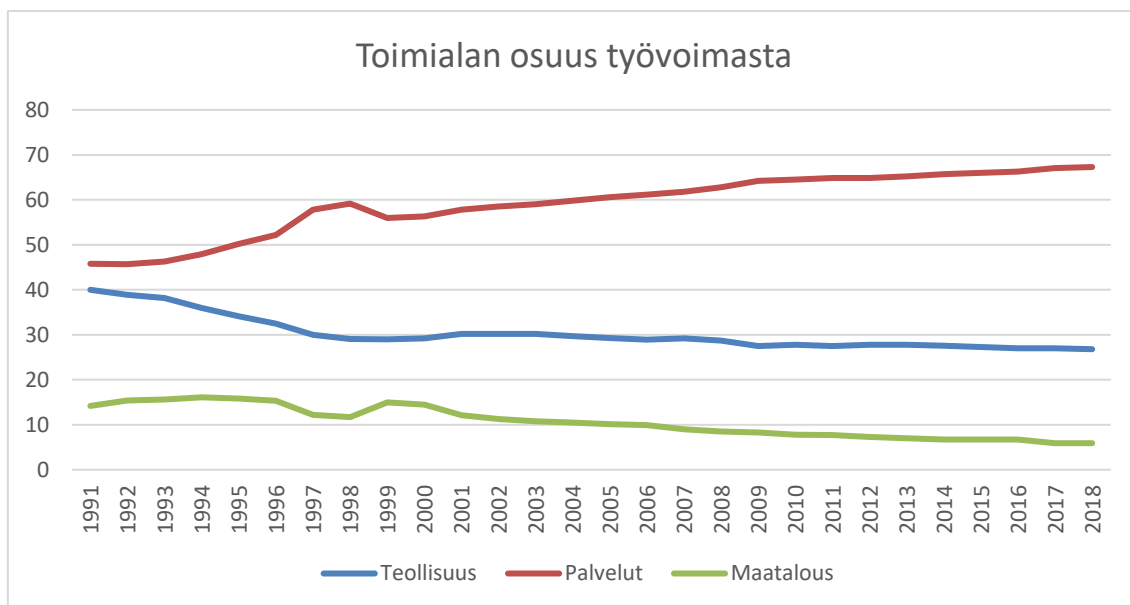
hinnan muutoksilla Venäjän ruplaan oli vuoteen 2016 mennessä ollut vuosina 1998–1999 ja 2008–2009.



Kuvio 1. Öljyn tynnyrihinta ja Yhdysvaltain dollarin vaihtokurssi Venäjän ruplissa

Vuodesta 1998 alkaen Venäjän talous kehittyi suhteellisen mallikkaasti. Öljyn maailmanmarkkinahinnannousun ja ruplan devalvaation (Kuvio 1) lisäksi maassa tehtiin rakenteellisia uudistuksia. Erityisesti 1990-luvulla käsiin räjähtäneeseen systemaattiseen korruptioon puututtiin, vaikkakin lahjusten kokonaismäärä vielä vuonna 2002 oli arviolta lähes puolet federaation vuosibudjetista. Lainsäädäntöä kehitettiin ja Venäjän keskuspankin itsenäisyyttä keskushallinnosta vahvistettiin Putinin ansiosta vuonna 2002. Samalla markkinoiden vapautumisen ansiosta työvoimaa siirtyi huonosti tuottavasta Neuvostoliiton aikana perustetusta teollisesta tuotannosta ja maataloudesta tuottavammille aloille (Kuvio 2, Sutela 2012 s. 144). Lisäksi tehtaat alkoivat kehittämään paremmin kuluttajamarkkinoille sopivia tuotteita neuvostoaikaisen

kaksikäyttövaatimuksen väistyessä (Sutela 2012 s. 26). Finanssialan uudistustoimet olivat kuitenkin riittämättömiä, mikä rasitti Venäjän taloutta pitkällä aikavälillä. Lisäksi oligarkkien harmaan alueen liiketoimintatapoihin ei puututtu riittävästi, mikä havaittiin konkreettisesti esim. Jukos-kriisissä. (Letiche 2007 s. 27–35)



Kuvio 2. Toimialan osuus työllisistä Venäjällä

Vuonna 2007 alkanut kansainvälinen finanssikriisi ja konflikti Georgian kanssa koettelivat taloutta vuonna 2008 samalla, kun öljyn hinnan lasku aiheutti itsessään raskaan shokin Venäjän taloudessa. Pääasiallisen vientiartikkelin menettäessä nopeasti arvoaan ja Georgian konfliktin peloteltua sijoittajia pois markkinoilta, joutui Venäjän keskuspankki vahvistamaan Venäjän ruplan arvoa tukiestoin. Venäjän onni tilanteessa oli, että valtio oli lähes velaton ja pystyi lieventämään monien tekijöiden yhteisvaikutuksen aiheuttaman talouskriisin vaikutuksia. Finanssikriisissä Venäjä itseasiassa hyötyi heikosti kehittyneistä finanssimarkkinoista. Rahoitussektorin tehottomuuden vuoksi yritykset nojasivat edelleen vahvasti investoinneissaan tulorahoitukseen, joten finanssialan tarjontashokki ei onnistunut iskemään Venäjän talouteen yhtä vahvasti, kuin Länsi-Euroopassa ja Pohjois-Amerikassa. (Erkkilä 2008)

Valtion avokätisen avun turvin Venäjän pankkisektori vältti suurimman katastrofin, eikä shokki päässyt välittymään täysimääräisenä reaalityönteeseen. Kuten monessa muussakin maassa, Venäjälläkin finanssikriisin jälkeen ei päästy talouskasvussa hyvään vauhtiin. Venäjän tuolloinen presidentti Medvedev ajoi vahvasti talouden ja yhteiskunnan uudistamista. Hän toivoi uudistusohjelmansa kehittävän innovointia, investointia, infrastruktuuria ja instituutioita. Solankon (2020 S. 8) mukaan merkittävistä uudistuksista onnistui kuitenkin ainoastaan yksi, eli armeijan modernisointi. Vähämerkityksisempiä uudistuksia olivat mm. sähköalan uudistaminen. Yhtenä syynä uudistusten epäonnistumiselle esitetään uudistusten keskusjohtoista lähestymistapaa, jossa yksityisyrityksillä ei ollut merkittävää roolia. (Solanko 2020 s. 8)

Venäjän voidaan sanoa toipuneen finanssikriisistä vuonna 2011, kun öljyn maailmanmarkkinahinta nousi jälleen kriisiä edeltäneelle tasolle. Inflaatio putosi yksinumeroiseksi ja reaalityönteet jatkoivat nousuaan. Talouden rakenteellisiin ongelmiin ei kuitenkaan vielä puututtu ja öljyn hinnan nousun luoma kasvu hidastui vuoden 2012 aikana. Vuonna 2013 investointien kasvu kääntyi jo negatiiviseksi, kun venäläiset sijoittajat uskoivat riskituotto-suhteen olevan ulkomailla kotimaataan edullisempi. Öljystä riippuvaisena talousalueena Venäjä on erityisen altis öljyn hinnan vaihtelun aiheuttamalle syklisyydelle (Andreev, Ivanova, Shevchuk & Sinyakov 2019). Vuonna 2014 öljyn hinta kääntyi jälleen laskuun, samalla kun Krimin valloituksen myötä liiketoimintaympäristö Venäjällä muuttui vaikeaksi ja ennustamattomaksi, mikä johti Venäjän vuoden 2014 talouskriisiin. (Solanko 2020)

Kaitila & Kotilainen analysoivat kirjassaan *Öljy ja Uudistukset ratkaisevat* (2015 s. 29) Venäjän BKT:n kasvun lähteitä vuosina 1995–2013. Cobb-Douglas tuotantofunktio esittää kokonaistuotoksen syntyvän työn määrä, käytettävissä olevan pääomakannan ja teknologian yhteisvaikutuksesta laskevin rajatuotoin. *Öljy ja Uudistukset ratkaisevat* –kirjan mukaan kirjallisuudessa ei ole yhteisymmärrystä siitä, onko Venäjän kokonaistuottavuuden kasvu esitettyinä vuosina johtunut enemmän pääomakannan muutoksesta vai teknologian, eli työn tuottavuuden lisääntymisestä. Perinteisen

näkemyksen mukaan Venäjän BKT :n kasvu johtui valtaosaltaan tuottavuuden kasvusta. Pääomakannan arvon estimointi on kuitenkin ollut vaikeaa, koska iso osa tuotantovälineinvestoinneista on tehty Neuvostoliiton aikana, jolloin hintamekanismia ei markkinatalousmielessä ollut. Kaitila & Kotilainen (2015) päätyvätkin lopputulemaan, jossa 2000-luvun alun jälkeen Venäjän BKT:n kasvu selittyikin vastoin perinteistä ja intuitiivista näkemystä pääomakannan uudistumisella ja kasvamisella. Väitöstä tukee Sutelan (2012 s. 68) näkemys, jonka mukaan Neuvostoliitossa investointihyödykkeiden arvoja liioiteltiin erityisesti loppuaikoina, minkä seurauksena pääoman määrä uudestaan syntyneen Venäjän alkuaikoina olisi ollut merkittävästi tilastoitua vaatimattomampi.

Verrattuna muihin entisen Itä-Euroopan sosialistisiin maihin Venäjän talouden kehitys ei ole ollut menestys. Tämä siitä huolimatta, että Venäjä oli sosialististen järjestelmien keskusalue, jolta saneltiin Neuvostoliiton satelliittivaltioiden päätökset. Lisäksi Venäjällä on käytettävissään suunnaton määrä luonnonvaroja. Kingin (2002) mukaan Puola esimerkiksi saavutti merkittävän taloudellisen etumatkan verrattuna Venäjään integroitumalla sosialismin päättymisen jälkeen mahdollisimman nopeasti läntisten kapitalististen maiden talouksiin ja mahdollistamalla suorien investointien vastaanottamisen kehittämällä instituutioitaan ja vapauttamalla taloudellista sääntelyä. Toisaalta Puolalla oli suhteessa Venäjään myös etuja, jotka eivät olleet maiden käsissä, kuten esim. parempi sijainti.

Venäjän sanotaan yhä olevan ns. siirtymätalous. Termi tarkoittaa sitä, että talous on edelleen toteuttamassa siirtymää keskusjohtoisesta talouden koordinoitimesta markkinatalouteen. Taloudessa yksityistäminen on jo pitkälti tehty ja lainsäädäntö on markkinatalouden mukainen. Osia taloudesta oli kuitenkin yhä vuonna 2012 disorganisaatio-vaiheessa (Sutela 2012 s. 30) ja on edelleenkin. Talouden rakenteiden ja instituutioiden uudistumisessa voi mennä jopa vuosikymmeniä, mikä tulee vaikuttamaan Venäjän talouden rakenteisiin vielä pitkälle tulevaisuuteen. Toisaalta siirtymä ei välttämättä tule koskaan johtamaan perinteiseen länsimaiseen markkinatalouteen.

Sutelan (2012 s. 84) mukaan Venäjällä on lukuisa määrä tekijöitä, jotka tekevät markkinatalouteen siirtymisen Venäjällä huomattavasti muita Euroopan entisiä sosialistisia maita monimutkaisemmaksi. Tällaisia ovat mm. sotatarviketuotannon keskittyminen Neuvostoliiton aikana Venäjän Neuvostotasavaltaan ja Venäjän alueen kauemmin vietetty aika sosialistisessa talousjärjestelmässä. Lisäksi Venäjä on pinta-alaltaan ja väestöltään muita eurooppalaisia verrokkeja suurempi, ja sillä on keskimäärin merkittävästi suurempi maantieteellinen etäisyys vanhoihin markkinatalousmaihin. Näiden tekijöiden valtavan merkityksen havaitsee helposti tarkastelemalla Viron ensiaskeleita markkinataloudessa, kun Viro sai kulttuurisesti ja maantieteellisesti lähellä sijaitsevasta Suomesta merkittävää vetoapua. Suomella on merkittävä vaikutus myös väkiluvultaan Viroon verrattuna moninkertaisen kokoisella, lähellä Suomea sijaitsevalla Pietarin talousalueella, jossa suomalaiset yritykset ovat merkittävien ulkomaalaisten suorien sijoitusten tekijäryhmä (Volkov 2018).

Venäjän talousjärjestelmää kutsutaankin joskus markkinataloudeksi venäläisin erityispiirtein tai venäläiseksi markkinataloudeksi (Vihavainen & Ketola 2015 s. 291). Yhdysvalloissa on jopa väläytelty Venäjän talouden markkinatalousmääritelmästä luopumista valtion talouteen puuttumisen vuoksi (Interfax 2021).

Neuvostoliiton hajoamisen jälkeinen siirtyminen sosialistisesta suunnitelmataloudesta kohti markkinataloutta edellytti Venäjällä laajaa lainsäädännön uudistamista. Lisäksi laajan yksityisomistuksen palauttaminen edellytti valtion omistusten yksityistämistä, koska Neuvostoliitossa lähes kaikki merkittävä omaisuus kuului valtiolle. Venäjällä valtion omaisuuden yksityistäminen oli vaikea projekti. Venäjällä yksityistämisessä käytettiin monenlaisia monimutkaisiakin prosesseja. Erityisiä ongelmia Venäjän valtio-omaisuuden yksityistämisessä oli varallisuuserien arvostamisessa, mistä johtuen tutkimuksen mukaan valtion yksityistämistä tutkituista yrityksistä maksettiin keskimäärin 40 kertaa vähemmän, kuin niiden todellinen arvo olisi ollut (Sutela 1998 s.26–27).

Käytännössä merkittävä osa yksityistämisestä tapahtui yksityistämiskupongeilla. Jokainen Venäjän kansalainen sai 10 000 ruplan arvoisen yksityistämiskupongin. Kupongeille syntyi jälkimarkkinahinta, jossa yksityistämiskupongit saivat dollarimääräisen arvon. Venäläisillä oli markkinatalouden alussa vähän osaamista markkinatalouden toimintaan liittyen ja keinottelijat saivatkin käytettyä tilannetta hyväkseen. Yksityistämisen epäonnistumisesta kertoo mm. se, että kuponkien avulla tapahtunutta yksityistämistä kutsuttiin joskus ryöstökapitalismiksi. (Vihavainen & Ketola 2015 s. 289, 292)

Eräs nyky-Venäjän talouden vahvoista erityispiirteistä on korruption ohella suuri harmaan talouden rooli. Sutelan (2012 s. 19) mukaan Venäjän harmaan talouden suuruus on suhteessa talouteen samankokoinen, kuin esim. Intiassa, eli n. 25% - 20% BKT :sta. Korruptio puolestaan on vähentynyt 1990-luvun pahimmista vuosistaan, mutta näyttelee todennäköisesti vielä merkittävää osaa elinkeinoelämässä. Lisäksi Venäjällä julkisella vallalla on ollut ainakin 2000-luvun alkupuolella yhä taipumusta puuttua yksityisten yritysten toimintaan oikeudettomasti (Zygar 2016 s. 217), millä on varmasti ollut Venäjän houkuttelevuutta sijoituskohteena vähentävä vaikutus.

Venäjän taloudessa on lisäksi paljon muutakin neuvostoperintöä. Neuvostoliitossa perustettiin monia kaupunkeja yksittäisten tehtaiden ympärille. Nämä kaupungit ovat yhä osittain riippuvaisia pääasiallisesta työllistäjästään, mistä syystä valtio tukee vanhoja sosialismin aikaisia tuotantolaitoksia, vaikka ne eivät olisikaan erityisen kannattavia. Tällainen toiminta saattaa aiheuttaa syrjäytysvaikutusta hidastaessaan Schumpeterilaista Luovaa tuhoa, mikä voi osaltaan hidastaa innovaatioperusteista, eli kestävästä talouskasvusta. Mielenkiintoista on, että esimerkiksi vielä vuonna 2008 Venäjän kaikista yrityksistä vain 26 prosenttia oli pienyrityksiä, kun Suomessa vastaava luku oli 98 prosenttia (Suomalais-venäläinen kauppakamari 2009 s. 113). Toisaalta Venäjän taloudessa ei ole vielääkään yleistynyt alihankintaverkoston malli, jossa työtä jaettaisiin tehokkuutta lisäävästi. Neuvostoliitossa alihankintaketjuille ei ollut tarvetta ja sen

jälkeen luottamuksen puute on vähentänyt yritysten haluja ulkoistaa osia tuotannostaan. (Sutela 2012 s. 28–29)

Venäjän talouden erityispiirteeksi voidaan laskea myös suuri taloudellinen eriarvoisuus. Novokmetin, Piketty & Zucmanin (2018) mukaan taloudellinen eriarvoisuus on lisääntynyt Venäjällä entisistä sosialistisista valtioista nopeiten. Heidän mukaansa Venäjällä rikkain prosentti väestöstä omistaa n. 42 prosenttia kokonaisvarallisuudesta, mikä on hiukan enemmän, kuin Yhdysvalloissa ja merkittävästi enemmän kuin Kiinassa tai Ranskassa. Muutos kahdessa kymmenessä vuodessa oli merkittävä, koska vastaava luku Venäjällä esim. vuonna 1995 oli 29 prosenttia. Taloudellista epätasaisuutta ajaa erityisesti se, että öljy ja kaasu tuottavat 20–30 prosenttia kansantulosta, mutta suoraa työllistää alle 2 prosenttia työllisistä (Sutela 2012 s. 44).

Suuriin varallisuuseroihin liittyvät myös erityisesti Venäjän taloudelle tyypilliset uusriikkaat, eli oligarkit. Oligarkit sekoittavat politiikan ja talouselämän toisiinsa, mikä on näkynyt esim. laajempaan julkishallinnon korrupsiona (Vihavainen & Ketola 2015 s. 293). Venäjän nopean ja sekavan yksityistämisen aikana onnekkaita ja usein häikäilemättömästi toimineita spekulantteja selvisivät voittajina (Sutela 2012 s. 134). Sutela (2012 s. 139) kertoo, että kun kaksi kolmasosaa valtion yrityksistä oli yksityistetty, omistivat kahdessa kolmasosassa niiden osakekannasta kaksi kolmasosaa yrityksen sisäpiiriläiset. Tämä yhdistettynä valtion omaisuuden alhaisiin myyntihintoihin toi joillekin harvoille, eli oligarkeille suuria omaisuuksia.

Yllättävää Neuvostoliiton Venäjälle jättämässä taloudellisessa perinnössä on se, että vuosien 1928 ja 1991 välillä keskimääräinen Neuvostoliittolainen muutti yhden celsiusasteen kylmempään asuinpaikkaan, samalla kun esim. vastaavilla leveyspiireillä sijaitsevan Kanadan asukkaat muuttivat asteen lämpöisempiin sijainteihin. Samalla listattaessa Pohjois-Amerikan ja Venäjän yli 100 000 asukkaan kaupunkien lämpötiloja, päätyy sadan kylmimmän kaupungin listalle 85 venäläistä, 10 kanadalaista ja 5 yhdysvaltalaisista kaupunkia (Hill & Gaddy 2003 s. 227). Venäjällä siirtymä kylmemmille

alueille johtui pitkälti siitä, että sosialistisessa suunnitelmataloudessa arvioitiin, että raaka-aineiden jalostus kannattaa tehdä mahdollisimman lähellä raaka-aineiden keräyspaikkaa. Toisaalta Neuvostoliitossa energiaraaka-aineillakaan ei ollut markkinahintaa vaan ne nähtiin ilmaisina luonnonvaroina, joten lämmityskustannuksista ei tarvinnut huolehtia. Näin nähtiin usein järkevänä perustaa uusia kaupunkeja pohjoisen periferia-alueille.

Venäjä on tehokkaasti onnistunut irtautumaan valtiojohtoisesta talousjärjestelmästä siinä mielessä, että jo vuonna 2008 Venäjällä toimivien yritysten verotaakka oli G8- ja BRIC-maista alhaisin, eli 18 prosenttia (Suomalais-venäläinen kauppakamari 2009 s. 230). Vastaavasti Venäjän kokonaisveroaste oli vuonna 2008 32,14 prosenttia, josta laski vuoteen 2014 mennessä 31,87 prosenttiin, päättyen vuonna 2020 30,59 prosentin tasolle. Vastaavasti Suomessa kokonaisveroaste vuonna 2019 oli 42,35 prosenttia, eli taloudellisesta toiminnasta Suomessa valtion hallinnassa on verojen kautta merkittävästi Venäjää suurempi osuus. (Our World in Data 2021)

Muita Venäjän talouteen vahvasti vaikuttavia seikkoja ovat mm. työikäisen väestön nopea väheneminen (Sutela 2012 s. 65–66, Bank of Russia 2021g s. 5) ja erityisesti valtion työntekijöiden keskuudessa Neuvostoliiton aikaiset käytänteet, jotka juontavat juurensa viisivuotissuunnitelmien onnistumisten perusteella maksettujen palkkioiden maksimointiin (Sutela 2012 s. 76). Lisäksi Venäjällä luottamus julkisia instituutioita kohtaan oli maailman alhaisin (Shlapentokh 2006), ja yhä merkittävästi alemmalla tasolla, kuin esim. läntisessä Euroopassa. Tulevaisuudessa Venäjällä talouteen vaikuttavat myös ilmastonmuutoksen torjuntaan tähtäävät toimet (Bank of Russia 2021g s. 4).

3.2 Venäjän keskuspankin vakauttamisvälineet

Venäjän keskuspankki on rakenteeltaan ja pääasialliselta tehtävältään edelleenkin länsimaalaisten vastinpariensä kaltainen. Merkittäviä erilaisuuksia silti löytyy. Venäjän keskuspankki pyrkii pitämään inflaation n. neljässä prosentissa (Bank of Russia 2021 g s. 3, s. 5), kun taas Yhdysvalloissa Euro-alueella pyritään n. kahden prosentin inflaatioon.

Tiukemmasta rahapolitiikasta huolimatta inflaatio on Venäjällä ollut 2000-luvulla muuta Eurooppaa korkeampaa. Ilyashenko & Kuklina (2017) toteavat omassa tutkimuksessaan "Inflation in Modern Russia: Theoretical Foundations, Specific Features of Manifestation and Regional Dimension", että Venäjän taloudessa ei 2000-luvulla vuoteen 2017 mennessä ollut merkittäviä merkkejä rahan kvantiteettiteorian mukaisesta inflaation ja rahavaranon määrän kasvun yhteydestä. Syyksi he esittävät sitä, että Venäjän talouden hintojen nousu on ollut pääosin kustannuskasvuperusteista, mikä on johtunut mm. liiketoimintaympäristössä tapahtuneista muutoksista. Kvantiteettiteorian puolesta voidaan kuitenkin sanoa, että Ilyashenkon & Kuklinan tarkastelujakso on ollut varsin lyhyt, joten kvantiteettiteorian kannalta Venäjän taloutta kannattaa tarkastella vasta vuosikymmenten kuluttua. Venäjä siirtymätaloutena on erityisen altis talous suhdannevaihteluille, mikä selittää inflaation teoreettisesti ennustamatonta käyttäytymistä tutkimuksessa tarkastellulla keskipitkällä aikavälillä.

Aikaisemmin Venäjän keskuspankki omisti useita pankkeja, mutta sittemmin niiden omistus on siirtynyt valtiolle. Jäljelle on jäänyt Otkritie bankin omistus pelastusoperaation jäljiltä. Lisäksi Venäjän keskuspankki hallitsee ja kehittää edelleen omaa Mir-maksujärjestelmäänsä, mikä on keskuspankille epätyypillinen tehtävä globaalissa mittakaavassa. Keskuspankki noudattaa ja implementoi Basel-sääntelyä pilkun tarkasti ja lisäksi kuuluu Bank for International Settlements – järjestelmään.

Venäjän keskuspankin tase 31.12.2018 sisälsi vastaavaa puolella 24 496 143 miljoonan ruplan, eli silloisella n. 79 :n vaihtokurssilla n. 310 078 miljoonan euron arvosta ulkomaisia velkakirjoja. Tämä osuus muodosti suurimman osan, eli 62 % 39 368 943 miljoonan ruplan, eli silloisen vaihtokurssin mukaisen n. 498 341 miljoonan euron taseesta (liite 1). Vastaavasti Saksan keskuspankin taseessa ulkomaisia Euroalueen ulkopuolisia arvopapereita oli samana päivänä 31 796 miljoonan euron arvosta. Suhdeluku Saksan keskuspankissa on merkittävästi erilainen, n. 2 %, koko taseen

loppusumman ollessa 1 841 781 miljoonaa euroa (liite 2). Eroavaisuus taseiden vastaavaa puolella on erittäin merkittävä.

Vastattavaa puolella mielenkiinto kohdistuu erityisesti liikkeelle lasketun käteisen rahan määrään. Venäjän keskuspankki on laskenut liikkeelle 10312842 miljoonan ruplan edestä käteistä (Liite 1), joka on toimintakertomuksen päiväyksen mukaisella valuuttakurssilla n. 145351,3 miljoonaa euroa. Saksan keskuspankin vastaava luku on 289587 miljoonaa euroa (Liite 2). Keskuspankkien kultavarantoihin verrattuna Venäjän keskuspankin hallussa oleva kulta kattaa paremmin liikkeelle laskettujen setelien määrän, suhdeluvun ollessa 59,4 prosenttia. Saksan keskuspankillä on suhteessa liikkeelle laskemiensa setelien määrään vähemmän kultaa, koska vastaava suhdeluku on ainoastaan 41,9 prosenttia.

Vastaavaa puolelta voidaan myös laskea normaaliaikana käytännössä verrattain merkityksettömät laskennalliset omavaraisuusasteet keskuspankeille. Venäjän keskuspankin taseessa pääomat -erän arvo on 11394284 miljoonaa ruplaa, joka on 28,9 prosenttia keskuspankin taseen suuruudesta (Liite 1). Saksan keskuspankin taseen vastattavaa puolella, pääoma ja reservit -erä on arvoltaan 5746 miljoonaa euroa, eli vain 0,3 prosenttia keskuspankin taseen loppusummasta (Liite 2). Laskennallisen oman pääoman osalta ero on huomattava ja todennäköisesti parantaa Venäjän keskuspankin kriisikestävyyttä ja luo sille liikkumavaraa huonoina aikoina.

Danilovan ja Morozovin (2017) The macroprudential policy framework in Russia - julkaisun mukaan huomionarvoista on, että Venäjän keskuspankillä on lailla säädetty rooli ainoana toimijana Venäjällä vastata finanssialan sääntelijänä ja valvojana, ja siten sillä on keskeinen rooli makrovakauden tuottamisessa. Venäjän keskuspankillä on jopa erillinen financial stability department, jolla on johtava rooli datan keräämisessä ja ennusteiden mallintamisessa. Financial stability departmentin osana toimii financial stability committee, joka vastaa talouden tasapainoon tähtäävien toimien koordinoinnista. Financial stability committeeella ei ole kuitenkaan laillista asemaa, vaan

sen täytyy hyväksyttää päätöksensä Venäjän keskuspankin hallituksella. Sen sijaan lailliset asemat omaavat Venäjän keskuspankin banking supervision committee ja financial supervision committee, joilla on vastuu päivittäisestä finanssialan sääntelystä ja valvonnasta.

Venäjän keskuspankki kiinnittää huomiota kommunikointiinsa, kuten vastinparinsakin muissa maissa. Selkeällä ja uskottavalla viestinnällä keskuspankki pyrkii ankkuroimaan inflaatio-odotuksia alemmalle tasolle (Andreev, Ivanova, Shevchuk & Sinyakov 2019). Venäjän keskuspankki julkaisee kahdesti vuodessa finanssitasapainon arviointijulkaisuja, joissa se avaa näkemyksiään makrotalouden riskeihin ja tulevaisuuden näkymiin liittyen. Samalla keskuspankki arvioi tulevaisuuden toimenpiteidensä todennäköisyyksiä, mikä tekee sen toiminnasta ennustettavampaa (ks. Bank of Russia 2021g). Toinen tapa luoda järjestelmään ennustettavuutta ja läpinäkyvyyttä on tehdä perinteisiä lehdistötiedotteita esim. pankkien pääomavarantojen vaatimuksien muutoksiin liittyen 6 -12 kk ennen niiden voimaan astumista (Danilova & Morozov 2017).

Venäjän keskuspankin makrovakauden työkalut perustuvat mikrovakaudellisiin instrumentteihin (IMF 2016 s. 11). Pääomavaatimukseen perustuvia työkaluja ovat alakohtaiset pääoman riskipainotukset, vastasykliset pääomapuskurivaatimukset, korotetut pääomakustannukset ja omavaraisuusvaatimukset systeemiriskin kannalta merkittävillä pankeilla. Likviditeettivaatimuksia ovat likviditeetin laatuvaatimukset, nettovarallisuuden tasapainovaatimukset ja reservivarantovelvoitteet. Erityisesti vastasykliset pääomapuskurivaatimukset on todettu toimiviksi talouden vakauttamiskeinoiksi (Andreev, Peiris, Shirobokov & Tsomocos 2019).

Erityisvaatimuksia Venäjän keskuspankki asettaa ulkomaanvaluuttamääräiselle aktiviteetille. Vaatimukset liittyvät osittain pääoman riskipainotuksiin. Bush, Gomez, Jara, Moreno, Styrin & Ushakova (2019) toteavat, että julkisen sektorin toimenpiteet, jotka ovat kannustaneet pankkeja myöntämään vähemmän ns. valuuttalainoja ja lyhyempiä takaisinmaksuaikoja ovat osaltaan vakauttaneet taloutta merkittävästi. Erityisiä

ongelmia Venäjän taloudessa aiheutui vuosien 2013 ja 2018 välillä, kun kotimaisen liiketoiminnan rahoitusta oli myönnetty ulkomaan valuutassa ja Venäjän ruplan arvo vaihteli voimakkaasti, mikä akkumuloitui yhtäaikaisesti muiden realisoituneiden riskien kanssa. Öljyn ja maakaasun maailmanmarkkinahinnat vaikuttavat yhä ruplan ulkomaanvaluuttamääräiseen arvoon merkittävästi, joten ulkomaisen valuutan käyttöä kotimaisissa liiketoimissa on perusteltua säädellä makrovakauden nimissä.

Venäjän vuoden 2014 finanssikriisiä tarkasteltaessa onkin tärkeä muistaa, että vaikeasti ennustettavasta tilanteesta johtuen ruplamääräinen sijoittaminen oli erityisen riskialtista. Pääoma tarvitsee korkeammasta riskistä korkeamman korvauksen, minkä vuoksi riskinen toimintaympäristö automaattisesti korottaa sijoitettavan pääoman tuottovaatimusta. Korkeampi korkotaso ei näin ollen automaattisesti käänne pääomavirtoja, vaan voi ainoastaan hillitä niitä, kuten kävi Venäjällä vuoden 2014 Krimin valtauksen aiheuttaman finanssikriisin yhteydessä. Korkopariteetin ei voida sanoa olleen pätemättä Venäjällä vuonna 2014, mutta erityisen suuren epävarmuuden aiheuttaman riskien hinnoitteluvaikeuksien vuoksi suurikaan ero valuutta-alueiden korkotasossa ei lyhyellä aikavälillä onnistunut kääntämään pääomavirtoja.

Venäjän keskuspankki käyttää myös pehmeämpiä keinoja finanssimarkkinoiden ja talouden vakauden edistämiseksi. Yksi tällainen keino on taloudellisen lukutaidon lisääminen kansalaisten keskuudessa. Keskuspankin toimintakertomuksessa 2015 (Bank of Russia 2016 s.99) kerrotaan, että käsiteltävänä vuonna keskuspankki järjesti 3000 taloudellisen lukutaidon kehittämiseen tähtäävää tapahtumaa. Erityisesti keskuspankki keskittyi toimintaan vasta valloitetulla Krimillä ja Siperian Hanti-Mansiassa. Muita keinoja ovat taloudellinen tutkimus, jonka perusteella keskuspankki mm. tekee suosituksia lainsäädännön parantamiseksi (Bank of Russia 2016 s. 109).

Keskuspankin mahdollisuudet luoda talouskasvua yksistään ovat kuitenkin verrattain rajalliset. Muiden keskuspankkien tapaan, myös Venäjän keskuspankki keskittyy ydintoimintoihinsa, eli rahaolojen vakauttamiseen ja talouskasvun edellytyksien

ylläpitämiseen. Konkreettisia toimia, joissa nimenomaisesti keskuspankki rahoittaisi riskisiä kasvuyhtiöitä ei keskuspankeissa pääsääntöisesti tehdä, vaan varsinaisen suora julkinen rahoitus on varsinkin länsimaissa Suomi mukaan lukien, varattu valtion siihen erikoistuneille toimijoille. Suomessa tällaista julkista rahoitusta myöntävät mm. Finnvera ja Tekes. Venäjällä tällainen toimija on esim. julkisen sektorin kehityspankki Vnešekonombank (Vnešekonombank 2021). Venäjän keskuspankki (Bank of Russia 2021g s. 8) kertoo itse, että keskuspankki voi toimillaan auttaa taloutta pääsemään potentiaaliselle tasolle, mutta ei voi nostaa potentiaalista tasoa, joka nousee pitkällä aikavälillä vain mm. työn tehokkuuden kehittymisen ja innovaatioiden avulla. Keskuspankki pyrkiikin vain tekemään toimintaympäristöstä suotuisan taloudelliselle kehitykselle, mutta varsinaista kehitystyötä se ei sinällään pysty edesauttamaan.

Venäjän keskuspankki vastaa Venäjän rahapolitiikasta, jota se ilmoittaa harjoittavansa vastasyklisesti (Bank of Russia 2021g s. 9). Vastasyklisyyttä tarvitaan keskuspankin mukaan, koska korkeasuhdanteessa liian löysä rahapolitiikka johtaa liialliseen hintojen nousuun ilman merkittäviä lisähyötyjä. Keskuspankki pyrkii vastasyklisyydellä vähentämään talouden suhdannevaihteluita, aivan kuten muutkin keskuspankit.

Venäjällä perinteisen rahapolitiikan lisäksi keskuspankki vastaa pankkien sääntelystä. Lisätäkseen luotonantoa talouden kohdattua ulkoisen Covid-19-viruksen aiheuttaman shokin vuonna 2020, keskuspankki ei voinut alentaa riittävästi korkotasoa Venäjän ruplan nopeasta halpenemisesta johtuvien lisääntyvien inflaatiopaineiden kustannuksella. Tämän johdosta keskuspankki turvautui pankkisääntelyn vapauttamiseen ylläpitääkseen mahdollisimman suurta likviditeettiä taloudessa (Bank of Russia 2021f s.9).

Kansainväliseen finanssikriisiin asti Venäjän keskuspankki pyrki ohjaamaan ruplan valuuttakurssia rahapolitiikan itsenäisyyden kustannuksella, mutta finanssikriisistä lähtien ainakin vuoteen 2012 pyrki vähentämään vaikuttamistaan ruplan valuuttakurssiin (Lainela & Ponomarenko 2012 s.12) ja lopulta päästäen ruplan kellumaan loppuvuodesta 2014 alkaen.

Rahapolitiikan ohella talouden tasapainottamiseksi käytetään finanssipolitiikkaa. Finanssipolitiikka ei kuulu keskuspankille vaan se on osa valtion talouspolitiikkaa. Suomessa finanssipolitiikasta, eli siitä kuinka julkinen talous kerää ja käyttää varoja, sovitaan perinteisesti hallitusohjelmassa poliittisin perustein. Finanssipoliittiset päätökset ovat siis osa yhteiskunnallista rakennepolitiikkaa ja vaikuttavat talouteen pitkälle tulevaisuuteen. Julkisen talouden suunnitelma ja valtion talousarvio ovat välineitä, joilla hallitus toteuttaa finanssipolitiikkaansa (Valtionvarainministeriö 2021). Rahapolitiikan ja finanssipolitiikan tulee olla synkronoituja toimiakseen optimaalisesti.

Euroopan Unionissa ja erityisesti yhteisvaluutta-alueella rahapolitiikan keskittyminen ja finanssipolitiikan säilyminen hajallaan on kuormittanut merkittävästi Euroopan keskuspankkia. Ratkaisuksi tähän onkin tarjottu lisääntyvää finanssipolitiikan keskittämistä (Carmassi, Hauptmeier, Jahning & Tordo 2020). Ongelmaan liittyvän keskustelun kiihtyminen vasta näin myöhäisessä vaiheessa on yllättävää, koska yhteisvaluutan aiheuttamista rajoituksista valtioiden itsenäiseen finanssipolitiikkaan tiedettiin jo ennen yhteisvaluutan perustamista Yhdysvaltain kokemusten perusteella. Euroalueella ongelmien tiedettiin ilmaantuvan jopa pahempina, koska muuttoliike kieli- ja kulttuurirajojen ylitse taloudellisista syistä on Euroopassa vielä harvinaisempaa, kuin osavaltiorajojen yli muuttaminen Yhdysvalloissa, mikä oletusarvoisesti aiheuttaa alueille erilaisia tarpeita raha- ja finanssipolitiikan suhteen (Haaparanta & Peisa 1997 s. 44).

Toistaiseksi Euroopan unionissa jäsenmaiden finanssipolitiikkaa rajoittaa vuonna 1992 sovittu Maastrichtin sopimus. Sopimuksessa määriteltiin velkaa ja alijäämää rajoitettavat säännöt, joita on kuitenkin sittemmin täydennetty ja laajennettu. Sopimuksen viitearvojen ylittyminen ei kuitenkaan ole automaattisesti rikkomus, vaan sääntöjä on tarkoitus tulkita tapauskohtaisesti (VTV 2021). Järjestelmässä yksittäisillä jäsenmailla on ollut kannustin venyttää sopimuksessa sovittuja viitearvoja, koska niiden ylittäminen ei tehnyt euromääräisestä lainaamisesta markkinoilla kalliimpaa. Yhteisvaluutta on ajanut jäsenmaita myös myötäsykliseen finanssipolitiikkaan, mikä on koko talousalueelle erityisen haitallista. (Hetemäki 2015)

Venäjä on valtiomuodoltaan federaatio, eli liittovaltio kuten Yhdysvallatkin. Täten Venäjällä finanssipolitiikan yhteistoiminnan koordinointi rahapolitiikan kanssa on euroaluetta helpompaa. Kansainvälisen finanssikriisin yhteydessä erityisesti Venäjän Federaation finanssipolitiikka oli onnistunutta. Onnistumista edesauttoi se, että Venäjällä ei ollut suhteellisesti paljon valtionvelkaa (Ponomarenko & Vlasov 2010). Ponomarenkon & Vlasovin (2010) mukaan finanssipolitiikan onnistuminen oli erityisen tärkeää, koska kansainvälisen finanssikriisin vaikutuksesta perinteinen rahapolitiikka oli kriisin akuutissa vaiheessa tehotonta rahoitusmarkkinoiden toimiessa huonosti. Onnistunut finanssipolitiikka tukikin keskuspankin rahapolitiikkaa, jolloin nämä yhteysvaikutuksellaan onnistuivat helpottamaan kansainvälisen finanssikriisin negatiivisia vaikutuksia Venäjän taloudessa.

Venäjän fiskaalipolitiikkaa 2000-luvulla kuvailee Xu Wenhong (2021) julkaisussaan *Basic Concepts of Russia's Fiscal Policy: Experience for China Part 2*. Hänen mukaansa erityisen merkittävää on se, että Venäjän on voinut lisätä öljyn vientiä, silloin kun öljyn hinta on laskenut välttääkseen Venäjän ruplan halpenemista ja toisekseen hankkiakseen riittäviä määriä ulkomaanvaluuttaa. Lisäksi öljyn hinnan lasku on vaikuttanut kielteisesti Venäjän julkisen sektorin budjettiin, mitä myös on jouduttu paikkaamaan lisäämällä öljyn vientiä. Keskuspankin toimintaan tämä linkittyy siten, että Venäjällä valuuttakurssin heikentyminen on tavannut kasvattaa inflaatiota tuontitavaran kuluttajahintojen kallistuessa. Voidaankin sanoa, että öljyn vientimäärien sääntely on ollut erikoinen työkalu julkisen sektorin makrovakautuksen työkalupakissa.

Vuoden 2020 lopussa Venäjän keskuspankin kansainväliset reservit olivat suuruudeltaan 596 miljardia Yhdysvaltain dollaria, mikä tekee niistä maailman neljänneksi suurimmat Kiinan, Japanin ja Sveitsin jälkeen (BOFIT 2021a). Mielenkiintoista on, että merkittävä osa, eli vuoden 2020 lopussa 115 miljardia dollaria keskuspankin hallinnoimista kansainvälisistä reserveistä kuului Venäjän ylimääräisiä energiatuloja valtion määräyksestä kerryttävälle vakautusrahastolle. Tämä osuus on sijoitettuna likvideihin

OECD-maiden julkisen sektorin joukkovelkakirjalainoihin (BOFIT 2021b). Kyseinen erä on erittäin merkittävä osa rahastoa, koska rahaston koko vuoden 2020 lopussa oli 183 miljardia dollaria. Vuoden 2017 lopussa Venäjän keskuspankki aloitti Yhdysvaltain Treasury bondien suurimittaisen myynnin osana de-dollarisaatio-ohjelmaansa. Maaliskuun 2018 ja maaliskuun 2019 välisenä aikana Venäjän kansainvälisten reserveiden Treasury bond -omistuksista myytiin 87 prosenttia, jolloin jäljelle jäävä omistus oli arvoltaan enää 14,9 miljardia dollaria (Wenhong 2021). Dollarimääräisten omistusten myynti ei sinällään johtanut valuuttavarantojen pienentymiseen, vaan myynnit korvattiin muissa valuutoissa noteeratuilla omistuksilla.

Venäjän julkinen sektori on tehnyt myös merkittäviä keskuspankista täysin riippumattomia toimia taloudellisen tasapainon eteen. Huomionarvoista on, että Venäjän julkisen sektorin yhteenlaskettu ulkomainen velka on säilynyt verrattain erittäin alhaisella tasolla. Vuoden 2021 syyskuun lopussa Venäjän julkisella sektorilla oli yhteenlaskettuna ulkomaista velkaa 489,2 miljardia Yhdysvaltain dollaria (Bank of Russia 2021h), joka on per capita laskettuna vain n. 3 700 Yhdysvaltain dollaria. Erilaisesta taloudellisesta tilanteesta riippumatta Venäjän julkinen velka on mitätön verrattuna esimerkiksi Suomen julkisyhteisöjen velkaan, joka vuoden 2020 lopussa oli suuruudeltaan 164,3 miljardia euroa (Tilastokeskus 2021). Henkilötasolle muutettaessa määrä on lähes 30 000 euroa per capita. Näin ollen Suomessa julkista velkaa asukaslukuun suhteutettuna on Venäjään verrattuna melkein kymmenkertainen määrä. Ero kuitenkin kapenee huomattavasti, jos määrällinen vertailu tehdään väestömäärän sijaan esim. bruttokansantuotteen perusteella.

Alhainen ulkomaanvelka ja suuret kansainväliset valuuttavarannot ovat merkittävä osa Venäjän julkishallinnon rahoitusmarkkinoiden turvallisuuden varmistavaa toimenpidekokonaisuutta (Wenhong 2021). Wenhongin (2021) mukaan se, että Venäjällä ei ole ollut tapana vauhdittaa kotimaista kysyntää julkisvallan budjettialijäämällä on auttanut tasapainottamaan Venäjän taloutta merkittävästi. Julkisvallan budjetoinnissa erityistä on se, että julkisen sektorin budjetoiduista tuloista

merkittävä osa kerätään muilla tavoin, kuin veroilla. Arlashkin, Barbashova, Belev, Deryugin, Deshko, Mamedov, Sokolov & Tishchenko (2018) arvioivat, että esimerkiksi vuonna 2017 Venäjän federaation budjetin tuloista 6,5 prosenttia oli suoria öljytuloja.

4 Venäjän keskuspankki ja kriisit

Taloudellisesti hyvinä aikoina keskuspankkeihin ei kohdistu erityistä huomiota. Parhaimmillaan raha- ja suhdannepolitiikasta viestitään niin selkeästi, että keskuspankin toimet eivät tule markkinoille yllätyksenä ja yleisö hyväksyy päätöksen perustelut. Venäjän talouteen on kohdistunut Venäjän keskuspankin perustamisen jälkeen viisi negatiivista shokkia, jotka ovat käynnistäneet eriasteisia kriisejä. Ensimmäinen kriisi oli Neuvostoliiton hajoamisesta johtuva inflaatiokriisi, toinen Venäjän vuoden 1998 talouskriisi, kolmas Kansainvälinen finanssikriisi, neljäs Krimin valtauksen tuoman epävarmuuden ja kv. pakotteiden nostama kriisi ja viimeisin, viides kriisi oli covid-19 pandemian aiheuttama kriisi. Venäjän keskuspankin valmiudet vastata kriiseihin ovat lyhyen historiansa aikana vaihdelleet. Samalla tavalla ovat vaihdelleet toimenpiteet. Siinä missä välittömästi Neuvostoliiton hajottua Venäjän keskuspankillla ei ollut juurikaan liikkumavaraa, oli Venäjän keskuspankki valmistautunut hyvin vastaamaan Koronaviruksen vuonna 2020 aiheuttamaan kriisiin. Keskuspankkien eroavaisuuksia on mielenkiintoista tarkastella kriisikestävyyden ja niiden aikaisten toimenpiteiden kannalta.

4.1 Keskuspankkien valmiudet vastata kriiseihin

Keskuspankkien toiminta perustuu luottamukseen. Alkuaikoina keskuspankit pyrkivät lisäämään luottamusta mm. kiinnittämällä liikkeelle laskemansa valuutan kultakantaan (Oksanen 2017 s. 187–190). Nykyisin Fiat-valuutta järjestelmässä yleisin tapa on huolehtia uskottavasta ja ennustettavasta rahapolitiikasta, jolloin rahan määrä ei kasva taloudessa liian nopeasti. Faridul Islam (2019 s. 6) kertoo toimittamassaan kirjassaan ”Currency Crisis”, että usein valuuttakriisit johtuvat jo tämän tutkielman sivulla 19 mainitun rahapolitiikan trilemman puutteellisesta soveltamisesta. Useimmiten kyseessä on tilanne, jossa keskuspankki puolustaa asettamaansa valuuttakurssia liian periksi antamattomasti, mikä johtaa keskuspankin vakavaraisuuden huononemiseen kestäättömälle tasolle.

Esimerkiksi Suomen markka oli 1990-luvun alussa Euroopassa ajalle tyypillisen käytännön mukaisesti sidottu ensin kiinteällä valuuttakurssilla muiden eurooppalaisten valuuttojen muodostamaan valuuttakoriin ja vuodesta 1991 lähtien yksipuolisella sitoumuksella Euroopan yhteisöjen valuuttayksikköön Ecuun. Ongelmana kiinteän valuuttakurssin kestämiseksi oli Suomen eriyvä inflaatiovauhti verrattuna kiinteän valuuttakurssin maihin verrattuna. Erityistä Suomen tilanteesta oli, että Suomi ajautui devalvaatiosyklien kiertäeseen, jossa devalvaatio oli ainoa jouston väline yhteiskunnassa, jossa tuotantotekijät eivät joustaneet. 1980-luvulla pääomaliikkeet Suomen ja muun maailman välillä asteittain vapautuivat samalla kuin korkosääntelyä lievennettiin, mikä lisäsi inflaatio-odotuksia entisestään talouden kiihtyessä poikkeuksellisen nopeaan kasvuun. Verrokkimaita nopeampi inflaatio kiinteillä valuuttakursseilla söi nopeasti suomalaista kilpailukykyä Suomessa tapahtuvan tuotannon suhteellisten hintojen noustessa. Neuvostoliiton kaatumisen aiheuttama valtava negatiivinen kysyntäshokki oli viimeinen isku Suomen Pankin kyvyille kannatella kiinteää valuuttakurssia ja Suomi joutuikin vasten tahtoaan syyskuussa 1992 siirtymään kelluvan valuuttakurssin järjestelmään. Kriisissä Suomelle erityisen hankalaa oli se, että samalla kun julkisen sektorin täytyi tukea yksityisiä pankkeja ja elinkeinoelämää, oli valtion vaikea hankkia rahoitusta ulkomailta (Honkapohja 2014 s.198). (Kuusterä 1997 s. 300–301)

Perustellusti voidaankin olettaa, että keskuspankit, jotka toimivat vapaiden pääomaliikkeiden ja kelluvien valuuttakurssien ympäristössä säilyttäisivät suhteellisesti pienempiä reservivarantoja, koska niiden ei välttämättä tarvitse varautua valuuttakurssin huonontumiseen liiketoimintaympäristön äkillisesti kotimaassaan huonontuessa, koska valuuttakurssin on mahdollista joustaa ja keskuspankki voi aktiivisella rahapolitiikalla vakauttaa taloudellisia oloja. Myös IMF suosittelee keskuspankeille, jotka eivät noudata kelluvien valuuttakurssien politiikkaa suurempia reservivarantoja (Neely 2017). Oksasen (2017 s. 189) mukaan Ruotsi jäi yhteisvaluutta Eurosta pois mm. tiukkojen budjettikurivaatimusten vuoksi, koska sen pelättiin aiheuttavan hyvinvointivaltion kurjistumista. Lopulta kansainvälisen finanssikriisin iskiessä Ruotsi hyötyi kelluvasta valuuttakurssistaan valtavasti suhteessa Suomeen.

Suomen ja Ruotsin taloudet kehittyivät euron käyttöönoton jälkeen vuoteen 2011 yhtäläisesti. Tästä eteenpäin Suomi on jäänyt Ruotsin taloudellisesta kehityksestä merkittävästi jälkeen. Yksiselitteisesti syytä on mahdotonta osoittaa, mutta merkittäviä osatekijöitä ovat ainakin Ruotsin kelluvan valuuttakurssin arvon aleneminen finanssikriisin aikana, mikä paransi kriisin aikana ruotsalaisten kilpailukykyä suhteessa Euromaihin ja Ruotsin keskuspankin rahapolitiikan itsenäisyys, joka auttoi Ruotsin keskuspankkia reagoimaan tilanteeseen EKP :tä ketterämmin ja Ruotsin tilanteeseen verrattuna oikea-aikaisemmin.

Venäjän keskuspankki siirtyi kelluvan valuuttakurssin järjestelmään pitkän valmistelun jälkeen marraskuussa 2014. Venäjän keskuspankin (Bank of Russia 2021d) mukaan kelluva valuuttakurssi on talouden sisäänrakennettu vakauttaja, mikä on sen suurin hyöty suhteessa kiinteään tai ohjattuun valuuttakurssiin. Ohjatun valuuttakurssin politiikan tilalle Venäjän keskuspankki omaksui tavoitteen kotimaisesta hintavakaudesta, mistä johdetaan inflaatiotavoite. Valuuttakurssin määräytyminen markkinaehtoisesti vapauttaa keskuspankin resursseja, koska tällöin sen ei tarvitse huolehtia riittävistä puskureista kattaakseen valuutan kysynnän ja tarjonnan eroja. Venäjän ohella mm. Yhdysvaltain, Ruotsin ja Euroopan keskuspankit noudattavat inflaatiotavoitetta. Kiinan keskuspankki puolestaan pyrkii yhä inflaatiotavoitteen sijasta talouskasvuun ja valuuttansa markkina-arvon vakauteen (BIS central bankers' speeches 2018).

Kelluvilla valuuttakursseilla on toki myös haittapuolensa. Vuonna 2015 Venäjän ruplan arvon epävakaisuus suhteessa muihin valuuttoihin itsessään vaikeutti voimakkaasti Venäjän liiketoimintaympäristöä muiden ongelmien ohella (Ulyukayev 2015). Viktorovin & Abramovin (2019) mukaan Venäjän keskuspankki ei ole onnistunut pääsääntöisesti 2000-luvulla vakauttamaan Venäjän ruplan arvoa niin, että rupla voisi toimia arvon säilyttäjänä, vaan omaisuuden säilyttämiseen käytetään Venäjällä yleisesti ulkomaisia valuuttoja tai muita arvonsa ruplaa paremmin säilyttäviä omaisuuseriä.

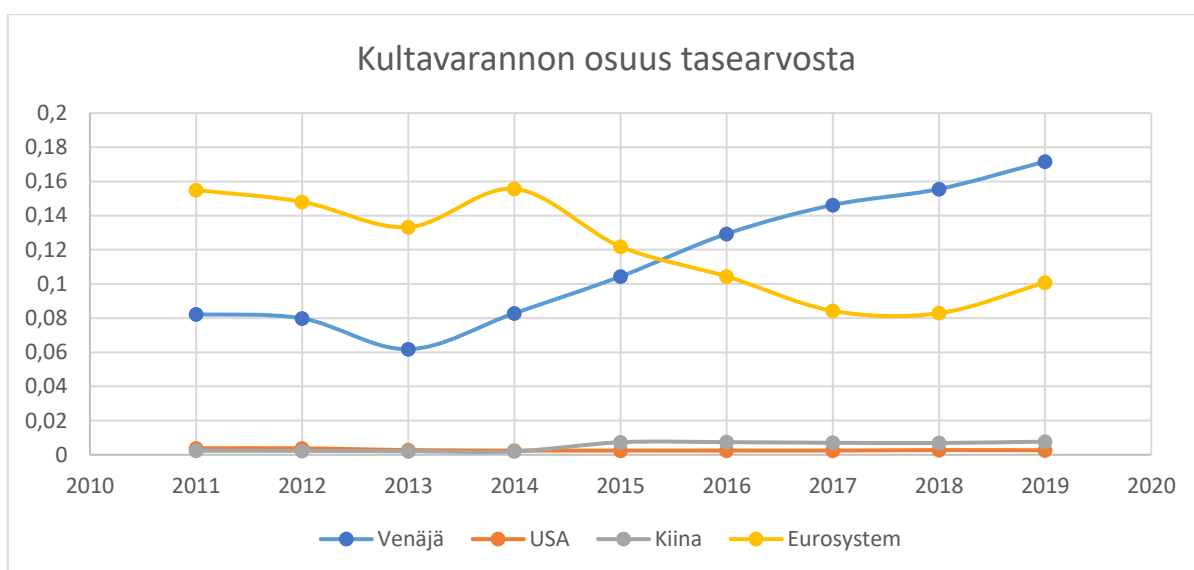
Ilmeisin ja helpoin tapa tutkia keskuspankkien eroavaisuuksia valmiuksia vakauttaa talouksiaan kriisitilanteissa on tutkia keskuspankkien taseita. Keskuspankit julkaisevat taseitaan vuosittain tai kvartaaleittain. Keskuspankkien vertailua vaikeuttaa se, että keskuspankkien tase-erien määrittelylle ei ole olemassa kansainvälisiä standardeja. Suuri osa tase-erien sisällöstä selviää keskuspankin toimintakertomuksesta, mutta tieto on usein hajanaista. Tutkimuksen kannalta on oleellista jakaa keskuspankin taseen vastaavaa puolen varallisuuserät kultavarantoihin, kotimarkkina-alueen omistuksiin, ulkomaisiin omistuksiin ja muihin omistuksiin. Tarkoituksena on löytää näiden suhteellisia osuuksia vertailemalla tilastollisesti merkittäviä poikkeuksia taseiden aikasarja-aineistosta vuosina 2011–2019.

Venäjän keskuspankin taseessa vastaavaa-puolella erä ”precious metals” vastaa analyysissä keskuspankin kultavarantoja, koska käytännössä tämä tase-erä sisältää lähes yksinomaan kultaa. ”Funds placed with non-residents and foreign securities” –erä puolestaan yhdistettynä ”claims on the IMF” –erän kanssa ovat keskuspankin ulkomaiset omistukset. IMF-erän olisi voinut sijoittaa myös muihin omistuksiin, mutta koska IMF on kansainvälinen keskuspankkeihin verrattavissa oleva instituutio, lasketaan IMF omistukset ulkomaisiksi omaisuuseriksi. Tase-erät ”loans and deposits” ja ”securities” on analyysissä asetettu kuvaamaan keskuspankin kotimaisia omistuksia. ”Other assets” –erä asetetaan tarkastelun ulkopuolelle muut omistukset –erään.

Euroopan keskuspankin taseissa erä ”gold and gold receivables” kuvaa yksiselitteisesti Eurojärjestelmän keskuspankkien konsolidoituja kultaomistuksia. ”Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency” –erä sisältää EKP :n taseessa suoraa myös omistukset IMF :ssä, joten erä säilyy Venäjän keskuspankin kanssa näin ollen vertailukelpoisena. Tämä tase-erä lisättynä ”claims on non-euro area residents denominated in euro” :lla vastaa EKP :n ulkomaalaisia omistuksia. ”Other assets” erä jätetään tarkastelun ulkopuolelle ja muut tase-erät yhdistetään vastaamaan Eurojärjestelmän keskuspankkien kotimarkkinaomistuksia.

Yhdysvaltain keskuspankin tase on Venäjän- ja Euroopan keskuspankin taseita monimutkaisempi. Taseesta löytyy erä ”gold certificates”, mitä käytetään kuvaamaan keskuspankin kultaomistuksia. Varsinaista ulkomaalaiset omistukset erää taseessa ei ole, mutta vertailun mahdollistamiseksi käytetään analyysissä ulkomaisten omistusten määränä ”foreign currency denominated investments” –erää, koska näiden omistuksien voidaan olettaa sijoittuvan pääasiallisesti ulkomaille. ”Other assets” –erää lukuun ottamatta muut erät katsotaan kotimarkkinaomistuksiksi.

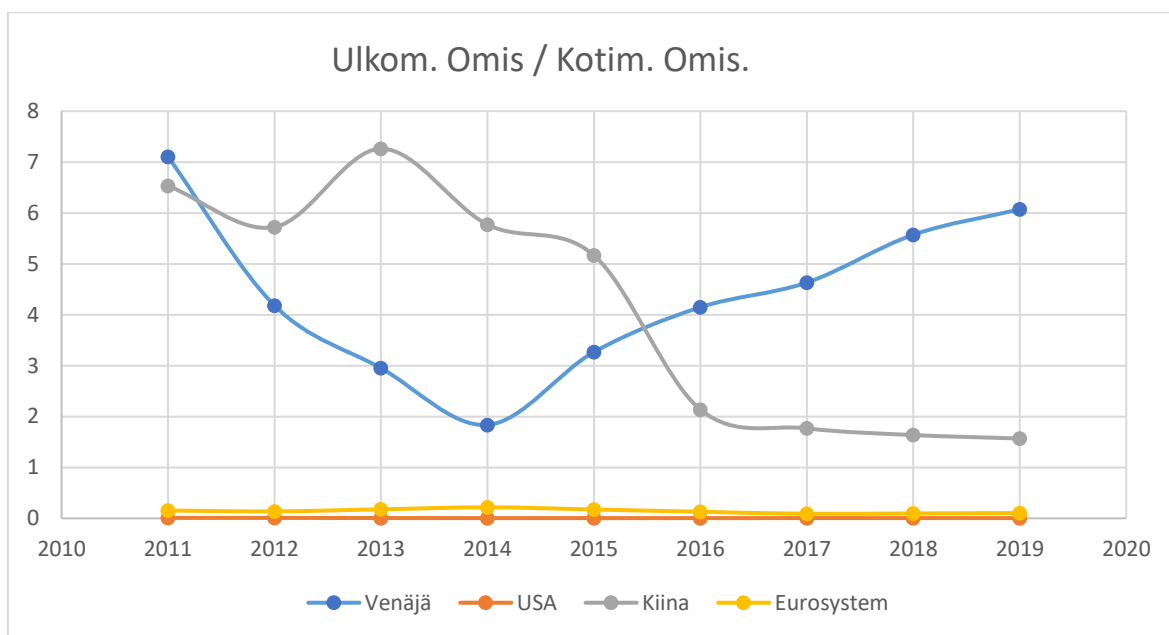
Kiinan keskuspankin tase löytyy vuosittain keskuspankin toimintakertomuksen ”Balance sheet of the monetary authority” –kohdasta. Tässä tase-erittelyssä ”foreign assets” on ilmaistu selvästi, joten käytetään sitä kuvaamaan ulkomaisia omistuksia, kun siitä vähennetään alaeä ”monetary gold”, joka kuvastaa keskuspankin kultavarantoa. Loput erät yhdistetään kuvaamaan keskuspankin kotimaisia omistuksia, vähennettynä ”other assets” –erällä, kuten muidenkin keskuspankkien tarkasteluissa.



Kuvio 3. Kultavarannon osuus keskuspankkien tasearvoista

Vertailusta saadaan mielenkiintoisia tuloksia. Vertailun (Kuvio 3.) perusteella Venäjän keskuspankki ja Eurojärjestelmän keskuspankit vahvistavat luottamustaan suurilla kultavarannoilla. Mielenkiintoisinta on, että vuoden 2014 Venäjän talouskriisin ja keskuspankkiuudistuksen jälkeen Venäjän keskuspankin kultavaranto suhteessa

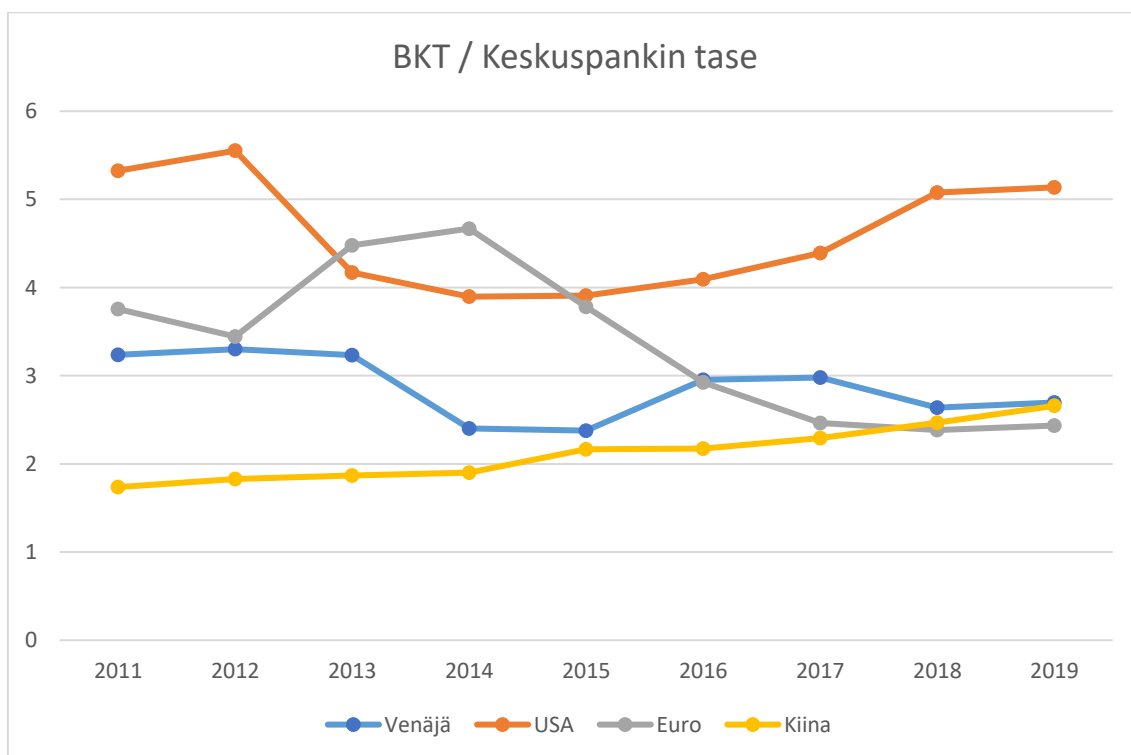
taseeseen on kasvanut voimakkaasti. Euromaissa kullan merkitystä selittää se, että kulta sijaitsee kansallisvaltioiden omien keskuspankkien hallussa. Kansallisvaltioilla on ennen eurojärjestelmään liittymistä kannustin luoda luottamusta kansallista valuuttaansa kohtaan säilyttämällä taseessaan kultaa. Taseista nähdäänkin, että vuoteen 2019 asti eurojärjestelmän kultavarannot vähenivät vuosittain suhteellisesti. Kiinan ja Yhdysvaltain keskuspankeilla ei puolestaan ole erityisen merkittäviä kultaomistuksia.



Kuvio 4. Keskuspankin ulkomaisten omaisuuserien määrä suhteessa kotimaisiin.

Verrattaessa neljän keskuspankin ulkomaalaisten omistusten määrää suhteessa kotimaisiin omistuksiin nousee joukosta kaksi maata (Kuvio 4.). Venäjän keskuspankki on vuodesta 2014 lähtien em. oletusten vastaisesti määrätietoisesti lisännyt ulkomaalaisten arvopaperien määrää taseessaan suhteessa kotimaisiin omistuksiin, vaikka juuri kyseisenä vuonna keskuspankki lopetti valuuttakurssin keinotekoisen ohjauksen ja päästi ruplan kellumaan. Kiinassa puolestaan suhdeluku on merkittävästi pienentynyt kotimaisten omistusten määrällisesti kasvaessa. Mielenkiintoiseksi tilanteen tekee se, että vuodesta 2014 lähtien Venäjän keskuspankki EKP:n ja Yhdysvaltain keskuspankin ohella noudattaa inflaatiotavoitetta ja Kiinan keskuspankki näitä vastoin edelleen pyrkii puolustamaan liikkeeseen laskemansa valuutan arvoa.

Viktorov & Abramov (2019) arvioivat Venäjän keskuspankin vahvojen ulkomaisten reservien vaikutusta liikkumatilaan tutkimuksessaan ” The 2014–15 Financial Crisis in Russia and the Foundations of Weak Monetary Power Autonomy in the International Political Economy”. Heidän tuloksensa mukaan kehittyvissä talouksissa, joihin Venäjäkin kuuluu, suuret kansainväliset reservit eivät välttämättä suojaa taloutta tai kotimaisen valuutan arvoa nopeiden ulkoisten shokkien vaikutukselta. Tutkimuksen mukaan tämä johtuu ensisijaisesti heikosta rahapolitiikan autonomiasta. Toisaalta heidän käyttämänsä aineisto Venäjän osalta on pääosin vuosilta 2014–2015, jonka jälkeen Venäjällä keskuspankin riippumattomuutta ja rahapolitiikan itsenäisyyttä on julkisesti pyritty vahvasti lisäämään.



Kuvio 5. Kotimainen bruttokansantuote verrattuna keskuspankin taseeseen.

Keskuspankkien taseen suuruutta kotivaluutassa verrattaessa kotivaluuttamääräiseen bruttokansantuotteeseen Venäjän keskuspankki ei puolestaan merkittävästi eroa vastinpareistaan. Vertailujaksolla vuosien 2011–2019 välisenä aikana vaikuttaa, että

Kiinan, Euroopan ja Venäjän keskuspankit pyrkivät pitämään normaaliaikoina vuotuisen kotimaisen bruttokansantuotteen n. 2–4 kertaa taseensa suuruisena. Huomionarvoista on, että EKP: n tase suhteessa kotimaiseen BKT: n paisui erityisen nopeasti vuosina 2014–2017 muun muassa määrällisen elvyttämisen vuoksi (Arce,, Nuño, Thaler & Thomas 2020). Poikkeuksellisesti on toiminut Yhdysvaltain keskuspankki, jossa bruttokansantuotteen arvo kotimaisessa valuutassa verrattuna keskuspankin taseeseen kasvoi vuodesta 2014 alkaen, ollen vuonna 2019 jopa viisinkertainen verrattuna keskuspankin vuoden 2019 lopun taseen suuruuteen, kuten edellä olevasta kuviosta havaitaan.

Titzck & Van den End (2021) kertovat artikkelissaan, että viime vuosina keskuspankkien taseet ovat nousseet huomattavasti aikaisempaa merkittävämpään rooliin rahapolitiikassa, koska keskeiset keskuspankit ovat siirtäneet rahapolitiikkansa painopistettä epätavanomaisiin rahapolitiikkatoimiin. Heidän mukaansa tekemällä epätavanomaisia rahapolitiikkatoimia, käyttää keskuspankki aktiivisesti tasetaan vaikuttaakseen rahoitusmarkkinoiden lopputulemiin, reaalityönteeseen, inflaatio-odotuksiin ja lopulta toteutuneeseen inflaatioon. Reisin (2017) mukaan epätavanomaisista rahapolitiikkatoimista tunnetuin, QE, eli määrällinen elvytys, englanniksi ”quantitative easing”, vaikuttaa finanssikriisin aikana voimakkaasti kahta kanavaa pitkin. Ensinnäkin keskuspankin taseen koostumus vaikuttaa suoraan julkisen velan koostumukseen, mikä puolestaan vaikuttaa inflaatioherkkyyteen valtion finanssipolitiikan suhteen. Näin ollen määrällinen elvytys mahdollistaa tehokkaamman julkisen finanssipolitiikan kriisin aikana.

Toinen määrällisen elvyttämisen vaikuttamismekanismi maksukyvyttömyyden uhan vähentäminen markkinoilla. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että keskuspankki ostaa markkinahäiriön aikana markkinoilta arvopapereita, mikä lisää arvopaperikaupan likviditeettiä. Likviditeetin lisääntyminen puolestaan lisää esim. valtionlainojen vakuusarvoa, koska määrällisestä elvytyksestä, eli keskuspankin ostoista johtuen niille ei tarvitse laskea erityistä likviditeettiriskiä huonon markkinatilanteenkaan aikana. Tämä

osaltaan lisää yksityisten toimijoiden keskinäistä luotonmyöntöhalukkuutta markkinoilla, kun käytettävissä olevia likvidejä vakuusvaihtoehtoja on enemmän saatavilla, mikä vähentää markkinoiden yleistä likviditeettiriskiä. (Reis 2017)

Markkinoiden yleiseen likviditeettiriskiin ja keskuspankin taseen käyttöön talouskriisin aikana liittyy myös keskuspankin toiminta viimekätisenä luotottajana, eli englanniksi "Lender of Last Resort" -roolissa. Keskuspankin toiminta viimekätisenä luotottajana tarkoittaa sitä, että se tarjoaa talouskriisin aikana luottoa suoraa yksittäisille pankeille välttääkseen likviditeettikriisin kärjistymistä. Vaikka keskuspankin toiminta viimekätisenä luotottajana rasittaa keskuspankin tasetta, ei tätä toimintaa aina kutsuta epätavanomaiseksi rahapolitiikkatoimeksi, koska keskuspankeilla on tällaisesta toiminnasta pitkä perinne, joka juontaa juurensa aina 1800-luvulle saakka (Bindseil 2014 s. 235). Joidenkin mielestä keskuspankkien toiminta viimekätisenä luotonantajana eroaa avomarkkinaoperaatioista siten, että viimekätisenä luotottajana keskuspankki ei toimi markkinoilla toimijana muiden joukossa, vaan tiiviissä yhteistyössä yksittäisen pankin kanssa. Viimekätisen luotottajan olemassaolo voi aiheuttaa pankkitoiminnassa moraalikatoa, mutta riski on hallittavissa (Repullo 2010 s. 270).

Bindseilin (2014 s. 236–240) mukaan keskuspankkien kannattaa toimia viimekätisinä luotottajina taloudellisesti epävarmoina aikoina kuudesta eri syystä. Ensinnäkin luotottamalla likviditeettiongelmaisia pankeja, vältetään likviditeettikriisin aiheuttamat potentiaaliset negatiiviset ulkoisvaikutukset, joita syntyy mm. pankkien ajautuessa omistuksiansa kiireelliseen pakkomyyntiin. Toinen syy on estää pankkien turhat konkurssit. Nopeasti muuttuvassa liiketoimintaympäristössä vakaakin pankki voi joutua kriisin kohdatessa nopeasti likviditeettikriisiin, josta se voi toipua nopeastikin oikeanlaisella reagoinnilla. Kolmanneksi keskuspankki ei voi oman valuuttansa suhteen ajautua maksukyvyttömäksi, mikä tarkoittaa sitä, että keskuspankin kannattaakin akuutin rahamarkkinakriisin aikana ottaa rahoituksensa vakuudeksi ja jopa hankkia omistukseensa epälikvideitä omaisuuseriä, koska niiden arvon palautuminen on todennäköistä rahoitusmarkkinoiden toipuessa finanssikriisistä.

Neljäs syy keskuspankeille toimia viimekätisinä luotottajina on se, että keskuspankin ollessa mahdotonta ajautua maksukyvyttömyyteen, voi se lisätä merkittävästi luottamusta markkinoille vaikeina aikoina. Pankkien välisten lainojen vakuuksia arvostetaan kriisin aikana korostetun paljon alaspäin mm. vastapuoliriskien takia, mutta keskuspankin toimiessa vastapuolena ei tällaisia vakuusarvon arvostusleikkauksia tarvitse tehdä, mikä tarkoittaa sitä, että keskuspankki vakauttaa markkinoita toimiessaan markkinoilla kriisin aikana. Viides syy keskuspankkien Lender of Last Resort -roolille on niiden ylivertainen tieto markkinatoimijoista. Keskuspankeilla on hallussaan pankeista tietoa, jota ei ole muilla markkinatoimijoilla, mikä johtaa siihen, että keskuspankin on mahdollista rahoittaa pankkeja myös silloin kun riskit markkinoilla ovat yleisesti kasvaneet, eikä rahoitusta järjesty luotettavan informaation puutteen vuoksi markkinaehtoisesti. Viimeinen syy keskuspankille toimia viimekätisenä luotottajana on se, että tällöin se pienentää kriisin aiheuttamia hyvinvointitappioita. Tutkimusten mukaan riski välttämätöntä suuremmille hyvinvointitappioille kasvaa, jos keskuspankki kieltäytyy kategorisesti luotottamasta likviditeettiongelmaisia pankkeja rahoitusmarkkinakriisin aikana. (Bindseil 2014 s. 236–240)

Keskuspankin avomarkkinaoperaatioilla, joihin määrällinen elvyttäminenkin lukeutuu, on viime kätisenä luotottajana toimimiseen verrattavan pituinen historia. Ensimmäisen kerran avomarkkinaoperaation toteutti Englannin pankki 1830-luvulla hankkiessaan taseeseensa rahoitusinstrumenttiomistuksia, vaikka terminä avomarkkinaoperaatio syntyi Yhdysvalloissa vasta lähes 100 vuotta myöhemmin (Bindseil 2014 . 84-85). Pitkästä avomarkkinaoperaatioiden ja siten keskuspankkien taseeseen kuuluvien rahoitusinstrumenttien historiasta huolimatta taloustieteessä ei oltu kattavasti käsitelty keskuspankkien taseiden tarkoituksenmukaista suuruutta ainakaan ennen vuosien 2008 - 2009 Finanssikriisiä (Curdia & Woodford 2011).

Venäjän keskuspankki käyttää avomarkkinaoperaatioidensa työkalunaan myös määräaikaistalletusten keräämistä ja laskee liikkeelle jopa omia velkakirjojaan

hillitäkseen inflaatiota. Lisäksi Venäjän keskuspankin avomarkkinaoperaatioiden työkaluihin kuuluvat myös takaisinostosopimusten huutokaupat ja aikaisemmin ns. lombard huutokaupat 1. helmikuuta 2014 alkaneeseen ja yhä jatkuvaan väliaikaiseen keskeytykseen asti (Lainela & Ponomarenko 2012 s. 14, 16, Bank of Russia 2021c).

Keskuspankkien taseiden kasvun alettua finanssikriisin johdosta, ensimmäisten joukossa julkisesti asiaan kiinnitti huomiota BIS :n toimitusjohtaja Jaime Caruana puheessaan konferenssissa "Central bank balance sheets in Asia and the Pacific: the policy challenges ahead" (2011). Hän painottaa, että keskuspankkien taseiden nopea kasvaminen kultakantaan kuulumattomissa talouksissa ei sinällään ole mitään ennen näkemätöntä, mutta aikaisemmilla kerroilla se on mm. perustunut kotimaisten valtion velkakirjojen ostoon ja johtanut rahan määrän lisääntyessä voimakkaaseen inflaation kasvuun. Toisaalta erityisesti aasialaiset keskuspankit vahvistivat taseitaan tarkoituksellisesti ulkomaanvaluuttamääräisillä omistuksilla Aasian vuosien 1997–1998 finanssikriisin jälkeen suojatakseen kansallista maksukykyään kansainvälisillä markkinoilla, eikä sillä ollut inflatorisia vaikutuksia. Merkittävä ero finanssikriisin jälkeisessä tilanteessa on se, että keskuspankit eivät ostaneet vain valtion velkakirjoja vaan määrällistä keventämistä tehtiin monipuolisesti läpi markkinan.

Fergusonin, Schaabin & Schularickin (2014) löydöksen mukaan keskuspankin taseen kasvamisella on historiallisesti ollut kehittyneissä talouksissa parhaimmillaankin vain löyhä yhteys toteutuneeseen inflaatioon. Lisäksi yhteys on yhä heikentynyt merkittävästi 1980-luvulta alkaen. Toisaalta kehittyneiden talouksien keskuspankkien taseiden kasvut ovatkin historiallisesti liittyneet erityisiin kriiseihin, kuten esim. Toiseen Maailmansotaan, jolloin rahan kiertonopeus ja taloudellinen toimeliaisuus on romahtanut, toisin kuin keskuspankin kasvattaessa tasettaan keskipitkällä aikavälillä akuutin kriisin jo väistyttyä ja taloudellisen toimeliaisuuden toivuttua. Merkittävä huomio on, että keskuspankkien taseilla ei ole taipumusta nimellisesti pienentyä, vaan taseen koko suhteessa bruttokansantuotteeseen on pienentynyt talouden elpymisen ja siten bruttokansantuotteen nimellisen kasvun myötä.

Caruana (2011) tunnistaa keskuspankkien taseiden kasvamisessa neljä erityisen merkittävää riskiä. Ilmeisin riskeistä on inflaatoriski, jota on aikaisemminkin havaittu keskuspankkien taseiden nopean kasvamisen yhteydessä. Keskuspankkien taseiden kasvattamiseen liittyy myös riskejä rahoitusmarkkinoiden vakauden suhteen. Hän perustelee riskin sillä, että keskuspankin osto-ohjelman painaessa helposti saatavilla olevien arvopapereiden hintoja alas, tulee taloudellisille toimijoille tarve löytää riskisempiä ja siten tuottavampia sijoituskohteita. Keskuspankin pääasiallisesti hankkiessa taseeseensa ns. "laiskan rahan" omistuksia, voi olla, että nopeisiin ostopäätöksiin tottuneet toimijat eivät osaa arvostaa vaihtoehtoisten instrumenttien riskejä oikein, mikä voi lisätä riskisyyttä systeemitasolla. Lisäksi keskuspankkien ostot vääristävät rahoitusmarkkinoita. Keskuspankkien vaikuttaessa arvopapereiden markkinahintoihin, syntyy pääomien ohjautuessa uudestaan pääomavirtoja, joita ei muuten syntyisi. Näiden muutosten kokonaisvaikutuksista ei ole riittävästi tietoa. Erityisesti pitää kiinnittää huomiota syrjäytysvaikutuksiin, jotka syntyvät keskuspankin ollessa aktiivinen markkinatoimija. Neljäs merkittävä riski on julkisen velan ostamisen ristiriita. Määrällinen elvyttäminen painaa julkisen velan korot mataliksi ja siten kannustaa julkista sektoria lainaamaan. Määrällisen elvyttämisen lopettamisesta tulee kuitenkin vaikeaa, jos julkinen velka on määrältään suuri, jolloin nousevat korkokustannukset vaikuttavat kipeästi julkisen sektorin budjetteihin.

Bryane Michael (2020) käsittelee keskuspankkien taseiden kasvun vaikutusta investointeihin artikkelissaan "Understanding the effects of growing centralbank balance sheets on investment". Hänenkin mukaansa keskuspankkien taseiden kasvu johtuu epätavanomaisten rahapolitiikkavälineiden käytön lisääntymisestä vuosien 2008–2009 finanssikriisin jälkeen. Michael painottaa, että erityisesti on huomioitava se, että määrällinen elvyttäminen ei ole edellisen kymmenen vuoden aikana kohdistunut vain valtioiden velkakirjoihin tai muihin yleisesti turvasatamina pidettyihin arvopapereihin vaan myös mm. yksityisten osakkeiden osakkeisiin, yksityisten yritysten velkakirjoihin ja jopa arvopaperistettuihin asuntolainaportfolioihin. Michaelin mukaan

epätavanomaisten rahapolitiikkavälineiden puolustajat perustelevat tätä yritysten investointialttiuden ja -mahdollisuuksien lisääntymisellä. Michael tunnustaa artikkelissaan yhteyden keskuspankin osto-ohjelmien lyhytaikaisen yhteyden tuotannon lisääntymiseen, mutta kertoo kausaliteetin olevan kiistanalainen.

Samankaltaisen huolen markkinamekanismiin kohdistuvista haittavaikutuksista tunnistaa Loganin ja Bindseilin johtama tutkijarymä (Bank for international Settlements 2019). Heidän mukaansa keskuspankin osto-ohjelmat ovat olleet välillä lyhytaikaisesti mittaluokaltaan niin suuria, että tietynlaisissa arvopapereissa ei ole jäänyt yksityisille markkinatoimijoille riittävästi ostettavaa. Toisaalta suunnattomasti lisääntynyt likviditeetti on vähentänyt tarvetta pankkien keskinäiselle luotonmyönnölle. Furfinen (2011 s. 185) mukaan markkinasäätelijä voi ennakoida pankkikohtaisia riskejä tarkastelemalla pankkien välistä luotonmyöntöä ja erityisesti sen hinnoittelua. Pankkien välisen luotonmyönnön vähentyminen voi haitata näin ollen tarvetta pankkien keskinäiselle monitoroinnille, mikä voi nostaa systeemitason riskisyyttä.

Tutkimus keskuspankkien paisuneiden taseiden vaikutuksista ja niiden optimaalisista koista normaaliaikoina on verrattain tuoretta. Yhdysvaltain keskuspankin Fed :n tase esim. nelinkertaistui nimellisesti kymmenessä vuodessa vuodesta 2007 lähtien. Fed :issä keskustelu keskuspankin tarkoituksenmukaisesta taseen suuruudesta alkoi todenteolla vuonna 2016 (Bernanke 2016). Goodhart (2017) puolestaan toteaa artikkelissaan ”A Central Bank’s Optimal Balance Sheet Size?”, että keskuspankin taseen optimaalista kokoa määrittävistä periaatteista ei ole tiedeyhteisössä edes käyty erityisen paljon keskustelua. Hän listaa suuremman taseen hyödyksi erityisesti sen, että keskuspankkiostojen avulla korkokäyrää on mahdollista säätää keskuspankin mandaatin kannalta optimaalisemmaksi. Lisäksi keskuspankki pystyy kasvattamaan yhteiskunnan kokonaistuottojen määrää yksinkertaisesti pitämällä suurempaa tasetta, jolloin syyt suuremman taseen ylläpitoon ovat merkittävämpiä kuin taseen rajoittamista puoltavat perustelut.

Taseiden kasvamiseen liittyy kuitenkin myös haittapuolia. Keskuspankin vakautuspolitiikassa perinteiset toimet ovat markkinatoimijoiden kesken neutraaleja, kun taas tasetta hyödyntävät epätavanomaiset toimet luovat markkinoille vääristymiä. Taseen ja esim. ohjauskorkotoimien välillä keskuspankki joutuukin tekemään valintoja vakautuspolitiikan tehokkuuden ja markkinaneutraalisuuden välillä (Blot, Creel & Hubert 2017). Merkittävin keskuspankin taseen paisumisen haittapuoli on keskuspankin taseen kasvanut riskisyys. Perustellusti voidaan väittää, että keskuspankin pääasiallinen tarkoitus ei ole hankkia omistuksiinsa suuria määriä riskisiä arvopapereita ja kantaa korkoriskin ohella vielä merkittäviä määriä vastapuoliriskejä yleisten markkinariskien lisäksi. Toinen haittapuoli suuressa taseessa on se, että määrällinen elvytys on luonut markkinoille niin paljon likviditeettiä, että likviditeettipreemio arvopapereissa on pienentynyt oleellisesti. Tällaisen mekanismin hälveneminen on markkinoille haitallista, koska se vaikuttaa negatiivisesti luonnolliseen markkinamekanismiin. Lisäksi itsenäistä rahapolitiikka harjoittavien keskuspankkien mandaattiin ei perinteisesti ja pääasiallisesti kuulu fiskaalielvytys, vaan sen pitäisi kuulua esim. valtionvarainministeriön ohjaukseen. (Goodhart 2017)

Yksiselitteistä vastausta siihen, että minkälainen keskuspankin taseen tulisi olla suhdannepolitiikan, luottamuksen tai vakauden edistämiseksi ei ole olemassa. Tutkimusta keskuspankin taseen rakenteen ja kriisikestävyyden yhteydestä ei ole tehty. Intuitiivisesti voidaan todeta, että suhteessa suuret ulkomaanomistukset antavat keskuspankille liikkumatilaa kriisin uhatessa, jos esimerkiksi kriisin yhteydessä keskuspankki päättää tukea liikkeelle laskemaansa valuuttaa. Toisaalta keskuspankki, joka pyrkii ohjaamaan liikkeelle laskemansa valuutan valuuttakurssia, voi yhtenä valuuttakurssin ohjauksen keinona painaa omaa valuuttaansa ja käyttää sen hankkiakseen ulkomaisia omistuksia, kuten Kiinan keskuspankki on yhdessä Kiinan valtion kanssa tehnyt. Tällöin valuuttakurssia voidaan ohjata alaspäin hankkimalla ulkomaisia omistuksia ja tarpeen tullen tukea kotimaisen valuutan arvoa myyneillä, kun liikkumavaraa on aikaisemmin riittävästi hankittu. (Neely 2017)

Mielenkiintoista on, että vaikka Venäjän keskuspankki siirtyi vuonna 2014 kelluvan valuuttakurssin järjestelmään, vastoin IMF :n suosituksia se ei kuitenkaan vähentänyt reservivarantojaan tai ulkomaisia omistuksiaan. Kelluvien valuuttakurssien järjestelmään siirtymisen jälkeen Venäjän keskuspankki on vain yhä lisännyt ulkomaisia omistuksiaan ja kultavarantojaan. Keskuspankin taseen suuruuden osalta Venäjän keskuspankki ei eroa vastinpareistaan. Venäjän talous eroaa merkittävästi muista talouksista siten, että sen vienti perustuu pääasiassa raaka-aineisiin ja raaka-aineiden hinnat heijastuvat vahvasti Venäjän ruplan vaihtokurssiin. Lisäksi maailmassa on mm. ilmastonmuutoksen hillinnän vuoksi kasvava megatrendi uusiutumattomien energianlähteiden korvaamisen suhteen, mikä voi merkittävästi vähentää Venäjän vientituloja pitkällä aikavälillä. Vaikuttaakin siltä, että Venäjän keskuspankki on vallitsevasta politiikastaan huolimatta varautunut vaikuttamaan ruplan valuuttakurssiin taloudellisen tilanteen niin edellyttäessä.

Keskuspankit eivät kuitenkaan toimi tyhjiössä, vaan niiden ratkaisuihin vaikuttavat aina myös valtion ratkaisut. Krimin miehityksen aiheuttamasta shokista opimme, että valtion tekemillä ratkaisuilla voi olla vaikutusta taloudellisiin shokkeihin, joihin keskuspankki joutuu varautumaan ja reagoimaan. Valtiot eivät voi luottaa sokeasti keskuspankkien kykyyn torjua negatiivisia taloudellisia shokkeja, vaan myös valtioiden pitää pyrkiä monipuolistamaan ja vahvistamaan taloutta. Keskuspankin taseiden ohella myös julkisen velan suhteellisella määrällä on merkitystä talouden kykyyn vastata kriiseihin. Venäjällä on kansainvälisesti vertaillen ollut vähän ulkomaista velkaa. Erityisen hyvä asia tämä oli Krimin valtauksen yhteydessä, kun Venäjän oman valuutan arvo romahti ja kansainväliset pakotteet vaikeuttivat ulkomaisen lainarahan hankintaa. Venäjälle on lisäksi luotu mekanismeja, jotka vähentävät talouden riippuvuutta öljyn maailmanmarkkinahinnan muutoksista. Tällainen on esimerkiksi budjettisääntö, jonka mukaan öljyn maailmanmarkkinahinnan ylittäessä n. 40 dollaria tynnyriltä, täytyy varat tallettaa kansalliseen hyvinvointivarastoon, sen sijaan että varat käytettäisiin välittömästi valtion ylimääräisenä tulona (BOFIT 2018).

4.2 Venäjän keskuspankin toimet 2014 kriisissä

Keskuspankkien toiminta normaaleina aikoina on varsin näkymätöntä. Keskuspankit noudattavat mandaattiaan mm. maltillisen inflaation ylläpitämisestä, mikä on perinteisesti onnistunut hyvä aikoina perinteisiä menetelmiä käyttäen. Viime aikoina keskuspankit ovat toteuttaakseen mandaattiaan, joutuneet lisäämään uusia työkaluja välineistöön. Mielenkiintoisinta keskuspankkien vertailu on kuitenkin niiden kriisinaikaisten toimien valossa. Erityisen mielenkiintoista on tarkastella Venäjän keskuspankin toimintaa vuonna 2014 alkaneen Venäjän finanssikriisin yhteydessä, koska tällöin markkinoille yllätyksenä tullut Venäjän ja Ukrainan talouksien riskisyyden nopea kasvu aiheutti markkinoilla levottomuutta erityisesti vain Venäjällä ja Ukrainassa, ja sitä kautta niiden läheisissä kauppakumppaneissa. Solanko (2020) kuvailee Venäjän julkisten taloudellisten toimijoiden aikakautta vuosien 2012–2018 välillä ”Building Fortress Russia” -nimityksellä, minkä taustaa on mielenkiintoista tutkia, koska Venäjä tällä aikavälillä myös avasi talouttaan kansainväliselle kaupalle mm. liittymällä WTO :n jäseneksi elokuussa 2012. Talouden avaamiselle on kuitenkin tavoitteen mukainen peruste, koska mahdollisimman diversifioitunut talous kestää yksittäisiä taloudellisia shokkeja parhaiten. Toisaalta kansainvälisen kaupan lisääntymisen aiheuttama integraatio saattaa aiheuttaa riippuvuutta kauppakumppaneiden välille.

Venäjän keskuspankkikin luonnehtii vuotta 2014 toimintansa kannalta hankalaksi tasapainotteluksi eri tavoitteiden välillä (Bank of Russia 2015 s. 11). Venäjän vuonna 2014 alkanut finanssikriisi sai alkunsa, kun epävarmuus Venäjän taloudessa kasvoi räjähdysmäisesti maaliskuussa 2014 tapahtuneen Krimin miehityksen jälkeen. Kriisiä syvensi voimakkaasti öljyn maailmanmarkkinahinnan laskeminen samanaikaisesti erityisesti loppuvuodesta 2014 lähtien. Venäjän talouden kannalta negatiiviset tapahtumat osuivat erityisen huonoon ajankohtaan, koska Venäjän talouskasvu hidastui näistä riippumattomista syistä jo loppuvuoden 2013 aikana (Valtionvarainministeriö 2015). Mielenkiintoista on huomata, että venäläiset sijoittajat alkoivat lisääntyvissä määrin investoimaan ulkomaille jo vuoden 2013 aikana, mikä käänsi kotimaisen investointien kasvun negatiiviseksi jo ennen Krimin operaatiota (Solanko 2020).

Cosgrove (2020) käy kattavasti läpi Krimin valtauksen kronologisessa järjestyksessä teoksessaan ”The Russian invasion of the Crimean peninsula 2014–2015 – A post-Cold War Nuclear Crisis Case Study”. Hänen mukaansa tapahtumat ymmärtääkseen on tärkeä tuntea Venäjän ja Ukrainan historiallisia yhteyksiä ja Krimin strategista merkitystä Venäjän Mustanmeren laivastolle aina niemimaan vuoden 1774 ensimmäisestä valloituksesta lähtien. Lisäksi miehitystä tarkasteltaessa on hyvä muistaa, että Krimin kysymys ei ollut tuore vuonna 2014 vaan ongelmaksi se oli nostettu jo vuonna 1992 Ukrainan itsenäistyttyä Neuvostoliitosta mukanaan pääosin venäjänkielinen Krimin niemimaa, joka oli Ukrainan Neuvostotasavallalle vuonna 1954 lahjoitettu Venäjän Neuvostotasavallalta. Tapahtuman taustaksi on tärkeää muistaa myös se, että Neuvostoliiton hajottua, Venäjän haltuun siirtynyt Mustanmeren laivasto jäi hyödyntämään Sevastopolin sotilastukikohtaa, joka vuokrattiin Venäjälle aluksi vuoteen 2017 ja myöhemmin Janukovichin valtaan noustua vuoteen 2042, asti.

Krimin valtauksen johtanut tapahtumasarja sai alkunsa, kun Ukrainan poliittinen johto venäjämielisen Janukovichin johdolla ilmoitti marraskuussa 2013, että se vetäytyy Euroopan Unionin ja Ukrainan välille kaavailusta assosiaatiosopimuksesta, mikä johti EU-myönteisten ukrainalaisten Euromaidan protestien eskaloitumiseen. Protestien voimistuessa erityisesti venäjänkielisten kannattama Janukovich joutui helmikuussa 2014 pakenemaan Venäjälle ja erotettiin virastaan 22.2.2014. Samana päivänä, sekavan poliittisen tilanteen turvin, ensimmäiset Venäjän valtion erikoisjoukot saapuvat Krimille ottamaan hallintaansa strategisia kohteita, mikä johti pian koko niemimaan miehitykseen muutamia poikkeuksia lukuun ottamatta. 1.3.2014 Venäjän duuma antoi hyväksyntänsä armeijan käytölle miehitysoperaatiossa. Tilanteen jatkuessa Yhdysvallat asetti ensimmäiset tapahtumiin liittyvät pakotteet Venäjälle 6.3.2014. Jo maaliskuun 16. päivänä yksipuolisesti Venäjän tuella Ukrainasta aikaisemmin irtaantuneella Venäjän yhä miehittämällä Krimillä järjestettiin kansainvälisen oikeuden kannalta laitton kansanäänestys Venäjään liittymisestä, jonka tulokseksi ilmoitettiin enemmistön tahto liittymisen puolesta. Maaliskuun 18. päivänä 2014 Venäjän ja Krimin venäjämieliset

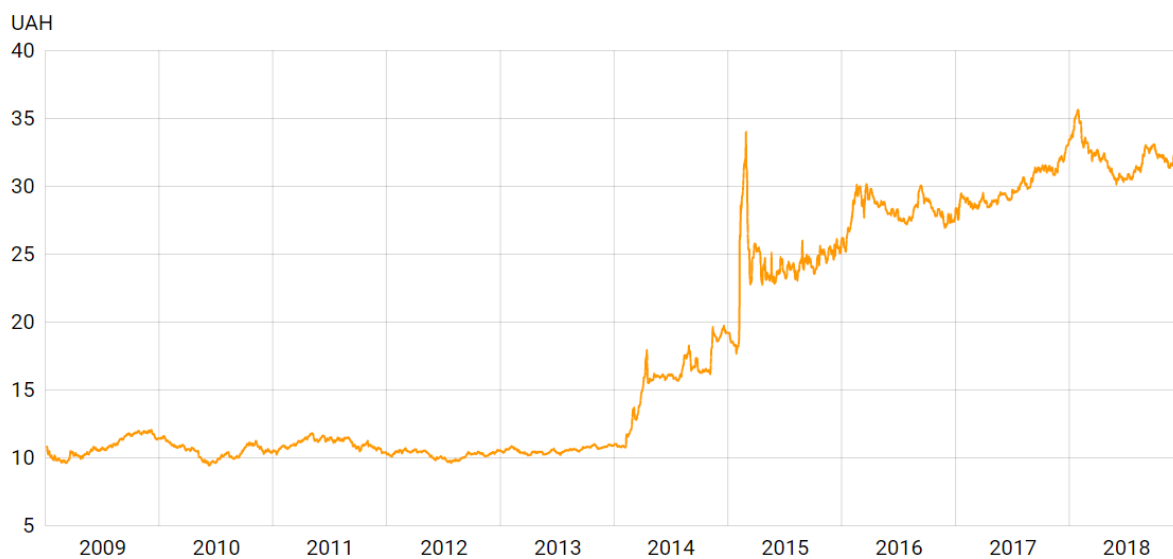
edustajat allekirjoittivat jo yhdistymissopimuksen, jonka seurauksena Krim liitettiin Venäjän Federaatioon maaliskuun 21. päivänä. Venäjään liittymisen seurauksena viimeiset Ukrainan valtion joukot poistuivat Krimin niemimaalta taisteluista 31.3.2014, koska Ukrainalla ei sekavassa tilanteessa ollut kykyä vastata valtauksen sotilaallisesti ja Ukraina halusi välttää konfliktin lisäeskaloitumisen. (Cosgrove 2020 s. 15)

Tapahtumat vaikuttivat Venäjän ja Ukrainan talouksiin välittömästi epävarmuuden lisääntyessä. Lisääntyneiden riskien kasvattamien ulkomaille suuntautuvien pääomavirtojen vuoksi esim. Standard & Poor's alensi 25.4.2014 Venäjän valtion valuuttamääräisen velan luokituksen alimpaan investointiluokkaan, eli BBB- :n (BOFIT 2015). Välittömästi tapahtumien aikana Venäjän rupla menetti arvostaan joitakin prosentteja ja vakiintui suhteessa euroon n. 45 :n ruplan tasolta lyhytaikaisesti n. 50 ruplan tasolle (kuvio 6) keskuspankin kurssipuolustuksesta huolimatta. Ukrainan hryvnian arvo heikkeni tapahtumien akuutissa vaiheessa suhteellisesti huomattavasti enemmän (Kuvio 7). Euron arvo hryvnioissa nousi nopeasti kymmenestä viiteentoista, mikä kuvastaa hyvin taloudellista paniikkia, joka Ukrainassa syntyi taloudellisten toimijoiden pelätessä Ukrainan talouden ja valuutan romahtamista. Huomionarvoista on, että alkuvuodesta 2014 Venäjän keskuspankki ei vielä noudattanut inflaatiotavoitetta vaan siirtyi noudattamaan sitä vasta marraskuussa 2014 (Bank of Russia 2021d). Siirtymä inflaatiotavoitteeseen ei ollut spontaani, vaan sitä oli suunniteltu huolellisesti pitkän aikaa (Solanko 2020, Bank for International Settlements 2013). Sitä vastoin Ukrainan keskuspankki siirtyi juuri helmikuussa 2014 määrätystä vaihtokurssista ohjattuun kelluvaan valuuttakurssiin, jossa keskuspankin tehtäväksi jäi pehmentää kurssiliikkeitä kuitenkin tekemättä varsinaista valuuttakurssiohjausta (Holub & Hlushchenko 2017). OSW :n (2015) mukaan kriisi eskaloitui Venäjällä erityisen pahana, koska taloudessa oli korjaamattomia rakenteellisia ongelmia, jotka tulivat voimakkaasti esille samalla muiden ongelmien eskaloituessa.



Kuvio 6. Venäjän ruplan vaihtokurssi euroina vuosina 2009–2018

Official hryvnya exchange rates



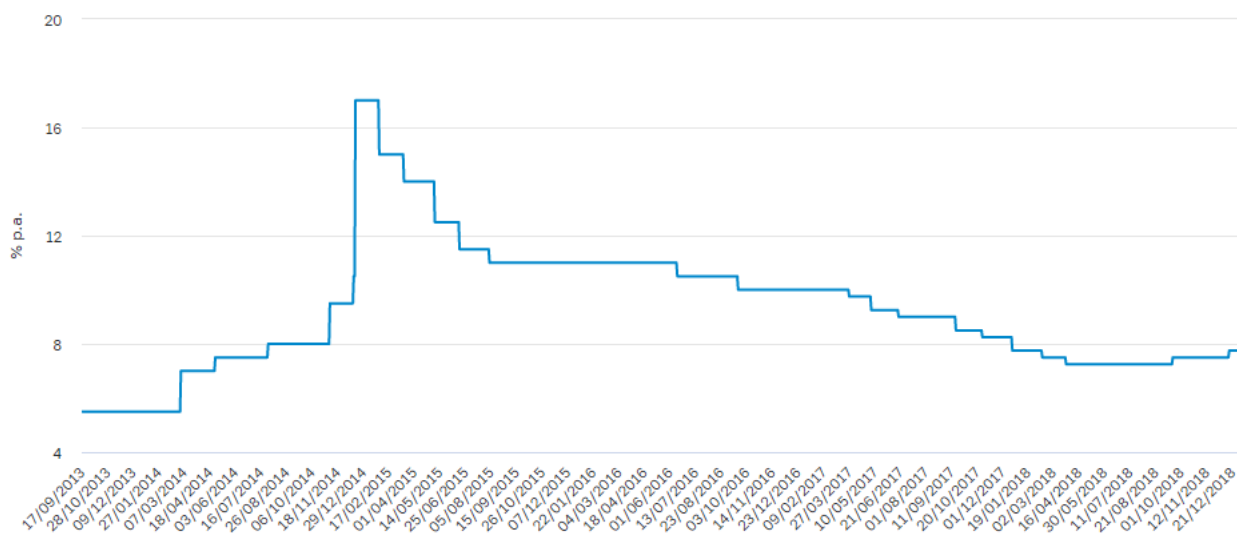
Kuvio 7. Ukrainan Hryvnian vaihtokurssi euroina vuosina 2009–2018

Valuuttakurssien lisäksi pörssinoteeratut arvopaperiomistukset Ukrainassa ja Venäjällä menettivät arvoaan. Ensimmäisenä pörssipäivänä 3.3.2014 Venäjän duuman sallittua sotilaallisen voimankäytön, Moskovan pörssin keskeiset indeksit menettivät arvostaan 10–12 prosenttia (Reuters 2014). Ukrainassa pörssilistatut arvopaperit reagoivat tilanteeseen negatiivisesti pitemmällä aikavälillä (Kmin 2015). Venäjän kohdalla vahvin

vaikutus oli lisääntyneellä epävarmuudella ja kansainvälisen yhteisön pakotteiden lisääntymisen uhalla, mikä pudotti monien mielestä venäläiset sijoituskohteet riski-tuottosuhteen tehokkaalta rintamalta.

Venäjän keskuspankki joutui reagoimaan muuttuneeseen toimintaympäristöön. Keskuspankin ohjauskorko oli säilynyt samassa 5,5 prosentissa huomattavan pitkän aikaa, mutta 3.3.2014 keskuspankki ilmoitti nostavansa ohjauskoron kerralla seitsemään prosenttiin (Bank of Russia 2021e). Nopealla toimellaan keskuspankki pyrki hillitsemään räjähtäneitä ulkomaille suuntautuvia pääomavirtoja. Korkeammalla korkotasolla keskuspankki pyrki tarjoamaan ruplamääräisille rahamarkkinasijoituksille parempaa tuottoa ja samalla hillitsemään inflaatiota. Maaliskuun ohjauskoron nosto ei kuitenkaan jäänyt Venäjän keskuspankin ainoaksi koronnostoksi, vaan keskuspankki joutui korottamaan ohjauskorkoaan vielä useaan kertaan (Kuvio 8).

Key rate



Kuvio 8. Venäjän keskuspankin ohjauskorko 9/2013–12/2018

Alkuvuoden 2014 aikana pääomapako Venäjältä johtui pääasiassa taloudellisesta epävarmuudesta ja kansainvälisten pakotteiden asettamisesta ja niiden lisääntymisen pelosta. Erityisesti pääomavirtoihin vaikuttivat kansainväliset pakotteet, jotka kielsivät länsimaisia instituutioita rahoittamasta monia venäläisiä yrityksiä pitkillä

luottosopimuksilla, mikä aiheutti ongelmia erityisesti venäläisille yhtiöille aikaisemmin myönnettyjen luottojen erääntyessä (Korhonen, Simola & Solanko 2018). Muita Euroopan Unionin ja Yhdysvaltain asettamia pakotteita, joita oli vuoteen 2019 mennessä asetettu olivat Krimin valtauksen ja Itä-Ukrainan sotaan liittyvien henkilöiden ja yhteisöjen varojen jäädytykset, matkustuskiellot, tietynlaisien teknologioiden vientikiellot ja kielto sotatarvikekaupankäynnistä venäläisten kanssa (Korhonen 2019). Venäjän taloudellinen tilanne ei muuttunut vaikeaksi vielä pakotteiden käyttöönoton vuoksi, vaan vasta öljyn hinnan alettua nopeasti laskemaan loppuvuodesta 2014. Citibank (2015) arvioikin, että lopulta vuoden 2014 Venäjän BKT: n laskusta 90 % selittyi öljyn maailmanmarkkinahinnanlaskulla ja pakotteiden vaikutuksen sisältyvän jäljelle jäävään kymmeneen prosenttiin.

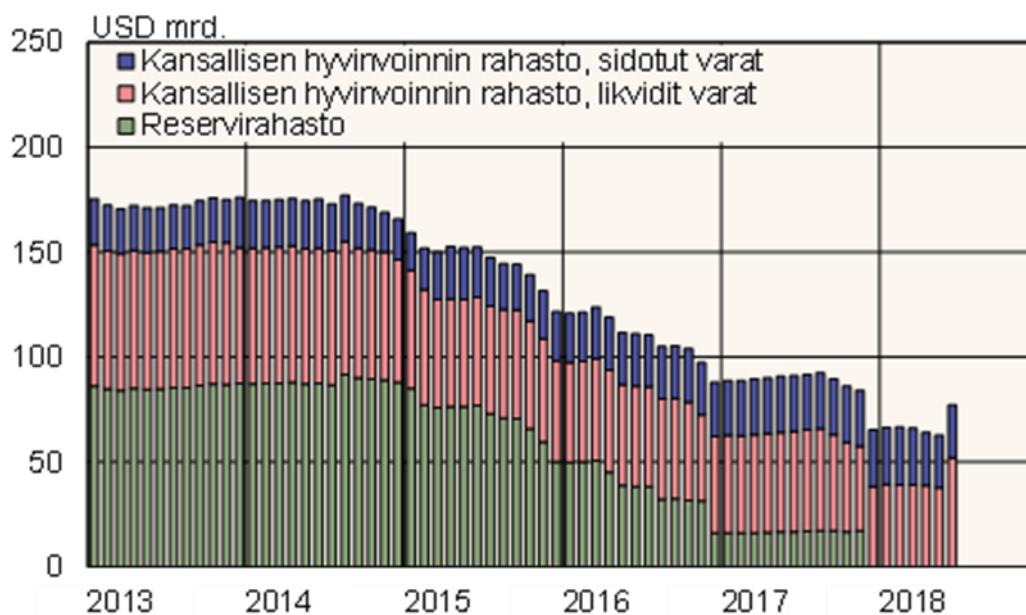


Kuvio 9. Brent öljyn hinta Yhdysvaltain dollareissa vuosina 1995–2021 (Trading Economics 2021)

Brent öljyn maailmanmarkkinahintaa ja Venäjän keskuspankin ohjauksen nostojen tapahtumahetkiä seuraamalla saadaan tukea Citibankin (2015) lopputulemalle. Markkinoiden pelot pakotteista realisoituivat jo maaliskuun 2014 aikana, kun Yhdysvallat alkoi asettamaan pakotteita kasvavissa määrin ja Euroopan Unionin yhtyessä niihin.

Venäjän ruplan arvo ei kuitenkaan osittain keskuspankin nopeiden toimien ansiosta romahtanut voimakkaasti vuoden 2014 ensimmäisen puoliskon aikana. Jyrkin romahdus arvossa tapahtui vasta, kun Venäjän tärkeimmän vientiartikkelin, eli öljyn hinta laski nopeasti maailmanmarkkinoilla vuoden 2014 syyskuusta lähtien (Kuvio 9), samalla kun Venäjän keskuspankki ilmoitti luopuvansa Venäjän ruplan arvoa säätelevästä keskuspankkipolitiikastaan.

Blokhina ym. (2016) löydöksen mukaisesti vasta öljyn maailmanmarkkinahinnan merkittäväällä laskulla oli suuri vaikutus Venäjän ruplan arvoon. Samanlaiseen lopputulemaan päätyy myös Urbanovsky (2015), jonka mukaan Venäjän vuoden 2014 finanssikriisin perimmäinen syy ei ollut pakotteissa vaan erityisesti öljyn maailmanmarkkinahinnan nopeassa romahtamisessa. Lisäksi huomionarvoista on, että Venäjän BKT:n kasvuvauhti muuttui negatiiviseksi vasta, kun öljyn maailmanmarkkinahinta kääntyi voimakkaaseen laskuun. Öljyn maailmanmarkkinahinnan laskun aiheuttamaa shokkia lievensi se, että öljytuloja oli jo rahastoitu ns. pahan päivän varalle (Kuvio 10). Öljytuloista kerättyä kansallisen hyvinvoinnin rahastoa käytettiin shokin pehmentämiseen öljyn hinnan laskettua. Rahaston suuruus pieneni Venäjän 2014 alkaneesta finanssikriisistä aina vuoteen 2018 asti, jolloin öljyn hinta lähti jälleen nousuun (BOFIT 2018). IMF (2019) on arvioinut pakotteiden pienentäneen Venäjän bruttokansantuotteen kasvua vuosina 2014–2018 vuosittain 0,2 prosenttiyksikön verran. Näin ollen öljyn maailmanmarkkinahinnan muutoksella oli huomattavasti suurempi vaikutus talouteen, kuin kansainvälisillä pakotteilla.

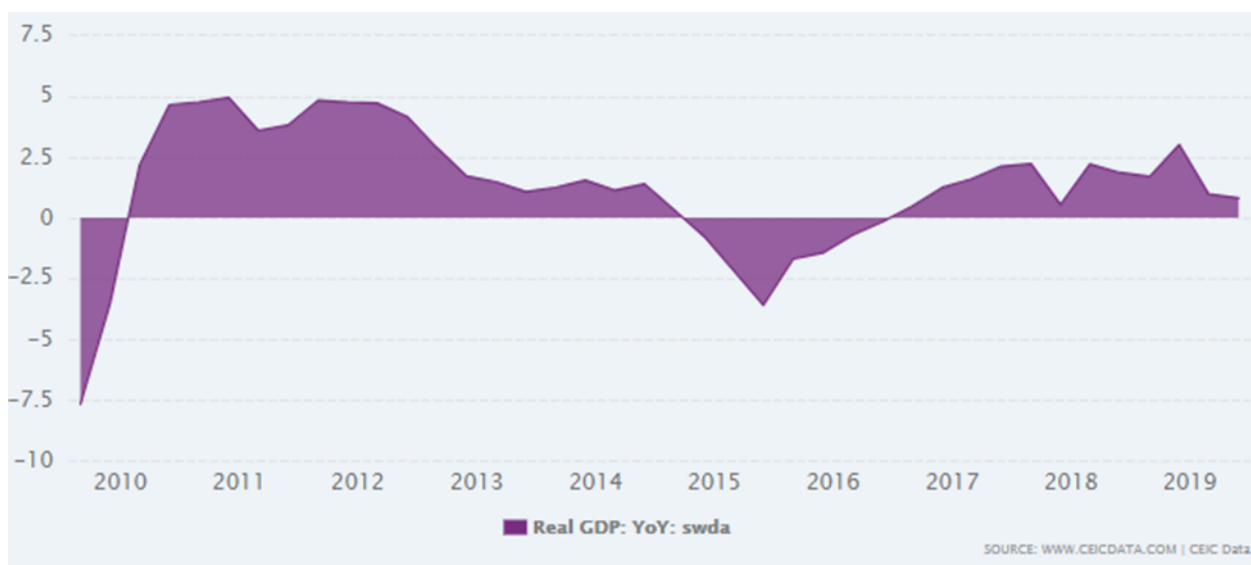


Kuvio 10. Venäjän öljyrahaston suuruus

Pakotteiden merkitystä Venäjän taloudelle ovat tutkineet myös Davydov, Sihvonen & Solanko (2021). Heidän mukaansa pakotteet ovat olleet niin kapea-alaisia, että niiden suora vaikutus on jäänyt makrotasolla pieneksi. Yrityskohtaisesti pakotteilla on ollut suuria vaikutuksia. Suurin osa pakotteiden negatiivisista makrovaikutuksista on syntynyt niiden aiheuttamien negatiivisten sentimenttien kautta. Vaikka pakotteet eivät olekaan vaikuttaneet suoraan suurimman osan yritysten liiketoimintaan, nähdään liiketoimintasuhteiden luominen Venäjälle liian riskialttiina, koska pakotteiden nähdään luovan laaja-alaisesti epävarmuutta Venäjän markkina-alueella.

Samat tekijät, jotka painoivat Venäjän ruplan arvoa, ajoivat myös Venäjän bruttokansantuotteen alentumista. Pääosin öljyn hinnan laskusta johtuen Venäjän vientitulot vuoden 2015 ensimmäisellä neljänneksellä olivat viidesosan pienemmät kuin vuotta aiemmin (Fungáčová, Korhonen, I., Korhonen, V., Simola & Solanko 2015). Venäjän talous kuitenkin sopeutui nopeasti vähentyneeseen vientiin ja viennin nopeasta hiipumisesta huolimatta Venäjän vaihtotase säilyi kokonaisuutena vuonna 2014 ylijäämäisenä. Tuonnin vähentymistä edesauttoivat ruplan halventumisen ohella Venäjän asettamat omat vastapakotteet, joiden perusteella Venäjä asetti tuontikieltoja

ulkomaalaisille elintarvikkeille (Valtionvarainministeriö 2015). Merkittävin tekijä Korhosen ym. (2015) mukaan ruplan arvon heikkenemisessä loppuvuonna 2014 oli kuitenkin yksityisten pääomavirtojen lisääntyminen Venäjältä ulkomaille. Heidän mukaansa nettomääräisesti pääomaa virtasi Venäjältä ulos vuoden 2014 aikana määrä, joka vastaa kahdeksaa prosenttia BKT :sta. Solanko (2020) muistuttaa, että ruplan halpeneminen oli myös helpotus joillekin toimialoille. Tämä johtuu siitä, että halvemman kotimaisen valuutan ansiosta moni venäläinen tuote tuli hintalaatusuhteeltaan kilpailukykyiseksi kansainvälisillä markkinoilla. Lisäksi kotimarkkinoilla kotimaiset tuotteet halpenivat merkittävästi verrattuna tuontiin, mikä lisäsi kotimaisten tuotteiden menekkiä.



Kuvio 11. Venäjän BKT :n kasvuvauhti vuoden takaiseen verrattuna kvartaaleittain

Venäjän keskuspankki ja valtio joutuivat loppuvuodesta 2014 jälleen reagoimaan merkittävästi heikentyneeseen taloustilanteeseen. Keskuspankki oli jatkanut maltillisia ohjauskoron nostoja hillitäkseen inflaatiota ja pääomapakoa nostaen ohjauskoron 28.4.2014 seitsemään ja puoleen prosenttiin, 28.7.2017 kahdeksaan prosenttiin, 5.11.2014 9,5 :n prosenttiin ja lopulta 12.12.2014 ensin 10,5 :n ja sitten 16.12.2014 17 % :n. Teoreettinen tausta nostojen syyllä selittyy korkopariteetilla (ks. Krugman ym. 2018 s. 396 – 397), eli keskuspankin tavoitteena oli tehdä huimien inflaatio-odotusten aikana ruplamääräisestä lainoittamisesta houkuttelevaa verrattuna muihin valuuttoihin,

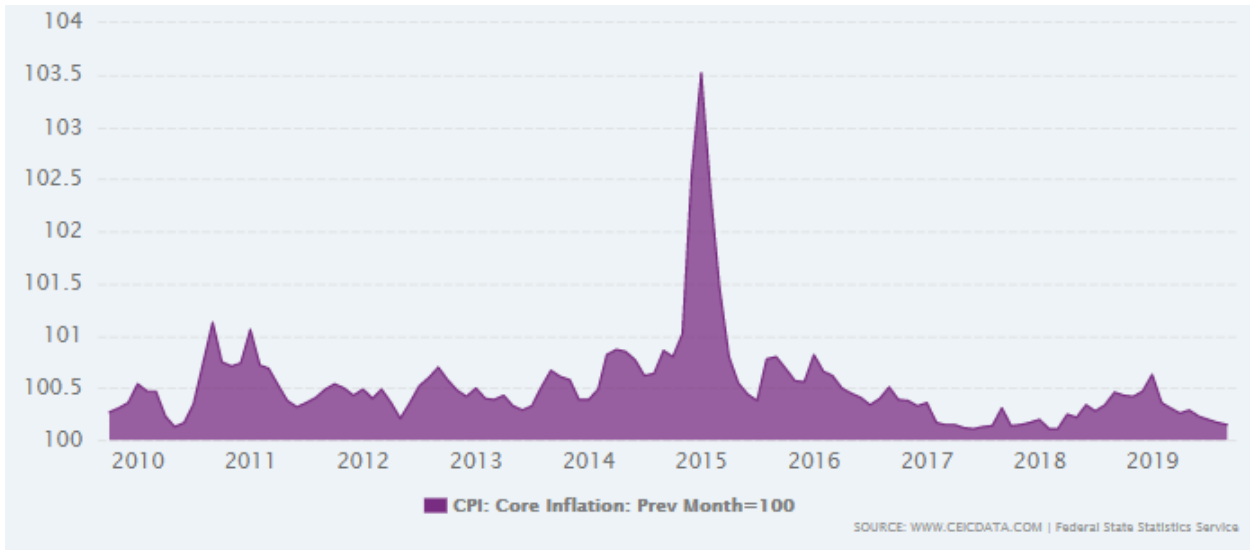
minkä tarkoituksena on vaikuttaa pääomavirtoihin ja inflaatio-odotuksiin alenevasti. Nostot olivat välttämättömiä, koska kuukausittain laskettu pohjainflaatio nousi pahimmillaan vuoden 2014 joulukuussa Venäjällä 3,5 % :n edelliseen kuukauteen verrattuna (Kuvio 13), jota voidaan pitää jo kestäättömänä inflaatiotasona. Ohjauksen nosto muiden toimenpiteiden ohella toimi ja inflaatiota saatiin taltutettua, mikä mahdollisti ohjauksen alentamisen 15 prosenttiin jo helmikuun alussa 2015. (Bank of Russia 2021e)



Kuvio 12. Öljyn ja ruplan arvon muutosnopeuden muutos kuukausittain

Kaaviosta nähdään, että öljyn maailmanmarkkinahinnalla ja Venäjän Ruplan arvolla oli erityisen kiinteä yhteys marraskuun 2013 ja tammikuun 2016 välisenä aikana. Kaaviossa on laskettu Brent-öljyn maailmanmarkkinahinnan ja Venäjän ruplan arvonkehityksen muutosvauhti, eli derivaatta kuukausittain em. aikavälillä. Käyrät näyttävät seuraavan toisiaan huomattavan tarkasti. Erityisen huomattavaa on ennen joulukuussa Venäjän keskuspankin tekemää historiallista koronnostoa edeltänyt öljyn hinnan ja siten Venäjän ruplan huomattavan jyrkästi kiihtyneet arvonmenetysnopeudet, jotka molemmat taittuivat lähes yhtaikaisesti tammikuussa 2015.

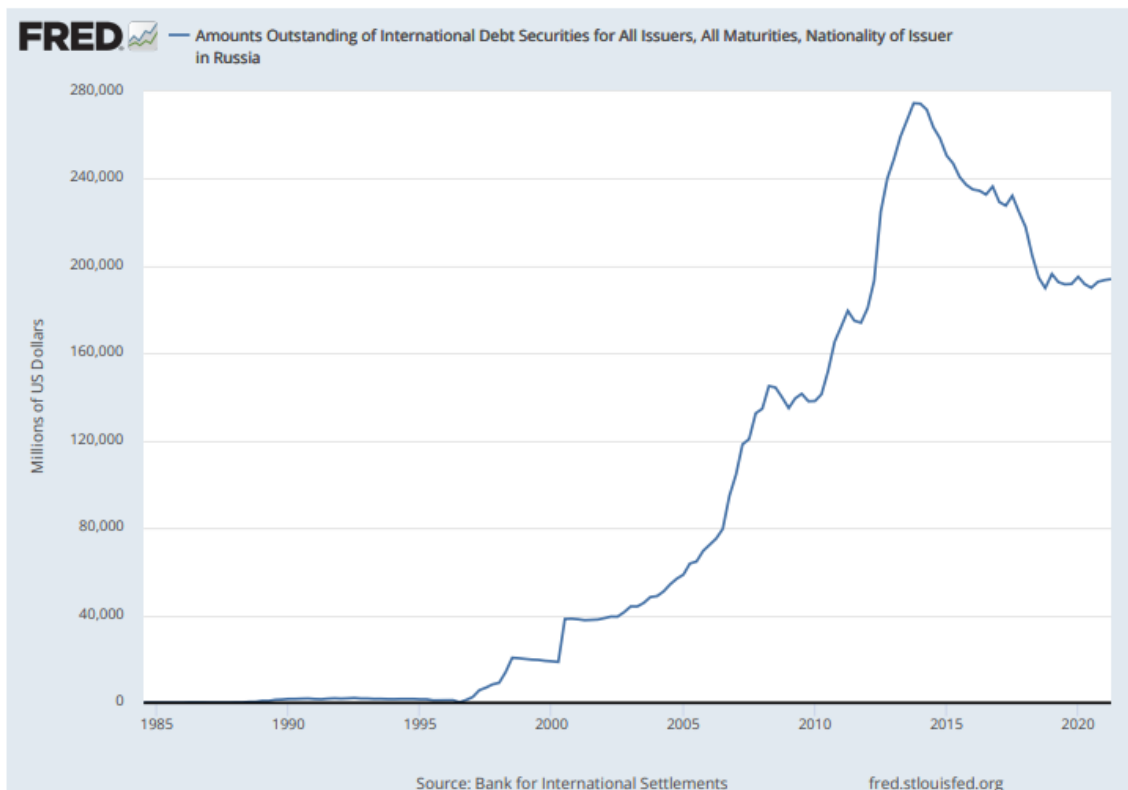
Loppuvuonna 2014 Venäjällä alkanut voimakas inflaatio johtui öljyn hinnan laskun aiheuttamasta ruplan valuuttakurssin heikkenemisestä ja siten tuontitavaran kallistumisesta. Ruoassa inflaatio oli nopeinta, mitä vielä edesauttoi Venäjän vastapakotteina asettamat ruoan tuontikiellot. Erityisesti ruoan hinnat nousivat, koska Venäjän ruokahuolto nojasi vuoteen 2014 asti vahvasti tuontiin ja tuonnin merkittävää vähentymistä ei saatu korvattua tehokkaasti, jotta kotimainen tarjonta olisi vastannut kysyntään (OSW 2015), joten niukkuutta jouduttiin jakamaan nousevin ruoan hinnoin. Negatiivinen tarjontashokki heikentyneen Venäjän ruplan lisäksi alensi nopeasti venäläisten reaali-palkkoja, kun kotimaisen elintarviketuotannon markkinahinta asettui aikaisemmin kulutettua tuontitavaraa korkeammalle tasolle. Lisäksi kohonnut kotimaisesti tuotettujen elintarvikkeiden hinnan nousu todennäköisesti aiheutti resurssien allokoitumista alkutuotantoon muilta tehokkaammilta aloilta, mikä saattoi aiheuttaa hyvinvointitappioita.



Kuvio 13. Venäjän pohjainflaatio edelliseen kuukauteen verrattuna

Pääoman nettovirtaus Venäjältä ulkomaille vuonna 2013 oli 61 miljardia Yhdysvaltain dollaria. Virtaus ulkomaille lähes kolminkertaistui vuonna 2014, ollen 151,5 miljardia dollaria, joka ylitti aikaisemman Kansainvälisen finanssikriisin aikaisen vuosiennätyksen. Suurin osa pääoman ulosvirtauksesta keskittyi vuoden 2014 viimeiselle neljännekselle, jolloin öljyn maailmanmarkkinahinta oli jo laskenut merkittävästi aikaisempaa alhaisemmalle tasolle (Reuters 2015). Venäjän valtio epäonnistui viestinnässään mm. vaatiessaan valuuttaspekulanttien kuriin laittamista, koska se lisäsi markkinoilla pelkoja mahdollisista pääomaliikkeiden rajoituksista, mikä osaltaan lisäsi lyhyellä aikavälillä pääoman virtausta ulkomaille. Keskuspankki teki ruplan arvon vakauttamisen nimissä tukioistoja marraskuuhun 2014 asti, jolloin se ilmoitti päästävänsä ruplan kellumaan. Ruplan markkina-arvon pudotus oli joulukuussa 2014 kuitenkin niin suuri, että keskuspankki joutui hetkellisesti palauttamaan ilmoittamansa politiikan vastaisesti tukioistot ohjauskoron noston lisäksi (BOFIT 2015). Samalla keskuspankki alkoi väliaikaisesti myöntämään venäläisille pankeille valuuttamääräisiä luottoja, jotta niiden ei tarvitsisi hankkia itse suuria määriä ulkomaanvaluutta vapailta markkinoilta. Muita keskuspankin ja valtion toimia loppuvuonna 2014 olivat maksutapahtumien valvonnan lisääminen ja valtion omistamien yritysten pääoman viennin rajoittaminen. Lisäksi Putin ja hänen lähipiirinsä esittivät suoria pyyntöjä yrityksille ja pankeille, jotta ne eivät myisi Venäjän rupliaan ostaakseen muita valuuttoja. (Korhonen ym. 2015)

Keskuspankin koronnostot olivat vuoden 2014 tilanteessa perusteltuja. Välittömästi joulukuussa kriisin akuuteimmassa vaiheessa keskuspankin toimia kuitenkin väitettiin ylimitoitetuiksi keskuspankin ilmoittamaan rahapolitiikkaan verrattuna. Ian Hague väitti 16.12.2014 tapahtuneen kuuden ja puolen prosenttiyksikön ohjauskoron noston symboloivan talouskasvun uhraamista rahoitusjärjestelmän turvaamiseksi (IltaSanomat 2014a). Käsitystä puoltaa Solangon (2020) käyttämä ”Building Fortress Russia” -käsite, jolla hän tarkoittaa Venäjän aikakautta vuosien 2012–2018 välillä, jolloin Venäjän julkisvalta teki raskaita toimia Venäjän talouden kriisikestävyyden parantamiseksi. BBC (2014) puolestaan kertoo suoraan, että koronnosto tehtiin ruplan nopean arvonlaskun pysäyttämiseksi. Iltasanomien (2014b) mukaan myös ekonomisti Miklashevski epäili näin merkittävän koronnoston merkitsevän keskuspankin halua vaikuttaa ilmoituksensa vastaisesti valuuttakursseihin inflaationsäätelyn varjolla. Syynä keskuspankin kasvaneelle halulle vaikuttaa jälleen valuuttakursseihin epäiltiin poliittisen painostuksen ohella venäläisten yritysten suuria ulkomaanvaluuttamääräisiä velkoja (Kuvio 14), jotka suhteessa liiketoiminnan kassavirtoihin kasvoivat merkittävästi liiketoiminnan säilyessä ruplamääräisesti ennallaan, mutta ulkomaanvaluuttamääräisen ruplan arvon nopeasti laskiessa.



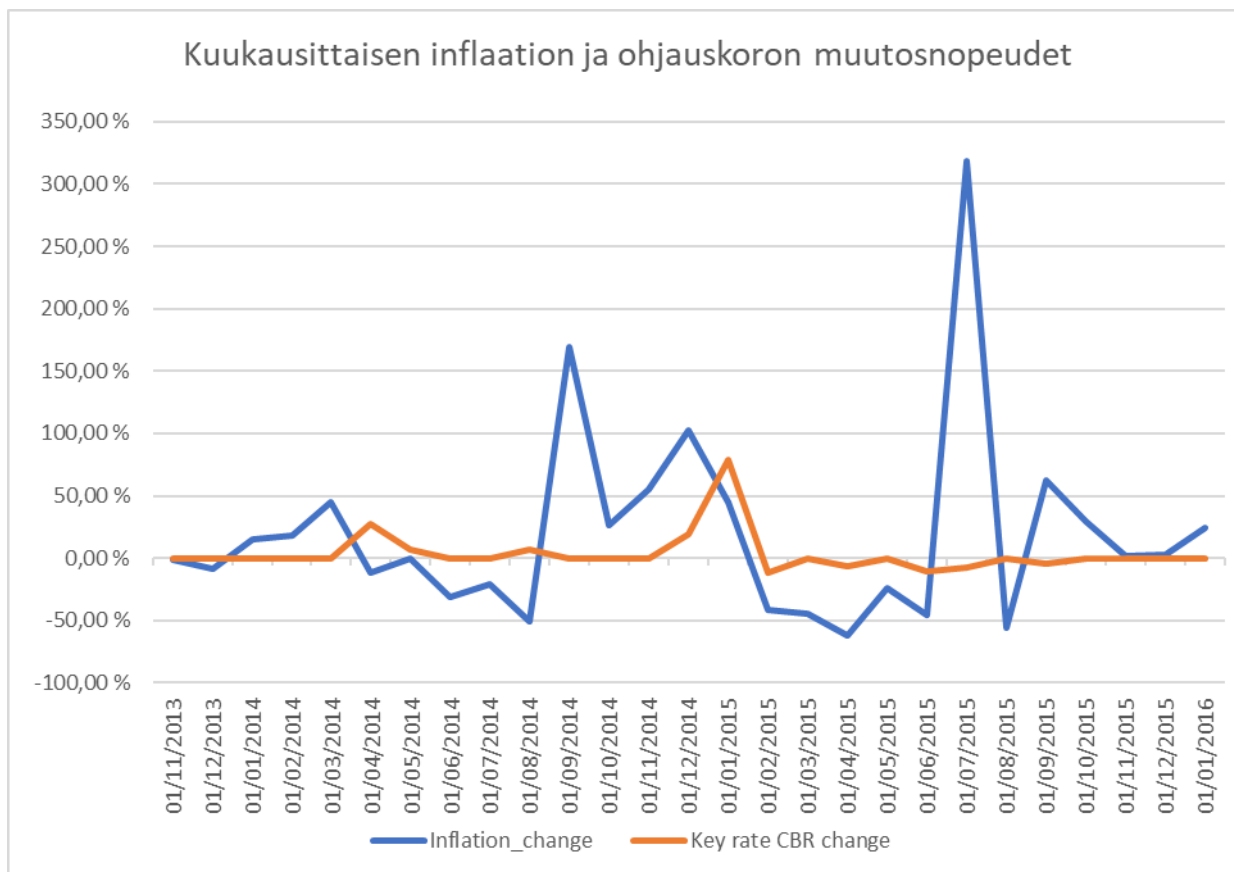
Kuvio 14. Venäjälle rekisteröityjen henkilöiden yhteenlaskettu ulkomaanvelka dollareissa vuosina 1985 - 2020 (FRED 2021c)

Keskuspankin intressi joulukuussa 2014 puolustaa ruplan arvoa vastoin ilmoitustaan on ilmeinen. Vuoden 2013 lopussa Venäjälle rekisteröityjen oikeus- ja luonnollisten henkilöiden yhteenlaskettu ulkomaanvelka oli kasvanut erityisen nopeaa ja oli kaikkien aikojen ennätyksessään vuoden 2013 loppupuolella. 1.1.2014 Venäjälle rekisteröityjen luonnollisten- ja oikeushenkilöiden yhteenlaskettu ulkomaanvelka oli arvoltaan 274414 miljoonaa Yhdysvaltain dollaria (FRED 2021c). Rahoitusmarkkinapakotteiden rajoittaessa venäläisten ulkomaista lainanottoa, yhteenlaskettujen ulkomaanvelkojen määrä pieneni nopeasti vuodesta 2014 lähtien.

Venäjän keskuspankki kertoi lehdistötiedotteessaan 16.12.2014 2000-luvun merkittävimmästä koronnostostaan, joka oli kerralla kuusi ja puoli prosenttiyksikköä (Bank of Russia 2014). Lehdistötiedotteessa tunnustetaan, että koronnosto on vaarallisesti lisääntyneiden inflaationäkymien lisäksi tehty Venäjän ruplan vakavien heikkenemisenäkymien vuoksi. Yksiselitteisesti ei kuitenkaan kerrota, että ohjauskoron

nostolla pyrittäisiin vaikuttamaan nimenomaan ruplan valuuttakursseihin. Ruplan heikkenemisenäkymät vaikuttivat myös inflaationäkymiin ja siten valuuttakurssinäkymien mainitseminen tiedotteessa oli perusteltua, vaikka valuuttakurssiin vaikuttamista ei suoraan kerrottukaan. Samassa yhteydessä keskuspankki ilmoitti jatkossa myöntämänsä vaihtuvakorkoista luottoa aikaisemmin käytetyn kiinteän koron sijaan.

Valtava ohjauskoron nosto luonnollisesti oli omiaan edistämään keskuspankin tavoitetta alhaisemmasta inflaatiotasosta. Koronnosto oli kuitenkin niin valtava, että samalla se haittasi talouden normaalia toimintaa. E erityisen ongelmallista ohjauskoron nosto oli, koska Venäjän talous oli ajautunut jo vaikeuksiin, vuoden 2014 neljännen kvartaalin reaalisen bruttokansantuotteen ollessa alemmalla tasolla jopa vuodentakaiseen verrattuna (FRED 2021a). Edelliseen neljännekseen verrattuna kasvuvauhti kääntyi negatiiviseksi ollen -0,32 prosenttia jo vuoden 2014 kolmannen kvartaalin aikana (FRED 2021b).



Kuvio 14. Kuukausittaisen inflaation ja Venäjän keskuspankin ohjauskoron muutosnopeuden derivaatta.

Asettamalla aikajanelle kuukausittaisen pohjainflaation derivaatat ja keskuspankin ohjauskoron muutoksen derivaatat nähdään, että Venäjän keskuspankin toimet olivat muutosnopeuksin oikeasuhtaisia. Lisäksi ohjauskoron muutokset ovat olleet oikea-aikaisia, koska ne on tehty nopeasti inflaatiotiedon ollessa saatavilla. Kuviosta nähdään, että prosentuaalisesti merkittävät ohjauskoron nostot tehtiin keväällä 2014 ja joulukuussa 2014. Ajankohdat olivat oikeat merkittäville koronnostoille, koska inflaatiovauhti oli noussut kiihtyen ennen päätöksiä useiden kuukausien ajan. Ohjauskoron nosto joulukuussa 2014 yhdessä tammikuun 2015 öljyn hinnan nousun kanssa laski inflaation muutosnopeuden negatiiviseksi, mikä mahdollisti hitaata ohjauskoron laskut jo keväällä 2015. Kesällä 2015 inflaatio kiihtyi yhden kuukauden ajan merkittävästi verrattuna edelliseen kuukauteen, mutta koska muutosvauhti tasaantui nopeasti, ei keskuspankin tarvinnut tehdä merkittäviä toimia ohjauskoron suhteen.

Talouden tasapainottaminen mm. tukiostoin ja valuuttalainoin oli Venäjän valtiolle ja keskuspankille raskas tehtävä. Keskuspankki käytti maaliskuun 2014 ja tammikuun 2015 välisenä aikana ruplan puolustamiseen yhteensä 64,5 miljardia dollaria ja 4,2 miljardia euroa. Muiden tekijöiden seurauksena Venäjän keskuspankin valuuttavaranto lisäksi supistui vuoden 2015 alkuvuoteen mennessä 44 miljardia dollaria vuoden takaiseensa verrattuna (Valtionvarainministeriö 2015). Venäjän keskuspankin vuoden 2014 toimintakertomuksessa (Bank of Russia 2015 s.211) kerrotaan, että Venäjän hallitsemat ulkomaiset reservivarannot ml. kultavarannot olivat vuoden 2014 alussa arvoltaan yhteensä n. 509,6 miljardia Yhdysvaltain dollaria ja vuoden 2015 alussa varannot olivat romahtaneet 385,5 miljardiin dollariin. Mielenkiintoista on, että vuoden 2014 ruplan arvon nopeasta heikkenemisestä huolimatta Venäjän federaation yhteenlaskettu ulkomaanvelka pieneni n. 728,9 miljardista dollarista n. 597,3 miljardiin dollariin (Bank of Russia 2015 s. 213), mikä saattaa osaltaan selittyä ulkomaisen luotonsaannin vaikeutumisella.

Venäjän keskuspankki julkisti joulukuussa 2014 seitsemän kohdan kriisintorjuntataktiikkansa keinoista, joilla se pyrki vakauttamaan taloutta. Julkistuksen tärkein keino oli em. valuuttalainojen myöntämisen aloittaminen suoraan valuuttarahoitusta tarvitseville taloudellisille toimijoille. Muut keinot käsittivät sääntelyn purkua koskien lainaamista ja talletuspankkitoimintaa. Lisäksi pankkien pakollisten reservien vaatimuksia lievennettiin, jotta pankeilla olisi mahdollisuus jatkaa luottotustoimintaansa mahdollisimman suuressa laajuudessa. Varsinaista lainsäädäntöäkin onnistuttiin muuttamaan nopeasti. Esimerkiksi talletussuojaan tehtiin luottamusta lisääviä uudistuksia, joihin käytettiin valtion varoja ja takauksia. (OSW 2015)

Merkittävänä teemana Venäjän keskuspankin vuoden 2014 toimintakertomuksessa on oman kansallisen maksunvälitysjärjestelmän kehittäminen (Bank of Russia 2015 s. 99). Toimintakertomuksessa kerrotaan, että itseasiassa Venäjän federaation lainsäädännössä omaa ulkomaisista toimijoista riippumatonta maksujärjestelmää valmisteltiin jo vuodesta 2011 alkaen. Toimintakertomuksessa hankkeen kiirehtimiselle ei suoranaisesti

kerrota syytä, mutta kiirehtiminen johtunee uhkauksista sulkea venäläiset toimijat ulos SWIFT-maksujärjestelmästä poliittisen tilanteen kiristyttyä Itä-Ukrainassa (ks. esim. Business Insider 2014). Vuoden 2015 lopussa uusi MIR-maksujärjestelmä oli valmis ja ensimmäiset MIR-maksujärjestelmää hyödyntävät maksukortit myönnettiin 15.12.2015. MIR-maksujärjestelmän (MIR online 2021) omien internet-sivujen mukaan maksujärjestelmän tarkoitus on taata Venäjän pankki- ja maksujärjestelmän itsenäisyys ja toimivuus riippumatta ulkopuolisista poliittisista ja taloudellisista vaikutteista. MIR-maksujärjestelmä on otettu laajalti käyttöön Venäjällä ja sen lähialueilla. Heinäkuuhun 2021 mennessä MIR-maksujärjestelmää hyödyntäviä maksukortteja oli valmistettu pääasiassa IVY-maissa jo yhteensä 100 miljoonaa kappaletta. MIR-maksujärjestelmän käyttöönotto oli tärkeä teko Venäjän keskuspankilta, koska kansainväliset Visa ja Mastercard maksujärjestelmät eivät valtauksen jälkeen ole aina olleet käytettävissä Krimillä (World Finance 2019). Venäjän keskuspankki mainitseekin Krimin maksujärjestelmän turvaamisen tärkeänä prioriteettinaan (Bank of Russia 2016).

Pakotteiden ja finanssikriisin kokonaisvaikutusten arviointi on hankalaa. Tämä johtuu siitä, että kauan kaavailut Venäjän keskuspankin uudistustoimet esimerkiksi kelluvaan valuuttakurssiin siirtymisestä osuivat vuodelle 2014. Muita vuonna 2014 implementoituja uudistuksia olivat mm. eläkejärjestelmän uudistus ja vakuutusmarkkinoiden regulaation parantaminen (Bank of Russia 2015). Solanko (2020) väittää, että vuosien 2012 – 2017 välillä tapahtunut Venäjällä lisensoitujen rahoituslaitosten määrän supistuminen 956 :sta 561 :n ei johtunut pääasiallisesti Krimin valtauksen aiheuttamasta finanssikriisistä ja pakotteista, vaan rahanpesua estävän lainsäädännön implementoinnista, minkä noudattamiseen pienimmillä ja tehottomimmilla pankeilla ei ollut resursseja, mikä johti pankkien määrän voimakkaaseen vähentymiseen.

Gurvich & Prilepskiy (2015) näkivät aikaisessa vaiheessa pakotteiden vaikutukset suurina. Heidän mukaansa tehokkaimmat pakotteet liittyvät nimenomaan rahoituksen saatavuuteen. Lisäksi pakotteet ovat erityisesti vaikuttaneet negatiivisesti sanktioituihin

instituutioihin ulkomaisen rahoituksen loputtua, mutta myös muihin toimijoihin yleisten rahoitusolosuhteiden heikennyttyä. Korhonen, Simola & Solanko (2018) painottavat, että pakotteiden vaikutuksia on vaikea estimoida, koska monia Venäjän taloudelle merkittäviä muutoksia tapahtui samanaikaisesti. Korhonen (2019) kertoo, että Venäjän talous oli aikaisemmin arvioitua sopeutuvaisempi. Hänen selvityksensä mukaan vuoden 2017 Venäjän bruttokansantuote olisikin vain n. 1,2% - 1,5% pienempi, kuin se olisi ollut ilman pakotteita, mikä on linjassa IMF :n (2019) arvion kanssa. Artikkelin mukaan Venäjälle asetetuilla pakotteilla onkin ollut valtava merkitys yrityksille, jotka ovat joutuneet pakotteiden kohteiksi, mutta aggregaattitasolla vaikutukset ovat olleet pienehköjä.

Venäjän keskuspankin tehtäviin kuuluu rahatalouden edellytysten parantaminen koko Venäjän federaatiossa. Krimin vuoden 2014 valtaus näkyi konkreettisimmin Venäjään liitettyssä Krimin tasavallassa. Välittömästi Venäjään liittymisen jälkeen krimiläisten palkat nousivat, mutta elintason nousu jäi lyhytaikaiseksi hintatason nopeasti seuratessa perässä (Teifukova 2017).

Muiden toimien ohella Venäjän keskuspankki suunnittelee helpottavansa rahan käyttöä transaktioissa modernit vaatimukset huomioiden tutkiessaan pankeista riippumattoman digitaalisen ruplan mahdollisuuksia. Digitaalinen rupla olisi ristiin vaihdettavissa ja arvoltaan sama, kuin käteis- tai tilivaluuttarupla. Digitaalisessa ruplassa erikoista olisi se, että käyttäjät avaisivat digitaaliset lompakot suoraan Venäjän keskuspankkiin ja virtuaalisissa lompakoissa säilytettävät rahavarat olisivat suoraan Venäjän keskuspankin taseessa (Bank of Russia 2020 s.6).

Venäjän keskuspankin huomiosta Krimin alueellisen tilanteen suhteen akuutin kriisin jälkeen kertonee se, että vuosien 2016 ja 2017 molemmissa englanninkielisissä toimintakertomuksissaan keskuspankki mainitsee sanan "Crimea" yhden kerran. Vuoden 2016 toimintakertomuksessa keskuspankki kertoo, että sen Krimin ja Sevastopolin yksiköt siirtyvät osaksi laajempaa Etelä-Venäjän sivukonttoria (Bank of

Russia 2017) ja vuoden 2017 toimintakertomuksessa kerrotaan pintapuolisesti riskiarviohelpotuksista toimijoille, jotka myöntävät rahoitusta Krimin ja Sevastopolin alueille (Bank of Russia 2018).

5 Johtopäätökset

Venäjän keskuspankki on toiminnaltaan ja tavoitteiltaan pääpiirteittäin muiden markkinatalousmaiden keskuspankkien kaltainen. Venäjän keskuspankki noudattaa inflaatiotavoitetta ja käyttää siihen pääsemiseksi pääasiallisena työkalunaan ohjauksorkoa, aivan niin kuin vastinparinsa muissa markkinatalousmaissa. Keskuspankin toiminnassa on kuitenkin myös merkittäviä eroavaisuuksia vastinpareihinsa verrattuna. Vaikka IMF:n suositusten mukaisesti Venäjän keskuspankilla ei ole sille mitään erityistä tarvetta, on Venäjän keskuspankin taseessa kuusinkertainen määrä ulkomaisia omistuksia verrattuna kotimaisiin omistuksiin. Kiinan keskuspankilla, joka edelleen puolustaa liikkeelle laskemansa valuutan arvoa, ja jolla siten on perusteltu syy säilyttää suurempia ulkomaanvaluuttamääräisiä reservejä, vastaava suhdeluku on alle kahden. Yhdysvaltain ja Euroopan keskuspankit ovat keskittyneet hankkimaan lähes yksinomaan kotimarkkinaomistuksia. Mielenkiintoista on, että siinä missä Yhdysvaltain-, Euroopan- ja Kiinan keskuspankkien taseet ovat viimevuosina kasvaneet niiden hankittua kotimarkkinaomistuksia, on Venäjän keskuspankin tase kasvanut ulkomaisten omistusten ostojen kautta.

Lisäksi Venäjän keskuspankki on hankkinut taseeseensa epätavallisen paljon kultaa. Kulta muodostaa 17 prosenttia Venäjän keskuspankin taseen vastaavaa puolesta. Euroopan keskuspankin konsolisoidussa taseessa vastaava luku on 10 prosenttia, mutta se johtuu Euromaiden keskuspankkien aikaisempaan tarpeeseen aikojen saatossa hankituista mittavista kultavarannoista. Yhdysvaltain ja Kiinan keskuspankeilla puolestaan on suhteellisen pienet kultavarannot. Myös Venäjän keskuspankin laskennallinen oma pääoma on suhteessa taseen suuruuteen erityisen suuri. Keskuspankin taseen kokoa verrattaessa kotimaan bruttokansantuotteeseen Venäjän keskuspankki ei poikkea vastinpareistaan.

Venäjän Krimin niemimaan valloitus vuonna 2014 käynnisti tapahtumasarjan, joka ajoi Venäjän talouden kriisiin. Kriisi oli erityisen paha, koska poliittinen konflikti lisäsi Venäjän talouden epävarmuutta, samalla kun Venäjän talouden rakenteelliset ongelmat alkoivat

oirehtimaan öljyn maailmanmarkkinahinnan nopeasti laskiessa. Pääomapako Venäjältä kiihtyi vuonna 2014 ennätysuureksi, samalla kuin poliittisin perustein määrätyt ulkomaiset pakotteet vaikeuttivat ulkomaisen rahoituksen hankintaa Venäjällä. Samana vuonna Venäjän keskuspankki implementoi monia talousjärjestelmän liberalisointiin liittyviä pitkään suunniteltuja toimenpiteitä, kuten esim. päästi Venäjän ruplan markkina-arvon vapaaseen kelluntaan.

Venäjän hallinnon suosissa yhteiskunnallista vakautta edistäviä ratkaisuja, voitaisiin olettaa, että Venäjän keskuspankki toimi kriisin yhteydessä korostetusti taloudellista vakautta tavoitellen. Joidenkin aikalaisarvioiden mukaan Venäjän keskuspankki ylireagoi tehdessään valtavia ohjauskoron nostoja ja uhrasi tarpeettomasti kansalaisten taloudellista hyvinvointia talouden tasapainottamisen nimissä. Tällaisesta ei kuitenkaan tutkimuksessa löytynyt viitteitä.

Venäjän keskuspankki toimi kriisin yhteydessä ennustettavasti ja oikeasuhtaisesti. Keskuspankki nosti ohjauskorkoa parhaan tietämyksensä mukaan niin, että Venäjän ruplan arvo kotimaassaan, eli kotimainen inflaatio, säilyi olosuhteisiin nähden mahdollisimman lähellä keskuspankin tavoitetta. Venäjän keskuspankki teki vuosina 2014–2015 ohjauskoron nostoja, kun se oli käytettävissä olevan inflaatiotodan mukaan välttämätöntä ja ohjauskorkoa laskettiin välittömästi, kun se oli mahdollista.

Eräs varsinaiseen keskuspankkipolitiikkaan liittymätön erikoisuus Venäjän keskuspankin toiminnassa on kuitenkin olemassa. Venäjän keskuspankki kehittää ja hallinnoi omaa MIR-korttimaksujen välitysjärjestelmäänsä, mitä vastoin muissa markkinatalousmaissa korttimaksujen välitysjärjestelmät ovat yksinomaan markkinaehtoisesti tuotettuja. Toden teolla MIR-järjestelmän kehittäminen aloitettiin Venäjän presidentin määräyksestä toukokuussa 2014, koska Venäjän keskuspankin tuli taata elektronisten korttimaksujen toimintavarmuus kaikissa oloissa. Tällöin erityistä huolta aiheuttivat mahdolliset maksuliikenteeseen liittyvät pakotteet, joiden epäiltiin voivan johtaa jopa Venäjän sulkemiseen kansainvälisestä SWIFT-maksunvälitysjärjestelmästä.

Venäjän talouden riippuvuussuhteiden tarkastelu vuosina 2014–2015 on vaikeaa, koska samanaikaisesti Venäjän talouteen vaikutti erityisen moni asia. Nettoinvestoinnit kääntyivät Venäjällä negatiivisiksi jo vuoden 2013 loppupuolella, Krimin valtaus aiheutti taloudessa oman negatiivisen shokkinsa ja öljyn maailmanmarkkinahinnan lasku loppuvuodesta vähensi merkittävästi Venäjän vientituloja ja vaikutti Venäjän ruplan kysyntään huomattavan negatiivisesti. Samanaikaisesti Venäjän keskuspankki implementoi monia uudistuksia, kuten ruplan kellumaan päästämisen, mikä tekee yksioikoisten yhteyksien määrittämisestä mahdotonta.

Venäjän talouden erityispiirteiden ja erityisesti historian vuoksi on yllättävää, että Venäjän Neuvostotasavallan keskuspankin pohjalta perustettu Venäjän keskuspankki on näin paljon muiden markkinatalousmaiden vastinpariensa kaltainen. Samankaltaisuus johtuu hengestä, joka Venäjällä vallitsi välittömästi sosialistisen yhteiskuntajärjestyksen loppumisen jälkeen. Länsimaiset kapitalistiset yhteiskunnat nähtiin ideaaleina, koska ne onnistuivat tuottamaan kansalaisilleen huomattavasti enemmän taloudellista hyvinvointia, kuin kommunistiseen talousjärjestelmään pohjautuneet yhteiskunnat. Vaikka markkinatalouteen siirtyminen ei Venäjällä monesta erinäisestä syystä tuottanut nopeasti toivottavia tuloksia, ei Venäjän keskuspankkiin liittyvää lainsäädäntöä muun lainsäädännön mukana ole muutettu keskusjohtoisemmaksi, vaan Venäjän keskuspankin autonomiaa on määrätietoisesti pyritty lisäämään.

Venäjän hallinnossa on selvästi ymmärretty länsimaisten markkinatalousmaiden keskuspankkien merkitys taloudellisen tasapainon tuottamisessa. Hallinnon intressin ollessa yhteiskunnan tasapainoisuus ja kriisikestävyys, on ollut luonnollista antaa keskuspankille käyttöön riittävä välineistö makrovakauden tuottamiseksi.

Venäjä haluaa olla merkittävä maa kansainvälisessä politiikassa, mikä edellyttää vahvaa valuuttaa ja -taloutta. Venäjän keskuspankki on monin tavoin vahva ja kansainvälisesti vakavasti otettava instituutio ja sillä on edellytykset tuottaa makrovakautta ja

kriisikestävyyttä Venäjän talousalueella. Venäjän keskuspankki osallistuu kansainväliseen yhteistyöhön ja implementoi tarkasti kansainvälistä Basel-sääntelyä.

Venäjän johdolla, sen politiikkaan ainakin jokseenkin myönteisesti suhtautuvat maat ovat luoneet yhteisen Euraasian talousunionin. Venäjän intresseissä saattaa olla lisätä unionin integraatiota taloudellisen toiminnan ulkopuolelle. Tämä mm. siksi, että Putin on sanonut puheessaan vuonna 2005 Neuvostoliiton hajoamisen olleen 1900-luvun suurin geopolitiittinen katastrofi. Integraation noudattaessa EU :n määrittelemiä suuntaviivoja, tulisi Euraasian talousunionillekin yhteinen valuutta. Taloudellisilta resursseiltaan vahva ja asiantunteva Venäjän keskuspankki voisi tehdä tulevaisuudessa Venäjän ruplan käyttöönotosta houkuttelevaa muissakin unionin jäsenmaissa.

Tutkimuksen perusteella Venäjän keskuspankki ei ollut varautunut riittävästi vuonna 2014 tapahtuneen kaltaiseen monien tekijöiden yhteisvaikutuksikseen negatiiviseen shokkiin. Keskuspankki kuitenkin toimi ketterästi ja tutkittuun tietoon luottaen, mikä auttoi keskuspankkia torjumaan Venäjän vuoden 2014 finanssikriisin pahimmat vaikutukset. Ilman Venäjän keskuspankin oikeita toimia, taloudelliset ja inhimilliset menetykset olisivat olleet Venäjällä huomattavasti laajempia. Erityisesti keskuspankkien, joiden kotimainen talous nojaa yhteen vientiartikkeliin, kuten Venäjän talous nojaa öljyyn, kannattaa ottaa mallia Venäjän keskuspankin toimista Krimin miehityksen aiheuttaman taloudellisen kriisin aikana.

Lähteet

- Ahmedzhanov, A. (2017). Hedlinger's Rouble. *American Journal of Numismatics* (1989-), 29, second series, 213-226. doi:10.2307/26932648
- Andreev, M., Ivanova, N., Shevchuk, I. & Sinyakov, A. (2019). Review of Bank of Russia Conference on 'Macroprudential Policy Effectiveness: Theory and Practice'. *Russian Journal of Money and Finance*, 78(3), pp. 89–121. doi: 10.31477/rjmf.201903.89
- Andreev, M., Peiris, M. U., Shirobokov, A. and Tsomocos, D. P. (2019). Macroprudential Policy and Financial (In)Stability Analysis in the Russian Federation. *Russian Journal of Money and Finance*, 78(3), pp. 3–37. doi: 10.31477/rjmf.201903.03
- Arce, Ó., Nuño, G., Thaler, D. & Thomas, C. (2020). A large central bank balance sheet? Floor vs corridor systems in a New Keynesian environment. *Journal of monetary economics*, 114, 350-367. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2019.05.001>
- Arlashkin I., Barbashova N., Belev, S., Deryugin, A., Deshko M., Mamedov A., Sokolov I. & Tishchenko T. 2018. "Russia's Fiscal Policy in 2017," Published Papers ppaper-2018-322, Gaidar Institute for Economic Policy, revised 2018.
- Balino, T., Hoelscher, D., Horder, J. (1997). Evolution of Monetary Policy Instruments in Russia. Monetary and Exchange Affairs Department. International Monetary Fund. WP/97/180. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wp97180.pdf>
- Bank for International Settlements (2019) toim. Logan L. & Bindeil U. Large central bank balance sheets and market functioning. ISBN 978-92-9259-297-4 (online). <https://www.bis.org/publ/mkctc11.pdf>
- Bank for International Settlements (2013) The history of the Bank of Russia's exchange rate policy. BIS Papers no 73. 293-299. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap73u.pdf>
- Bank of Russia (2020). A Digital Rouble – Consultation Paper. Bank of Russia. Central Bank of The Russian Federation. Moskova 10/2020. Online. http://cbr.ru/StaticHtml/File/113008/Consultation_Paper_201013_eng.pdf
- Bank of Russia (2021a) History of the Bank of Russia. Online (noudettu 14.3.2021). https://www.cbr.ru/eng/about_br/history/

Bank of Russia (2021b) The mission of the Bank of Russia is to ensure financial and pricing stability and to contribute to the development of a competitive financial market.

Online. (Noudettu 19.3.2021)

http://cbr.ru/eng/about_BR/#:~:text=The%20mission%20of%20the%20Bank,Constitution%20of%20the%20Russian%20Federation.

Bank of Russia (2021c) Lombard auction interest rates. Online (Noudettu 30.3.2021)

https://cbr.ru/eng/hd_base/lombard/

Bank of Russia (2021d) Exchange rate regime of the Bank of Russia. Online (Noudettu

11.6.2021). https://www.cbr.ru/eng/dkp/exchange_rate/

Bank of Russia (2021e) Key Rate. Online. (Noudettu 13.10.2021)

https://www.cbr.ru/eng/hd_base/KeyRate/?UniDbQuery.Posted=True&UniDbQuery.From=17%2F09%2F2013&UniDbQuery.To=31%2F12%2F2018

Bank of Russia (2021f) Bank of Russia Annual report for 2020. Bank of Russia.

https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/39294/ar_2020.pdf

Bank of Russia (2021g) ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ единой государственной

денежно-кредитной политики на 2022 год и период 2023 и 2024 годов.

http://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/

Bank of Russia (2021h). Estimate of External Debt of the Russian Federation as of

September 30, 2021. Online. Noudettu 25.11.2021.

https://www.cbr.ru/eng/statistics/macro_itm/svs/ext-debt/

Bank of Russia (2018) Bank of Russia Annual report for 2017. Bank of Russia.

https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/9170/ar_2017_e.pdf

Bank of Russia (2017) Bank of Russia Annual report for 2016. Bank of Russia.

https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8314/ar_2016_e.pdf

Bank of Russia (2016) Bank of Russia Annual report for 2015. Bank of Russia.

https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8315/ar_2015_e.pdf

Bank of Russia (2015) Bank of Russia Annual report for 2014. Bank of Russia.

https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/8316/ar_2014_e.pdf

- Bank of Russia (2014) On Bank of Russia key rate and other measures. Press release. Online. Noudettu 30.11.2021. https://www.cbr.ru/eng/press/pr/?file=16122014_010920eng_dkp2014-12-16T01_04_09.htm
- BBC (2014) Russia makes drastic rate rise to 17% to stem rouble decline. Online. Noudettu 30.11.2021. <https://www.bbc.com/news/business-30490082>
- Berglöf, E., Kunov, A., Shvets, J., & Yuaeva, (2003) The New Political Economy of Russia, MIT press. ISBN 9780262268240,
- Bernanke, B. (2016) Should the Fed keep its balance sheet large? Brookings. <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/09/02/should-the-fed-keep-its-balance-sheet-large/> Online. (Noudettu 29.9.2021)
- Bilan, Y., Gedek, S. & Mentel, G. (2018). The analysis of oil price and ruble exchange rate. Transformations in Business and Economics, 17(3), 195-205.
- Bindseil, U. (2014). Monetary policy operations and the financial system. Oxford University Press.
- BIS central bankers' speeches (2018). Yi Gang: China's monetary policy framework - supporting the real economy and striking a balance between internal and external equilibrium. <https://www.bis.org/review/r190130b.pdf>
- Blokhina, T., Karpenko, O. & Guirinskiy, A. (2016). The Relationship between Oil Prices and Exchange Rate in Russia. International Journal of Energy Economics and Policy, 6(4).
- Blot, C., Creel, J. & Hubert, P. (2017). What should the ECB "new normal" look like? DIRECTORATE GENERAL FOR INTERNAL POLICIES POLICY DEPARTMENT A: ECONOMIC AND SCIENTIFIC POLICY. European Parliament. <https://www.europarl.europa.eu/cmsdata/131940/MD%20OFCE%20FINAL%20publication.pdf>
- Britannica (2021a) Ruble. Online. Noudettu 19.3.2021 <https://www.britannica.com/topic/ruble>
- Britannica (2021b) Russian Central Bank. Online. Noudettu 18.4.2021. <https://www.britannica.com/topic/Russian-Central-Bank>

- Bush, G., Gomez, T., Jara, A., Moreno, D., Styryn, K. & Ushakova, Y. (2019). Macroprudential policy and the inward transmission of monetary policy: The case of Chile, Mexico, and Russia. Special Issue Paper. Wiley Online Library. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/roie.12503>
- Business Insider (2014). The UK Has A Plan To Cut Off Russian Businesses From The Rest Of The World. Toim. Brett LoGiurato. Online. Noudettu 18.10.2021. <https://www.businessinsider.com/russian-sanctions-swift-banking-ban-ukraine-putin-2014-8?IR=T>
- BOFIT (2021a). At close to \$600 billion, Russia holds the world's fourth-largest foreign currency and gold reserves. BOFIT VIIKKOKATSAUS / BOFIT WEEKLY 2021/03. Bank of Finland Economies in transition. Online. Noudettu 23.11.2021. https://www.bofit.fi/en/monitoring/weekly/2021/vw202103_2/
- BOFIT (2021b) Kansallisen hyvinvoinnin rahasto lähes 12 % bruttokansantuotteesta. BOFIT VIIKKOKATSAUS / BOFIT WEEKLY 2021/03. Bank of Finland Economies in transition. Online. Noudettu 23.11.2021. https://www.bofit.fi/fi/seuranta/viikkokatsaus/2021/vw202103_4/
- BOFIT (2018). Venäjän öljyrahastoa täydennettiin viime vuoden öljytuloilla. BOFIT VIIKKOKATSAUS / BOFIT WEEKLY 2018/27. Bank of Finland Economies in transition. Online. Noudettu 20.10.2021. https://www.bofit.fi/fi/seuranta/viikkokatsaus/2018/vw201827_1/
- BOFIT (2015). Venäjä. BOFIT Viikkokatsaus. BOFIT Viikkokatsaus vuosikirja 2014. [https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13527/iv14\[1\].pdf?sequence=1](https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13527/iv14[1].pdf?sequence=1)
- Boris Yeltsin Presidential Library (2021). THE STATE BANK OF THE RUSSIAN EMPIRE ESTABLISHED. Boris Yeltsin Presidential Library. Online. Noudettu 8.3.2021. <https://www.prlib.ru/en/history/619307>
- Burda, M. ja Wyplosz, C. (2013), Macroeconomics: A European Text, 6th edition, Oxford University Press, Oxford

- Carmassi J., Hauptmeier S., Jahning M. & Tordoir, S. (2020). The state of play regarding the deepening agenda for Economic and Monetary Union. ECB Economic Bulletin, Issue 2/2020. https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2020/html/ecb.ebart202002_03~13fd3ff790.en.html
- Caruana, J. (2011) Why central bank balance sheet matter. Bank for international settlements. BIS central bankers' speeches. <https://www.bis.org/speeches/sp111216.pdf>
- CEICDATA (2021a) Russia Real GDP Growth. Online. Noudettu 14.10.2021. <https://www.ceicdata.com/en/indicator/russia/real-gdp-growth>
- CEICDATA (2021b) Russia Consumer Price Index (CPI): Core Inflation: Prev Month=100. <https://www.ceicdata.com/en/russia/consumer-price-index-core-inflation/cpi-core-inflation-prev-month100>
- Citibank (2015). "Russia Macro View – Not too anxious about sanctions," <https://ir.citi.com/Ns6%2BuSgO5bg45MCK6HCwIUvxbZo5TXkL%2BBrYQ2S19pKubi3rbFbTU255d6er4oAaBvV4bqrOgYE%3D>.
- Cosgrove, J. (2020) The Russian Invasion of the Crimean Peninsula 2014 – 2015 – A post-Cold war nuclear Crisis Case Study. National Security Report. Johns Hopkins Institute. <https://www.jhuapl.edu/Content/documents/RussianInvasionCrimeanPeninsula.pdf>
- Curdia, V. & Woodford, M. (2011). The central-bank balance sheet as an instrument of monetary policy. *Journal of monetary economics*, 58(1), 54-79. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2010.09.011>
- Danilova, E. & Morozov, M. (2017) The macroprudential policy framework in Russia. BIS Papers No 94. <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap94v.pdf>
- Davydov, D., Sihvonen, J. & Solanko, L. (2021) Who cares about sanctions? Observations from annual reports of European firms. BOFIT Discussion papers. 5/2021. Suomen pankki. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/17932/dp0521.pdf?squence=1>

- EKP (2021) Euro foreign exchange reference rates. Russian rouble (RUB). Online.
Noudettu 12.10.2021.
https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-rub.en.html
- Erkkilä, M. (2008) Finanssikriisin vaikutukset Venäjän talouteen. BOFIT Suomen pankki.
<https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/11686/164347.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Faridul Islam. (2019). Currency Crisis. MDPI - Multidisciplinary Digital Publishing Institute.
<https://doi.org/10.3390/books978-3-03921-579-9>
- Ferguson, N., & Schaab, A. & Schularick, M. 2015. "Central Bank Balance Sheets: Expansion and Reduction since 1900," CESifo Working Paper Series 5379, CESifo.
- Fitch Connect (2021). Fundamental Data & Analytics. Data tools.
<https://app.fitchconnect.com/fda>
- FRED (2021a). Gross Domestic Product by expenditure in Constant Prices: Total Gross Domestic Product for the Russian Federation. Growth Rate Same Period Previous Year. Fred Economic Data. Online. Noudettu 30.11.2021.
<https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=Jn43>
- FRED (2021b) Gross Domestic Product by Expenditure in Constant Prices: Total Gross Domestic Product for the Russian Federation. Growth Rate Previous Period. Fred Economic Data. Online. Noudettu 30.11.2021.
<https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=Jn4S>
- FRED (2021c) Amounts Outstanding of International Debt Securities for All Issuers, All Maturities, Nationality of Issuer in Russia. Fred Economic Data. Online. Noudettu 2.12.2021. <https://fred.stlouisfed.org/series/IDSGAMNIAORU#0>
- FRED (2021d) Consumer Price Index: All Items for Russian Federation. Fred Economic Data. Online. Noudettu 2.12.2021
<https://fred.stlouisfed.org/series/RUSCPALLMINMEI>

- Fungáčová, Z., Korhonen, I., Korhonen, V., Simola, H. & Solanko L. (2015) BOFIT Venäjätietoisu 2015, No. 7. Suomen Pankki, Siirtymätalouksien Tutkimuslaitos. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/13824/bpb0715%5B1%5D.pdf?sequence=1&isAllowed=y>
- Furfine, C. (2011). Banks as Monitors of Other Banks: Evidence from the Overnight Federal Funds Market. Teoksessa: Liquidity and crises s. 168-188. Oxford University Press. Toim. Allen, F.
- Gaddy, C. & Hill, F. (2003) The Siberian Curse : How Communist Planners Left Russia Out in the Cold, Brookings Institution Press, 2003. ProQuest Ebook Central, <https://ebookcentral-proquest-com.proxy.uwasa.fi/lib/tritonia-ebooks/detail.action?docID=273527>.
- Garrison, R. (1996). The Austrian Theory: A summary. The Austrian Theory of the Business Cycle. Edited by David Glasner. Business Cycles and Depressions. New York. Garland Publishing. https://cdn.mises.org/The%20Austrian%20Theory%20of%20the%20Trade%20Cycle%20and%20Other%20Essays_3.pdf
- Garvy, G. (1972). Banking Under the Tsars and the Soviets. The Journal of Economic History Vol. 32, No. 4 (Dec., 1972), pp. 869-893 (25 pages) Published By: Cambridge University Press. <https://www.jstor.org/stable/2117258>
- Goodhart, C. (2017) A Central Bank's optimal balance sheet size? Discussion papers, DP12272. Centre for Economic Policy Research, London, UK. http://eprints.lse.ac.uk/84205/1/Goodhart_Central%20banks%20balance_2017.pdf
- Gurvich, E. & Prilepskiy, I. (2015). The impact of financial sanctions on the Russian economy, Russian Journal of Economics, Volume 1, Issue 4, 2015, Pages 359-385, ISSN 2405-4739, <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2016.02.002>.
- Haaparanta, P. & Peisa, P. (1997) Talouden rakenne ja häiriöt. Valtioneuvoston kanslia 1997. Valtioneuvoston kanslian julkaisusarja, ISSN 0782-6028; 1997, 21.
- Hetemäki, M. (2015) Eurokriisin syyt ja euroalueen tulevaisuus. Kansantaloudellinen aikakauskirja – 111. vsk. – 1/2015. <https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2015/03/KAK12015hetemaki.pdf>

- Hirvensalo, I. (1993) Developments in the Russian Banking Sector in 1992 – 1993. Review of Economies in Transition. No 7. Suomen pankki. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/12947/0793IH.PDF?sequence=1>
- Holub, R. & Hlushchenko O. (2017) The National Bank of Ukraine Communication Strategy Optimization within the Framework of Impact on Exchange Rate Expectations of Economic Agents. *Economies*. 2017; 5(3):33. <https://doi.org/10.3390/economies5030033>
- Honkapohja, S. (2014). Financial crises: Lessons from the Nordic experience. *Journal of Financial Stability*, 13, . <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2014.05.006>
- IltaSanomat (2014a). Venäjän keskuspankki yllätti yöllä. Online. Noudettu 30.11.2021. <https://www.is.fi/taloussanomat/art-2000001859961.html>
- IltaSanomat (2014b) Ekonomisti: Venäjä voi rajoittaa rahan liikkeitä. Online. Noudettu 30.11.2021. <https://www.is.fi/taloussanomat/art-2000001860040.html>
- Ilyashenko V. & Kuklina L. (2017). "Inflation in Modern Russia: Theoretical Foundations, Specific Features of Manifestation and Regional Dimension," *Economy of region, Centre for Economic Security, Institute of Economics of Ural Branch of Russian Academy of Sciences*, vol. 1(2), pages 434-445.
- Interfax (2021) Russia might lose market economy status in U.S. 20 years after securing it. 16.8.2021. Online. Noudettu 28.10.2021. <https://interfax.com/newsroom/top-stories/72465/>
- International Monetary Fund (2019). Russian Federation – Article IV Staff Report. Washington DC. <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/08/01/Russian-Federation-2019-Article-IV-Consultation-Press-Release-Staff-Report-48549>
- International Monetary Fund (2016). RUSSIAN FEDERATION FINANCIAL SECTOR ASSESSMENT PROGRAM TECHNICAL NOTE—MACROPRUDENTIAL POLICY. IMF Country Report No. 16/307. Washington, D.C.
- Kaitila, V. & Kotilainen, M. (2015). Öljy ja uudistukset ratkaisevat: Venäjän merkitys Suomen elinkeinoelämälle. *Taloustieto*.

- Kiani, K. M. (2009). Business Cycle Fluctuations and Economic Policy.
- King, L. (2002). Postcommunist divergence: A comparative analysis of the transition to capitalism in Poland and Russia. *Studies in comparative international development*, 37(3), 3-34. <https://doi.org/10.1007/BF02686229>
- Klein, A. (2019) Is China's new payment system the future? The Brookings Institution. Online. Noudettu 25.10.2021. <https://www.brookings.edu/research/is-chinas-new-payment-system-the-future/>
- Kmin, P. (2015) The influence of Ukrainian Crisis on selected financial markets. FACULTY OF BEHAVIOURAL, MANAGEMENT AND SOCIAL SCIENCES, UNIVERSITY OF TWENTE. https://essay.utwente.nl/68381/1/KMIN_MA_BMS.pdf
- Korhonen, I (2019) Economic Sanctions on Russia and Their Effects. CESifo Forum, ISSN 2190-717X, ifo Institut – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, München, Vol. 20, Iss. 04, pp. 19-22. <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/216248/1/CESifo-Forum-2019-04-p19-22.pdf>
- Korhonen, I., Simola, H. & Solanko L. (2018) Sanctions, counter-sanctions and Russia : Effects on economy, trade and finance. BOFIT Policy Brief. <https://helda.helsinki.fi/bof/handle/123456789/15510>
- Krugman, P. R., Obstfeld, M. & Melitz, M. J. (2018). International economics: Theory & policy (Eleventh edition. Pearson global edition.). Pearson Education Limited.
- Kuusterä, A. & Tarkka, J. Suomen Pankki 200 vuotta osa 1. Keisarin kassasta keskuspankiksi. Helsinki: Otava, 2011. ISBN 978-951-1-24271-0. <http://urn.fi/URN:NBN:fi:bof-201411113156>
- Kuusterä A. (1997). Markan matkassa - Suomen rahajärjestelmän historiaa 1840-1997. Kansantaloudellinen aikakauskirja - 93.vsk. - 2/1997. <https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/images/stories/kak/KAK21997/KAK21997Kuustera.pdf>

- Lainela, S., Ponomarenko, A. (2012). Russian financial markets and monetary policy instruments. *BOFIT Online* 2012 No. 3. ISSN 1456-811X. <https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/12520/170174.pdf?sequence=1>
- Latvijas Banka (2021) History of the Bank of Latvia. Online. Noudettu 18.4.2021. <https://www.bank.lv/en/about-us/2609-history-of-the-bank-of-latvia>
- Letiche, J. M. (2007). *Russia moves into the global economy*. Routledge. New York.
- Michael, B. (2020). Understanding the effects of growing central bank balance sheets on investment. *Economic affairs* (Harlow), 40(3), 385-394. <https://doi.org/10.1111/ecaf.12434>
- MIR online (2021) Платежная система «Мир». Online. Noudettu 18.10.2021. <https://mironline.ru/payment-system/about/>
- Mishkin, F. S., Matthews, K. & Giuliadori, M. (2013). *The economics of money, banking and financial markets* (European ed.). Pearson.
- Munro, G. E. (1997). Finance and Credit in the Eighteenth-Century Russian Economy. *Jahrbücher für Geschichte Osteuropas*, 45(4), 552-560.
- Muzey Deneg (2010) The Bank of Russia and the milestones in the history. Online. Noudettu 14.3.2021. <http://muzeydeneg.ru/eng/?p=40>
- National Bank of Ukraine (2021a). History of the Central Bank of Ukraine. Online. Noudettu 18.4.2021. <https://bank.gov.ua/en/about/nbu-history>
- National Bank of Ukraine (2021b) Financial Markets. Official hrivnya exchange rates. Online. Noudettu 12.10.2021. <https://bank.gov.ua/en/markets/exchangerate-chart?cn%5B%5D=EUR&startDate=2009-01-01&endDate=2020-01-01>
- Neely, C. (2017). Chinese Foreign Exchange Reserves, Policy Choices, and the U.S. Economy. *Journal of insurance and financial management*, Vol 3, Issue 3. P-P. https://www.researchgate.net/publication/317163296_Chinese_foreign_exchange_reserves_policy_choices_and_the_US_economy
- Novokmet, F., Piketty, T. & Zucman, G. (2018). From Soviets to oligarchs: Inequality and property in Russia 1905-2016. *Journal of economic inequality*, 16(2), 189-223. <https://doi.org/10.1007/s10888-018-9383-0>

- Obstfeld, M., Shambaugh, J. C. & Taylor, A. M. (2005). The Trilemma in History: Tradeoffs among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility. *The review of economics and statistics*, 87(3), 423-438.
<https://doi.org/10.1162/0034653054638300>
- OECD (2018). Reserve Requirements: Current Use, Motivations and Practical Considerations. OECD Code of Liberalisation of Capital Movements.
<https://www.oecd.org/daf/inv/Reserve-Requirements-Current-Use-Motivations-and-Practical-Considerations-technical-note.pdf>
- Oksanen, H. (2017). Euro ja Suomi politiikan ja talousoppien valossa. *Kansantaloudellinen aikakauskirja 2/2017*, 183–205.
- OSW (2015). The economic and financial crisis in Russia background, symptoms and prospects for the future. Centre for Eastern studies, Osrodek Studiow Wschodnich.
https://www.osw.waw.pl/sites/default/files/raport_crisis_in_russia_net.pdf
- Our World in Data (2021) Total tax revenues. Online. Noudettu 25.11.2021.
<https://ourworldindata.org/grapher/total-tax-revenues-gdp?tab=map>
- Petersen, M. & Mukkudem-Petersen J. Basel III Liquidity Regulation and Its Implications, Business Expert Press, 2014. ProQuest Ebook Central,
<https://ebookcentral-proquest-com.proxy.uwasa.fi/lib/tritonia-ebooks/detail.action?docID=1680052>.
- Pohjola, M. (2019). *Taloustieteen oppikirja (14., uudistettu painos.)*. Sanoma Pro Oy. ISBN 978-952-63-5892-5
- Pohjola, M. (2014). *Taloustieteen oppikirja (11. uud. p.)*. Sanoma Pro. ISBN 978-952-63-2949-9
- Ponomarenko, A., Vasilieva, E. & Schobert F. (2012). FEEDBACK TO THE ECB'S MONETARY ANALYSIS THE BANK OF RUSSIA'S EXPERIENCE WITH SOME KEY TOOLS. WORKING PAPER SERIES NO 1471 / SEPTEMBER 2012. European Central Bank.
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1471.pdf>
- Ponomarenko, A & Vlasov, S. (2010). Russian Fiscal Policy During the Financial Crisis. Bank of Finland, Institute for Economies in Transition, BOFIT Discussion Papers. 10.2139/ssrn.1665036.

- Puolustusministeriö (2008). Haasteiden Venäjä. ISBN: 978-951-25-1882-1.
https://www.defmin.fi/files/1232/Haasteiden_Venaja.pdf
- Reis, R. (2017). QE in the future: The central bank's balance sheet in a fiscal crisis. *IMF economic review*, 65(1), 71-112. <https://doi.org/10.1057/s41308-017-0028-2>
- Reuters (2014) Wall Street sells off as Ukraine-Russia tension rises. Toim. Moon, A.
<https://www.reuters.com/article/us-markets-stocks-idUSBREA210XF20140303>
- Reuters (2015) UPDATE 1-Russia's capital outflows reach record \$151.5 bln in 2014 as sanctions, oil slump hit. Toim. Reuters Staff.
<https://www.reuters.com/article/russia-capital-outflows-idUSL6N0UV3S320150116>
- Repullo, R. (2010). Liquidity, Risk Taking, and the Lender of Last Resort. Teoksessa *Liquidity and crises* s. 270 – 290. Oxford University Press. Toim. Allen, F.
- Shlapentokh, V. (2006). Trust in Public Institutions in Russia: The Lowest in the World. *Communist and Post-Communist Studies*. 39. 153–174.
[10.1016/j.postcomstud.2006.03.004](https://doi.org/10.1016/j.postcomstud.2006.03.004).
- Solanko, L. (2020). From reforms to stagnation – 20 years of economic policies in Putin's Russia. Suomen pankki. BOFIT.
<https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/16548/bpb0120.pdf?sequence=1>
- Suomalais-venäläinen kauppakamari, Suomalais-venäläinen kauppakamariyhdistys.
Toim. Tiri, M., Aitio, U. & Alho, A. (2009). Venäjän liiketoiminnan perusopas. [Suomalais-venäläinen kauppakamari].
- Suomen Pankki (2021a). Verkko-opintopaketti. Online. Noudettu 3.3.2021.
<https://www.suomenpankki.fi/fi/opi-taloudesta/sanasto/>
- Suomen Pankki (2021b) Rahapolitiikan välineet. Online. Noudettu 29.3.2021.
<https://www.suomenpankki.fi/fi/rahapolitiikka/rahapolitiikan-toimeenpano/rahapolitiikan-valineet/>
- Suomen Pankki (2021c) Rahapolitiikan strategia. Online. Noudettu 6.12.2021.
<https://www.suomenpankki.fi/fi/rahapolitiikka/rahapolitiikan-strategia/>
- Sutela, P. (2012). Ruplan maa: Kuinka Venäjästä tuli normaali talous. Siltala.

- Sutela, P. (1998). Privatization in the countries of Eastern and Central Europe and of the former Soviet Union. UNU/WIDER.
- Suvanto, A. & Kontulainen, J. (2016). €KP ilmoitti tänään.: Rahapolitiikka tyynessä ja myrskyssä. Docendo Oy.
- Sveriges Riksbank (2021). About the Riksbank. Online. Noudettu 5.3.2021.
<https://www.riksbank.se/en-gb/about-the-riksbank/>
- Teifukova R. (2017) The economic effect of the Crimean annexation. Ankara Center for Crisis and Policy studies. Online. Noudettu 19.10.2021.
<https://www.ankasam.org/the-economic-effect-of-the-crimean-annexation/?lang=en>
- Tervala J. (2014). Suomen suhdannevaihtelut AS-AD-mallin avulla kuvattuna. Kansantaloudellinen aikakauskirjan 110. vsk. 3/2014.
<https://core.ac.uk/download/pdf/33725255.pdf>
- Tilastokeskus (2021). Julkisyhteisöjen alijäämä 5,4 prosenttia ja velka 69,2 prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen vuonna 2020. Online. Noudettu 25.11.2021.
https://www.stat.fi/til/jali/2020/jali_2020_2021-04-21_tie_001_fi.html
- Titzck S. & Van den End J. (2021) The impact of size, composition and duration of the central bank balance sheet on inflation expectations and market prices, The European Journal of Finance, 27:12, 1186-1209, DOI: 10.1080/1351847X.2020.1866051
- Trading Economics. (2021) Commodity, Crude oil. Online. Noudettu 13.10.2021.
<https://tradingeconomics.com/commodity/crude-oil>
- Ulyukayev A. (2015). Main problem for Russian economy not a weak ruble but its volatility - ulyukayev. (2015, Dec 29). Interfax : Russia & CIS Business and Financial Newswire Retrieved from <https://search-proquest-com.proxy.uwasa.fi/wire-feeds/main-problem-russian-economy-not-weak-ruble/docview/1752333133/se-2?accountid=14797>

- Urbanovsky, T. (2015) Factors behind the Russian Ruble Depreciation. 4th World Conference on Business, Economics and Management, WCBEM. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567115008278/pdf?md5=1077f93831ea30cdde19ec519ad0d246&pid=1-s2.0-S2212567115008278-main.pdf>
- Valtionvarainministeriö (2021) Finanssipolitiikka. Talouspolitiikan lähtökohdat. Online. Noudettu 2.11.2021. <https://vm.fi/finanssipolitiikka>
- Valtionvarainministeriö (2015). Venäjän talouden näkymät ja vaikutukset Suomeen. <https://vm.fi/documents/10623/1096506/Ven%C3%A4j%C3%A4n+talouden+n%C3%A4kym%C3%A4t+ja+vaikutukset+Suomeen/82a661d4-1a31-4b4b-b71b-313bb7a25286>
- Vihavainen, T. & Ketola, K. (2015). Suuri ja mahtava: Venäjän historiaa suomalaisille. Minerva.
- Viktorov, I. & Abramov A. (2019) The 2014–15 Financial Crisis in Russia and the Foundations of Weak Monetary Power Autonomy in the International Political Economy, *New Political Economy*, 25:4, 487-510, DOI: 10.1080/13563467.2019.1613349
- Vnešekonombank (2021). Our Development Strategy — Russia's Development Strategy. Online. Noudettu 28.10.2021. <https://xn--90ab5f.xn--p1ai/en/about-us/>
- Volkov, A. (2018) Foreign Investments in the Economy of Sankt-Petersburg and Leningrad Region. *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya*, 2018, vol. 62, No 6, pp. 67-76. <https://doi.org/10.20542/0131-2227-2018-62-6-67-76>
- VTV (2021) Valtiontalouden tarkastusvirasto. Finanssipolitiikan sääntely Euroopan talous- ja rahaliitossa. Hyvä hallinto -artikkelit. Online. Noudettu 2.11.2021. <https://www.vtv.fi/hyva-hallinto-artikkeli/finanssipolitiikan-saantely-euroopan-talous-ja-rahaliitossa/>
- Warjiyo, P., & Juhro, S. M. (2019). Central bank policy : Theory and practice. ProQuest Ebook Central <https://ebookcentral-proquest-com.proxy.uwasa.fi>
- Wetterberg, G. (2018). Money and power – the history of Sveriges Riksbank. Sveriges Riksbank. Atlantis.

- Wetterberg G. & Mikive (2018) A. Sveriges Riksbank – a 350-year journey. Sveriges Riksbank. Noudettu 5.3.2021
<https://www.riksbank.se/globalassets/media/riksbanken-350-ar/digital-skript/sveriges-riksbank-a-350-year-journey.pdf>
- World Bank (2021a) Data Bank. GDP, PPP (current international \$). Online. Noudettu 6.12.2021. <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.PP.CD>
- World Bank (2021b) Data Bank. Employment in agriculture, industry & Services. Online. Noudettu 5.3.2021.
<https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&country=RUS>
- World Finance (2019) Crimea doesn't pay: assessing the economic impact of Russia's annexation. Toim. Ballard Barclay. Online. Noudettu 19.10.2021.
<https://www.worldfinance.com/special-reports/crimea-doesnt-pay-assessing-the-economic-impact-of-russias-annexation>
- Xu Wenhong (2021). Basic Concepts of Russia's Fiscal Policy: Experience for China Part 2. Studies on Russian economic development, 32(2), 133–140.
<https://doi.org/10.1134/S1075700721020155>
- Zygar, M. (2016). Putinin sisäpiiri: Nyky-Venäjän lyhyt historia. Kustannusosakeyhtiö Otava.

Liitteet

Liite 1. Venäjän keskuspankin tase 2018

Bank of Russia Annual Report
for 2018

4. Annual financial statements of the Bank
of Russia for 2018 and auditors' reports

225

Annual Balance Sheet as of 31 December 2018

(millions of rubles)

	Note	2018	2017
ASSETS			
1. Precious metals	4	6,123,931	4,505,183
2. Funds placed with non-residents and foreign securities	5	24,496,143	18,878,512
3. Loans and deposits	6	3,672,548	3,511,045
4. Securities, of which:	7	1,038,786	886,080
4.1. Federal government debt obligations		179,019	218,883
4.2. Credit institutions' shares acquired as part of bankruptcy prevention measures		565,839	456,200
5. Claims on the IMF	8	1,751,536	1,491,825
6. Other assets, of which:	9	2,285,999	1,542,461
6.1. Fixed assets		83,212	80,069
6.2. Profit tax advance payments		140	151
Total assets		39,368,943	30,815,106
LIABILITIES			
1. Cash in circulation	10	10,312,842	9,539,356
2. Funds in accounts with the Bank of Russia, of which:	11	14,526,589	11,003,132
2.1. Federal government funds		7,894,719	4,565,692
2.2. Funds of resident credit institutions		4,381,714	4,812,384
3. Float	12	50	727
4. Securities issued	13	1,388,252	356,777
5. Obligations to the IMF	14	1,616,353	1,407,818
6. Other liabilities	15	130,573	120,808
7. Capital, of which:	16	11,394,284	8,386,488
7.1. Authorised capital		3,000	3,000
7.2. Reserves and funds		12,261,422	8,818,796
7.3. Previous years' losses		(435,459)	0
7.4. Reporting year losses		(434,679)	(435,308)
Total liabilities		39,368,943	30,815,106

Governor of the Bank of Russia



E.S. Nabiullina

Bank of Russia Chief Accountant



I.Yu. Granovskaya

26 April 2019

Liite 2. Saksan keskuspankin tase 2018

Balance sheet of the Deutsche Bundesbank as at 31 December 2018		
Assets		
		31.12.2017
	€ million	€ million
1 Gold and gold receivables <i>of which: gold receivables €313,958.76</i>	121,445	117,347 (0)
2 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency		
2.1 Receivables from the IMF	19,896	(18,280)
2.2 Balances with banks and security investments, external loans and other external assets	<u>31,796</u>	<u>(31,215)</u>
	51,693	49,495
3 Claims on euro area residents denominated in foreign currency	1,644	7,168
4 Claims on non-euro area residents denominated in euro	1,943	4,396
5 Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro		
5.1 Main refinancing operations	1,890	(1,049)
5.2 Longer-term refinancing operations	87,648	(93,272)
5.3 Fine-tuning reverse operations	–	(–)
5.4 Structural reverse operations	–	(–)
5.5 Marginal lending facility	<u>894</u>	<u>(–)</u>
	90,432	94,320
6 Other claims on euro area credit institutions denominated in euro	120	464
7 Securities of euro area residents denominated in euro		
7.1 Securities held for monetary policy purposes	571,829	(512,125)
7.2 Other securities	<u>–</u>	<u>(–)</u>
	571,829	512,125
8 Claims on the Federal Government	4,440	(4,440)
9 Intra-Eurosystem claims		
9.1 Participating interest in the ECB	1,948	(1,948)
9.2 Claims equivalent to the transfer of foreign reserves to the ECB	10,430	(10,430)
9.3 Net claims related to the allocation of euro banknotes within the Eurosystem	–	(–)
9.4 Other claims within the Eurosystem (net)	<u>966,324</u>	<u>(906,805)</u>
	978,702	919,183
10 Items in course of settlement	2	2
11 Other assets		
11.1 Coins	1,078	(1,041)
11.2 Tangible and intangible fixed assets	874	(795)
11.3 Other financial assets	12,053	(11,194)
11.4 Off-balance-sheet instruments revaluation differences	7	(92)
11.5 Accruals and prepaid expenses	5,206	(5,272)
11.6 Sundry	<u>313</u>	<u>(295)</u>
	19,532	18,688
	<u>1,841,781</u>	<u>1,727,629</u>

		Liabilities	
		31.12.2017	
		€ million	€ million
1	Banknotes in circulation	289,587	275,376
2	Liabilities to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro		
2.1	Current accounts	421,415	(392,785)
2.2	Deposit facility	151,385	(217,039)
2.3	Fixed-term deposits	–	(–)
2.4	Fine-tuning reverse operations	–	(–)
2.5	Deposits related to margin calls	<u>6</u>	<u>(2)</u>
		572,806	609,826
3	Other liabilities to euro area credit institutions denominated in euro	4,300	2,677
4	Liabilities to other euro area residents denominated in euro		
4.1	General government deposits	65,590	(66,970)
4.2	Other liabilities	<u>57,950</u>	<u>(51,815)</u>
		123,540	118,785
5	Liabilities to non-euro area residents denominated in euro	280,798	199,813
6	Liabilities to euro area residents denominated in foreign currency	0	0
7	Liabilities to non-euro area residents denominated in foreign currency	–	1,008
8	Counterpart of special drawing rights allocated by the IMF	14,656	14,322
9	Intra-Eurosystem liabilities		
9.1	Liabilities related to the issuance of ECB debt certificates	–	(–)
9.2	Net liabilities related to the allocation of euro banknotes within the Eurosystem	401,094	(359,306)
9.3	Other liabilities within the Eurosystem (net)	<u>–</u>	<u>(–)</u>
		401,094	359,306
10	Items in course of settlement	1	1
11	Other liabilities		
11.1	Off-balance-sheet instruments revaluation differences	–	(–)
11.2	Accruals and income collected in advance	781	(447)
11.3	Sundry	<u>1,940</u>	<u>(1,938)</u>
		2,721	2,385
12	Provisions	25,598	23,485
13	Revaluation accounts	118,499	113,079
14	Capital and reserves		
14.1	Capital	2,500	(2,500)
14.2	Reserves	<u>3,246</u>	<u>(3,164)</u>
		5,746	5,664
15	Distributable profit	<u>2,433</u>	<u>1,902</u>
		<u>1,841,781</u>	<u>1,727,629</u>