

# **Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahapolitiikka - Vakautta kriisien täyttämään maailmaan, luento 23.11.2023**

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Rahapolitiikka - Vakautta kriisien täyttämään maailmaan

Luento Helsingin yliopiston Suomen talouselämän ja maailmantalouden esittely -opintojaksolla  
23.11.2023, etäluento

Esitys ([pdf](#))

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Avauspuheenvuoro: Mitä Generation Euro - kilpailun tilalle? 9.11.2023

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Avauspuheenvuoro

Mitä Generation Euro -kilpailun tilalle?

Opettajaseminaari 9.11.2023, Suomen Pankki

*Puheen runko – pidetty esitys voi poiketa.*

Tervetuloa Suomen Pankkiin keskustelemaan talousosaamisen kehittämisestä ja tavoista, joilla voimme tukea talousasioiden opetusta lukioissa.

[Kerroimme](#) syyskuussa, ettei Generation Euro –kilpailua järjestetä Suomessa tänä lukuvuonna. Samalla lupasimme olla yhteydessä suoraan niihin kouluihin, jotka aktiivisesti ovat olleet mukana kilpailussa – eli teihin. Tavoitteemme on siis yhdessä teidän kanssanne pohtia mahdollista yhteistyötä talousosaamisen ja keskuspankkiteemojen saralla.

Ensin kuitenkin muutama sana Generation Euro -kilpailusta, sen historiasta ja meidän kokemuksistamme kilpailun järjestämisestä sekä syistä, joiden vuoksi tänä vuonna päätimme jättää järjestelyt väliin.

Generation Euro Student Awards on kilpailu, jonka osa euroalueen keskuspankeista järjestää vuosittain toisen asteen opiskelijoille. Opiskelijat kisaavat kilpailussa talouden toiminnan ja rahapolitiikan teemoista. Kilpailun tarkoituksena on edistää nuorten talousosaamista yleisesti ja rahapolitiikasta erityisesti.

Kilpailu järjestettiin ensimmäisen kerran lukuvuonna 2011–2012. Suomessa kilpailun on järjestänyt luonnollisesti Suomen Pankki, koska kyseessä on eurojärjestelmän hanke.

Kilpailussa on ollut kolme kierrosta: verkossa tehtävä tietokilpailu eli monivalintatehtävä, aiemmin esseemuotoisen toisen kierroksen korvasi viime lukuvuonna videotehtävä, ja viimeisenä vaiheena kansallinen loppukilpailu, joka on suoritettu esityksenä tai, kuten viime kerralla, paneelina Suomen Pankin rahamuseossa.

Viestintäyksikkömme on hoitanut kilpailun järjestelyjä ja pankin ekonomisteista koottu ryhmä on toiminut arviointiraatina niin esseevaiheessa kuin finaalissa.

Kilpailun on vuosien mittaan voittanut Ålands lyceum Maarianhaminasta neljä kertaa, Suomalainen Yhteiskoulu Helsingistä kolme kertaa ja Etelä-Tapiolan lukio Espoosta kaksi kertaa. Tänä keväänä kilpailun voitti Tampereen yliopiston normaalikoulun lukio. Lahden yhteiskoulukin, jonka säätiön hallituksessa minä toimin, on voittanut kilpailun kertaalleen. Hienoa, että useampikin voittajajoukkueen opettaja on päässyt tänne paikan päälle. Ymmärrämme, että opettajan rooli on ollut todella tärkeä näihin kilpailuihin panostamisessa.

Ålands lyceum pääsi peräti kahdeksan kertaa kansalliseen loppukilpailuun. Vastuupettaja Anders Casén on nyt eläkkeellä eikä päässyt tänään paikalle. Maarianhaminan lukiossa kilpailu oli lopulta niin suosittu, että he joutuivat järjestämään sisäisen karsintakilpailun pääsystä koulun joukkueeseen.

Anders Casén kertoi vastikään meidän järjestäjillemme, että hienoimmat kokemukset olivat mahdollisuus vieraillla EKP:ssa, kätellä silloista pääjohtajaa Mario Draghia sekä keskustella oppilaiden ja Suomen Pankin pääjohtajan kanssa EKP:n kahvilassa.

Opiskelijoille osallistuminen kilpailuun on merkinnyt, että he oppivat paljon enemmän kuin mitä opetus suunnitelmassa säädetään. Vaikka fokus on ollut rahapolitiikassa, niin tarkastelu helposti ulottuu kansantalouden ilmiöihin laajemminkin. Siten mahdollisuus kirjoittaa yo-kirjoituksissa hyvä arvosana yhteiskuntaopissa paranee huomattavasti.

Kuulemme tänään mielellämme teidänkin kokemuksianne osallistumisesta Generation Euro -kilpailuun.

Tällä hetkellä Generation Euron tulevaisuuden näkymät ovat epävarmoja. EKP on irtaantunut järjestelyistä. Meidän näkemyksemme mukaan kouluja on vaikeaa motivoida osallistumaan kilpailuun ilman palkintojenjakotilaisuutta Frankfurtissa. Lisäksi niin Suomessa kuin muissakin

maissa osallistuneiden koulujen joukko on ollut aika pieni. Päätimme siis olla osallistumatta kilpailuun tällä lukukaudella, ja samaan ratkaisuun päätyivät useat muut kansalliset keskuspankit. Järjestämme Generation Euro -kilpailua jatkossa tai emme, haluamme joka tapauksessa varmistaa, että sidosryhmämme saavat tarvitsemansa tiedot Suomen Pankin ja Euroopan keskuspankin toiminnasta. Yksi meidän strategisista tavoitteistamme on edistää talousosaamista. Rahamuseo on vakiinnuttanut asemansa talousosaamiskeskuksena. Kansallisen talousosaamisstrategian toimeenpanoa edistetään oikeusministeriön ohjauksessa. Rahamuseo toimii talousosaamisen verkoston kokoajana. Talousosaamiskeskuksen strategiset kumppanit ovat tärkeässä roolissa talousosaamisen tavoitteiden edistämässä.

Talousosaamisen neuvonantaja Anu Raijas kertoo hetken päästä tarkemmin talousosaamiskeskuksesta ja sen toiminnasta. Hän kertoo mm. siitä, miten pystymme räätälöimään lukiolaisten opastuksia siten, että painotus on rahapolitiikassa ja keskuspankkien ydintoiminnoissa. Suomen Pankki on osaltaan tukenut Helsinki Graduate School of Economicsin eli Helsinki GSE:n Miten talous toimii -kurssia, joka on suunnattu muun muassa lukiolaisille. Professori Juuso Välimäki kertoo siitä kohta tarkemmin.

Kuulemme mielellämme, jos teillä on kokemuksia tästä kurssista osana opetusta ja ajatuksia, miten sitä voisi kehittää. Meitä kiinnostaa myös, miten voisimme muutoin tukea kouluja ja erityisesti taloustiedon opetusta? Tässä te olette parhaita asiantuntijoita.

Suomen Pankin avainsanoihin kuuluvat luotettavuus, avoimuus ja ymmärrettävyys. Yleisötutkimusten mukaan suomalaiset kyllä luottavat Suomen Pankkiin ja siihen, että olemme avoimia toiminnassamme. Toimintamme ymmärtämisessä puolestaan voi kuitenkin olla vähän niin ja näin. Tästäkin teemasta keskustelemme tänään mielellämme kanssanne.

Paikalla täällä meiltä Suomen Pankista ovat tänään tutkimuspäällikkö Esa Jokivuolle, joka on ollut usein kilpailun arviointiraadin puheenjohtajana, sidosryhmäviestinnän päällikkö Iina Lario, jolla on pitkä kokemus kilpailun järjestämisestä, sekä talousosaamisen neuvonantaja Anu Raijas, jolle nyt annan puheenvuoron. Ole hyvä, Anu.

# Digitaalisen euron kansallisen seurantaryhmän kokous 1.11.2023

Digitaalisen euron kansallisen seurantaryhmän kokous

1.11.2023, Suomen Pankki

Esitykset:

- EKP:n neuvoston päätös ja tuleva valmisteluvaihe, Suomen Pankki ([pdf](#))
- Digieuroasetus, valtiovarainministeriö ([pdf](#))

Tutustu myös digitaalinen keskuspankkiraha -kokoomasivuun. ([Linkki](#))

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Digitaalisen euron ja pikamaksamisen kehityshankkeet sekä maksamisen tulevaisuus 19.10.2023

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Euro ja talous -tiedotustilaisuus 19.10.2023  
Esitys ([pdf](#))  
*Puheen runko – pidetty esitys voi poiketa.*

## Digitaalisen euron ja pikamaksamisen kehityshankkeet sekä maksamisen tulevaisuus

Tervetuloa tämän vuoden viidenteen Euro ja talous julkaisutilaisuuteen. Muutama viikko sitten saitte kuulla rahapoliittisen näkemyksemme. Tänä keskitämme maksamisen asioihin. Tilaisuuden ajankohtaisuutta korostaa eilen illalla EKP:n neuvostossa tehty päätös siirtymisestä seuraavaan vaiheeseen digitaalisen euron kehittämissä.

Ennen kuin kuvaan eilisten päätösten merkitystä, muutama sana maksamisen tilanteesta Suomessa. Vähittäismaksaminen on sähköistynyt meillä nopeasti ja voimakkaasti. Maksamisen tehostumisella on kuitenkin myös kääntöpuolensa. Vaikka erilaisten maksamisen vaihtoehtojen määrä voi tuntua meistä suurelta, maksamisesta on tullut kovin yksipuolista. Voin totta kai maksaa sähköisesti kortillani debitiltä tai creditiltä, tai vaikka mobiilisti esimerkiksi ApplePay:llä. Vaihtoehtojen näennäisestä monipuolisuudesta huolimatta kaikki nämä maksut kulkevat samoja Visa/MasterCard -raiteita pitkin. Korttiyhtiöt ovat toki maksamisen ammattilaisia. Niiden järjestelmät ovat tehokkaita ja toimintavarmoja, mutta yhteiskunnan kriittisen toiminnon ei saa antaa monopolisoitua. Maksamisessa kuten muissakin toiminnoissa vaihtoehtojen olemassaolo sekä lisää toimintavarmuutta että ehkäisee hintojen nousua.

Maksamisen toimintavarmuus on ollut meidän viranomaisten agendalla jo pitkään, mutta geopoliittisen tilanteen kiristyminen, erityisesti Venäjän laitton hyökkäys Ukrainaan viime vuonna, korosti sen merkitystä. Odotukset ja pelot yhteiskunnan kriittiseen infrastruktuuriin vaikuttamisesta ovat realisoituneet viime aikoina. Yhteiskunnan varautuminen on kuitenkin hyvällä tasolla ja huoltovarmuuden näkökulmasta tilanne on edelleen vakaa.

Yhteiskunnan kriittisten toimintojen varautumistyötä tehdään koko ajan. Myös finanssisektorin varautumista on tehty pitkäjänteisesti, ja toimia on tehty niin yksittäisten toimijoiden kuin koko sektorinkin tasolla.

Finanssisektorin suojautuminen on yleisesti verrattain hyvällä tasolla, mutta parannettavaakin on. Uhkakuvat myös muuttuvat ja kehittyvät jatkuvasti. Toistaiseksi finanssitoimialalla on nähty lähinnä palvelunestohyökkäyksiä, jotka aiheuttavat etupäässä kiusaa ja harmia.

Finanssisektorin toimintavarmuutta on viime aikoina parannettu myös pankkitilien ja maksamisen varajärjestelyllä. Tämä ”huoltovarmuustilijärjestelmä” perustuu viime vuonna luotuun lainsäädäntöön, jonka myötä Rahoitusvakaus-virasto ja Suomen Pankki voivat tuottaa palvelut tilien, maksukorttien ja tilisiirtojen käytön mahdollistamiseksi poikkeusoloissa ja pitkäkestoisissa vakavissa häiriöissä. Elinkeinoelämä huolehtii varajärjestelmän käytön mahdollistamisesta omalta osaltaan.

**Käteisen rooli pienentynyt, mutta edelleen tarpeellinen [Kalvo**

## 2]

Keskeinen syy toimintavarmuus- ja kilpailunäkökulmien voimistumiseen maksamiseen liittyvällä agendallamme liittyy käteisen aseman muuttumiseen. Vaikka käteistä on euroalueella liikkeellä aiempaa enemmän, sen asema maksuvälineenä on erityisesti meillä Suomessa supistunut jo pitkään. Eurokäteistä on liikkeellä 1 500 miljardin euron edestä, eli nelisen tuhatta euroa jokaista euroalueen kasalaista kohden. Kuitenkin meillä Suomessa vain pieni osa päivittäisostoista maksetaan nykyään käteisellä, ja alle kymmenen prosenttia meistä kertoo käyttävänsä käteistä pääasiallisena maksuvälineenään.

Tämä kuvio maksamisen kehityksestä pohjustaa itse asiassa koko vasta-ilmes-ty-neiden Euro ja talous - julkaisun teemat. Anja Harjun artikkelissa kuvataan käteisen vähenevän käytön tuomia haasteita toimivan käteisverkon ylläpitämiseksi.

Vaikka käteisen käyttö alkaa joistakin meistä rinnastua lp-levyjen kuunteluun tai filmikameralla kuvaamiseen, käteisellä on kuitenkin tärkeä asema osalle kansalaisista päivittäisenä maksuvälineenä, ja kaikille meistä kilpailua ja toimintavarmuutta kasvattavana korttimaksamisen vaihtoehtona. Tämä tilanne säilyy kuitenkin vain niin kauan kuin käteisen saatavuus ja hyväksyttävyys on varmistettu tulevaisuudessakin.

EU:n komission aloite käteisen aseman turvaamiseksi, johon EKP julkaisi alkuviikosta kantansa, lähettää yksiselitteisen viestin sekä poliittisesta että keskuspankin tahtotilasta: mahdollisuus eurokäteisen käyttöön on säilytettävä. Säätelyesitys tarkentuu valmistelussa, mutta on selvää, että käteisen asema laillisena maksuvälineenä tulee säilymään. Tämä ei poista tarvetta kansalliselta säätelyltä, jolla varmistetaan käteisen saatavuus ja talletusmahdollisuudet. Näistä Suomen Pankki on tehnyt lainsäädäntöaloitteen vuonna 2022.

Oikeanpuoleisessa kuvasta kiinnittäisin huomiota myös mobiilimaksamiseen, joka on kyselymme perusteella saavuttanut suosiossaan käteisen käytön. Mobiilimaksaminen etenkin kauppapaikoilla on kuitenkin tänä päivänä pääasiassa korttimaksamista. Maria Huhtaniska-Montielin artikkeli avaa sitä, kuinka tilipohjaiseen pikamaksamiseen pohjautuva mobiilimaksaminen lisäisi kilpailua ja kasvattaisi toimintavarmuutta vähittäismaksamisessa. Siitä hetken kuluttua enemmän.

## **Digitaalista euroa suunnitellaan maksuvälineeksi käteisen rinnalle [Kalvo 3]**

Juuri nyt eurooppalaisen maksamisen kentällä ajankohtaisimpana ja perustavanlaatuisimpana hankkeena voidaan pitää digitaalista euroa, jota suunnitellaan maksuvälineeksi käteisen rinnalle. Eurojärjestelmä tukee käteisen aseman (saatavuuden ja käytettävyyden) varmistamista, mutta meidän on myös huolehdittava, että euroalueen kotitalouksilla säilyy jatkossakin mahdollisuus maksaa keskuspankkirahalla digitalisoituvassa yhteiskunnassa.

Nykyisin meillä on kahdenlaista keskuspankkirahaa. Siihen lukeutuu yhtäältä kaikkien saatavilla oleva fyysinen käteinen eli setelit ja kolikot, sekä toisaalta liikepankkien keskuspankeissa pitämät talletukset. Digitaalinen euro tulee nähdä käteisen seuraavana, sähköisenä, kehitysvaiheena. Käteisen tavoin se olisi kaikkien euroalueen kansalaisille saatavilla olevaa digitaalista keskuspankkirahaa, eli keskuspankin velkaa rahan haltijalle, mutta käteisestä poiketen se olisi olemassa sähköisessä muodossa.

Digitaalista euroa pitäisi pystyä käyttämään kaikissa samoissa tilanteissa kuin käteistäkin. Sillä voisi maksaa kaupan kassalla sekä henkilöiden välisissä maksuissa. Mutta, toisin kuin fyysinen käteinen, digitaalinen euro toimisi maksuvälineenä myös verkkokaupassa ja muissa tilanteissa, joissa maksaja ja maksun saaja eivät ole käsivarren päässä toisistaan. Lisäksi digitaalisilla euroilla tulisi voida kuitata velat julkiselle sektorille, ja vastaavasti julkisen sektorin maksusiirrot kansalaisille voitaisiin tehdä digitaalisilla euroilla. Eurokäteisen lailla myös digitaalista euroa voisi käyttää maksutapana kaikkialla euroalueella jäsenmaasta ja käyttötilanteesta riippumatta.

## **Mihin digitaalista euroa tarvitaan [Kalvo 4]**

Digitaalisen euron ydintavoitteet liittyvät eurojärjestelmän tehtävään huolehtia maksu- ja selvitysjärjestelmien luotettavuudesta ja tehokkuudesta digitalisoituvassa maailmassa ja käteisen käytön vähentyessä.

Keskuspankkirahalla on laillisen maksuvälineen asema, eli se täytyy hyväksyä maksuvälineenä minkä tahansa euromääräisen velan kuittamisessa. Pankkiki-leillä olevan liikepankkirahan arvo pohjautuu viime kädessä sen vaihdettavuuteen keskuspankkirahaan – fyysiseen tai digitaaliseen. Toteutuessaan digitaalisten eurojen liikkeeseenlasku varmistaisi keskuspankkirahan asemaa koko rahajärjestelmän ankkurina.

Lisäksi digitaalinen euro vahvistaisi Euroopan strategista riippumattomuutta ja edistäisi kilpailua euroalueella. Viimeaikaiset uutiset Itämereltäkin muistuttavat meitä siitä, ettei kriittinen infrastruktuuri saa olla yhden tai kahden toimijan varassa. Päivittäismaksamisen markkinalla asia on tällä hetkellä pitkälti näin. Valta on keskittynyt muutamalle Euroopan ulkopuoliselle korttiyhtiölle, mikä on resilienssin näkökulmasta kaukana ideaalisesta tilanteesta.

Toimintavarmuuden vahvistamisen lisäksi digitaalinen euro voisi parantaa kauppiaiden neuvotteluasemaa maksupalveluiden hinnoittelussa ja näin parantaa kilpailun edellytyksiä Euroopassa. Tämän merkitys kasvaa, kun käteisen asema vaihtoehtona pienentyy.

On syytä korostaa, että digitaalista euroa suunnitellaan maksuvälineeksi, ei sijoituskohteeksi. Meidän tarkoituksemme ei ole siirtää kotitalouksien talletuksia laajasti liikepankkien taseista eurojärjestelmän taseeseen. Haluamme keskuspankkina varmistua siitä, ettei mahdollinen liikkeeseenlasku vaaranna rahoitusvakautta. Tämän turvaamiseksi digitaalisten eurojen käyttöä voidaan rajoittaa asettamalla sen käytölle enimmäisrajoja, kuten digieurotilin saldon yläraja.

## **Digitaalisen euro tutkimusvaiheen lopputulemat (1/2) [Kalvo 5]**

EKP:n neuvosto päätti eilen siirtyä hankkeen osalta eteenpäin. Nyt vuorossa on kaksi vuotta kestävä valmisteluvaihe.

Tähän päättyneen kaksi vuotta kestäneen tutkimusvaiheen aikana eurojärjestelmä on tehnyt paljon digitaalisen euron ominaisuuksiin liittyviä valintoja. Esimerkiksi jo nyt on selvää, että jos liikkeeseen laskemiseen aikanaan päädytään, digitaaliset eurot tulisivat olemaan seteleiden tavoin keskuspankin taseessa velkaa yleisölle, eikä niille lähtökohtaisesti maksettaisi korkoa. Lisäksi digitaalisten eurojen jakelu tapahtuisi välikäsien (pankkien ja maksulaitosten) kautta – kuten seteleiden liikkeeseen lasku nykyisin tehdään.

Digitaalisesta eurosta pyritään aikaansaamaan sekä online- että offline-versiot. Online-versio muistuttaisi tavallista maksutiliä, ja offline-versio vastaisi puolestaan käyttäjän laitteeseen tallennettua raha-arvoa (kuten Avant-kortti aikoinaan Suomessa).

Vaikka seteleiden anonymiteetin tasolle ei digitaalisen maksuvälineen osalta päästä, eurojärjestelmä ei kuitenkaan tulisi käsittelemään digitaaliin euromaksuihin liittyviä henkilötietoja. Ja kuten jo aiemmin totesin, digitaalisen euron ensisijaiset käyttökohteet olisivat henkilöltä henkilölle maksaminen, kaupassa ja verkkokaupassa maksaminen sekä julkishallinnon kanssa asiointi.

## **Digitaalisen euro tutkimusvaiheen lopputulemat (2/2) [Kalvo 6]**

Tutkimusvaiheen perusteella digitaalisen euron tilejä ajatellaan myönnettävän vain luonnollisille henkilöille, ja rahoitusvakaussyistä tilisaldoilla kaavaillaan tarvittaessa kattoa hillitsemään rahan siirtymistä liikepankkitalletuksista keskuspankin taseeseen.

Digitaalisella eurolla tulisi voida maksaa kaikkialla, missä sähköinen maksaminen on mahdollista.

Käytännössä kuluttajat voisivat tehdä maksutapahtumia samantapaisilla välineillä kuin nykyisiä sähköisiä maksuja: maksukortilla lähimaksuna tai PIN:llä, mobiililaitteella tai tietokoneella.

Digitaalisten offline -maksujen mahdollisuus olisi puolestaan ominaisuus, jota nykyisillä sähköisillä maksutavoilla ei käytännössä ole.

Digitaalisten eurojen tilin avaamisesta tai digitaalisten eurojen käytöstä ei ajatella perittävän maksua kuluttajilta, mutta maksupalveluiden tarjoajat voisivat veloittaa kauppiaita palveluistaan, ja pankeille voitaisiin maksaa hyvityksiä tilien hoitamisesta. Seteleiden tavoin eurojärjestelmä kuitenkin kattaisi

omat kustannuksensa eikä perisi maksuja muilta osapuolilta. Näin maksutavan hyväksymiskustannukset jäisivät kohtuullisiksi.

## **Eurojärjestelmä siirtyy digitaalisen euron valmisteluvaiheeseen [Kalvo 7]**

Seuraavaksi käynnistyvä digitaalisen euron valmisteluvaihe keskittyy aluksi digieuron ympärille muodostuvan maksuskeeman sääntökirjan kirjoittamiseen. Lisäksi siinä valmistellaan mahdollisia tulevia hankintoja. Tämä vaihe on siis konkreettinen askel lähemmäs sitä, että eurojärjestelmällä on kyky niin halutessaan laskea digitaalisia euroja liikkeeseen.

On syytä kuitenkin vielä korostaa sitä, että eilinen päätös valmisteluvaiheen käynnistämisestä ei ollut päätös siitä, että digitaalisia euroja tullaan laskemaan liikkeeseen. Edelleen kyse on valmistautumisesta. Pyrimme tilanteeseen, jossa minimoidaan viive käynnistää liikkeeseenlaskut, mikäli se jatkossa katsotaan tarpeelliseksi. Kun nyt päättyvän tutkimusvaiheen jäljiltä tiedämme, mitä digitaaliselta eurolta haluamme ja minkälaisesta maksuvälineestä olisi kyse, käynnistyvän valmisteluvaiheen jälkeen meillä olisi puolestaan selvillä tarkemmat digitaalisiin euroihin liittyvät tekniset ratkaisut, ja valmius rakentaa uudenlainen, turvallinen maksuväline kaikkien euroalueen toimijoiden käyttöön.

Neuvoston eilisen päätöksen näkökulmasta keskeisessä asemassa on myös Euroopan unionin puitteissa tehtävä lainsäädäntötyö. Komissio antoi kesäkuussa lainsäädäntöehdotuksen myös digitaalisesta europa. Se luo digitaaliselle eurolle tarpeelliset oikeudelliset puitteet. Ehdotuksen mukaan digitaalisesta europa tulisi käteisen tapaan laillinen maksuväline – legal tender. Eli esimerkiksi kauppojen tulee hyväksyä digitaalisilla europa tehtävät maksut tietyin rajatuin poikkeuksin. Tällaisiin kuuluu mm. hyvin pienet yritykset sekä henkilöiden väliset maksut.

## **Pikamaksaminen hyödyntämään koko yhteiskuntaa [Kalvo 8]**

Digitaalinen euro on vielä suunnittelupöydällä, mutta muitakin vaihtoehtoja maksamiseen tarvitaan, mielellään nopeasti.

Muulla Euroopassa kännykkäpohjaisia, kaikkien pankkien asiakkaille yhteisiä pikamaksutapoja on jo olemassa. Sellainen tarvitaan myös Suomeen. Pikamaksut ovat lähes reaaliaikaisia, käytännössä sekunnissa parissa toteutuvia tilisiirtoja, joita kuluttajat voivat tehdä toisilleen kaikkina päivinä kellon ympäri esimerkiksi puhelinnumeroa ja mobiiliappia käyttäen, tai joilla voidaan maksaa esimerkiksi kaupassa lähimaksuna tai QR-koodia käyttäen.

Maksuneuvosto perusti viime vuonna työryhmän edistämään pikamaksamista Suomessa. Suomen Pankki on koordinoinut valmisteluja, joita on tehty yhdessä pankkien ja kaupan toimijoiden kanssa. Projektin tavoitteena on aikaansaada eurooppalaisittain yhteensopiva pikamaksuratkaisun konsepti, joka sisältää ratkaisun edellyttämän sääntökirjan, jossa määritellään ne toimintatavat, joita jokainen pikamaksuratkaisussa mukana oleva toimija sitoutuu noudattamaan.

Tällaisessa sääntökirjassa kuvataan mm. osallistumiskriteerit, asiakkaiden tunnistautumisen periaatteet, yhtenäisen käyttäjäkokemuksen saavuttamiseen tarvittavat piirteet ja malli keskitetyn käyttäjärekisterin käytölle. Konseptin tulee sisältää myös suomalaisen pikamaksamisen hallintomalli, jossa kuvataan, miten ja minkä tahon toimesta sääntökirjaa ylläpidetään. Pikamaksaminen toteutuu kunkin tilipankin omin päätöksin ja omiin järjestelmiin sekä yhteisesti hankittavilla palveluilla.

Kaiken kaikkiaan pikamaksamisen hankkeessa tavoitteena on aikaansaada uusi kaikkien pankkien asiakkaille samalla tavalla toimiva reaaliaikainen maksutapa. Tämä kasvattaisi osaltaan kilpailua ja toimintavarmuutta maksamisen saralla. Parhaassa tapauksessa palvelu tukee myös digitaalista euroa, jos sitä päätetään laskea liikkeeseen. Maksuneuvosto tulee päivittämään tietoa pikamaksamisen hankkeen kehityksestä sen edetessä.

## **Eurojärjestelmän kyberstrategia Suomeen [Kalvo 9]**

Lopuksi nostan vielä lyhyesti esiin kyber- ja hybridiuhat, joista on nähty erittäin ikäviä elävän elämän esimerkkejä viimeisen viikonkin aikana. Nämä geopolitiikkaan liittyneet tapahtumat ovat korostaneet erilaisten suojautumistoimien tärkeyttä niin finanssisektorilla kuin kaikissa muissakin yhteiskunnan kriittisissä toiminnoissa.

Finanssisektorin kyberkypsyys on yleisesti hyvällä tasolla, mutta toimiala ei saa jäädä paikoilleen makaamaan. Uhat sekä hyökkääjien keinot ja välineet muuttuvat jatkuvasti.

Eurojärjestelmän kyberstrategia luo mallin, jolla pyrintään varmistamaan, ettei finanssisektorin kyberturvatyöhön jää katvealueita. Finanssisektorin toiminta on erittäin riippuvaista ulkopuolisten palveluntuottajien toiminnasta, ja toiminnan verkostoluonne tarkoittaa, että yhden toimijan ongelmat leviävät nopeasti koko toimialan ongelmiksi, eli ne muuttuvat systeemisiksi. Keskuspankki on mukana kartoittamassa kriittisiä palveluntuottajia ja näin varmistamassa mm. maksujärjestelmien kriisinkestävyyttä.

Kyberstrategian kaksi muuta pilaria ovat maksu- ja selvitysjärjestelmien ja niiden käyttäjien kyberuhkiin varautumisen testaustuki (ns. TIBER-testaus) sekä toimialan ylimmän johdon yhteisen tilannekuvan varmistaminen jatkuvasti muuttuvassa uhkaympäristössä. Kun jokainen finanssisektorin toimija vastaa oman toimintansa riskien hallinnasta ja varautumisesta, keskuspankki tarjoaa työhön ajatusmalleja ja selvitysapua.

## **[Kalvo 10]**

Kiitän teitä kaikkia mielenkiinnosta ajankohtaisiin maksamisen asioihin, ja olen yhdessä asiantuntijoidemme kanssa valmiina vastaamaan mahdollisiin kysymyksiinne.

# Board Member Tuomas Välimäki: European Monetary Policy in the Current Global Economy, keynote 11.10.2023

Member of the Board Tuomas Välimäki  
European Monetary Policy in the Current Global Economy  
Keynote speech, Nordic Banking Forum  
Helsinki, 11 October 2023

## European Monetary Policy in the Current Global Economy

Let me start by thanking the organizers for the invitation. It is a great pleasure to address the Nordic Banking Forum, which brings together bank executives from the Nordic and Baltic countries, our home region.

As you know, the central banks and supervisors in this region have collaborated closely and frequently for decades. We know each other well. In addition to closely connected financial systems, we share many key values that guide our everyday work.

In that spirit, and before I start on today's subject, I would like to draw your attention to the Nordic-Baltic regional [report](#) on financial flows analysis, AML/CFT supervision, and financial stability that was published by the International Monetary Fund last month<sup>1</sup>. The Nordic-Baltic authorities commissioned the IMF to look at financial integrity risks from the regional perspective some time ago and the work is now completed. I hope the report can contribute to your work and maybe also to your discussions in this forum.

Let me now share my views on Euro Area Monetary Policy in the Current Global Economy. Whether in the realms of banking or central banking, it is evident that the current operating environment poses ongoing challenges, both on a global and regional scale. The recovery from the consequences of the pandemic and of Russia's illegal war in Ukraine has proved slow and uneven. Growth in the global economy is expected also to continue at a slower pace than we have experienced in recent decades. There are both cyclical and structural reasons for this.

Similar to the pandemic and the war, many of the economic challenges our countries face today have a significant global component. First and foremost, high inflation is a global phenomenon. As a result, tighter monetary policies to bring inflation under control has restricted demand worldwide. Decisions by central banks to raise interest rates have been essential for anchoring inflation expectations, preventing the wage-price spirals and eventually for strengthening households' purchasing power. Unfortunately, the extended period with high inflation has, once again, affected especially those that must use a large share of their income on everyday necessities, food and energy in particular.

In addition to restrictive monetary policies, the demand-boosting effect of fiscal policies has grown smaller. After the pandemic, the needs for financial support have eased and the sharp rise in public debt levels and interest rates has added to loan servicing costs. In an environment of high inflation, it is of particular importance that monetary and fiscal policies do not have conflicting impact on demand, otherwise central banks would have to employ even stronger policy stance.

Regardless of your perspective, bringing inflation down sooner rather than later is the key priority for economic policy makers everywhere. There is a wide consensus on this matter.

Indeed, inflation is currently receding on a global scale; however, we, central bankers, find its deceleration to be painfully slow. Projections indicate that in euro area as well as in many other countries around the world, the central banks' targets for price stability are unlikely to be achieved

until 2025.

While GDP growth in the United States has recently exceeded projections thanks to robust consumer spending, China's economic growth has unexpectedly weakened. Geopolitical tensions and fragmentation have intensified, creating frictions and disruptions in trade, heightened volatility in commodity prices, and a deceleration of the vital green transition. Additionally, the prevalence of extreme weather events has surged, resulting in increased human suffering and additional economic strain.

Nevertheless, it is worth noting that not all challenges this year have been experienced on a global scale. The threats to financial stability in the spring served as a valuable reminder of the importance of being prepared for unforeseen events. Fortunately, immediate action by authorities in the United States and Switzerland swiftly calmed the turbulence. Similar disruptions were avoided in the euro area, and also in the Nordic-Baltic region, largely thanks to the resilience of our financial and banking systems.

This said, it cannot be ruled out that the rapid rise in interest rates still carries the potential to trigger disruptions within the financial system. As central banks, we stand ready to take targeted actions in response to such occurrences. Nevertheless, our intention to keep monetary policy stance restrictive as long as needed to safeguard our price stability objective remains steadfast, and we will not compromise on this.

Therefore, maintaining robust capital and liquidity buffers of banks is crucial going forward. Notably, the swift transmission of higher interest rates to bank lending rates, far outpacing the adjustment in retail deposit rates, has yielded substantial windfall gains for many banks in the Nordic-Baltic region. Yet, this kind of partial pass-through of monetary policy cannot be considered a sustainable long-term norm. In light of the considerable uncertainties that confront us all, a forward-looking perspective throughout the entire business cycle becomes imperative. This should remain at the forefront of discussions in bank boardrooms as they consider profit allocation in the coming year. With inflationary pressures in the euro area proving to be stronger and more persistent than previously projected, we in the ECB Governing Council have raised our key interest rates by a total of 450 basis points since July last year. The policy rate we use to steer market rates – the deposit facility rate – stands now at 4.00%, after the 25 basis points hike in our September meeting. While the ECB's steering rate has been higher in the past<sup>2</sup>, the current series of interest rate hikes made in ten successive monetary policy meetings has been exceptionally rapid and forceful. Our interest rate adjustments have been driven by a firm commitment to bring inflation back to our target in a determined manner in accordance with our price stability mandate.

Euro area inflation is slowing but is still expected to remain too high for too long. The latest ECB staff projections show that by 2025, inflation in the euro area will have remained above the ECB's 2% medium-term target for more than four years.

Ladies and gentlemen,

Based on our current assessment, the Governing Council considers that the key ECB interest rates have now reached levels that, if maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to our target.

In fact, the ECB's September staff projections indicate that euro area inflation slows close to the target by the end of the projection horizon without any additional interest rate hikes. This can be seen as encouraging, as these are the first staff projections that indicate so in this tightening cycle. But considering the risks surrounding the inflation path, this does not necessarily mean there will be no more hikes. Because inflation is staying above the target for this long, further delay in achieving the target cannot easily be justified. When we say that we aim at our 2% inflation target over the medium term, it is worth noting that the clock's not only ticking, but it started doing so already some time ago. In any event, the ECB's future decisions will ensure that the policy rates are set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary.

The ECB will continue to follow a data-dependent approach to determining the appropriate level and duration of restriction. Interest rate decisions will be based particularly on our assessment of the inflation outlook in light of the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation, and the strength of monetary policy transmission.

As those of you who operate in the euro area have seen the developments in your banks' balance

sheets, it is evident that the financing conditions have tightened further and the ECB's interest rate hikes continue to be forcefully transmitted to the euro area economy. This is having a dampening effect on overall aggregate demand.

With domestic demand softening and the demand for exports losing momentum, growth in the euro area economy came to a halt in the first six months of this year and is expected to remain sluggish in the second half as well.

However, what we see is not a recession but a standstill. And it is not only the ECB projections which indicate so but also the projections of the other major forecasters. Strong labor markets play a central role in this baseline scenario. Although growth in employment is slowing, it is expected to remain positive. Unemployment is projected to grow only slightly from its record low of 6.4%.

These estimates anticipate a 'soft landing' for the euro area economy. As longer-term inflation expectations have stayed anchored in line with the ECB's target, wage growth is projected to moderate. The slowdown in inflation is nevertheless pushing up real wages, and this is expected to boost private consumption – which is important for growth – next year in particular. It should be noted, however, that there are significant downside and upside risks to the outlook for the economy and inflation.

When monetary policy is tightened in a determined manner to bring down high inflation, it weakens GDP growth temporarily. It is therefore important that central banks openly explain the objectives and reasoning behind their decisions. This kind of openness is one of the shared values of Nordic-Baltic central banks I mentioned earlier.

The primary objective of the ECB is to maintain price stability, which means an inflation rate of 2% over the medium term. To ensure price stability and the credibility of monetary policy, it is important that achievement of this inflation target is not unduly delayed, that inflation expectations do not become de-anchored, and consequently a price-wage spiral will be avoided.

We stand ready to adjust all our instruments within our mandate to ensure that inflation returns to our target and to preserve the smooth functioning of monetary policy transmission.

I wish you a fruitful forum and journey through the interesting landscapes you have identified for the forum sessions.

Thank you for your attention.

<sup>1</sup> Link to the [International Monetary Fund's Nordic-Baltic Regional Report: Technical Assistance Report Nordic-Baltic Technical Assistance Project Financial Flows Analysis, AML/CFT Supervision, and Financial Stability](#)

<sup>2</sup> Before 2015, short-term market rates were mainly steered with the rate applied in the Main Refinancing Operations.

# Board Member Tuomas Välimäki: Finland's experiences with sector-wide backup solutions, 26.9.2023

Member of the Board Tuomas Välimäki  
Finland's experiences with sectorwide back-up solutions  
6th Annual Nordic Cyber in Finance Conference  
Copenhagen, 26th September 2023  
[Presentation](#) (PDF)

## Finland's experiences with sector-wide backup solutions

I'd like to thank Danmarks Nationalbank for the great conference so far, and also for inviting me to talk about our experiences with Finnish backup solutions for emergency situations.

I will take you through the reasoning on why I think that central banks need to be involved in having sector-wide backup solutions, and also what we did in this area last year.

First, a few words on my background. I was in the Bank of Finland's Market Operations and a member of the ECB's Market Operations Committee 15 years ago, when Lehman Brothers failed. Later on, I became the head of our Monetary Policy Department and was a member of the ECB's Monetary Policy Committee at the time the euro area entered the sovereign debt crisis. So when, as a board member, I was given responsibilities that include IT and Payment Systems, I obviously held a firm view of where the next crisis would emerge! And, I was half right: it was a virus – a biological one instead of a cyber one. But I'm still counting, and in the meanwhile trying to raise awareness of the need to be prepared.

You all understand that stability and crisis prevention are close to the heart of a central banker. Even if our inflation has halved to 5% from its double-digit peak last year, it's easy to forget that central banks were not originally created to ensure price stability. For example, the US Federal Reserve was established back in 1913 to prevent bank runs, which were common in the first decade of the last century.

The importance of financial stability was reinforced earlier this year. A modern bank run does not involve people queuing in front of a bank. Instead, it takes place digitally. But the origin of March Madness in the US banking sector was traditional – issues with liquidity, or more precisely, loss of confidence in some institutions' ability to meet their obligations in the future.

So how does this relate to cyber issues? Loss of confidence is a common denominator behind most systemic events. In financial markets, even solvent institutions are fragile if they run out of liquidity, and your liquidity position is guaranteed only for as long as other market players have confidence in you. To make things worse, you can be hit with a loss of confidence via contagion, even if it's not you that initially faced the problems.

Let's assume that a Finnish bank is hit by a cyber incident, and as a result its customers cannot access their accounts. It's not this bank that would face a run, as it is closed, but I am certain that the customers of other Finnish banks would be scared, and at least some of them would run for cash. So, a cyber incident can have major externalities, which – via contagion – may easily turn into systemic problems.

Contagion and systemic characteristics are precisely the reason why we, as financial market authorities, need to be deeply involved with cyber issues. Our role in a systemic crisis is not limited to addressing liquidity problems, as we have also been given an oversight function. We are overseeing payment and settlement systems, where the objectives of safety and efficiency are promoted by monitoring existing and planned systems, assessing them against these objectives and, where necessary, facilitating changes.

The ability to print money is handy when it comes to a traditional liquidity crisis, but when we are

facing cyber incidents, it is not much help. We need thorough monitoring to identify threats. We also need common, trusted platforms to share information on detected incidents, and we must have comprehensive plans to contain the impact of incidents, and systems to facilitate a quick recovery when things go wrong.

## **Why and to what extent should the industry be prepared?**

[Slide 2]

To put this all in one word, we need to be prepared. I believe we can all easily agree on that. But when we go to the next step, it gets more complicated. We all have different interpretations of what preparedness means. Not to mention the heterogeneity of the scenarios that you think you need to be prepared for. Also, the motives for preparedness differ among the various actors involved. At an individual institution's level, preparedness usually relates to business continuity. The institution must make sure it can function as well as possible when everything is not working as planned. When it comes to common infrastructure, there should be the preparedness to guarantee the functioning of a network of individual institutions and central connection points if something in the infrastructure is damaged.

The ultimate task for governments is to limit the damage to the functioning of society under all circumstances.

For the financial market authorities, the motivation to prepare is a combination of all this. Regardless of the scenario, our task is to ensure that the financial market services vital for society continue to function – even under circumstances which an individual company is unable to prepare for or, without official intervention, lacks sufficient incentives to do so.

## **Why preparedness became a key topic in Finland**

[Slide 3]

So, why did preparedness become a key topic in Finland? There have been at least three different developments that have increased the need to be prepared in our financial sector.

First, our banking sector has gone through big structural changes. Previously, preparedness activities used to be local, and the credit institutions shared common principles on being prepared. In the last 20 years, there has been a shift from local services and IT systems to international ones, both within financial institutions and across payment services. This has meant that cooperation in the financial sector, when it comes to preparedness activities, has become increasingly based on information sharing. Important, of course, but simply not enough.

Second, technological development. New technologies and ways of providing financial services, such as online banking and cloud services, have been introduced. Hand in hand with the obvious benefits come new risks as well. The financial sector consists of complex outsourcing chains that are difficult to manage. Outsourcing can also lead to concentration risks, where one or a few service providers can become critical for the industry. Therefore, understanding the complete value chain and the infrastructure in financial services is vital.

And third, the geopolitical changes last year became the key driver for us. After Russia's brutal invasion of Ukraine, we not only reassessed our need to be part of NATO, but also the risk of cyber or hybrid attacks to our financial infrastructure. We found it necessary to increase our preparedness in the financial sector, and the retail payment area in particular.

## **Finland as an island**

[Slide 4]

In our financial sector, many of the critical systems are located outside our borders, beyond the Baltic in most cases. This includes the core banking systems for several banks and significant elements of the processing of card payments. As for data connections, Finland is an island: we are dependent on under-sea cables.

Adding to the criticality of our international data connections, we use cash very little in Finland, which is also the case in other Nordic countries, and we don't have a domestic bank card or debit card scheme. So, most retail payments are processed via Visa/MC rails. In addition, prior to last year, we were lacking sufficient national capabilities for processing interbank payments.

Against this background, we had tried, together with other Finnish authorities, to raise awareness of the criticality of having a retail payment system that can function well under all circumstances – even if one or more banks cannot access their data for a prolonged period, or where transactions with international card schemes cannot be processed in the normal way. And for a long time, we failed in this.

Counterarguments were intuitive, such as the view that the dependency on under-sea cables should be tackled by securing the cables instead of burdening financial market players with domestic, sometimes duplicate, solutions. Another view was that each institution should be responsible only for its own business continuity, not for its potential systemic implications.

## **Securing daily payments in Finland**

[Slide 5]

After 24 February last year this all changed. It was clear to the financial market authorities that preparedness had to be raised to the next level – especially when it comes to addressing cyber risks or being prepared for hybrid warfare.

We also understood that we cannot immediately improve all systems against a wide range of threats. So, our objective was to create and implement national fallback arrangements to secure the most critical services. Based on risk assessment, securing daily payments was recognised as the key priority.

As a central bank, we certainly understand the value of a smooth flow of financing to the economy as well as orderly functioning of the securities market. But when it comes to bolstering the resilience of society, the necessity to secure retail payments cannot be sidestepped. People simply need to be able, on continuous basis, to pay with their debit cards, make and receive credit transfers and withdraw cash.

The most urgent preparations for this consisted of legislative changes and building the technical capabilities. Urgent legislative changes were introduced to Parliament in late June of last year, and Act 666/2022 entered into force just a couple of weeks later, on 11 July 2022.

According to the new rules, the Financial Stability Authority, which is the resolution authority in Finland, maintains a National Emergency Account System that consists of two parts: the National Emergency Account Service and the National Emergency Payment Card Service.

The system is activated if and when the availability of one or more credit institutions' operating systems is prevented, leading to the unavailability of account information, or if a credit institution cannot execute interbank payments or if card payments cannot be verified or transmitted. So basically, the backup system takes over the basic banking services for a bank whose operations are critically damaged. You could consider this a restoration platform with basic payment functions. This is not to be confused with a bank under resolution, as the credit institution concerned is still financially sound, and its customer accounts and functions would be migrated back to it as soon as it is operationally viable.

The responsibility for our National Emergency Interbank Payment Scheme rests with the Bank of Finland. This is a contingency arrangement that secures interbank payments if the emergency account system has to be activated or if Finland temporarily loses its data connections to the rest of the world.

Although the legislative changes and the solutions selected were prepared at extremely short notice, the solutions were based on analysis work completed over a much longer period.

The technical capabilities were introduced soon after the legislation. For the interbank component, we decided to have a staggered approach to the process: quickly introduce a basic entry-level model, to be fully tested, improved and automatised only afterwards. This is not our normal way of adopting a new piece of infrastructure, but last year, with a war in Europe, we felt this necessary. And I must add that practically everybody in Finland understood the severity of the changes in our

threat landscape. Therefore, even though the task was sometimes technically demanding and came with extra costs, basically all financial sector participants accepted the facts and went along with the common goal.

Any decision to activate the new National Emergency Account System needs to be taken by the Finnish Government. The resolution authority was chosen to maintain the emergency account system primarily because Finnish banks were already frequently providing the authority, for deposit insurance purposes, with relevant information on retail accounts. This minimised the need to build new communication channels, which can be very time consuming. The resolution authority was allowed to use external service providers to build and maintain the backup solutions. And naturally other authorities, especially the Bank of Finland, lent their expertise to these colleagues.

It was clear to us from the beginning that the Bank of Finland had to be the one to provide and operate the backup system for interbank credit transfers. This is a continuation of our normal tasks – we are the ones that operate TARGET2 in Finland. This is also why we, the Bank of Finland, decide independently on the activation of this part of the emergency backup systems. Independent decision-making also enables us to activate our backup systems in a scenario where there is a need for contingency clearing and settlement of payments even though the emergency account system has not been activated.

The authorities created the arrangement, but it is essential that Finnish banks and significant foreign branches can use the systems provided by the authorities. Thus, the legislation requires that banks make the necessary preparations to be able to access the emergency facilities. This includes relevant changes to banks' systems and processes.

Each institution is still responsible for its business continuity, but we require all parts of the network to also be prepared to do their share in ensuring systemic business continuity. To complete the picture, the emergency solution also needs to be adopted beyond the banks. For example, the major grocery store chains and petrol stations must be operationally included in the solution. Normally, I'm always worried about oligopolistic features in small economies like Finland, but from a preparedness point of view, this considerably facilitated our task last year.

## **Questions related to preparedness**

[Slide 6]

Today we are better prepared than we were a year ago. We have solutions to protect people against systemic level risks, but we still face many open issues. At the beginning, I referred to financial stability and the functioning of society. Based on a criticality assessment, we decided to first introduce solutions to address vulnerabilities in daily payments. This is not the end of the story, however. Once the most vital services are sufficiently secured, other parts of the financial system need to be considered.

Safeguarding capital markets from an operational point of view is another area to be addressed in the near future. How long would society be able to function without financial intermediation, and should we protect against incidents affecting our market participant access to the international market?

International services need international preparedness solutions. From our perspective, it is not a viable option to create national standby solutions for international services. National solutions should probably only be established for the most critical services and for the most extreme scenarios.

Migrating data to the cloud is becoming increasingly important for businesses, especially in times of crisis. Several Ukrainian banks successfully moved their IT infrastructure from on-premises data centres to the cloud in order to minimise the risk of data being destroyed by physical attacks. Moving data to the cloud offers several benefits, such as cost-effectiveness, data backup and lower risks to legacy infrastructure. However, there are also challenges posed by, for example, compliance with data protection laws and regulations. The assessment of whether to involve cloud services as part of preparedness solutions should probably be done on a case-by-case basis for the services and scenarios. The usefulness of cloud data may also depend on whether the data can be utilised for providing services to users.

Finding a balance between preparedness based on regulation and voluntary arrangements is also

important. On the one hand, regulation enables a level playing field for all parties. On the other hand, regulation might be seen only as an enforcing factor that could hinder voluntary close cooperation and preparedness solutions in the market. This may apply especially to potential common or uniform preparedness solutions in the Nordic countries.

Finally, let me conclude my remarks by referring to CBDCs as a potential future way to increase the resilience of our retail payment landscape. The ECB Governing Council should decide next month on moving to the next phase of the preparations for a digital euro. If we are to introduce a new retail payment method in Europe, we need to design it so that it truly brings us new rails that are operationally separated from existing ones. Moreover, I believe it is necessary to take resilience issues on board right from the beginning of the project. With careful planning, a digital euro could become a key feature of a secure, resilient and efficient European retail payment landscape. It could also become a major part of our preparedness in the future.

Thank you.

# **Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahapolitiikan toteutus euroalueella 19.9.2023**

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Rahapolitiikan toteutus euroalueella  
Keskustelutilaisuus, Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen  
Helsinki, 19.9.2023  
Esityskalvot ([pdf](#))

# Board Member Tuomas Välimäki: Monetary policy implementation in a landscape of rising interest rates and a shrinking Eurosystem balance sheet

Member of the Board Tuomas Välimäki

Bank of Finland Bulletin press conference held on 29 August 2023

Presentation slides ([pdf](#))

*Translation of the speech script*

## Monetary policy implementation in a landscape of rising interest rates and a shrinking Eurosystem balance sheet

Ladies and gentlemen of the media and all others present here and online, welcome to this Bank of Finland Bulletin press conference, the last one of the summer – or first of the autumn!

As I'm sure you are aware, each issue of the Bank of Finland Bulletin deals with a different theme. The June and December issues focus on the forecast for the Finnish economy, the May issue provides a financial stability assessment and the September-October issue discusses monetary policy. In addition to these regular issues, the Bank of Finland occasionally publishes thematic reviews – like today, when we focus on the implementation of the European Central Bank's monetary policy.

*The implementation of monetary policy refers to the process through which the Eurosystem – that is, the ECB and the national central banks, such as the Bank of Finland – transmits monetary policy decisions to the financial markets.*

Before the global financial crisis, monetary policy implementation was often viewed as a black box where ECB interest rate decisions went in and market rates came out. Only a limited group of central bank economists and financial market participants were initiated in the workings of the monetary policy implementation framework.

A lot then changed over the next ten years or more, as asset purchase programmes and long-term refinancing for banks turned the execution of monetary policy into a key element in determining the monetary policy stance.

### Slide 2: Key messages

These are the key messages of what we have published today:

1. Monetary policy has been tightened considerably in response to the rapid rise in inflation. As a result, short-term interest rates have returned to the focus of monetary policy, and *the ECB's deposit facility rate paid to banks is, without question, the key instrument for signalling the monetary policy stance.*
2. In times of crisis, the Eurosystem's balance sheet was expanded exceptionally strongly. The normalisation of monetary policy and maturing of the asset purchase programmes and long-term loans granted to banks are causing the Eurosystem's balance sheet to contract, potentially creating new challenges.

When we needed to adopt the crisis measures, it often felt like sailing uncharted waters. The route back to a more normal environment is more familiar, but the effects on the economy and

the financial markets from expanding and shrinking the balance sheet might not be symmetrical.

So far, the process is proceeding smoothly, but this is only the beginning. *The balance sheet is therefore being reduced gradually and as predictably as possible.* We are closely monitoring the effects of these measures and stand ready to react to harmful market tensions in the government bond or money markets.

3. As the Eurosystem's balance sheet is shrinking, now is the right time to consider how to control interest rates in the future and how financial stability and climate change should be taken into account in the implementation of monetary policy.

### **Slide 3: Monetary policy environment coloured by crises**

This chart illustrates the numerous crises that the euro area has faced over the past 15 years. After the recession caused by the financial crisis, the euro area drifted into the sovereign debt crisis and an era of below-target inflation. When the economy was recovering, it was first hit by the COVID-19 pandemic and then by Russia's illegal war, which has had an extensive impact on both the real economy and inflation.

In response to these developments, the 'old normal' in monetary policy basically came to a complete end. The ECB's main policy rate was lowered into negative territory and the Eurosystem multiplied the size of its balance sheet through large-scale asset purchase programmes and by granting ample amounts of low-interest and long-term financing to banks.

Now, with the normalisation of monetary policy under way, the question arises as to what the new normal should be. Following the enormous changes that have taken place in the monetary policy environment, is a return to the 'old normal' still the best option, or is it even fully possible?

### **Slide 4: Inflation spiked above 10%, receding slowly**

At the onset of the pandemic, the economic outlook initially deteriorated sharply and inflation slowed, becoming negative. As the pandemic changed the structure of demand and the economy recovered, with the support of fiscal and monetary policy, bottlenecks in the supply of raw materials and components, in particular, began to push up the prices of production factors over the course of 2021. Russia's illegal war and its use of energy as a weapon strengthened the negative supply shock, and inflation in the euro area increased in an unprecedented manner. The strongest spike was largely caused by the rise in energy and food prices, but since then inflation has spread throughout the economy. This is reflected in the indicators of underlying inflation, which have climbed significantly above the ECB's inflation target.

The chart shows that, due to the energy shock fading and the considerable tightening of monetary policy, inflation has started to slow significantly and is expected to return close to the ECB's 2% target during 2025.

### **Slide 5: Deposit facility rate has become the main instrument for monetary policy**

The series of rate hikes begun in the summer last year with the aim of curbing inflation and maintaining price stability has been exceptional for the Eurosystem, in terms of both pace and size. To the keen-eyed, this chart of important interest rates in the euro area shows that the ECB's deposit rate, which is currently its most important policy rate, now stands at 3.75%, a level last seen in the early days of the euro. Some media outlets highlighted this after last month's ECB interest rate decision. When comparing policy rates at different points in time though, it is important to be aware of how the implementation of monetary policy has changed in between those points.

In the 'old normal', the ECB's control of short-term money market rates was based on the rate at which banks *borrowed* reserves from the Eurosystem in the weekly main refinancing operations. But since banks now hold considerably larger excess reserves with central banks, the level of market rates is, in practice, set by the rate at which banks make *deposits* with the Eurosystem. So the ECB's most important policy rate has changed from the lending rate to the deposit rate. You might also notice that at the end of 2000 and into 2001, the most important policy rate for the monetary policy stance was one percentage point higher than right now.

I would like to emphasise this, because the media, when covering the ECB's interest rate decisions, at least sometimes still refers to the main refinancing operations rate as the ECB's principal key policy rate. It is important, though, to take into account the role played by each of the ECB's policy rates in the monetary policy implementation framework. This is particularly the case if there were to be some variation in the pace at which different policy rates are changed as part of the normalisation of monetary policy implementation.

What also complicates a historical comparison of interest rates is that the interest rate level does not a direct indicator of the tightness of the monetary policy stance. Back in the early years of the euro area, when money market interest rates were 1 percentage point higher than now, the neutral level of interest rates that balanced economic growth was also estimated to sit well above the current level. So, while the policy rate was higher back then, it did not necessarily hold back economic growth or inflation any more than the current interest rate level.

The ECB policy rate is now set at a level that restricts economic growth and slows inflation. In principle, this means that with the current monetary policy stance, inflation is expected *over time* to slow down to a level close to its target. BUT if 'over time' takes considerably longer than expected, persistent above-target inflation may elevate future inflation expectations and thereby lead to inflation being higher than forecast. Should this happen, countering it will require a belated tightening of monetary policy on a scale that considerably exceeds current expectations. This, in turn, would bring about very negative consequences for the economy.

One way to hasten the restoration of inflation to its target level would be to raise interest rates beyond their present levels. But there would be a risk of an unnecessarily strong decline in aggregate demand and of inflation sinking significantly below target in the future.

The beauty – but also the difficulty – of calibrating monetary policy is that monetary policy needs to be forward-looking, whereas its success is measured looking backwards. I am fairly certain that in a few years' time, when it is clear where policy rates should have been set currently, today's monetary policy will spark criticism, perhaps even harsh criticism.

At the current juncture, however, it is still unclear – at least to me – which of two errors is more likely and entails a greater risk: would a rate hike in September be too much, or would keeping key ECB interest rates unchanged be too little? With this in mind, the stance taken at the Governing Council's most recent meetings remains appropriate. The Governing Council will continue making monetary policy decisions on a meeting by meeting basis and using the latest data available. Our future interest rate decisions will be based on the inflation outlook, on an analysis of the dynamics of underlying inflation and on an assessment of how our previous monetary policy measures are being transmitted to the economy and to prices.

Having briefly considered the monetary policy stance, I will now return to today's topic – monetary policy implementation.

## **Slide 6: Eurosystem balance sheet expanded at the effective lower bound and as a response to crises**

The interest rate level has not been the sole determinant of the ECB's monetary policy stance in recent years. After lowering the key interest rates close to zero, and even below it, monetary policy was further eased by granting long-term refinancing to banks and launching large-scale asset purchase programmes. The use of these non-standard monetary policy measures was, at times, also explained by the need to support monetary policy transmission and financial intermediation as a response to financial market turmoil.

Following the pandemic, the cumulative asset purchases peaked at over EUR 5 trillion, and the

volume of credit to banks amounted to over EUR 2 trillion. As a result, the Eurosystem balance sheet total peaked at almost EUR 9 trillion, which is equivalent to close to 70% of the euro area annual GDP.

In practice, the Eurosystem has funded its asset purchases and lending by increasing the volume of banks' deposits with national central banks, that is, by creating reserves.

## **Slide 7: Eurosystem securities holdings are gradually decreasing**

Now that the Governing Council is normalising monetary policy, we have also begun to reduce the Eurosystem balance sheet, besides raising interest rates. Central banks' securities holdings have decreased gradually as a result of, first, the slower pace of reinvestments under the asset purchase programme (APP), which was launched in 2015, and, in July this year, the discontinuation of the reinvestments.

The securities holdings will continue to decrease at a gradual and predictable pace. Over the next 12 months, approximately EUR 330 billion of securities will be maturing under the APP. With respect to reinvestments under the pandemic emergency purchase programme (PEPP), our intention, under the current outlook, is to continue these until the end of 2024.

With the rapid rise in interest rates, fixed-income investments have once again become an attractive alternative for investors. This will support the gradual normalisation of the Eurosystem balance sheet.

Despite the shrinking balance sheet, the Eurosystem will remain the largest holder of bonds in the euro area securities markets in the years ahead. As there is no previous experience of reducing such substantial holdings, it is important that the Eurosystem continues paying attention to liquidity in the interest rate markets and to harmful market disruptions. The Eurosystem will need to carefully weigh up whether in the future it would be advisable or not to reduce the balance sheet faster than the pace at which the securities holdings and credit to banks are maturing.

## **Slide 8: Central bank credit operations have returned to pre-pandemic levels**

The volume of central bank credit to banks has already fallen to pre-pandemic levels, to approximately EUR 600 billion. In recent years, these loans have been almost entirely provided through targeted longer-term refinancing operations (TLTROs). During the pandemic, these TLTRO loans were granted at favourable rates, even at rates below the central bank's deposit facility rate. The anticipation that a vast volume of these crisis-period loans would be maturing gave the markets palpitations to an extent in early summer. Banks had, however, ensured their access to market liquidity in advance, and only a very small volume was rolled over into new and more costly central bank loans, such as those borrowed in the weekly main refinancing operations.

Although low-interest long-term credit operations were discontinued some time ago, banks' access to reserves directly from the central bank has been guaranteed. Banks can still borrow reserves at a fixed rate within the limits of their needs and collateral. In other words, main refinancing operations continue to follow the full allotment policy that is so familiar to us here at the Bank of Finland, meaning banks will be granted the full amount they wish to borrow – naturally against full collateral.

## **Slide 9: Rate hikes have been transmitted well to money market rates**

Despite the rapidly rising level of interest rates, rate hikes have been transmitted well to the money market. In practice, the ECB's deposit facility rate has set the level for the shortest money market rate – the €STR. Longer term money market rates, such as the Euribor rates, have in turn risen in line with the expectations hypothesis for the term structure of interest rates, anticipating future policy rate hikes. The chart also shows that the fast pace of rate hikes last year surprised the markets.

At present, there is no need for new credit operations that deviate from the normal framework. The fixed-rate full allotment policy in standard refinancing operations serves as a firm first line of defence against banks' potential and unexpected liquidity needs and other money market tensions.

In the future, when the Eurosystem considers normalising the monetary policy operational framework, we should take a position on whether or not the interest rate corridor should be symmetric around the rate on the main refinancing operations. In the old normal, the marginal lending facility rate was 1 percentage point higher than the main refinancing operations rate, and the deposit facility rate was, correspondingly, 1 percentage point lower. A significantly narrower interest rate corridor could reduce the funding costs of banks that use standard tenders to obtain liquidity, and also limit increases in short-term market rates and risk premia. I will return to this in a moment.

## **Slide 10: The tightening of monetary policy has been transmitted smoothly across the entire euro area**

In the early phase of our rate hikes and cuts in securities holdings, the markets were concerned that interest rates would diverge in euro area countries. It was feared that, with higher funding costs and a larger supply of bonds, investors could start overpricing the credit risks faced by some euro area countries, which would lead to interest rate spreads becoming too wide.

However, monetary policy tightening has been transmitted fairly smoothly across the entire euro area. In fact, to name just one example, the spreads between 10-year government bond yields and the risk-free rate – here the 10-year overnight index swap rate – have narrowed both at the top and at the bottom.

The narrowing at the bottom means the central bank's footprint on the interest rate market is now smaller as it has stopped asset purchases for the most part. The ending of monetary policy asset purchases in turn increases the volume of securities available to private investors and thus alleviates the occasional lack of safe assets, in particular German government bonds.

Despite the favourable developments, the ECB is monitoring the markets carefully and stands ready to respond if monetary policy transmission is jeopardised on the government bond markets.

## **Slide 11: Monetary policy implementation in the future**

As I stated before, at a time when monetary policy is being normalised, i.e. with interest rates having risen well above the zero lower bound and with asset purchase programmes and credit granted to banks reaching maturity, it is the right time for the ECB to review how it wants to control short-term market rates in the future. Indeed, the ECB announced in December 2022 that it will conduct a review on the matter. The Bank of Finland, and particularly our experts at the Market Operations Department, are participating actively in this work. I would like to thank particularly Niko Herrala, who is heading one of the ECB's workstreams, and also Juha Niemelä and Marjaana Hohti, who are members of the ECB's Market Operations Committee.

Interest rates can be controlled in many ways. This is clear just from the way in which central banks in different countries have decided to conduct monetary policy in the post-pandemic era. The ECB too, has experience of different frameworks for controlling interest rates.

In the pre-financial crisis era, the supply of reserves was kept scarce. This ensured that banks had to acquire reserves via main refinancing operations, which in turn ensured that short-term money market rates settled close to the main refinancing rate (point A in the chart). The marginal lending and deposit facility rates were, in turn, set so that the main refinancing rate was in the middle of the interest rate corridor formed by these two rates.

In recent years, the supply of reserves has clearly exceeded the level of the minimum reserve requirement. Banks must deposit excess reserves with the central bank on a daily basis, and therefore the money market interest rates closely follow the ECB's deposit facility rate (point C in the chart).

A contraction in the balance sheet means a reduction in the amount of excess reserves. The decreasing amount of reserves, if it persists, will start pushing up short-term money market rates above the deposit facility rate (point B in the chart). In such a situation, volatility in money market rates may also increase considerably. This in turn, can increase the risk premia demanded by markets if the central bank does not respond to the situation via monetary policy implementation.

The Eurosystem has at least two options for preventing such an outcome: it can narrow the interest rate corridor, or it can, by conducting structural operations, ensure a sufficient supply of excess reserves in the future, too, so that the new balance does not slide (in the chart) too much to the left.

## **Slide 12: Narrow interest rate corridor limits volatility in money market rates**

If the central bank narrows the gap between its lending rate and deposit facility rate, there will be less space for the shortest money market rate to fluctuate. By narrowing its interest rate corridor, the central bank can thus limit the volatility in short-term money market rates in all the three situations (A, B and C).

The downside to the narrow interest rate corridor is that it would decrease banks' incentives to balance reserves between themselves and would increase the central bank's market footprint. If the pool of collateral eligible for refinancing operations is kept very broad, as it is at present, a very narrow interest rate corridor (particularly the gap between the main refinancing operations rate and the deposit facility rate) could provide banks an inexpensive way of fulfilling the regulatory liquidity requirements. The liquidity regulatory framework is, after all, based on the premise that banks will ensure they are able to operate without state support.

Central banks should therefore consider, particularly if they are applying a very narrow interest rate corridor, the separation of collateral criteria by operation type so that in future, only liquid assets with a high credit rating would be eligible as collateral for the main refinancing operations, which would be key to controlling interest rates.

This would mean that in the main refinancing operations, the central bank could continue to apply the fixed-rate full allotment policy on a permanent basis. And at the same time, a more extensive pool of collateral similar to the present situation could be applied to longer-term refinancing operations. These structural refinancing operations should be conducted as variable rate tender procedures in which banks compete for reserves by placing bids. The liquidity transformation resulting from the operation and the higher risk-rating of the collateral would then be priced into the funding received by banks.

The separation of collateral criteria by operation type and the separation of refinancing operations into monetary policy operations and structural operations would improve the Eurosystem's scope for safeguarding financial stability as well, without any negative side effects for controlling interest rates.

## **Slide 13: Increase in liabilities may create a need for structural operations**

Even though the Eurosystem's balance sheet is now shrinking, it will probably remain larger than before the crises.

Due to the growth in banknotes and other liabilities, the Eurosystem's balance sheet total is unlikely to be much below EUR 3 trillion. This figure is likely to be pushed up further by possible buffer demand for reserves among banks. In the pre-financial crisis era, the Eurosystem's balance sheet total was approximately EUR 1 trillion, and banks had virtually no reserves in excess of the minimum reserve requirement. This is a significant difference.

Due to the natural growth in the balance sheet, it would be possible to establish a structural securities portfolio to respond to the increase in the demand for reserves in the euro area. The structural portfolio could operate either instead of the structural refinancing operations that strengthen financial stability or as a supplement to these operations by increasing the amount of excess reserves.

The Eurosystem must support the EU's general economic policy goals and its other goals, such as achievement of the green transition and a carbon-neutral economy, provided that this does not prejudice the price stability objective. Climate risks and the green transition will have an impact on the general trend in the euro area economy and on prices, and therefore also on the operating environment for monetary policy. Climate change will also affect the Eurosystem's balance sheet risks and the value of its assets, especially in the longer term.

The structural portfolio's purchases could therefore be targeted using climate criteria. The Eurosystem already has experience of this in the context of purchases under the corporate sector

purchase programme (CSPP), for the allocation of which a company-specific climate score was developed. The overall climate score depends on a firm's current emissions, the level of ambition of its emission targets and the quality of its emission disclosures.

This type of structural green portfolio would enable the ECB to combat climate change in the long term too, as the ECB has stopped conducting purchases of corporate sector bonds under the current corporate sector purchase programme (CSPP).

## **Slides 14 and 15: Conclusions and thank you**

The Bank of Finland's Finnish equivalent to the Bulletin, Euro & talous, published today, includes three feature articles: one by Niko Herrala and Kristian Tötterman, one by Matti Ilmanen, Katri Järvinen and Aleksi Paavola, and one by Vesa-Ville Virtanen. These discuss in more detail the secrets of monetary policy.

Thank you for your interest on these issues regarding monetary policy implementation. I shall be happy to answer any of your questions.

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Esko Antola -luennon avaussanat Turun Eurooppa-foorumissa 31.8.2023

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Esko Antola -luennon avaussanat

Turun Eurooppa-foorumi 31.8.2023

*Puheen runko – pidetty esitys voi poiketa.*

Arvoisa yleisö, hyvät ystävät,

Lämpimästi tervetuloa tähän suomalaisen EU-tutkimuksen isän Esko Antolan nimeä kantavaan tapahtumaan. Suomen Pankki teki ensimmäisessä Eurooppa-foorumissa vuonna 2018 aloitteen Esko Antola -luentosarjan perustamisesta. Niinpä, meillä on jälleen suuri ilo ja kunnia järjestää tällainen luento osana Turun Eurooppa-foorumia.

Tänä vuonna tapahtumamme teemana on eurooppalaiset arvot ja niiden tärkeys kriisien jakamassa maailmassa. Esko Antola on tarkastellut useissa tutkimuksissaan EU:n kehitystä ja päätöksentekoa arvojen kautta. Kaksi vuosikymmentä sitten hän ravisteli suomalaisia siitä, ettei Suomen EU-politiikassa olla valmistauduttu EU:n kehitykseen arvoyhteisöksi.

Esko Antola painotti tuolloin, että keskustelu EU:n arvoista ryöpsähtää esiin lähinnä silloin, kun uusia jäsenmaita ollaan hyväksymässä unionin jäseneksi. EU:n laajentumiskierrokset vuosituhannen alkupuolella toivatkin jäseniksi maita, joiden kokemus esimerkiksi sosialismista on muokannut niiden yhteiskuntia syvällisesti.

Kaksi vuosikymmentä sitten ei osattu varautua siihen, että omat jäsenmaat voivat kyseenalaistaa Euroopan unionin arvot. Nyt kuitenkin meidän silmissämme näyttää siltä, että Unkarissa ja Puolassa valtapuolueet ovat sinnikkäästi ajaneet alas demokratiaa ja sananvapautta. EU-raha vaikuttaa kelpaavan paremmin kuin yhteiset arvot.

Euroopan unionilla on takanaan kriisien vuosikymmen. Sen arvoja ja yhtenäisyyttä ovat joidenkin jäsenmaiden lisäksi koetelleet niin kansainvälinen finanssikriisi, Brexit, pandemia kuin sota Ukrainassakin. Kriisien vaikutus ei aina vie kehitystä samaan suuntaan. Siinä missä pankki- ja valtionvelkakriisit tuntuivat kuljettavan eri maita eri suuntiin ja romuttavan solidaarisuutta, Brexit ja erityisesti sota ovat koonneet joukkoja yhteen.

Kun Venäjä aloitti laajan ja laittoman hyökkäyssotansa Ukrainaan, ei ollut lainkaan itsestään selvää, että jäsenmaiden reaktio olisi päättäväinen ja yhteneväinen. Euroopassa koettiin, että Venäjän aggressio ei ole vain hyökkäys Ukrainaa vastaan, vaan myös eurooppalaisia arvoja vastaan, joita Ukrainan yhteiskunta oli vähitellen ottamassa omakseen.

Nyt, yli puolitoista vuotta Venäjän laittoman hyökkäyksen aloittamisesta, Ukraina puolustaa yhä edelleen Euroopan yhteisiä arvoja. Euroopan unioni jatkaa Ukrainan tukemista muun muassa humanitaaristen, taloudellisten, sotilaallisten ja energiasektorin toimien kautta. Ukrainan talouden vahvistamisen tavoitteena on myös tulevan jälleenrakentamisen mahdollistaminen. Euroopan unionin solidaarisuudesta kertoo myös, että vuosi sitten kesäkuussa EU-maiden johtajat hyväksyivät Ukrainan ja Moldovan EU:n jäsen ehdokkaiksi, vaikka osittain niiden alueita on Venäjän hallussa. Euroopan keskuspankki ja Suomen Pankki osana eurojärjestelmää jakavat eurooppalaisen solidaarisuuden arvon. Rahoitusmarkkinoilla on pantu toimeen laajat Venäjän pankkeihin ja keskuspankkiin kohdistuvat pakotteet. Nämä ovat käytännössä evänneet venäläisiltä pankeilta pääsyn läntisille rahoitusmarkkinoille ja estäneet Venäjää käyttämästä valuuttavarantojaan. Ruplan kurssin viimeaikainen romahtaminen on yksi merkki pakotteiden tehosta.

Hyvät kuulijat,

jos eurooppalaiset arvot mitattaisiin rahassa, arvon määrittäjänä toimisi yhteinen valuuttamme euro. Se otettiin käyttöön liki 25 vuotta sitten ja tänään euro on 20 jäsenmaan virallinen valuutta. Nuorelle sukupolvelle euro on aina ollut olemassa.

Suomalaiset arvostavat euron korkealle. Eurobarometrin mukaan 86 prosenttia suomalaisista arvioi yhteisvaluutan olevan Suomelle hyvä asia. Ehkä juuri pienen maan asukkaat ymmärtävät Euroopan

yhdentymisen arvon, jota yhteinen ja vakaa raha konkreettisesti symboloi.

Euroopan keskuspankin ja kansallisten keskuspankkien tavoite on hintavakaus eli euron arvon säilyttäminen. Pitämällä hintatason vakaana rahapolitiikka edistää parhaiten talouskasvua ja työllisyyttä, jotka ovat EU:n keskeisiä tavoitteita. Toisin sanoen, me rahapolitiikan tekijät toimimme yhteisten arvojemme mukaisesti.

Euron uudistamista on jatkettava, jotta se myös jatkossa palvelee eurooppalaisia hyvin toimivana maksuvälineenä. Eurokäteinen on yksi meidän keskeisimmistä yhtenäisyytemme symboleista. Me euroalueen keskuspankit suunnittelemme parhaillaan digitaalista euroa. Toteutuessaan se olisi sähköisessä muodossa toimivaa käteistä, jota käytettäisiin maksuvälineenä setelien ja kolikoiden rinnalla. Digitaalinen euro monipuolistaisi maksamiseen tarjolla olevia vaihtoehtoja ja vähentäisi euroalueen riippuvuutta Euroopan ulkopuolisista toimijoista.

Eurojärjestelmä uudistaa myös euroseteleitä ja kolikoita. Vielä tämän päivän ajan eurooppalaiset pääsevät vaikuttamaan setelien kuvituksen aiheisiin. Teillä on siis vielä pieni hetki vaikuttaa harvinaisen suoraan ja konkreettisesti eurooppalaisiin arvoihin. Kyselyn löydätte Suomen Pankin verkkopalvelusta.

Hyvät ystävät,

nyt minulla on suuri ilo ja kunnia kutsua lavalle puheenjohtaja Erkki Liikanen, joka pitää tämän vuoden Esko Antola -luennon. Erkki Liikanen jos kuka tuntee eurooppalaisten arvojen arvon. Hän luotsasi 1990-luvun puolivälissä Suomen Euroopan Unioniin ja toimi myös ensimmäisenä suomalaisena komissaarina. Vuodesta 2004 vuoteen 2018 hän työskenteli Suomen Pankin pääjohtajana ja Euroopan keskuspankin neuvoston jäsenenä. Hän on edelleen aktiivinen kansainvälisissä järjestöissä. Hän toimii puheenjohtajana kansainvälisessä kirjanpidon ja vastuullisuuden standardeja määrittävässä IFRS:ssä sekä on yhden maailman arvostetuimman ajatushautomon Bruegelin hallituksen puheenjohtaja. Erkki, ole hyvä!

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahapolitiikan toteutus ohjauskorkojen noustessa ja eurojärjestelmän taseen pienentyessä

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Suomen Pankki  
Euro ja talous -tiedotustilaisuus 29.8.2023

## Onko vanhaan paluuta? Rahapolitiikan toteutus ohjauskorkojen noustessa ja eurojärjestelmän taseen pienentyessä

- [Esityskalvot](#) (PDF)

Hyvät median edustajat ja muu yleisö täällä paikan päällä sekä verkkolähetyksen äärellä, tervetuloa kesän viimeiseen tai syksyn ensimmäiseen Euro & talous -julkaisun tiedotustilaisuuteen. Kuten varmastikin tiedätte, meillä on eri teemat kussakin Euro & talouden numerossa. Kesä- ja joulukuun numeroissa julkaisemme Suomen talous-ennusteen, toukokuussa meiltä tulee rahoitusjärjestelmän vakausarvio ja syys-lokakuun numerossa käymme läpi rahapolitiikan linjaa. Näiden säännöllisten julkaisujen lisäksi meiltä ilmestyy aika ajoin teemakatsauksia – kuten tänään, kun keskitymme EKP:n rahapolitiikan toimeenpanoon.

*Rahapolitiikan toteutuksella tai toimeenpanolla tarkoitetaan prosessia, jolla eurojärjestelmä eli EKP ja kansalliset keskuspankit, kuten Suomen Pankki, vievät rahapoliittiset päätökset rahoitusmarkkinoille.*

Ennen finanssikriisiä rahapolitiikan toteutusta pidettiin monesti mustana laatikkona, johon korkopäätökset laitettiin sisään ja josta markkinakorot putkahtivat ulos. Rahapolitiikan toimeenpanokehikkoon oli vihkiytynyt vain pieni joukko keskuspankki-ekonomisteja ja rahoitusmarkkinoiden osapuolia.

Reilun kymmenen viime vuoden aikana tilanne muuttui tässä suhteessa paljon, kun osto-ohjelmien ja pankeille myönnetyn pitkäkestoisen rahoituksen myötä rahapolitiikan toteutuksesta tuli keskeinen osa rahapolitiikan mitoittamista.

### Kalvo 2: Pääviestit

Tämän päiväisen julkaisumme pääviestit pähkinänkuoressa ovat seuraavat:

1. Rahapolitiikkaa on kiristetty voimakkaasti vastauksena inflaation nopeaan kiihtymiseen. Tämän seurauksena lyhyet korot ovat palanneet rahapolitiikan keskiöön, ja pankeille maksettava talletuskorko on nyt kiistattomasti keskeisin rahapolitiikan mitoituksen väline.
2. Kriisiaikoina eurojärjestelmän tasetta kasvatettiin poikkeuksellisen voimakkaasti. Nyt rahapolitiikkaa normalisoitaessa, arvopaperiostojen ja pankeille myönnettyjen pitkien luottojen erääntyessä, eurojärjestelmän tase pienenee, mikä mahdollisesti voi aiheuttaa uudenlaisia haasteita.

Kun aikanaan ryhdyimme kriisitoimiin, tunsimme usein seilaavamme tuntemattomilla vesillä. Nyt kun palaamme takaisin normaalimpaan ympäristöön, reitti on jo tutumpi, mutta taseen kasvattamisen ja pienentämisen vaikutukset talouteen ja rahoitusmarkkinoihin eivät välttämättä

ole symmetrisiä.

Toistaiseksi tämä prosessi on sujunut hyvin, mutta olemme vielä alku-metreillä. *Tämän vuoksi tasetta pienennetään asteittain ja mahdollisimman ennakoivasti.* Seuraamme toimien vaikutuksia tarkasti ja olemme valmiita reagoimaan mahdollisiin jännitteisiin niin valtionlaina- kuin rahamarkkinoillakin.

3. Nyt eurojärjestelmän taseen pienentyessä on oikea aika pohtia, miten korkoja ohjataan tulevaisuudessa ja miten rahoitusvakaus ja ilmaston-muutos voidaan huomioida rahapolitiikan toimeenpanossa myös jatkossa.

### **Kalvo 3: Rahapolitiikan toimintaympäristö kriisien sävyttämää**

Tämä kuvio havainnollistaa sitä, miten euroalue on kohdannut useita kriisejä viimeisten 15 vuoden aikana. Finanssikriisiä seuranneen taantumun jälkeen euroalueella ajaututtiin valtionvelkakriisiin ja tavoiteltua hitaamman inflaation aikakauteen. Toipumisvaiheessa iski ensin pandemia, minkä jälkeen Venäjän laittomalla hyökkäyssodalla on ollut laajoja vaikutuksia sekä reaalityönteeseen että inflaatioon. Vastauksena näihin kehityskulkuihin rahapolitiikan vanha normaali murtui käytännössä täysin. EKP:n keskeisin ohjauskorko laskettiin negatiiviseksi, ja eurojärjestelmä moninkertaisti taseensa ostamalla laajamittaisesti arvopapereita ja myöntämällä pankeille runsaasti halpakorkoista ja pitkäkestoista rahoitusta.

Nyt rahapolitiikkaa normalisoitaessa meidän tulee pohtia, mitä normaali tarkoittaa jatkossa. Onko paluu vanhaan normaaliin edelleen paras vaihtoehto tai onko se rahapolitiikan toimintaympäristön mittavien muutosten jälkeen enää edes täysin mahdollista?

### **Kalvo 4: Inflaatio kävi yli 10 prosentissa, palautuu hitaasti**

Koronapandemian puhjetessa talousnäkymät heikkenivät aluksi jyrkästi ja inflaatio hidastui negatiiviseksi. Pandemian muutettua kysynnän rakennetta ja talouden toipuessa finanssi- ja rahapolitiikan tukemana tarjonnan pullonkaulat erityisesti raaka-aineiden ja komponenttien saatavuudessa alkoivat nostaa tuotannontekijöiden hintoja vuoden 2021 aikana.

Venäjän laitton hyökkäyssota ja energian käyttö sodankäynnin välineenä voimistivat negatiivista tarjontashokkia, ja euroalueen inflaatio kiihtyi ennen kokemattomalla tavalla. Hintojen voimakkain piikki oli valtaosin seurausta energian ja ruoan hintojen noususta, mutta nousu on sittemmin laajentunut koko talouteen. Niinpä pohjahintaindikaattoritkin ovat kohonneet huomattavasti EKP:n inflaatio-tavoitteen yläpuolelle.

Kuviosta nähdään, että energiashokin hiipumisen ja rahapolitiikan huomattavan kiristyksen vaikutuksesta inflaatio on alkanut selvästi hidastua, ja sen ennustetaan palaavan EKP:n 2 prosentin tavoitetasoon vuodelle 2025.

### **Kalvo 5: Talletuskorosta rahapolitiikan tärkein instrumentti**

Inflaation taltuttamiseksi ja hintavakauden ylläpitämiseksi viime kesänä aloitettu koronnostojen sarja on ollut eurojärjestelmän osalta poikkeuksellinen niin nopeudeltaan kuin suuruudeltaankin.

Tarkkasilmäisimmät havaitsevat tästä euroalueen keskeisiä korkoja havainnollistavasta kuviosta, että EKP:n talletuskorko, joka on nykyisin tärkein EKP:n ohjauskorko, on tällä hetkellä 3,75 % eli tasolla, jolla se on käväissyt viimeksi vain euron alkuaikoina. Jotkut tiedotusvälineet korostivat tätä asiaa EKP:n viimekuisen korkopäätöksen jälkeen. Vertailtaessa ohjauskorkoja eri aikoina on kuitenkin tärkeää ymmärtää, miten rahapolitiikan toimeenpano on näiden ajankohtien välillä muuttunut.

Vanhan normaalin aikana EKP ohjasi lyhyitä rahamarkkina-korkoja korolla, jolla pankit *lainsivat* reservejä eurojärjestelmän keskuspankeista viikoittaisissa perusrahoitusoperaatioissa. Pankkien

hallussa olevien ylimääräisten reservien huomattavan kasvun jälkeen markkinakorkojen tason on kuitenkin käytännössä asettanut korko, jolla pankit tekevät talletuksia eurojärjestelmän keskuspankkeihin. Kun huomioidaan tämä EKP:n keskeisimmän ohjauskoron vaihtuminen luottokorosta talletuskorkoon, havaitaan että vuodenvaihteen 2000–2001 aikoihin rahapolitiikan mitoituksen kannalta keskeisin ohjauskorko oli prosenttiyksikön nykyistä korkeampi. Haluan korostaa tätä muutosta, sillä EKP:n korkopäätöksistä kerrottaessa, ainakin toisinaan perusrahoitus-operaatioiden korkoon viitataan edelleen keskeisimpänä ohjauskorkona. On kuitenkin tärkeitä huomioida, mikä asema kullakin EKP:n ohjauskorolla on rahapolitiikan toimeenpanokehikossa. Näin erityisesti silloin, jos eri ohjauskorkoja muutetaan eritahtisesti osana rahapolitiikan toimeenpanon normalisointia.

Korkotasojen historiallista vertailua vaikeuttaa myös se, ettei korkotaso suoraan kerro rahapolitiikan mitoituksen tiukkuutta. Samaan aikaan, kun rahamarkkina-korot olivat euroalueen alkuvuosina prosenttiyksikön nykyistä korkeammat, talouskehityksen tasapainottavan neutraalin korkotasonkin arvioitiin olleen selvästi nykyistä korkeampi. Eli vaikka ohjauskorko oli tuolloin nykyistä korkeampi, ei se välttämättä ollut voimakkaampi jarru talouskehitykselle ja inflaatiolle kuin tämän hetken korkotaso.

Ohjauskorkomme on tällä hetkellä tasolla, jolla se hillitsee talouskasvua ja hidastaa inflaatiota. Tämä tarkoittaa periaatteessa sitä, että nykymitoitusta noudattaen inflaation odotetaan hidastuvan aikaa myöten lähelle tavoitettamme. MUTTA jos tuo aikamääre ”aikaa myöden” venyy huomattavasti, pitkittyvä tavoitteen ylittävä inflaatio voi nostaa odotuksia tulevasta inflaatiosta ja sitä kautta nopeuttaa inflaatiota ennustetusta. Jos näin pääsee käymään, rahapolitiikkaa joudutaan kiristämään myöhässä ja huomattavasti nykyodotuksia enemmän kehityksen kääntämiseksi. Sillä puolestaan olisi taloudelle erittäin kielteiset seuraukset.

Inflaation palautumista tavoitteenmukaiseksi voitaisiin nopeuttaa nostamalla korkoja nykytasolta. Tällöin riskinä on, että kokonaiskysyntä voisi supistua tarpeettoman paljon, ja inflaatio voisi hidastua jatkossa huomattavasti tavoitetta hitaammaksi.

Rahapolitiikan mitoittamisen yhtäältä vaikeus ja toisaalta hienous johtuvat siitä, että politiikkaa on tehtävä eteenpäin katsovasti, kun taas sen onnistumista mitataan taaksepäin katsoen. Olenkin melko varma, että muutaman vuoden päästä, kun tiedetään miten korot olisi pitänyt tällä hetkellä mitoittaa, nykyistä rahapolitiikkaa arvostellaan ehkä ankarastikin.

Tällä hetkellä ainakin minulle on kuitenkin edelleen epäselvää kumman virheen todennäköisyys ja riski on suurempi, eli olisiko EKP:n koronnosto syyskuussa toimenpiteenä liikaa vai olisiko ohjauskorkojen jättäminen ennalleen liian vähän. Niinpä viimeisimmissä EKP:n neuvoston kokouksissa valittu linja on edelleen asianmukainen. Neuvosto tulee tekemään rahapoliittiset päätökset kokous kokoukselta sen mukaan mitä viimeisin saatavilla oleva data kertoo. Tulevat päätökset pohjautuvat inflaationäkymiin, analyysiin pohjahintainflaation dynamiikasta ja arvioon siitä, miten jo tehdyt rahapoliittisten toimet välittyvät talouteen ja hintoihin.

Tämän lyhyen rahapolitiikan mitoitukseen liittyneen pohdinnan jälkeen palaan päivän epistolaan, rahapolitiikan toimeenpanoon.

## **Kalvo 6: Eurojärjestelmän tase kasvoi efektiivisellä korkojen alarajalla ja vastauksena kriiseihin**

Viime vuosina korkotaso ei ole määritellyt yksistään EKP:n rahapolitiikan mitoitusta. Kun ohjauskorot oli laskettu nollan tuntumaan ja jopa negatiivisiksi, rahapolitiikkaa kevennettiin edelleen myöntämällä pankeille pitkäaikaisia luottoja ja aloittamalla arvopapereiden laajamittaiset osto-ohjelmat. Näiden epätavanomaisten rahapolitiikkatoimien käyttöä perusteli ajoittain myös tarve tukea rahapolitiikan ja rahoituksen välittymistä rahoitusmarkkinoiden kriisiytyttyä.

Pandemian myötä arvopaperiostojen kumulatiivinen määrä nousi enimmillään yli 5 000 mrd. euroon ja luottojen määrä pankeille yli 2 000 mrd. euroon. Siten eurojärjestelmän taseen loppusumma kasvoikin enimmillään lähes 9 000 mrd. euroon eli suuruusluokaltaan liki 70 prosenttiin euroalueen vuotuisesta BKT:stä.

Käytännössä eurojärjestelmä rahoittaa arvopaperiostonsa ja myöntämänsä luotot kasvattamalla pankkien talletuksia kansallisissa keskuspankeissa eli luomalla reservejä.

## **Kalvo 7: Eurojärjestelmän arvopaperiomistukset pienentyvät asteittain**

Nyt rahapolitiikkaa normalisoitaessa korkojen nousun ohella eurojärjestelmän tasetta on alettu supistaa. Keskuspankkien arvopaperiomistukset ovat pienentyneet hiljalleen, kun vuonna 2015 aloitetun arvopapereiden osto-ohjelman (APP) velkakirjojen erääntymisten uudelleen sijoittamista ensin vähennettiin ja lopulta se lopetettiin kokonaan tämän vuoden heinäkuussa.

Arvopaperiomistuksia pienennetään jatkossakin asteittain ja ennakoivasti. Seuraavien 12 kuukauden aikana APP:n erääntymiset ovat noin 330 mrd. euroa. Pandemian aikaisen PEPP-ohjelman uudelleensijoituksia puolestaan aiomme nykyäkymillä jatkaa vuoden 2024 loppuun.

Korkojen nopea nousu on tehnyt korkosijoituksista jälleen houkuttelevan vaihtoehdon sijoittajille. Tämä osaltaan tukee eurojärjestelmän taseen asteittaista normalisointia.

Taseen pienentymisestä huolimatta eurojärjestelmä jatkaa lähivuodet merkittävimpana velkakirjojen omistajana euroalueen arvopaperi-markkinoilla. Kun näin laajamittaisten omistusten vähentymisestä ei ole aiempaa kokemusta, eurojärjestelmän on jatkossakin kiinnitettävä huomiota korkomarkkinoiden likviditeettiin ja mahdollisiin markkinahäiriöihin. Eurojärjestelmän tulee tarkkaan punnita, kannattaako tasetta jatkossakaan pienentää arvopaperiomistusten ja pankeille myönnettyjen luottojen erääntymisaikataulua nopeammin.

## **Kalvo 8: Keskuspankkiluotot pandemiaa edeltävissä luvuissa**

Pankeille myönnettyt keskuspankkiluotot ovat vähentyneet jo pandemiaa edeltäviin lukuihin, noin 600 mrd. euroon. Viime vuodet nämä luotot ovat koostuneet lähes yksinomaan kohdennetuista pitempiaikaisista rahoitusoperaatioista, joita myönnettiin pandemian aikana edullisimmillaan jopa alle keskuspankin talletuskoron.

Näiden kriisioloissa myönnettyjen luottojen suuren erääntymisen odotus alkukesästä aiheutti jonkin verran sydämentykytystä markkinoilla. Pankit olivat kuitenkin etukäteen varmistaneet likviditeetin saantinsa markkinoilta, eikä erääntyviä luottoja juurikaan korvattu uusilla ja kalliimmilla keskuspankki-luotoilla, kuten esimerkiksi viikoittaisilla perusrahoitusoperaatioilla.

Vaikka halpakorkoista ja pitkäkestoista luotto-operaatioista on luovuttu jo jokin aikaa sitten, pankkien mahdollisuus varmistaa reservien saanti suoraan keskuspankista on taattu. Pankit voivat edelleen lainata reservejä kiinteällä korolla omien tarpeittensa ja vakuuksiensa puitteissa. Toisin sanoen perusrahoitusoperaatioissa sovelletaan edelleen meille suomenpankkilaisille kovin tuttua täydenjaon politiikkaa, jossa pankeille lainataan täysimääräisesti heidän pyytämänsä määrä – toki täysiä vakuuksia vastaan.

## **Kalvo 9: Koronnostot ovat välittyneet rahamarkkinoille hyvin**

Koronnostot ovat välittyneet rahamarkkinoille hyvin korkotason nopeasta noususta huolimatta. Käytännössä EKP:n talletuskorko on asettanut lyhimmän rahamarkkinakoron €STR:n tason, ja pidemmät rahamarkkinakorot, kuten euriborkorot, ovat nousseet korkojen odotushypoteesin mukaisesti ohjauskoronnostoja ennakoiden. Toki kuviosta voi nähdä, että koronnostojen nopea tahti viime vuonna myös yllätti markkinat.

Tällä hetkellä ei ole tarvetta uusille normaalikehikosta poikkeaville luotto-operaatioille. Kiinteän koron ja täydenjaon politiikka vakio-operaatioissa toimii hyvänä ensimmäisenä puolustuslinjana pankkien mahdollisia ja yllättäviä likviditeettitarpeita sekä muita rahamarkkinajännitteitä vastaan.

Tulevaisuudessa, kun eurojärjestelmässä pohditaan rahapolitiikan ohjausjärjestelmän normalisointia, meidän täytyy ottaa kantaa siihen, pitäisikö korkoputken olla symmetrinen perusrahoitusoperaatioiden koron ympärillä. Vanhassa normaalissa talletuskorko oli prosenttiyksikön perusrahoitusoperaatioiden koron yläpuolella ja talletuskorko vastaavasti prosenttiyksikön sen alla. Huomattavasti kapeammalla korkoputkella voitaisiin pienentää niiden pankkien rahoituskustannuksia, jotka käyttävät vakiohuutokauppoja likviditeetin hankintaan, sekä rajoittaa lyhyiden rahamarkkinakorkojen ja riskilisien nousua. Palaan tähän ajatukseen hetken päästä.

## **Kalvo 10: Rahapolitiikan kiristäminen on välittynyt tasaisesti koko euroalueelle**

Koronnostojen ja arvopaperiomistusten supistamisen alkuvaiheessa markkinoilla oltiin huolissaan korkojen eriytyemisestä eurovaltioiden välillä. Pelkona oli, että rahoituskustannusten noustessa ja velkakirjojen tarjonnan lisääntyessä sijoittajat voisivat alkaa ylihinnitella joihinkin eurovaltioihin kohdistuvia luottoriskejä, jolloin korkoerot levenisivät liikaa.

Rahapolitiikan kiristäminen on kuitenkin välittynyt varsin tasaisesti koko euroalueelle. Itse asiassa esimerkiksi 10 vuoden pituisten valtionlaina-korkojen erot riskittömään korkoon – tässä 10 vuoden yön yli -swapkorko – ovat kaventuneet niin ylhäältä kuin alhaaltakin päin.

Alhaalta päin kaventuminen tarkoittaa sitä, että kun arvopaperiostoista on pääosin luovuttu, keskuspankin kädenjälki korkomarkkinoilla on pienentynyt. Keskuspankkiostojen päättyminen puolestaan lisää yksityisille sijoittajille tarjolla olevien arvopapereiden määrää ja siten helpottaa ajoittaista pulaa turvallisista arvopapereista, joihin erityisesti Saksan valtion liikkeeseen laskema velka lukeutuu.

Hyvästä kehityksestä huolimatta EKP seuraa markkinoita tarkasti ja on valmiina reagoimaan, mikäli rahapolitiikan välittyminen vaarantuu valtionlainamarkkinoilla.

## **Kalvo 11: Rahapolitiikan toimeenpano tulevaisuudessa**

Kuten todettua, rahapolitiikan normalisoituessa, eli korkojen noustua kauas nollakorkorajasta ja ostohjelmien sekä pankeille myönnettyjen luottojen erääntyessä, on oikea aika pohtia, miten lyhyitä rahamarkkinakorkoja halutaan ohjata tulevaisuudessa. EKP ilmoittikin joulukuussa 2022 tekevänsä tästä arvion. Suomen Pankki ja erityisesti meidän markkinaoperaatiot-osastomme asiantuntijat ovat tässä työssä aktiivisesti mukana. Kiitos siitä erityisesti EKP:n yhtä selvityshaaraa vetävälle Niko Herralalle ja myös markkinaoperaatioiden komitean jäsenillemme Juha Niemelälle sekä Marjaana Hohdille.

Korkoja voi ohjata monella eri tavalla. Tämä voidaan havaita jo siitä, miten eri maissa on pandemian jälkeen päätetty toteuttaa rahapolitiikkaa. Myös EKP:llä on kokemusta erilaisista koronohjauskehikoista.

Ennen finanssikriisiä reservien määrä pidettiin niukkana. Näin varmistettiin, että pankkien oli haettava reservejä perusrahoitusoperaatioista, mikä puolestaan varmisti, että lyhyet raha-markkina-korot asettuivat tämän koron tuntumaan (kuviossa piste A). Maksuvalmius- ja talletuskorot asetettiin puolestaan siten että perusrahoitusoperaatioiden korko oli niiden muodostaman korkoputken keskellä.

Viime vuosina reservien tarjonta on ylittänyt selvästi vähimmäis-varanto-velvoitteen mukaisen tason. Koska pankkien täytyy tallettaa ylimääräiset reservinsä päivittäin keskuspankkiin, rahamarkkinakorot seuraavat tarkasti EKP:n talletuskorkoa (kuviossa piste C).

Taseen supistuminen merkitsee ylimääräisten reservien määrän vähenemistä. Pienentyvä reservien määrä alkaa jatkuessaan nostaa lyhyitä rahamarkkinakorkoja talletuskoron yläpuolelle (kuviossa B). Tällaisessa tilanteessa rahamarkkinakorot voivat myös alkaa vaihdella huomattavasti aiempaa enemmän. Tämä puolestaan voi kasvattaa markkinoiden vaatimia riskilisiä, mikäli keskuspankki ei reagoi tilanteeseen rahapolitiikan toimeenpanolla.

Eurojärjestelmä voi ehkäistä tällaisen kehityksen ainakin kahdella tavalla: se voi kaventaa korkoputkea, tai se voi rakenteellisilla operaatioilla varmistaa, että ylimääräisiä reservejä on jatkossakin riittävästi, jottei uusi tasapaino liu'u (kuviossa) liaksi vasemmalle.

## **Kalvo 12: Kapea korkoputki rajoittaa rahamarkkinakorkojen heiluntaa**

Jos keskuspankki pienentää anto- ja ottolainauksensa välistä korkoeroa, lyhyimmälle rahamarkkinakorolle jää aiempaa vähemmän tilaa vaihdella. Korkoputkea kaventamalla voidaankin hillitä lyhyiden rahamarkkinakorkojen heiluntaa kaikissa kolmessa tasapainossa (A, B ja C).

Kapean korkoputken kääntöpuolena on, että se pienentäisi pankkien kannustimia tasata reservejä keskenään ja kasvattaisi keskuspankin jalanjälkeä markkinoilla.

Jos luotto-operaatioihin hyväksyttävä vakuusmateriaali pidetään nykyiseen tapaan huomattavan laajana, voisi hyvin kapea korkoputki (erityisesti perusrahoitusoperaation ja talletuskoron välinen ero) mahdollistaa pankeille edullisen tavan täyttää likviditeettisääntelyn vaatimukset.

Likviditeetti-sääntelyn lähtökohtana kuitenkin on, että pankit varmistavat toimintakykynsä ilman julkista tukea.

Tämän vuoksi erityisesti hyvin kapeaa korkoputkea sovellettaessa tulisi pohtia vakuuksien eriyttämistä operaatiotyypeittäin siten, että korkojen ohjauksen kannalta keskeisiin perusrahoitusoperaatioihin kävisi jatkossa vakuutena vain korkean luottoluokituksen likvidit arvopaperit.

Näin perusrahoitusoperaatioissa voitaisiin jatkaa kiinteän koron ja täyden jaon politiikkaa pysyvästi. Ja samanaikaisesti nykyisen kaltaista laajempaa vakuusmateriaalia voitaisiin soveltaa pidempiin luotto-operaatioihin. Nämä rakenteelliset luotto-operaatiot tulisi järjestää vaihtuvakorkoisina huutokauppoina, joissa pankit kilpailevat reserveistä hinnalla. Näin operaation mahdollistama likviditeetti-transformaatio ja vakuuksien korkeampi riskipitoisuus tulisivat hinnoiteltua markkinaehtoisesti.

Vakuuksien eriyttäminen operaatiolajeittain ja luotto-operaatioiden eriyttäminen politiikka- ja rakenteellisiin operaatioihin parantaisi euro-järjestelmän mahdollisuuksia huolehtia myös rahoitusvakaudesta ilman sivuvaikutuksia korkojen ohjaukseen.

### **Kalvo 13: Velkaerien kasvu voi luoda tarpeen rakenteellisille operaatioille**

Vaikka eurojärjestelmän tase nyt pieneneekin, se tulee todennäköisesti jäämään kriisejä edeltänyttä aikaa suuremmaksi.

Setelistön ja muissa taseen velkaerissä tapahtuneen kasvun vuoksi vaikuttaa siltä, että eurojärjestelmän tase tuskin voi pienentyä ainakaan paljon alle 3 000 mrd. euron. Tätä lukemaa kasvattanee edelleen mahdollinen pankkien reservien puskurikysyntä. Ennen finanssikriisiä eurojärjestelmän taseen koko oli noin 1 000 mrd. euroa ja pankeilla ei ollut käytännössä lainkaan vähimmäisvaranto-velvoitteen ylittäviä reservejä. Tämä ero on merkittävä.

Taseen luonnollisen kasvun vuoksi voisi olla mahdollista perustaa rakenteellinen arvopaperisalkku vastaamaan euroalueen kasvaneeseen reservien kysyntään. Rakenteellinen arvopaperisalkku voisi toimia joko äsken kuvaamieni rakenteellisten rahoitusvakautta tukevien luotto-operaatioiden sijasta tai niiden täydentäjänä lisäämässä ylimääräisiä reservejä.

Eurojärjestelmän tulee tukea, kunhan hintavakaustavoite ei vaarannu, EU:n yleistä talouspolitiikkaa ja EU:n muiden tavoitteiden, kuten vihreän siirtymän ja hiilineutraalin talouden, saavuttamista. Ilmastoriskeillä ja vihreällä siirtymällä on vaikutuksia euroalueen yleiseen talous- ja hintakehitykseen ja siten rahapolitiikan toimintaympäristöön. Ilmastomuutos vaikuttaa myös eurojärjestelmän taseen riskeihin ja varojen arvoon erityisesti pidemmällä aikavälillä.

Rakenteellisen salkun ostot voitaisiinkin kohdistaa ilmastokriteerien mukaisesti. Tästä eurojärjestelmällä on kokemusta jo yrityslainojen osto-ohjelmasta, jonka ostoja kohdentamaan kehitettiin yrityskohtainen ilmastomittari [climate score]. Ilmastomittarin kokonaisarvo riippuu yrityksen nykyisistä päästöistä, päästötavoitteiden kunnianhimoisuudesta ja yrityksen päästöraportoinnin laadusta.

Tällaisella rakenteellisella vihreällä salkulla voitaisiin taistella ilmastomuutosta vastaan myös pitkällä aikavälillä, kun uusia ostoja ei nykyisessä yrityslainojen osto-ohjelmassa enää tehdä.

### **Kalvot 14 ja 15: yhteenveto ja kiitos**

Tänään julkaistussa Euro & taloudessa on Niko Herralan ja Kristian Töttermanin; Matti Ilmasen, Katri Järvisen ja Alekski Paavolan sekä Vesa-Ville Virtasen kirjoittamat liiteartikkelit, joissa rahapolitiikan saloja käydään tarkemmin läpi.

Osaltani kiitän kaikkia kuulijoita mielenkiinnosta rahapolitiikan toimeenpanoon liittyviin kysymyksiin, ja vastaan nyt mielelläni mahdollisiin kysymyksiinne.

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Tilannekatsaus digieuroon, 8.8.2023

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Tilannekatsaus digieuroon

Verohallinnon johtoryhmä

Helsinki, 8.8.2023

Esityskalvot ([pdf](#))

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Digitaalisen euron kansallisen seurantaryhmän kokous 31.5.2023

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Digitaalisen euron kansallisen seurantaryhmän kokous

Teams, 31.5.2023

Esityskalvot ([pdf](#))

Tutustu myös digitaalinen keskuspankkiraha -kokoomasivuun. ([Linkki](#))

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Miten kestävä kehitys näkyy rahapolitiikassa, esitelmä 29.5.

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Miten kestävä kehitys näkyy rahapolitiikassa

Finsifin ja Suomen Pankin sidosryhmätilaisuus rahamuseossa 29.5.2023

Esitys ([pdf](#))

## Miten kestävä kehitys näkyy rahapolitiikassa

Tervetuloa Suomen Pankin rahamuseoon tähän Suomen Pankin ja Finsifin yhteistyössä järjestämään tilaisuuteen. Finsif on tärkeä toimija vastuullisen sijoittamisen edistämiseksi Suomessa. Sen rooli ja vaikuttavuus näkyvät sekä jäsenmäärän kehityksessä että laadukkaiden tilaisuuksien muodossa. Minulla onkin ilo saada puhua teille jäsenorganisaatioiden edustajille ilmastonmuutosteemoista keskuspankin näkökulmasta.

Avaan teille tänään ajattelua siitä, miten kestävä kehitys, erityisesti ilmastokriisi, näkyy rahapolitiikassa.

[Dia 2] Puheenvuoroni voidaan jakaa kahteen osaan. Ensin kuvaan sitä, miten ilmastokriisi vaikuttaa rahapolitiikan toimintaympäristöön ja rahapolitiikan mitoitukseen. Toisessa osassa keskityn avaamaan eurojärjestelmän rahapolitiikkaan liittyvän ilmastostrategian sisältöä.

Eli vaikka EKP:n mandaatti on ulottunut yhteisen valvontamekanismin perustamisen jälkeen myös pankkivalvontaan, esitykseni ei kata ilmastokriisiin liittyviä valvontatoimia. Perinteisessä keskuspankin leipälajissa, rahapolitiikassa, on meille riittävästi pureskeltavaa etenkin, kun Juha Niemelä täydentää esitystäni avaamalla meille sitä, kuinka me Suomen Pankissa pyrimme huomioimaan ilmastokriisin omassa sijoitustoiminnassamme.

[Dia 3] Eurojärjestelmän ensisijainen tavoite on ylläpitää hintavakautta. Pyrimme jatkuvasti siihen, että inflaatio olisi keskipitkällä aikavälillä kahden prosentin tuntumassa. Tältä pohjalta on luonnollista, että kiinnostuksemme ulottuu ilmasto-kysymyksiin ja erityisesti ilmastokriisin torjunnan hintavaikutuksiin. Haluan keskustella siitä, miten vihreä siirtymä voidaan toteuttaa hintavakautta vaarantamatta.

Ilmastokriisi vaikuttaa hintoihin monin tavoin. Esimerkiksi äärimmäisten sääolojen yleistyminen voi johtaa vakuutusmaksujen ja muiden varautumiskustannusten kasvuun. Kuivuuden ja tulvien yleistyminen sekä maailman keskilämpötilan nousu pienentävät satoja ja nostavat elintarvikkeiden hintoja. Lisäksi hiilidioksidin päästöoikeuksien kallistuminen sekä vähähiilisemmän tuotannon edellyttämät tekniset innovaatiot kasvattavat kustannuksia ainakin alkuvaiheessa.

Jos ja kun tämänkaltainen kehitys alkaa heijastua kotitalouksien ja yritysten odotuksiin, se vaikuttaa myös inflaationäkymiin. Erityisen haitallista olisi inflaation vaihtelun lisääntyminen. Se lisäisi epävarmuutta, vaikeuttaisi inflaation ennustamista sekä rahapolitiikan mitoitamista. Korkeampien riskipreemioiden kautta se myös hidastaisi talouskasvua.

Siirtyminen vähähiiliseen talouteen edellyttää politiikkaa, joka johtaa suhteellisten hintojen muutoksiin, jotta vähäpäästöisistä vaihtoehtoista tulee saastuttavia vaihtoehtoja houkuttelevampia. Pääosin tällaiset toimet kuuluvat muille talouspolitiikan lohkoille, sillä erityisesti ympäristöverot, päästökauppa ja tuet voivat synnyttää tällaisia, haluttuja muutoksia. Euroopan unioni onkin tehnyt aloitteen hiilitullin käyttöön otosta sen rajoilla. Tullin avulla esimerkiksi pyrittäisiin torjumaan hiilivuotoa eli saastuttavan tuotannon siirtämistä EU-säätelyn ulkopuolelle. Toteutuessaan tullit täydentäisivät päästökauppaa ja nostaisivat ulkomailta EU:hun tuotujen hiili-intensiivisten tuotteiden hintaa.

Kaikkien ilmastoon liittyvien muutosten vaikutukset hintavakauteen riippuvat siirtymän sujuvuudesta. Mitä nopeammin ilmastokriisiin reagoidaan, sitä pienemmillä politiikkamuutoksilla selvittää. Parhaassa tapauksessa muutos on asteittainen, vakaa ja, mikä tärkeintä, taloudenpitäjien ennakoitavissa.

Ilmastokriisi vaikeuttaa osaltaan myös rahapolitiikan analyysiä ja päätöksentekoa. Rahapolitiikalla on helpointa vastata talouden kohtaamiin kysyntäsokkeihin. Kysynnän voimistuminen kiihdyttää sekä tuotantoa että inflaatiota, kun taas negatiivinen sokki hillitsee kumpaakin. Rahapoliittinen reaktio kysyntäsokkiin on varsin suoraviivainen: negatiivista sokkia vaimennetaan lisäämällä talouden rahapoliittista elvytystä. Vastaavasti taloutta ylikuumentava positiivinen kysyntäsokki edellyttää rahapolitiikan kiristämistä, eli korkojen nostoa.

Tilanne on monimutkaisempi, kun taloutta kohtaa tarjontasokki. Tällaisissa tapauksissa tuotanto ja inflaatio kehittyvät yleensä vastakkaisiin suuntiin, ja talouspolitiikan päätöksentekijän on punnittava inflaation vakauttamista suhteessa tuotannon vakauttamiseen. Tarjontasokkien osalta optimaaliset rahapoliittiset toimet eivät ole suoraviivaisia, vaan ne riippuvat oleellisesti muun muassa sokin kestosta. Ilmastokriisin odotetaan kasvattavan tarjontasokkien esiintymistiheyttä esimerkiksi äärimmäisten sääolosuhteiden seurauksena. Tämä hankaloittaa rahapolitiikan harjoittamista, sillä keskuspankeilla on edessään haastava tehtävä tunnistaa, onko kulloinenkin sokki ensisijaisesti kysyntä- vai tarjontasokki ja ovatko sen vaikutukset tilapäisiä, pitkäaikaisia vai peräti pysyviä. Ilmastokriisi vaatii meiltä uudenlaisia analyyttisiä valmiuksia ja uudenlaisten makrotaloudellisten mallien kehittämistä.

Me keskuspankkiirit olemme huolissamme siitä, että ilmastokriisi heikentää tuottavuutta ja epävarmuuden kasvu vähentää investointihalukkuutta. Tällainen kehitys voisi madaltaa jo valmiiksi hyvin alhaista reaalista tasapainokorkoa. Tasapainokoron lasku puolestaan rajoittaisi korkopolitiikan liikkumavaraa sekä mahdollisuutta tukea taloutta ja hintakehitystä voimakkaiden laskusuhdanteiden aikana. Vaikka liian matala inflaatio tuntuu nykyoloissa kaukaiselta huolelta, tämä oli kahden vuoden takaisen rahapolitiikan strategian uudelleen arvioinnin päähuolenaihe. Väestön vanheneminen ja työvoiman supistuminen sekä tuottavuuden kasvun hidastuminen ovat edelleen maailmantalouden vahvoja trendejä, mikä viittaa siihen, että myös matala reaalin tasapainokorko on edelleen vallitseva olotila. Tämäkin kannustaa meitä edistämään ilmastokriisin vastaista taistelua.

Pandemiasta toipuminen ja Venäjän laitton hyökkäyssota johtivat yhdessä mittaviin hintoja nostaneisiin sokkeihin, jotka ovat aikaa myöden muuttuneet melko laaja-alaiseksi hintojen nousuksi. Euroopan keskuspankin (EKP) neuvosto on reagoinut liian nopeaksi kiihtyneeseen inflaatiouvauhtiin erityisesti sarjalla koronnostoja. Ohjauksorkoja on nostettu viime heinäkuun jälkeen jokaisessa EKP:n neuvoston rahapolitiikkakokouksessa tähän mennessä yhteensä 3,75 prosenttiyksiköllä. Miten käy ilmastokriisin vastaisen politiikan ja vaadittavien mittavien investointien rahoituksen, jos hintavakauteen tähtäävä rahapolitiikka edellyttää aikaisempaa korkeampaa korkotasoa? Esimerkiksi uusiutuvan energian tuotanto on fossiilisiin polttoaineisiin pohjautuvia vaihtoehtoja pääomavaltaisempaa. Jos investointilaskelmien diskonttokorko nousee, muodostuuko hintavakauteen pyrkivästä rahapolitiikasta uhka ilmastopolitiikalle?

Ei. Korkea inflaatio ja siihen liittyvä epävarmuus nostavat riskipreemioita ja hidastavat investointeja. Siten hinta- ja rahoitusvakaat ovat itse asiassa perusedellytyksiä investointien suotuisalle kehitykselle ja tasapainoiselle talouskasvulle. Näin ollen rahoitusolojen kiristyminen viimeisen vuoden aikana tukee tasapainoista talouskehitystä ja osaltaan mahdollistaa vihreään siirtymään vaadittavien investointien rahoitusta pidemmällä aikavälillä. Lyhyemmän aikavälin tarkastelussa on syytä korostaa, että reaalkorot ovat euroalueella edelleen historiallisessa tarkastelussa huomattavan matalilla tasoilla. Lisäksi, kun rahavirrat osake- ja joukkolainoihin sijoittaviin rahastoihin supistuivat viime vuonna, virtaus ESG-rahastoihin jatkui edelleen positiivisena. Vastuullista, vakauteen tähtäävää rahapolitiikkaa ei siten voi pitää millään tavoin ristiriitaisena ilmastotavoitteiden kanssa. Olen kuvannut ilmastokriisin ilmiönä, joka vaikuttaa suoraan keskuspankin mandaatin ensisijaiseen tavoitteeseen. Hintavakaudesta huolehtimisen ohella eurojärjestelmä voi myös tukea Euroopan unionin talouspolitiikkaa yleisemminkin, silloin kun voimme niin toimia hintavakautta vaarantamatta. Ilmastopolitiikka on nostettu korkealle Euroopan unionin päättäjien tärkeysjärjestyksessä. Tästä kertoo mm. se, että Euroopan vihreän kehityksen Green Deal -ohjelmassa tavoitteeksi asetettiin EU:n hiilineutraalius vuoteen 2050 mennessä. Näin hintavakauteen liittyvien perusteiden lisäksi

eurojärjestelmä voi edistää ilmastotavoitteiden saavuttamista myös toissijaisen mandaattinsa kautta – kunhan hintavakaus ei siitä vaarannu.

[Dia 4]

Kuinka keskuspankkien tulisi osallistua ilmastokriisin torjuntaan ja kestävä kehityksen edistämiseen? Tätä on viime vuosien aikana käsitelty erittäin paljon keskuspankkien piirissä, ja siitä on alkanut muodostua laaja yhteisymmärrys niin keskuspankkiyhteisössä kuin sen ulkopuolellakin. Sen mukaan päävastuu ilmastomuutoksen torjunnasta on hallituksilla ja parlamenteilla, jotka voivat lainsäädännön, verotuksen ja sääntelyn kautta suoraan vaikuttaa maapallon lämpenemisen hillitsemiseen ja kestävä kehityksen edistämiseen.

Keskuspankit eivät silti saa kätkeytyä lainsäätäjien selän taakse ja olla tekemättä omaa osuuttaan. EKP:n neuvoston jäsenet ovat käsitelleet eurojärjestelmän roolia ja mandaattia ilmastomuutoksen torjunnassa lukuisia kertoja julkisuudessa viime aikoina, ja EKP:n johtokunnan jäsenet ovat olleet tässä erityisen aktiivisia.

Frank Elderson tiivistä huhtikuun lopussa Washingtonissa pitämässään puheessa keskuspankkien aseman ytimekkäästi ja yksiselitteisesti:

”Central banks are not climate and environmental policymakers. Central banks are climate and environmental policy takers”

Emme siis ole pääroolissa, mutta eurojärjestelmä ottaa ja sen täytyy ottaa ilmastokriisi huomioon toiminnassaan.

[Dia 5] Mitä päätöksiä ja konkreettisia toimenpiteitä eurojärjestelmä on tähän saakka tehnyt ilmastokriisin huomioimiseksi rahapolitiikassa?

EKP:n neuvosto päätti toissa kesänä laajamittaisen asiantuntijavalmistelutyön pohjalta uudesta rahapolitiikan strategiasta. Sen keskiössä oli ensisijainen tavoitteemme eli hintavakaus, ja yksi keskeisimpiä lopputulemia oli inflaatio-tavoitteen määrittäminen symmetriseksi.

Inflaatiotavoitteen ohella ilmastokriisillä oli strategiauudistuksessa merkittävä osa. EKP:n neuvosto laati toimintasuunnitelman ja asetti tavoitteita, joiden kautta ilmastomuutos ja kestävä kehitys otetaan huomioon rahapolitiikassa. Toimintasuunnitelmaa on tämän jälkeen tarkennettu ja tällä hetkellä se kattaa kalvolla esitetyt osa-alueet.

Käyn seuraavaksi läpi näistä kahta ensimmäistä kohtaa eli kuinka ilmastotekijöitä ja -riskejä on viime syksystä lähtien huomioitu eurojärjestelmän rahapoliittisissa yrityslainastoissa, ja miltä näyttävät näiden omistusten ilmastotunnusluvut, joiden raportointi aloitettiin muutama kuukausi sitten.

Kerron lyhyesti myös ilmastoriskien huomioimisesta eurojärjestelmän vakuuskehikossa ja siitä, voitaisiinko ilmastoriskien sisällyttää myös osto-ohjelmien suurimpaan osaan eli julkisen sektorin velkakirjaostoihin.

[Dia 6] Eurojärjestelmä on ostanut rahapolitiikan tarpeisiin määritellyt kriteerit täyttäviä yrityslainoja laajasti eri toimialoilta vuodesta 2016 lähtien.

Ostoa aloitettaessa euroalueella oltiin kovin erilaisessa inflaatioympäristössä kuin tänään. Vuonna 2016 EKP:n neuvoston huolena oli hintojen nousun sijaan hintavakaustavoitteen näkökulmasta liian matala inflaatio, ajoittain jopa deflaation uhka. Tämän jälkeen eurojärjestelmän yrityslainastoilla on ollut merkittävä rooli mm. rahoitusmarkkinoiden rauhoittamisessa koronapandemian alussa, kun markkinoiden toiminta ja vahvimpienkin yritysten rahoituksen haku olivat luhistuspaineiden alla.

Kaiken kaikkiaan eurojärjestelmä omistaa rahapoliittisissa osto-ohjelmissa ostettuja yrityslainoja tällä hetkellä lähes 400 miljardilla eurolla. Suomen Pankilla on useimpiin muihin keskuspankkeihin nähden pitkä kokemus yrityslainamarkkinoilla toimimisesta, ja tämän vuoksi me olemme yksi niistä kuudesta euroalueen keskuspankista toteuttamassa näitä yrityslainastoja, jotka kohdistuvat kaikkien 20 euromaan yrityslainamarkkinoille. Muut viisi yrityslainastoja toteuttavaa keskuspankkia ovat Saksa, Ranska, Italia, Espanja ja Belgia.

Viime syksyyn asti eurojärjestelmä allokoi yrityslainastoja pääasiassa olemassa olevien velkakirjojen määrän ja riskienhallinnallisten tekijöiden perusteella. Ostot kohdistuivat täten merkittävässä määrin myös suurten päästöintensivisten, kuten energiasektorin yritysten velkakirjoihin. Näin siksi, että tällaiset yritykset tyypillisesti tarvitsevat paljon vierasta pääomaa ja ovat siksi aktiivisia yrityslainojen liikkeeseenlaskijoita rahoitusmarkkinoilla. Niillä on siis huomattava markkinapaino.

Ilmastotekijöiden sisällyttäminen ostokriteereihin muutti ostojen allokoitua ja lokakuusta 2022 lähtien

eurojärjestelmä on käyttänyt yrityskohtaista ilmastomittaria eli niin sanottua climate scorea yhtenä tärkeimmistä perusteista ostojen kohdistamiselle. Climate scoren kokonaisarvo muodostuu kolmesta osa-alueesta: yrityksen nykyiset päästöt, päästötavoitteiden kunnianhimoisuus sekä yrityksen tuottaman ilmastoraportoinnin sisältö.

Yritysten päästöjä arvioiva osa-alue käsittää suorat ja ostetun energian ns. Scope 1 ja Scope 2 päästöt yrityskohtaisesti sekä myös epäsuorat Scope 3 päästöt suhteutettuna toimialasektoriin ja koko yritysuniversumiin.

[Dia 7] Yksi merkittävä virstanpylväs eurojärjestelmälle ilmastotekijöiden huomioimisessa on ollut raportointi. EKP:n verkkosivuilla julkaistiin maaliskuussa ensimmäinen rahapolitiikan yritysainastoja koskenut ilmastoraportti. Julkaisu vastaa rakenteeltaan keskuspankkien omista sijoitusvarallisuuksista niin ikään maaliskuussa ensimmäistä kertaa julkaistua ilmastoraporttia. Sen tarkoituksena on lisätä läpinäkyvyyttä sekä avoimuutta rahapolitiikan toimenpiteistä ja edistää työtä ilmastokriisin ehkäisemiseksi EU:n tavoitteiden mukaisesti.

Raportti käy läpi yritysainastojen hallintotavan, strategian, riskienhallinnan ja varsinaiset ilmastotunnusluvut. Julkaisu muun muassa kertoo, että yritysainastojen hiilijalanjälki on pienentynyt merkittävästi lokakuusta lähtien, kun climate score otettiin käyttöön. Esimerkkinä tästä voidaan käyttää ostojen painotettua keskimääräistä hiili-intensiteettiä eli WACI:a, joka oli climate scoren käyttöönoton jälkeen viime vuoden viimeisellä vuosineljänneksellä yli 65 % matalampi kuin vuoden aiemmillä kvartaaleilla, jolloin climate scorea ei vielä sovellettu ostoihin. Kaiken kaikkiaan tunnuslukuihin vaikuttaa erittäin paljon aiempien vuosien merkittävät ostomäärät. Climate scoren vaikutusten arvioinnissa tuleekin olla pidättyväinen, erityisesti lyhyen havaintohistorian vuoksi. Liian nopean inflaation vuoksi rahapolitiikkaa on kiristetty koronnostoilla, mutta myös rahapoliittisia velkakirjaostoja pienentämällä. Viime vuoden maaliskuusta lukien olemme lopettaneet ensin pandemian vaikutuksia pienentäneen ohjelman netto-ostot ja viime kesästä lukien myös varsinaisen arvopapereiden osto-ohjelman (APP) alla tehdyt netto-ostot. Tämän vuoden maaliskuusta lähtien olemme vähentäneet ohjelmista eräänntyvien varojen uudelleensijoittamista, ja kesäkuun jälkeen ostomäärät pienenevät entisestään, kun APP-ohjelman uudelleensijoituksista luovutaan käytännössä kokonaan. Mitä tämä tarkoittaa rahapolitiikan vihertämisen näkökulmasta, kun kehikkoa on sovellettu erityisesti juuri yritysainastoihin?

Climate score ja sen vaikutusten arviointityö ei pääty, vaikka yritysainastoja tehtäisiin vain vähän tai ei laisinkaan. Ilmastotekijät ovat merkittäviä elementtejä rahapolitiikan toimeenpanossa myös tulevaisuudessa esimerkiksi silloin, jos ostoja jonain päivänä pitäisi taas kasvattaa. Climate scorea on sovellettu uusiin ostoihin viime lokakuusta lähtien, ja nähdäkseni onnistuneesti. Se tulee olemaan kiinteästi mukana myös mahdollisissa tulevissa osto-ohjelmissa.

Tilanteessa, jossa rahapolitiikan mitoitus ei enää edellytä arvopaperiostoja, voidaan perustellusti kysyä, tulisiko ilmastotavoitteet sisällyttää myös aiemmin ostettuihin omistuksiin? Käytännössä tämä tarkoittaisi sitä, että eurojärjestelmä myisi ilmastonäkökulmista ”huonoja” yritysainastoja ja mahdollisesti ostaisi tilalle esimerkiksi korkeamman climate scoren velkakirjoja. Olemassa olevan salkun ”kierrätykseen” liittyisi kuitenkin monia vielä avoimia kysymyksiä. Kuten olisiko toimenpiteellä todella ilmastomyönteisiä ja vihreää siirtymää edistäviä vaikutuksia, ja olisivatko myynnit ylipäänsä realistinen vaihtoehto. Rahapolitiikan näkökulma ohjaa keskeisesti rahapolitiikan tarpeisiin hankittujen arvopaperisalkkujen sisältöä koko niiden olemassaolon ajan.

Toisaalta, kun analysoimme eurojärjestelmässä, miten keskuspankin tase tulee muodostaa nollakorkojen jälkeisessä maailmassa ja minkälaisella rahapolitiikan toimeenpanokehikolla inflaation vastaista taistelua halutaan jatkossa käydä, voimme ottaa ilmastonäkökohdat osaksi suunnittelua alusta asti. Esimerkiksi, ei ole poissuljettua, etteikö keskuspankin taseessa olisi tulevaisuudessa paikkansa ns. rakenteellisille likviditeettioperaatioille. Jos sellaisiin on tarvetta, ja jos likviditeettiä halutaan kasvattaa nimenomaan arvopaperiostoilla, tulee meidän harkita, voitaisiinko ostot toteuttaa vihreää siirtymää tukevalla portfoliolla.

Toisin sanoen en pidä ajatusta menneiden ostojen ilmastovaikutusten ”korjaamisesta” kovinkaan tarkoituksenmukaisena. Meidän on katsottava asioita eteenpäin siten, että ilmastotekijät ja vihreän siirtymän tukeminen säilyvät merkittävinä tekijöinä keskuspankin taseessa myös tulevaisuudessa, hintavakaustavoitetta vaarantamatta.

[Dia 8] Kaiken kaikkiaan suunta eurojärjestelmän yritysainastoissa on mielestäni oikea ja climate

scoren käyttönotolla on ilmastotunnuslukujen kohentumisen lisäksi ollut myös muita positiivisia vaikutuksia. Yksi vaikutus on esimerkiksi se, että ilmastotekijöiden huomiointi ostoissa pienentää eurojärjestelmän taseriskejä pidemmällä aikavälillä.

Tulevaisuus voi olla hyvin erilainen tämän päivän suuripäästöisille yrityksille esimerkiksi innovaatioiden kautta, ja tällä saattaa olla vaikutusta yritysten velkakirjojen arvoon. Tämän vuoksi eurojärjestelmä ei enää osta ilmastonäkökulmista heikoimpia yrityslainoja, jotka erääntyvät pitkällä tulevaisuudessa.

Ilmastomuutosnäkökulmien sisällyttäminen ostoihin ja mahdollisimman avoin viestintä kriteereistä antavatkin yrityksille kannustimen julkistaa tietoja ympäristövaikutuksistaan sekä vähentää toiminnastaan aiheutuvia päästöjä. Lisäksi jo pelkästään ostojen ja omistusten merkittävän määrän vuoksi, eurojärjestelmän toimenpiteillä on erittäin tärkeä rooli vihreän siirtymän markkinakäytäntöjen kehittämisessä.

[Dia 9] Rahapoliittisten luottojen vakuushallinta on toinen, ja uskoakseni suoria ostoja jopa laajempivaikutteisempi, rahapolitiikan toimeenpanon osa-alue, jossa ilmastotekijöiden huomiointi on aloitettu.

Rahapolitiikan vastapuolina toimivat pankit saavat rahoitusta keskuspankilta vain riittäviä vakuuksia vastaan. Riskienhallintakehikko ja kriteerit vastapuoli-pankeille suojaavat eurojärjestelmää vakuuksien taloudellisilta riskeiltä.

Ilmastokriisi vaikuttaa näihin taloudellisiin riskeihin ja riskit kasvavat esimerkiksi silloin, jos pankit antavat merkittävässä määrin eurojärjestelmälle vakuudeksi päästöintensiivisen yrityksen tai toimialan velkakirjoja. Tämän vuoksi EKP:n neuvosto päätti viime heinäkuussa, että ns. keskittymisriskin hallitsemiseksi, vakuudeksi tullaan hyväksymään vähemmän niiden yritysten velkakirjoja, joilla on suuri hiilijalanjälki. Tämä rajoite tulee voimaan ennen vuoden 2024 loppua ja sääntöä mahdollisesti laajennetaan koskemaan muitakin vakuutena käytettäviä omaisuuseriä, kun ilmastoriskeihin liittyvää dataa on kattavammin saatavilla.

Tämän lisäksi EKP:n neuvosto on päättänyt, että sen jälkeen, kun yritysten kestävyysraportointia koskeva CSRD-direktiivi on pantu täytäntöön, eurojärjestelmä hyväksyy vakuutena arvopapereita ja lainasaamisia vain, jos niiden liikkeeseenlaskijat tai lainasaamisten lainanottajat noudattavat direktiivin julkistamisvaatimuksia. Odotuksena on, että nämä säännöt tulevat voimaan vuonna 2026 ja ne koskevat kaikkia direktiivissä tarkoitettuja yrityksiä.

Vakuuksiin liittyviä tulevia muutoksia tullaan testaamaan ennen niiden toimeenpanoa ja näiden testien avulla vastapuolena toimivat pankit voivat valmistautua tuleviin muutoksiin.

[Dia 10] Puheenvuoroni viimeisenä teemana käsittelen ilmastokriisin huomioimista rahapolitiikan toteutuksessa yritysainojen laajemmin.

Merkittävin osa eurojärjestelmän osto-ohjelmaostoista on kohdistunut julkisen sektorin velkakirjoihin eli pääasiassa euromaiden valtionlainoihin. Ilmastonäkö-kulmien sisällyttäminen näihin velkakirjaostoihin ei kuitenkaan ole yhtä suoraviivaista ja selkeää kuin yritysainojen kohdalla.

Julkisen sektorin velkakirjojen ilmastotunnuslukuihin vaikuttaa ennen kaikkea valtioiden ilmastotavoitteet ja tavoitteiden kunnianhimoisuus. Tämän lisäksi, yritysten toimintaan verrattuna haasteena on valtiokohtaisten päästöjen mittaaminen ja niiden kohdistaminen valtionlainoihin ja muihin julkisen sektorin velkakirjoihin. Päästöjen kohdistamisessa on esimerkiksi nähtävissä päällekkäisyyksiä julkisen sektorin toimijoiden välillä.

Eurojärjestelmän julkisen sektorin velkakirjaostot on kohdennettu ensisijaisesti maakohtaisten väkilukuun ja bruttokansantuotteeseen pohjautuvien pääoma-avainten perusteella. Tällä pyritään varmistamaan rahapolitiikan tasainen välittyminen euroalueella, eikä ostojen painottaminen esimerkiksi päästöperusteisesti siksi ole ongelmantona.

Yksi mahdollisuus ilmastoystävällisempään suuntaan voisi olla ostojen kohdistaminen julkisen sektorin vihreisiin velkakirjoihin. Vihreiden velkakirjamarkkinoiden koko on moninkertaistunut viimeisten vuosien aikana ja eurojärjestelmä on näitä instrumentteja myös ostanut selvästi enemmän, mutta osto-ohjelmien näkökulmasta haasteita ovat mm. velkakirjojen riittävä tarjonta ja tarjonnan maakohtaiset eroavaisuudet.

Eurojärjestelmä voisi mahdollisesti myös kohdistaa enemmän ostoja monikansallisten liikkeeseenlaskijoiden (kuten EU:n) vihreisiin velkakirjoihin, joita on laskettu suhteellisesti enemmän liikkeelle vihreisiin valtionlainoihin verrattuna. Tämä ei myöskään olisi ristiriidassa julkisen sektorin

velkakirjaostojen kohdistusperiaatteiden kanssa.

EKP:n ja kansallisten keskuspankkien asiantuntijat jatkavat työtään näiden kysymysten parissa. Pidemmällä aikavälillä eurojärjestelmän tavoitteena on yhteensovittaa Pariisin ilmastotavoitteet ja rahapolitiikan toteutus - hintavakaustavoitetta vaarantamatta.

[Dia 11] Ennen kuin päätän puheenvuoroni ja annan tilaa Juha Niemelälle kertoa, kuinka ilmastokriisi on vaikuttanut Suomen Pankin sijoitustoimintaan, haluan vielä korostaa tärkeimpiä viestejäni. Päävastuu kestävä kehityksen edistämisestä on valtioilla, jotka voivat tehokkaasti vaikuttaa ilmastokriisin hillitsemiseen mm. lainsäädännön kautta. Tästä huolimatta keskuspankkien tulee kuitenkin tehdä oma osansa.

Eurojärjestelmän päätehtävänä on hintavakauden ylläpitäminen euroalueella eli noin 2 prosentin inflaatiovauhti keskipitkällä aikavälillä. Ilmastokriisi vaikuttaa monin tavoin rahapolitiikan toimintaympäristöön ja mitoitukseen.

Ilmastokriisillä on myös erityisesti pitkän aikavälin vaikutuksia talouteen ja hintojen kehitykseen, ja ilmastoriskit voivat vaikuttaa negatiivisesti myös pankki- ja rahoitusjärjestelmiin.

Kaiken tämän vuoksi ilmastoriskit ja -riskit on otettava huomioon myös hintavakauteen tähtäävässä rahapolitiikassa sekä laajemminkin keskuspankin toiminnassa.

Kiitos mielenkiinnostanne!

## Lisäinformaatiota ja lähteet

### [Ilmastonmuutos ja EKP –sivusto](#)

EKP:n verkkosivut.

### [Ilmastonmuutos otetaan yhä paremmin huomioon rahapolitiikassa](#)

Lehdistötiedote 4.7.2022. EKP:n verkkosivut.

### [Ilmastonmuutokseen liittyvä toimintasuunnitelma EKP:ssä](#)

Julkaistu 4.7.2022. EKP:n verkkosivut.

### [Corporate sector purchase programme](#)

EKP:n verkkosivut.

### [FAQ on incorporating climate change considerations into corporate bond purchases](#)

EKP:n verkkosivut.

### [ECB starts disclosing climate impact of portfolios on road to Paris-alignment](#)

Lehdistötiedote 23.3.2023. EKP:n verkkosivut.

### [Climate-related financial disclosures of the Eurosystem's corporate sector holdings for monetary policy purposes](#)

Julkaistu 03/2023. EKP:n verkkosivut.

### [How green is our balance sheet?](#)

Frank Elderson ja Isabel Schnabel. Blogi 24.3.2023. EKP:n verkkosivut.

### [Policymakers as policy takers – accounting for climate-related and environmental factors in banking supervision and monetary policy](#)

Frank Elderson. Puhe 21.4.2023. EKP:n verkkosivut.

### [Monetary policy tightening and the green transition](#)

Isabel Schnabel. Puhe 10.1.2023. EKP:n verkkosivut.

### [EKP:n uusi rahapolitiikan strategia](#)

Olli Rehn. Puhe 9.11.2021. Suomen Pankin verkkosivut.

### [Ilmastonäkökulmien huomioiminen eurojärjestelmän rahapoliittisissa yrityslainaostoissa](#)

Vesa-Ville Virtanen. Blogi 8.12.2022. Suomen Pankin verkkosivut.

[Työ rahapolitiikan vihertämiseksi etenee – ilmatoriskit huomioidaan jatkossa myös vakuuskehikossa](#)

Katri Järvinen. Blogi 27.1.2023. Suomen Pankin verkkosivut.

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki:

## Avauspuhe Maksufoorumissa 17.5.2023

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Avauspuhe

Maksufoorumi 2023

[Linkki tapahtumasivulle](#)

Helsinki, 17.5.2023

Hyvää huomenta ja tervetuloa Suomen Pankin Maksufoorumiin, joka järjestetään nyt jo kuudettatoista kertaa. On hienoa nähdä paikan päällä näin suuri joukko osallistujia.

Englanninkielisellä termillä Point of Interaction eli POI viitataan niin fyysisesti kaupan kassalla kuin verkkoasiointinissa tai muuten etänä käynnistettäviin maksutilanteisiin. Termillä voidaan kuvata hyvin myös Maksufoorumin perusajatusta. Tämä tapahtuma on maksamisen keskeinen vuosittainen vuorovaikutustapahtuma eli Point of Interaction.

Meillä on tänään kolme teemaa maksamisen eri konteksteista. Ensimmäisenä on vuorossa paneelikeskustelu kuluttajien asiointikokemuksesta ja muuttuvista maksupalveluista. Puhumme siitä, mikä ohjaa uusien maksutapojen ja asiointikokemuksen kehittämistä niin verkkopalveluissa kuin kassalla asioitaessa, ja kuinka uusia palveluita lanseerataan laajalle käyttäjäkunnalle.

Paneelikeskustelun jälkeen Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn puhuu Suomen taloudesta, maksamisesta ja kriisinkestävyydestä. Maksamisen sujuvuus on kriittistä yhteiskunnan toiminnan kannalta. Viime vuonna, Venäjän aloitettua laittoman hyökkäyssotansa Ukrainassa, saimme valitettavan muistutuksen häiriönsietokyvyn merkityksestä. Me viranomaiset ja pankit lähdimme isosti liikkeelle vähittäismaksamisen huoltovarmuuden turvaamiseksi. Korostan, että tosiaankin lähdimme liikkeelle, sillä toimintavarmuuden ja häiriöistä palautumiskyvyn varmistaminen on työtä, josta ei valitettavasti pidä koskaan ajatella, että on päästy maaliin.

Toisena teemana meillä on sähköisen tunnistautumisen kehittyminen Euroopassa ja Suomessa. Digitaalisen maksamisen eri vaihtoehdot liittyvät usein kiinteästi tunnistautumiseen.

Henkilökohtaisen tilin tai maksuvälineen käyttäminen edellyttää tapoja, joilla käyttöoikeuden voi luotettavasti ja varmasti osoittaa. Vastavuoroisesti sähköisen tunnistautumisen ratkaisut tarvitsevat käyttötapauksia, eli tilanteita, joissa tunnistautumisen palveluita tarvitaan ja joissa ne voivat tuottaa lisäarvoa. Maksaminen on arkinen ja usein toistuva tilanne ja sellaisena yksi mahdollinen, jopa erinomainen käyttötapaus tunnistautumISRatkaisuille.

Kolmantena aiheena paneudumme pikamaksamiseen kolmesta eri näkökulmasta. Maksuneuvosto käynnisti viime vuoden lopulla työn, jossa selvitettiin, millä tavoin tililtä tilille tapahtuvaa pikamaksamista voitaisiin edistää ja saada kuluttajien käyttöön Suomessa laajasti, ja eri toimijoiden välillä yhteensopivasti. Vaikkemme Suomessa swishaakaan, ehkä meilläkin voidaan tulevaisuudessa maksaa ja siirtää rahaa reaaliaikaisina pikiksinä siitä riippumatta, minkä pankin asiakkaita maksaja ja rahan vastaanottaja ovat.

Esittelemme siis tänään muun muassa tätä laajan osallistujajoukon kanssa yhdessä tehtyä työtä. Suosittelen myös tutustumaan työryhmän raporttiin ([linkki raporttiin](#)), joka julkaistaan tänään Suomen Pankin verkkosivuilla ([linkki uutiseen](#)).

Sen lisäksi, että Point of Interaction eli se POI, kattaa hyvin tämän päivän aiheet, Maksufoorumin POIntti on tosiaankin tuoda yhteen maksamisen osajia laajalla skaalalla ja nostaa keskusteluun tärkeitä ajankohtaisia maksamisen teemoja. Kohtaamisista, keskusteluista, kysymyksistä ja haastamisesta eli interaktiosta, tai suomeksi vuorovaikutuksesta, syntyy uusia näkemyksiä, ehkä oivalluksiakin, ja toivottavasti parempi kokonaiskuva siitä, mihin toimialana olemme juuri nyt suuntaamassa. Siksi iloitsen, että teitä on täällä tänään näin paljon.

Toivotan kaikille osallistujille antoisaa aamupäivää ja kannustan teitä nauttimaan vuorovaikutuksesta muiden Maksufoorumi-kävijöiden kanssa.

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Keynote-puhe: Digieuro – mikä, miksi, milloin. Eurooppa-päivän seminaari 9.5.

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Keynote-puhe: Digieuro – mikä, miksi, milloin  
Eurooppa-päivän seminaari  
Helsinki, 9.5.2023  
Esityskalvot ([pdf](#))  
*Esitelmän runko – pidetty esitys voi poiketa.*

## Digieuro: mikä, miksi, milloin

Arvoisat kuulijat, tervetuloa minunkin puolestani juhlistamaan Eurooppa-päivää Suomen Pankkiin. Kuten kuulimme pääjohtajan avaussanoista, Euroopan yhdentymisen voi katsoa käynnistyneen jo yli 70 vuotta sitten hiili- ja teräsyhteisön perustamisesta, minkä jälkeen, useita yhdentymiskierroksia myöhemmin rahaliitto huipentui Euroopan keskuspankin (EKP) perustamiseen 25 vuotta sitten. Rahan osalta eurooppalainen yhdentyminen onkin viety pisimmilleen. Eurojärjestelmän liikkeeseen laskema käteinen kelpaa maksuvälineenä kaikissa 20 euromaassa.

Miksi integraatio on onnistunut rahan suhteen erittäin hyvin, ellei jopa täydellisesti? Palataan alkujuurille. Mitä raha on? Metallirahakannasta luopumisen jälkeen meillä on ollut käytössä fiat-raha, jonka arvo pohjautuu luottamukseen sen liikkeeseenlaskijaa eli keskuspankia kohtaan. Niinpä Euroopan keskuspankille on annettu ensisijaiseksi tehtäväksi huolehtia hintavakaudesta eli rahan ostovoiman pysyvyydestä. Lisäksi eurojärjestelmän liikkeeseen laskemalle käteiselle on annettu laillisen maksuvälineen asema. Toisin sanoen seteleillä voi kuitata minkä tahansa velan pois missä tahansa euromaassa.

Läheskään kaikki raha ei kuitenkaan ole keskuspankkirahaa. Nykyisin valtaosa käytössämme olevista rahavaroista koostuu liikepankeissa olevista talletuksista. Vähittäismaksaminenkin perustuu pitkälti liikepankkirahaan. Minä maksan valtaosan ostoksistani ja laskuistani tilisiirtoina joko debittokortilla tai verkkopankissa. Käteisellä maksan lähinnä taksimatkani Frankfurtissa, kun olen menossa EKP:n kokouksiin. Kuitenkin mahdollisuus maksaa keskuspankkirahalla on minulle, kuten kaikille muillekin kuluttajille, erittäin tärkeää, tiedostamme sen tai emme.

Kun keskuspankin liikkeeseen laskeman rahan arvo pohjautuu sen asemaan laillisena maksuvälineenä, ja siihen, että keskuspankille on annettu yksiselitteiseksi päätehtäväksi huolehtia hintavakaudesta, niin mihin liikepankkien tileillä olevan liikepankkirahan arvo pohjautuu? Viime kädessä liikepankkirahan arvo muodostuu siitä, että talletukset voi vaihtaa keskuspankkirahaan yhden suhteessa yhteen. Voit nostaa talletuksesi käteisenä tai siirtää rahaa pankista toiseen siten, että maksut selvitetään keskuspankkirahalla.

Haluan korostaa, että liikepankit ovat erottamaton osa toimivaa rahajärjestelmää. Nykyisenlainen rahoituksen ja maksujen välittyminen olisi äärimmäisen hankalaa ilman hyvin toimivia ja vakaita pankkeja ja maksupalvelulaitoksia. Mutta rahatalouden peruskivi on tehty keskuspankkirahasta. Sen saatavuudesta ja käytettävyydestä on siten tarpeen huolehtia jatkossakin.

Kerron teille seuraavaksi eurojärjestelmän yhteisen hankkeen ---- digitaalisen euron – mahdollisuuksista varmistaa keskuspankkirahan asema erityisesti vähittäismaksamisessa, kun maailma ja talous digitalisoituvat entisestään.

## Mikä?

Mikä on digitaalinen euro? Digitaalinen euro tai lyhyemmin digieuro on euroalueelle suunnitteilla

oleva digitaalinen keskuspankkiraha. Sitä voisi hyvin luonnehtia termillä sähköinen käteinen (säkä). Tämä on kuvaava ilmaisu, sillä digitaalista euroa voi pitää käteisen seuraavana kehitysvaiheena.

## Käteisen kysyntä ja maksuvälinekäyttö

Vaikka nykyiset käteistuotteemme eli setelit ovat edelleen suosittumia kuin koskaan, niiden lisäksi kaivataan kehittyneempiäkin maksutapoja, sillä seteleiden käyttö maksuvälineenä on hiipunut vuosien mittaan. Vuoteen 2010 verrattuna liikkeessä oleva setelistö on kaksinkertaistunut vajaaseen 1 600 miljardiin euroon, mutta samalla aikavälillä käteistä ensisijaisena maksuvälineenä käyttävien kuluttajien osuus on pienentynyt alle neljäsosaan, 28 prosentista 6 prosenttiin.

Tarkoituksemme ei ole korvata käteistä digitaalisella eurolla. Parhaillaan analysoimme mahdollisuutta tuoda käteisen rinnalle uusi, joiltakin osin monikäyttöisempi vaihtoehto. Korostan vielä, että digitaalisesta eurosta ei suunnitella perinteisen käteisen korviketta (substituuttia), vaan se olisi käteisen täydentäjä (komplementti).

## Keskuspankkirahan muodot

Kuten jo totesin, voimme tänä päivänä pitää rahaa hallussamme joko käteisenä tai tilirahana liikepankeissa. Ainoastaan pankit saava tehdä talletuksia suoraan keskuspankkiin. Digitaalinen euro muuttaisi tätä asetelmaa oleellisesti. Me, yksityishenkilöt, pääsisimme käyttämään keskuspankkirahaa sähköisessä muodossa.

Ajatuksemme siis olisi, että digitaalinen euro sisältäisi monet käteisrahan halutut ominaisuudet sähköisessä muodossa, ja siten tarjoaisimme kansalaisille mahdollisuuden käyttää keskuspankkirahaa maksamiseen digitalisoituvassa maailmassa.

## Minkälainen maksuväline suunnitelmissa

Mitä tämä käteisen seuraava kehitysvaihe sitten käytännössä tarkoittaisi? Käteisen käyttöön maksuvälineenä liittyy muutama erityispiirre, joita haluan korostaa.

Ensiksi, digieuroa pitää pystyä käyttämään kaikissa samoissa tilanteissa kuin käteistäkin. Digieurolla voisi maksaa ostokset kaupassa sekä kuitata ystävältä lainatut lounasrahat. Mutta, toisin kuin fyysinen käteinen, digieuro toimisi maksuvälineenä myös verkkokaupassa. Lisäksi digieuroilla tulisi voida kuitata velat julkiselle sektorille, ja vastaavasti julkisen sektorin maksusiirrot kansalaisille voitaisiin tehdä digieuroilla. Itse asiassa laillisen maksuvälineen merkitystä on usein korostettu toteamalla, että sillä voidaan maksaa verot. Digitaalisen euron myötä voisimmekin päästä taas tilaan, jossa verot voidaan myös käytännössä maksaa laillisella maksuvälineellä.

Toiseksi, kun matkustamme euroalueella, huomaamme helposti yhteisvaluutan hyödyt. Eurokäteinen käy kaikkialla. Tämä on lähtökohta myös digieuron suunnittelussa: yksi digitaalinen maksutapa, joka käy euroalueella jäsenmaasta ja käyttötapauksesta riippumatta.

Kolmas erityispiirre on se, että käteisen käyttöön emme tarvitse internetiä. Toisin kuin korteilla tai puhelimen sovelluksilla, käteisellä maksaminen hoituu, vaikka internetyhteydet tai sähköt olisivat poikki. Tämänkin seikan haluamme huomioida mahdollisuuksien mukaan digieuron suunnittelussa. Täysi riippumattomuus verkkoyhteyksistä on mahdotonta, mutta tarkoituksena on, että digieuroa pystyisi käyttämään tarvittaessa myös offline-tilassa. Tämä lisäisi maksujärjestelmiemme häiriönsietokykyä.

Kun maksamme käteisellä, voimme toimia anonyymisti. Digitaalisessa ympäristössä ei kuitenkaan ole mahdollisuutta olla jättämättä mitään jälkiä. Eikä se ole toiveisammekaan, sillä haluamme tehdä työtä myös rahanpesun torjumiseksi. Huoli siitä, että eurojärjestelmä keräisi kansalaisten maksu- tai henkilötietoja, on kuitenkin turha. Sellaiseen toimintaan meillä keskuspankeilla ei ole motiiveja, päinvastoin.

Euroopan unioni on jo tehnyt maailmalla esimerkillistä työtä digitaalisen yksityisyyden eteen. Digieuro suunnitellaan tähän viitekehukseen sopivaksi. Tavoitteena on luoda turvallinen

maksuväline, johon kansalaiset voivat luottaa. Vahva yksityisyyden suoja on saanut korostetun aseman digitaalisen euron suunnittelussa, mutta se ei voi tarkoittaa täydellistä anonymiteettiä maksamisessa. Yksityisyyttä on voitava raottaa rahanpesun, terrorismin rahoituksen ja maksuvälinepetosten ehkäisemiseksi. Keskuspankki ei kuitenkaan tule seuraamaan yksittäisten kansalaisten varallisuutta tai ostoskäyttäytymistä. Lisäksi saattaa olla mahdollista, että pienissä maksutapahtumissa offline-maksuja voidaan jatkossakin tehdä anonyymisti, jos lainsäätäjät haluavat sellaisen ominaisuuden digieuroille antaa.

Sen, ettei digieuro pysty toistamaan kaikkia fyysisen käteisen ominaisuuksia, ei pidä antaa haitata hanketta. Korostan edelleen, ettemme ole korvaamassa käteistä, vaan rakentamassa sille täydentäjää.

## Miksi?

Miten digieuro voi tehdä Euroopasta vahvemman? Tai oikeastaan asetankin kysymykseni näin: onko Euroopan maksamisen markkina heikko?

Meillä on toimiva maksamisen markkina, mutta on olemassa heikkouksia, jotka korostuvat, kun siirrymme yhä nopeammin fyysisestä käteisestä kohti digitaalisia maksutapoja. Nämä seikat voivat olla suomalaiselle kuluttajalle hyvinkin näkymättömiä. Meillä Suomessa digitaaliset maksuvälineet toimivat hyvin ja niitä on käytetty laajasti jo vuosikymmeniä. Useimmat meistä ovat hyvin tyytyväisiä tilanteeseen.

Siinä missä kansalainen voi huoletta ottaa käyttöön pankkinsa tarjoaman sähköisen maksuvälineen, kuten maksukortin tai mobiilimaksusovelluksen, keskuspankin tehtävä on miettiä maksamisen ja maksujärjestelmien kokonaisuutta laajemmin.

Miltä vähittäismaksamisen kokonaisuus Suomessa näyttää?

Tällä hetkellä maksuvälineet löytyvät pääsääntöisesti fyysisestä lompakosta maksukortin muodossa. Toki sieltä lompakosta saattaa löytyä myös seteleitä ja kolikoita, mutta tilastollisesti ehdottomasti suurin osa suomalaisista käyttää päivittäiseen maksamiseen pääsääntöisesti maksukorttia. On myös kasvava joukko ihmisiä, jotka haluavat jättää lompakon kokonaan kotiin ja käyttää maksamiseen kännykän maksusovelluksia. Tosin mobiilimaksusovellukset ovat useimmiten teknisesti katsottuna korttimaksuja.

## Miksi digitaalinen euro

Kun tarkastelemme näitä sähköisiä maksuvälineitä lähemmin, huomaamme kokonaisuuden olevan itse asiassa aika yksipuolinen. Korttien ja maksusovellusten käyttö on riippuvaista muutamasta korttiyhtiöstä ja mobiililaitteista. Lisäksi nämä korttiyhtiöt ja mobiililaittevalmistajat tulevat Euroopan ulkopuolelta.

Kun olemme liikkuneet menneiden vuosien aikana kohti maailmaa, jossa käteisen merkitys maksuvälineenä on vähentynyt, olemme samalla liikkuneet kohti maailmaa, jossa muutamalla ei-eurooppalaisella suuryhtiöllä on kenties suhteettoman suuri valta yhteiskunnan toiminnan kannalta niinkin keskeisessä asiassa kuin maksamisessa. Kun tällaiseen kehitykseen halutaan vastata, EU-politiikassa korostetaan usein Euroopan strategista autonomiaa.

Haluan korostaa, että keskittyneisyydestä huolimatta Suomessa maksaminen on ollut pääsääntöisesti sujuvaa ja turvallista, ja että kansainvälisellä mittapuulla maksamisen kustannukset ovat meillä olleet kohtuullisia. Niin kauan, kun asiat sujuvat, ei maksamisen keskittymisellä ole oikeastaan yksittäisen kansalaisen kannalta merkitystä. Mutta meidän keskuspankkien tehtävänä on pyrkiä ylläpitämään tehokkaita ja vakaita maksujärjestelmiä kaikissa oloissa. Maksamisen keskittymisestä seuraava muutaman toimijan markkinavoiman kasvu voi heikentää maksujen vastaanottajan neuvotteluasemaa palvelun ehdoista sovittaessa.

Keskuspankin täytyy myös huolehtia talouden toiminnan jatkuvuudesta ja miettiä tilanteita, joissa asiat eivät mene normaalisti. Valitettavasti mahdollisten poikkeustilanteiden huomiointi on korostunut Venäjän aloittaman laittoman hyökkäyssodan aikana. Olemme hyvin haavoittuvaisia, jos olemme riippuvaisia vain muutamasta toimijasta, ja varsinkin jos ne eivät ole kotimaisia tai edes

eurooppalaisia toimijoita.

Maksamisen markkinan yllä leijuu huoli myös kilpailun toteutumisesta. Kortti-maksuja voi monessa Euroopan maassa tehdä vain kahden yhtiön korteilla. Se ei ole kilpailun näkökulmasta ihanteellinen tilanne. Jokaisesta kännykän heilautuksesta tai kortin vilautuksesta aiheutuu kustannuksia, jotka kauppias tai viime kädessä kuluttaja maksaa. Tätä kuluttaja tuskin miettii kaupan kassalla asioidessaan. Maksaako maksaminen liikaa? Digieuro toisi markkinalle uuden maksamisen vaihtoehdon ja parantaisi tai ainakin ylläpitäisi kilpailun edellytyksiä. Tämän merkitys korostuu tulevaisuudessa, jos ja kun fyysisen käteisen käyttö vähenee siinä määrin, ettei se enää tuota todellista kilpailullista vaihtoehtoa digitaaliselle maksamiselle.

Emme marssi keskuspankkiin, kun haluamme käteistä. Nostamme sitä pääasiassa automaateilta, joskus myös pankeista tai jopa kaupan kassalta. Digieuron toteutusmalli olisi paljolti samanlainen. Haluamme hyödyntää jo olemassa olevia sähköisiä kanavia. Toisin sanoen kansalaiset eivät asioisi suoraan keskuspankin kanssa, vaan asiakaspäädystä olisivat yksityiset toimijat, kuten pankit. Perimmäinen tuote on kuitenkin keskuspankin velkaa, ja liikkeeseen lasketut digieurot ovat keskuspankin taseessa.

Eurojärjestelmä laatii digieuron säännöt, joiden mukaan yritykset saavat kehittää sen ympärille palvelua, jos ja kun digitaalisia euroja lasketaan liikkeeseen. Yksi tällainen sääntö tulisi olemaan se, että digieuroon liittyvien peruspalveluiden, kuten digieurotilin avaaminen ja tavanomaisten maksujen tekeminen, tulee olla kansalaisille maksuttomia.

Digieuron toteuttamiseen liittyy toki kustannuksia, ja osa niistä kohdistuu eurojärjestelmään. Koska digieuro on käteisen tavoin julkinen hyödyke, olisi luontevaa, että eurojärjestelmä kantaisi pääosan digieurosta sille itselleen aiheutuvista kustannuksista. Parantunut kilpailutilanne, häiriönsietokyky, luottamus ja resilienssi tekisivät digieurosta euroalueen kansalaisten ja toivottavasti myös yritysten kannalta kannattavan investoinnin Euroopan talouden vahvistamiseksi.

## Milloin?

Milloin digieuro voisi olla käytössä? Tähän en osaa vielä antaa tarkkaa vastausta. Vaikka selvitysvaihe on antanut meille paljon vastauksia ja ideoita digieuron toteutuksesta, on selvitystyö vielä kesken eikä päätöstä liikkeeseenlaskusta ole tehty.

## Aikataulusta

Digieuron tutkimusvaiheessa on törmätty myös erilaisiin teknisiin haasteisiin. Esimerkiksi offline-maksamisen turvallinen ja käyttäjäystävällinen toteutus ei todellakaan ole aivan helppo yhtälö. Lisäksi meidän pitää myös miettiä digieuron liikkeeseenlaskun seurauksia. Keskuspankki ei halua tuoda markkinoille digieuroa, jos se vaarantaisi rahoitusvakauden. Erityisesti moni pankkialaa tunteva saattaa pelätä, että digieuron myötä talletuksia voisi siirtyä suurissa määrin pois liikepankeilta. Siitä aiheutuisi haittaa pankkien toiminnalle. Digieuroa suunnitellaan kuitenkin käteisen kaltaiseksi maksuvälineeksi, ei sijoituskohteeksi. Näin ollen sen ei tule häiritä pankkien liiketoimintaa tai muuttaa pankkien rahoitusrakenteita kohtuuttomasti. Keskuspankki voi jopa asettaa digieuron käytölle rajoituksia, jotta pankkisektorin vakaus ei häiriinny.

Ensi syksynä Euroopan keskuspankin neuvosto päättää, otetaanko digieuron suhteen seuraava askel eli siirrymmekö nykyisen selvitysvaiheen jälkeen pidemmälle menevään valmisteluvaiheeseen, jossa digitaalinen euro alkaisi konkretisoitua. Toki valmisteluvaiheeseen ei vielä tarkoita lopullista päätöstä digitaalisten eurojen liikkeeseenlaskusta.

Digitaalisessa eurossa on kaiken kaikkiaan kyse monimutkaisesta kokonaisuudesta ja teknisesti haastavasta maksujärjestelmästä, joka vaatii huolellista valmistelua. Kestää siis edelleen useita vuosia, sanoisin että ainakin 4–5 vuotta, ennen kuin voimme maksaa sähköisellä käteisellä.

Myös muualla maailmassa mietitään näitä samoja kysymyksiä. Käteisen käytön väheneminen ei ole trendi vain euroalueella. Itse asiassa naapurimaamme Ruotsi on ollut maksamisen digitalisaation kärkijoukoissa. Myös siellä selvitetään mahdollisuutta laskea liikkeeseen digitaalista käteistä, e-kruunuja.

Kiinasta taas tuli vuonna 2020 ensimmäinen suuri keskuspankki, joka laski liikkeeseen digitaalista keskuspankkirahaa vähittäiskäyttöön. Kiinassa alettiin testata digiyuanin käyttöä maantieteellisesti rajatulla, mutta hyvin laajalla käyttäjäjoukolla. Pilotissa on mukana jo satoja miljoonia kiinalaisia. Vaikka digitaalisen euron kehitystyön keskiössä ovatkin euroalueen kansalaiset, on syytä pitää silmällä myös muiden maiden kehitystä. Digitaalisen euron, digitaalisen dollarin tai e-kruunun samanaikaista suunnittelua ei tulekaan nähdä keskuspankkien välisenä kilpajuoksuna, vaan pikemminkin luonnollisena seurauksena siitä, että kohtaamme samankaltaisia ongelmia ja kehityssuuntia valuutta-alueesta riippumatta. Näitä projekteja tehdään hyvässä yhteistyön hengessä, ja niissä pikemminkin opitaan toisilta kuin koetetaan kimpittaa kaveria. Toivottavasti voimme nähdä tulevaisuudessa senkin olevan mahdollista, että digitaalisella keskuspankkirahalla voisi maksaa ostoksia eri valuutta-alueilla.

Toteutuessaan digitaalinen euro olisi tervetullut vaihtoehto maksamisen markkinalle. Kun käytössämme on monia erilaisia maksamisen palveluita, toimii kilpailu paremmin ja taloutemme häiriönsietokyky on suurempi. Digitaalinen euro, jos sellainen aikanaan lasketaan liikkeeseen, ei tule poistamaan yksityisten toimijoiden tarvetta maksamisen palveluissa. Kuten nykyinen fyysinen käteinen, sähköinen käteinen tulee toteutuessaan toimimaan rinnan yksityisten maksujärjestelmien kanssa. Digitaalisten eurojen jakelussa ja niillä maksamisen pyörittämisessä tarvitaan monin paikoin yksityisiä toimijoita, mutta niin myös yksityisen sektorin maksuvälineet tulevat jatkossakin tarvitsemaan yhteiseurooppalaista keskuspankkijärjestelmän ylläpitämää maksamisen infrastruktuuria, kuten T2:ta.

Maksamisen monimuotoisuus on tavoiteltavaa nyt ja tulevaisuudessa. Fyysinen käteinenkin säilyy vielä pitkään. Käteisen saatavuuden ja käytettävyyden varmistamiseksi teimme valtionvarainministeriölle viime vuonna lakialoitteen, jonka pohjalta ministeriö on ryhtynytkin toimiin. Käynnissä on sekä lausuntokierros että kansalaisille avoin ota kantaa -kysely käteis- ja peruspankkipalveluiden tilanteesta. Pikamaksamisen saralla meidän ja koko eurojärjestelmän toiveena on ollut saada yhteiseurooppalaista kehitystä eteenpäin. Olemmekin nähneet kehitystä, joskin melko hitaanlaista eikä koko euroaluetta kattavaa. Niinpä olemme pyrkineet olemaan aloitteellisia tässäkin suhteessa, ja meidän kotimainen maksuneuvostomme onkin hahmottelemassa kotimaista laajasti hyväksyttyä pikamaksamisen mallia myös Suomeen. Siitä on mahdollista kuulla tarkemmin ensi viikon Maksufoorumissa.

Lopetuksena haluan todeta, että eurokäteisellä on voinut maksaa euroalueella paikasta riippumatta jo yli 21 vuotta. Digitaalinen euro päivittäisi euromme nykyhetkeen ja tekisi talousalueestamme entistä yhtenäisemmän.

Toiminnaltaan monimuotoinen maksamisen kenttä olisi toimintavarmempi, yksittäisistä toimijoista riippumattomampi, yhtenäisempi ja kilpaillumpi markkina. Se olisi omiaan luomaan vahvemman perustan Euroopan taloudelle. Tämä on se visio, jota kohti haluamme kulkea.

Kiitos, ja hyvää Eurooppa-päivää.

# **Board Member Tuomas Välimäki: Monetary policy implementation and market conditions in the euro area, 9.2.2023**

Board Member Tuomas Välimäki

Monetary policy implementation and market conditions in the euro area

CFA Society Finland Event

9 February 2023, Helsinki

Presentation ([pdf](#))

# **Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahapolitiikan toteutus ja markkinoiden kehitys euroalueella, 8.2.2023**

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Rahapolitiikan toteutus ja markkinoiden kehitys euroalueella

LähiTapiolan varainhoidon korkoseminaari 8.2.2023, Helsinki

Esitys ([pdf](#))