

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Tutkimuksen hyödyntäminen rahapolitiikassa

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Tutkimuksen hyödyntäminen rahapolitiikassa  
Pellervon taloustutkimus PTT ry:n 40-vuotisjuhlaseminaari  
Helsinki, 20.11.2019

## Tutkimuksen hyödyntäminen rahapolitiikassa

Arvoisa juhlayleisö, on ilo osallistua tähän juhlaseminaariin, jossa keskustellaan tutkimuksen roolista yhteiskunnallisessa päätöksenteossa.

Varmasti aina, mutta etenkin juuri näinä aikoina talouspolitiikassa tarvitaan perusteellista analyysia ja tutkimusta päätösten tueksi. Aiemmasta poikkeava väestön kehitys muuttaa totuttuja relaatioita samalla, kun tarvomme edelleen meitä reilut kymmenen vuotta sitten kohdanneen kansainvälisen finanssikriisin ja eurooppalaisen velkakriisin jälkimainingeissa.

Tutkijoiden panosta tarvitaan myös monien uusien ilmiöiden arviointiin ja analysointiin. Esimerkiksi ilmastonmuutoksen ja digitalisaation vaikutuksia ei jatkossa voida sivuuttaa, kun tehdään talouspoliittisia päätöksiä.

Pellervon Taloustutkimus on ollut jo 40 vuoden ajan merkittävä toimija suomalaisessa tutkimusyhteisössä. Sillä on pitkät perinteet soveltavassa taloustutkimuksessa. **Pellervon talousennusteet ovat olennainen osa kotimaista talouspoliittista keskustelua ja päätöksentekoa.** Muihin tutkimuslaitoksiin verrattuna Pellervon Taloustutkimus on panostanut vahvasti julkisen talouden analysointiin ja aluetaloudellisiin tarkasteluihin.

## Lämpimät onnitellut Pellervon Taloustutkimuksen henkilökunnalle 40 vuoden uurastuksesta taloustutkimuksen saralla!

Myös Suomen Pankki panostaa vahvasti tutkimukseen. Moderneilla keskuspankeilla on lähes sisäsyntyinen suhde tutkimukseen.

Nykyisin keskuspankille on annettu selkeä tavoite –hintavakaus– ja melko laajat vapausasteet niiden toimien suhteen, joilla hintavakautta tavoitellaan. Tälle on vahvat tutkimukselliset perusteet.

Toimintamalli juontaa juurensa mm. Sargent-Wallacen epämiellyttävästä monetaarisesta aritmetiikasta, Kydland-Prescotin ja Barro-Gordonin ajallisen epäjohdonmukaisuuden teorioista ja Cukiermanin laajasta keskuspankkien itsenäisyyttä käsittelevästä tuotannosta.

Talouspoliittisen päätöksentekijän, kuten keskuspankin, itsenäisyyden (puolue)poliittisesta päätöksentekoprosessista mahdollistaa rajattu ja selkeä rahapoliittinen mandaatti (hintavakaus) ja keskuspankin toiminnan avoimuus. Riippumattoman päätöksenteon edellytys on läpinäkyvyys ja vastuullisuus. Vahvaan analyysiin ja tutkimukseen perustuvien päätösten kanssa on helppoa olla avoin. Vaikka tehdyt päätökset eivät aina ole jälkikäteen arvioituna olleet optimaalisia, niiden kanssa voidaan elää, jos päätöksenteon perusteet ja päätöksentekohetkellä käytössä ollut informaatio on kerrottu julki.

Suomen Pankki on Suomen keskuspankki. Osana eurojärjestelmää vastaamme osaltamme euroalueen rahapolitiikan valmistelusta, päätöksenteosta ja toimeenpanosta. Eurojärjestelmä koostuu Euroopan keskuspankista (EKP) ja euroalueen kansallisista keskuspankeista. EKP:n neuvosto on eurojärjestelmän ylin päätöksentekuelin ja Suomen Pankin pääjohtaja, Olli Rehn, on sen jäsen.

Suomen osuus euroalueesta on vain noin 1,8 %. EKP:n neuvostossa vaikutusvaltaa ei kuitenkaan jaeta maan koolla. Jokaisella neuvoston jäsenellä yksi ääni käytössään, ja sen äänen vaikutusvalta riippuu oleellisesti äänen käyttäjän kyvystä vakuuttaa muita pöydässä istuvia päätöksentekijöitä.

## **Tutkimus- ja analyysikyvyillä on tärkeä merkitys tämän vaikuttavuuden hankkimisessa.**

Pitkäjänteisellä laadukkaalla tutkimuksella instituutio voi hankkia mainetta, joka kasvattaa kuulijoiden mielenkiintoa. Ajankohtainen, kulloiseenkin tilanteeseen osuva analyysi ja proaktiivinen tutkimustulosten esiinnosto ovat arvokkaita, kun hahmotellaan politiikkavaihtoehtoja ja tehdään valintoja niiden väliltä etenkin sellaisina aikoina, jolloin on sovellettava ennen kokeilemattomia politiikkatoimia.

Euroopan rahapolitiittista linjaa ei muuteta Suomi-spesifisesti. Vaikuttaaksemme meidän tulee kyetä argumentoimaan analyttisesti, mikä puolestaan vaatii tutkimuksellista otetta koko toiminnassamme. Tämä vaatimus ei rajaudu ylimpään päätöksentekoon, vaan se koskee koko valmisteluketjuamme, erityisesti edustustamme eurojärjestelmän eri komiteoissa ja työryhmissä, jotka ovat osa rahapolitiikan laajaa valmistelukoneistoa.

Tämä logiikka koskee luonnollisesti Suomen Pankin ohella koko muutakin eurojärjestelmää. Niinpä sekä Euroopan keskuspankki että kansalliset keskuspankit ovat panostaneet voimakkaasti tutkimustoimintaan ja tutkimusyhteistyöhön. Esimerkiksi viime vuosien vaimea inflaatiokehitys ja epätavanomaiset rahapolitiikkatoimet ovat tuoneet uudenlaisia haasteita rahapolitiikkaan. Uuden edessä tarvitsemme tutkimustietoa, ja kun olemme vastanneet uuteen haasteeseen uudenlaisilla toimilla, on meidän myös jälkikäteen kyettävä arvioimaan toimiemme tehokkuutta.

Avaan seuraavaksi Suomen Pankin tutkimustoimintaa ja sen yhteyttä politiikkatyöhön. Aluksi kuvaan tutkimustoimintamme painopisteet ja kuinka se on järjestetty Pankissa. Sen jälkeen kuvaan neljän esimerkin kautta kuinka tutkimustietoa hyödynnetään politiikkavalmistelussamme.

**Suomen Pankin toiminta nojautuu vahvasti tutkimukseen ja analyysiin.** Tutkimuksen merkitys korostuu rahapolitiikan valmistelussa ja makrovakauden analyysissa, mutta pyrimme pohjaamaan siihen myös Suomen talouden ennustamisen ja kotimaisen talouspolitiikan arvioinnin. Näiden lisäksi olemme erikoistuneet siirtymätalouksien, erityisesti Kiinan ja Venäjän, analysointiin ja tutkimukseen. Tutkimustoiminta on keskitetty Suomen Pankissa pääasiassa kahteen yksikköön: varsinaiseen tutkimusyksikköön ja siirtymätalouksien tutkimuslaitokseen eli BOFITiin. Korkeatasoista analyysia ja tutkimusta tuotetaan kuitenkin myös Pankin muissa yksiköissä, usein yhteistyönä tutkijaekonomistien kanssa.

**Suomen Pankin tutkimustoiminta pyrkii tuottamaan ja julkaisemaan tieteellisesti korkeatasoista tutkimusta, joka samalla tukee raha- ja makrovakauspolitiikan valmistelua.**

Monet tutkimusprojekteistamme ovat saaneet merkittävää huomiota myös kansainvälisessä mediassa. Tämä osaltaan rakentaa vaikuttavuuttamme.

Pyrimme kannustamaan asiantuntijoitamme julkisiin esiintymisiin. Tutkijoiden tulisi osata nähdä tutkimuksen kansantajuistaminen tutkimustyönsä komplementtina, ei substituuttina. Poliitikantekijänä emme tarvitse tutkimusta, joka on niin korkealentoista, ettei sitä ymmärrä kukaan muu kuin tutkija itse.

Kansainvälisyys on aina ollut keskeinen osa tutkimustoimintaamme, mutta tämä on korostunut erityisesti euroaikana. Emme istu yksin norsunluutornissamme. Pyrimme tutkimuksessa tiiviiseen yhteistyöhön akateemisen tutkijayhteisön ja ajatushautomoiden kanssa. Tutkijamme osallistuvat aktiivisesti eurooppalaisiin tutkimusverkostoihin sekä keskuspankkien väliseen tutkimusyhteistyöhön. Suomen Pankin asiantuntijoiden tutkimuksia esitetään tieteellisissä konferensseissa ja eurojärjestelmän tilaisuuksissa. Kansainvälisyydestä kertoo myös se, että puolet tutkimusyksikön kymmenestä tutkijasta on ulkomaisia.

## **Liikasen työryhmä**

Otan ensimmäisen esimerkin tutkimustiedon käytöstä politiikkatyössä muutaman vuoden takaa sääntelyn kentältä. Finanssikriisi oli tuolloin runnellut kansainvälistä rahoitusjärjestelmää ja talouksia.

**Kuten sanonta kuuluu, kriisit ovat tutkijoille liian hyvä tilaisuus hukkaan heitettäväksi.**

Finanssikriisi todellakin sysäsi liikkeelle rahoitussääntelyn merkittäviä reformeja ja synnytti paljon tutkimusta asiasta.

Suomenpankkilaisten osaamisella oli keskeinen asema tärkeässä eurooppalaisessa hankkeessa, joka lisäsi ymmärrystämme pankki- ja pääomamarkkinoista ja niiden sääntelyn mahdollisuuksista. Viittaa tässä Suomen Pankin edellisen pääjohtajan Erkki Liikasen johtaman, EU:n komission

asettaman korkean tason asiantuntijaryhmän työhön ja sen pohjalta tehtyyn raporttiin. Ryhmän tehtävänä oli analysoida pankkien rakenteita Euroopassa ja tehdä sääntelyehdotuksia. Kysymyksenä tämä oli osa laajempaa hankekokonaisuutta, johon kuuluivat myös pankkien vakavaraisuus- ja maksuvalmiusmääräysten uudistaminen, pankkien kriisintarkkailujärjestelmä, ja euroalueen yhteinen pankkivalvonta. Ydinkysymys koski sitä, mitä liiketoiminnan ja arvopaperikaupan muotoja talletuspankeille pitäisi sallia. Talletuspankkitoimintaan liittyvät turvaverkot kuten talletussuoja voivat kannustaa pankkeja liiallisen riskinottoon ja epäterveeseen kasvuun arvopaperimarkkinoilla. Tästä voi seurata pankkien kriisialtiuden ja veronmaksajien vastuiden kasvu. Yksi mahdollinen sääntelykeino on yksinkertaisesti rajoittaa talletuspankkien osallistumista sellaisiin riskipitoisiin liiketoimiin, jotka eivät ole niiden perusliiketoiminnan kannalta välttämättömiä.

Toinen näkökanta oli, että pankkien vakavaraisuusmääräyksiä riittävästi kiristämällä, niiden suojana olevia turvaverkkoja purkamalla ja kehittämällä pankkien kriisintarkkailun mekanismeja voitaisiin päästä riittäviin tuloksiin. Niin sanottu moraalikato voisi näillä keinoilla vähentyä riittävästi, jotta varsinaisia liiketoimintarajoituksia ei tarvittaisikaan.

Liikasen työryhmä suositteli, että pankkikonsernien pitäisi eriyttää niiden omaan lukuun tekemä arvopaperikauppa ja markkinatakaustoiminta talletuspankkitoiminnasta erilliseen yhtiöön, mutta kuitenkin pankkikonsernin sisällä. Tämän yhtiön rahoitus olisi eristettävä talletuspankista. Vaikka Liikasen ryhmän suosituksia ei ole (toistaiseksi) toteutettu, ne saivat paljon huomiota ja ne ovat tarjonneet ajateltavaa pankkisääntelyn kehittäjille.

Liikasen työryhmä ja sen taustavoimat, tärkeältä osin myös Suomen Pankista, olivat raporttia valmistellessaan hyvin tietoisia alan tutkimuksesta. He olivat lukeneet mm. professori Martin Weitzmanin klassisen tutkimuksen siitä, milloin sääntely kannattaa perustaa hintoihin ja milloin määriin vaikuttamalla. He olivat tietoisia pankkiteoreettisesta tutkimuksesta, jonka mukaan kieltä sijoittaa hyvin riskipitoisiin arvopapereihin voi olla sääntelyn kannalta perusteltua silloin, kun tällaisten riskien mittaaminen on hyvin epävarmalla pohjalla. Raportin tekijät ammensivat myös klassisesta kapean pankkitoiminnan (narrow banking) tutkimuskirjallisuudesta joutuessaan pohtimaan, kuinka ”kapeaksi” talletuspankin liiketoiminnan liikkumatila olisi yhteiskunnallisesti optimaalista asettaa.

Työhön osallistuneet tekivät saman huomion kuin professori Marco Pagano, joka toimi niihin aikoihin Euroopan järjestelmäriskikomitean neuvoa-antavan tieteellisen komitean puheenjohtajana. Hänen mukaansa oli yllättävää, miten vähän akateemista tutkimusta loppujen lopuksi oli tarjolla pankkien rakennesääntelyn vaikutuksista. Aika ei sallinut Liikasen raporttia tehtäessä tuottaa kokonaan uutta teoreettista tutkimusta asiasta. Tuolloin oli käytettävä ja sovellettava luovasti sitä mitä kirjallisuudessa jo oli.

Liikasen raportin valmistelu on hyvä esimerkki siitä, kuinka Suomen Pankin kaltainen instituutio tarvitsee tutkijoita olemassa olevan **tutkimustiedon tehokkaaseen suodattamiseen ja luovaan soveltamiseen silloin, kun aikataulu on tiukka**. Työryhmä aloitti työnsä vuoden 2012 alussa ja raportti julkaistiin jo saman vuoden lokakuussa. Euroopan Komission asiantuntijat tekivät valtaosan 150-sivuisen raportin arvokkaasta taustatyöstä. Puheenjohtajan Suomen Pankista ja Finanssivalvonnasta avukseen kokoaman taustaryhmän rooli oli kuitenkin hyvin tärkeä lopullisten politiikkasuositusten ideoimisessa ja perustelemissa – tutkimustietoon ja käytännön kokemukseen perustuen.

### **Aino-malli**

Seuraava esimerkkini tutkimuksen ja politiikkatyön rajapinnasta on ns. Aino-malli ja sen jatkuva kehitystyö. **Aino (joka lausutaan ”I know”) on rakenteellinen malli Suomen taloudesta**. Se on keskeinen työväline Suomen Pankin talousennusteiden ja vaihtoehtoisten talouspolitiikan simulointien tuottamisessa.

Suurten makromallien historia Suomen Pankissa on pitkä. BOF-mallien aikakausi alkoi jo 1970-luvulla. Ne olivat sen ajan tyyliin kokoelma talouden eri osia kuvaavia yhtälöitä, jotka eivät välttämättä muodostaneet täysin johdonmukaista kokonaisuutta. Ne olivat epäilemättä alttiita Lucas-kriitikille, mutta ne olivat kuitenkin aikanaan välttämättömiä kotimaisen rahapolitiikan suunnittelussa

ja talouden ennustamisessa.

Vuoden 2000 tienoilla Suomen Pankki aloitti uudenlaisen mallikehitystyön. Kun oli siirrytty yhteiseen rahapolitiikkaan euroalueella, huomiomme keskittyi Suomen talouden rakenteellisiin haasteisiin: esimerkiksi väestön ikääntymiseen ja sen myötä finanssipolitiikan pitkän aikavälin kestävyys haasteisiin. Uudenaikaiset rakenteelliset makromallit tarjosivat tähän hyvä kehikon. Niiden pohjalta meillä tehty mallinnustyö oli keskuspankkien, voi sanoa jopa tieteen, eturintamassa. Projekti huipentui, kun syksyllä 2004 Ainoa käytettiin ensimmäisen kerran Suomen Pankin ennusteen tuottamiseen.

Suomen Pankissa luonnollisesti seurattiin tarkasti tämän alueen tutkimuksen kehitystä. Finanssikriisi teki välttämättömäksi tuoda rahoitussektori osaksi Aino-mallia. Päivitetty malli palvelee meillä myös kriisin jälkeen luotujen makrovakaussuhteiden käytön valmistelua ja päätöksentekoa.

Vuonna 2012 valmistunut uudistus oli niin merkittävä, että aloimme puhua Aino 2.0:sta. Sillä on tehty tärkeitä **arvioita ja vaihtoehtoisia politiikkasimulointeja esimerkiksi Venäjä-pakotteiden, kilpailukykysovimuksen, pankkien vastasyklisten pääomapuskurien ja Brexitin vaikutuksista Suomen talouteen**. Syksystä 2015 alkaen Aino 2.0 on ollut myös ennustekäytössä.

Ainon meneillään oleva kehitysvaihe, Aino 3.0, tähtää erityisesti makrovakausanalyysin vahvistamiseen. Jotta myös luottojen kysyntään vaikuttavien makrovakaussuhteiden, kuten lainakattojen, velka-tulo-suhteiden tai erilaisten lyhennysohjelmien, vaikutuksia voidaan analysoida makromallissa, mallin täytyy sisältää riittävän tarkka kuvaus asuntomarkkinoista ja asuntolainoista. Tämä avaa mahdollisuuden tutkia tarkemmin myös rahapolitiikan välittymistä Suomen taloudessa. Aino-malli on kaikin puolin hyvä esimerkki siitä, mitä tutkimuksen ja politiikan rajapinnassa tapahtuu. Päätöksentekijöiden tehtävä on pitää tutkijat ajan tasalla siitä, mitkä ovat relevantteja tutkimuskysymyksiä. Tutkijoiden tehtävä puolestaan on tuntea ja kehittää malleja, jotka voivat vastata näihin kysymyksiin. Mallin realismin ja riittävän yksinkertaisuuden välillä joudutaan tekemään valintoja. Realismin tavoittelu kasvattaa mallin kokoa ja monimutkaisuutta – toisaalta mutkikas malli on hankala käyttää erityisesti, jos sen antamia vastauksia tarvitaan nopeasti.

### **Rahapolitiikan strategia ja toimeenpano**

Otan lopuksi kaksi esimerkkiä Suomen Pankin rahapoliittisesta tutkimuksesta, jotka ovat vaikuttaneet EKP:n rahapolitiikasta käytävään keskusteluun ja käytännön politiikkatoimenpiteisiin. Euroalueen hintavakaus on määritelty kuluttajahintaindeksin alle 2 prosentin vuotuiseksi nousuksi, ja siihen pyritään keskipitkällä aikavälillä. Lisäksi EKP:n neuvosto on ilmoittanut, että se tavoittelee inflaatiota, joka keskipitkällä aikavälillä tarkasteltuna on lähellä hintavakaussuhteiden ylärajaa – **below, but close to 2%**.

EKP:n hintavakaussuhteiden tavoitteesta keskustellaan tällä hetkellä vilkkaasti sekä keskuspankeissa, akateemisissa tutkijayhteisöissä että mediassa. Tämä on osa rahapolitiikan strategiasta käytävää keskustelua, jota meidän pääjohtajammekin on ollut herättelemässä.

Suomen Pankissa laadittu tutkimus on osunut keskustelun ytimeen. Siinä lähtökohtana on havainto, jonka mukaan EKP:n hintavakaussuhteiden tavoitetta ei ole määritelty yksiselitteisesti, minkä vuoksi EKP:n todellisesta inflaatiotavoitteesta voidaan esittää erilaisia tulkintoja. Tutkimuksessa arvioidaan EKP:n hintavakaussuhteiden täsmällistä arvoa käyttämällä reaaliaikaista neljännesvuosiaineistoa vaihtoehtoisten rahapolitiikan reaktiofunktioiden estimointiin. Tutkijat käyttävät sitä ennusteinformaatiota, joka EKP:n neuvostolla on ollut käytössään, kun se on tehnyt rahapolitiikkapäätöksiä. Estimoidut reaktiofunktiot paljastavat kuinka rahapolitiikkapäätöksillä reagoidaan päätöksentekohetken ennusteisiin inflaatiosta ja talouskasvusta.

**Tutkimuksessa pyrittiin vastaamaan kahteen kysymykseen:** i) mikä on EKP:n neuvoston todellinen inflaatiotavoite, ja ii) onko mennyt inflaatiokehitys vaikuttanut EKP:n neuvoston rahapolitiikkapäätöksiin?

Tutkimustulosten mukaan EKP:n todellinen inflaatiotavoite vaikuttaisi olleen 1,6%–1,8%. Kun EKP:n neuvosto tekee rahapolitiikkapäätöksiä, se näyttäisi ottaneen huomioon ennusteet tulevasta inflaatiosta ja talouskasvusta, mutta myös menneellä inflaatiokehityksellä vaikuttaa olleen merkitystä neuvoston päätöksiin. Näin tutkijat päättelevät, että rahapolitiikka on ollut osittain taaksepäin katsovaa. Tutkimuksen perusteella voi esittää, että EKP:n rahapolitiikan hintavakaussuhteiden tavoitetta ei ole

määritelty yksiselitteisesti, ja että erilaiset tulkinnat tavoitteesta lisäävät riskiä siitä, että inflaatio-odotukset erkaantuvat keskuspankin inflaatiotavoitteesta.

Tältä pohjalta voidaan argumentoida, että EKP:n inflaatiotavoite pitäisi määritellä selkeämmin, ja että rahapolitiikan reaktiofunktioita tulisi täsmentää. **Niinpä olemme Suomen Pankissa peräänkuuluttaneet tarvetta hintavakaustavoitteen ja rahapolitiikan strategian uudelleentarkasteluun.** Jos ja kun sellainen tehdään, sen tulee perustua laajaan analyysiin ja korkeatasoiseen tutkimustietoon.

Voimme nostaa tutkimuksen avulla keskeisiä kysymyksiä esiin. Tällainen toiminta vaatii tutkimustyötä tekevältä poliittikalaitokselta kuitenkin vahvaa itseluottamusta erityisesti silloin, jos ja kun tutkimustulokset eivät mairittele toteutettua politiikkaa.

### **Finanssikriisi ja pankkien likviditeetin varmistaminen**

Viimeinen esimerkkini on itselleni läheisin, sillä se liittyy keskeisesti väitöskirjaani. Tämä on esimerkki tutkimuksesta, jossa ongelmien identifiointi, poliittikkaratkaisut ja tutkimuksen teko linkittyvät täysin toisiinsa.

1990-luvun puolivälissä keskuspankit toimeenpanivat rahapolitiikkaa pääsääntöisesti siten, että ne lainasivat liikepankeille likviditeettiä joko kiinteä- tai vaihtuvakorkoisilla huutokaupoilla korkojen ohjauksen näkökulmasta oikeaksi katsomansa määrän.

Meillä Suomessa pankit jättivät kiinteäkorkoisiin huutokauppoihin säännönmukaisesti kohtuuttoman korkeita tarjousmääriä. Likviditeetin jakautumisesta tuli sattumanvaraista, eikä se heijastellut pankkien todellisia tarpeita. Tähän ratkaisuna siirryimme toteuttamaan pankkien tarjoukset täysimääräisinä, emmekä enää säädelleet pankkijärjestelmän likviditeettiä. Miksi ohjata rahan jälkimarkkinahintaa määrillä, kun se oli mahdollista tehdä suoraan ensimarkkinahinnalla?

Ratkaisumallimme vastasi

Ben Bernanken kuvausta määrällisestä keventämisestä: **”se toimii käytännössä, mutta ei teoriassa”**.

Siirryin Suomen Pankin tutkimusosastolle tekemään väitöskirjaa erilaisten likviditeetintarjontamallien vaikutuksesta rahamarkkinoiden tasapainoon. Osoitin, että käytännön lisäksi täydenjaon politiikka toimii myös teoriassa. Se on optimaalinen tapa korkojenohjaukseen erityisesti silloin, kun likviditeetin kysyntään liittyy suurempi epävarmuus kuin sen tarjontaan.

Väitöstutkimukseni jälkeen palasin politiikkatyöhön. Lähes lukemattomista yrityksistäni huolimatta en onnistunut vakuuttamaan eurooppalaisia kollegoitani täydenjaon likviditeetipolitiikan hyvydestä. En, ennen kuin finanssikriisi iski ja nosti likviditeetin kysyntään liittyvän epävarmuuden ennennäkemättömälle tasolle. **Tuolloin kaikille poliittikkavalmistelun piirissä toimineille oli selvää, että nyt oli aika siirtyä noudattamaan uutta toimintatapaa.** Sellaista, jota ei oltu kokeiltu käytännössä muualla kuin Suomessa, mutta, jonka teoreettinen pohja tuntui jostain syystä kuitenkin kummallisen tutulta.

Täydenjaon politiikkaan siirtymisen myötä vakavaraisten pankkien likviditeetin saantiin liittyvä epävarmuus poistui, ja korkoihin pesiytynyt ylimääräinen likviditeetipreemio saatiin poistettua, ja rahamarkkinakorot palautuivat keskuspankin korkojenohjaustavoitteen mukaisiksi.

Viimeistään tuon kokemuksen pohjalta minulle on ollut selvää, että formaalin, tieteellisen tarkastelun läpikäyneen mallin avulla on helpompi kommunikoida ja vakuuttaa asiantuntijakollegat.

**Olen toivon mukaan onnistunut valaisemaan, miksi rahapolitiikan tekemisessä tarvitaan tutkimusta.** Samanlaisista syistä tutkimusta ja vahvasti analyttistä osaamista tarvitaan myös muissa poliittikkainstituutioissa ja tutkimuslaitoksissa. Tutkijat tuottavat uusia argumentteja pohjaksi poliittikanteolle ja voivat siten olla mukana muuttamassa maailmaa. Tutkijakoulutuksen saaneita henkilöitä tarvitaan myös muualla tehdyn tutkimustiedon suodattamiseen, soveltamiseen ja kommunikointiin. **Tutkija ei tuota uusia tutkimustuloksia tyhjiössä, vaan osana kansainvälistä tieteellistä yhteisöä ja työyhteisöään.** Tutkimusten tulokset eivät aina välttämättä mairittele tutkijoiden työnantajaa tai tutkimuksen tilaajaa, mutta sillä, että tällaisetkin tulokset halutaan ja uskalletaan sanoa ääneen, on suuri arvo.

Tutkimusten tulee olla huolella tehtyjä ja täyttää tieteelliset kriteerit. Meillä Suomen Pankissa keskeinen mittari tälle on, että tutkimuksia kyetään säännöllisesti julkaisemaan myös alan

arvostamissa tieteellisissä aikakauslehdissä.

Kiitos, ja vielä kerran onnea 40-vuotiaalle tutkimuslaitokselle!

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Talouden näkymät maailmalla ja Suomessa

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Talouden näkymät maailmalla ja Suomessa

Yritystilaisuus, Kuhmo 14.10.2019

Kainuun kauppakamariosaston seminaari, Kajaani 15.10.2019

[Esityskalvot \(PDF\)](#)

[Talouden näkymät maailmalla ja Suomessa](#) from [Suomen Pankki](#)

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Kuka toimii vastuuttomasti: maksamisen murros ja keskuspankki vastuullisena sijoittajana

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Kuka toimii vastuuttomasti: maksamisen murros ja keskuspankki vastuullisena sijoittajana

ALM-partnersin ajankohtaispäivä

Helsinki, 3.10.2019

[Esityskalvot \(PDF\)](#)

[Kuka toimii vastuuttomasti: maksamisen murros ja keskuspankki vastuullisena sijoittajana](#)

from [Suomen Pankki](#)

## Kuka toimii vastuuttomasti: maksamisen murros ja keskuspankki vastuullisena sijoittajana

Kuka toimii vastuuttomasti? En minä, eikä ainakaan Suomen Pankki.

Meillä ei Pankissa kuitenkaan ole ollut kaiken kattavaa vastuullisuusstrategiaa eikä kokonaisvaltaista vastuullisuusohjelmaa. Emme ole tässä suhteessa yksin. Tilanne on meidän kaltainen valtaosalla eurooppalaisista keskuspankeista, ja maailmanlaajuisestikin vain murto-osalla kollegoistamme kestäväen kehityksen edistäminen kuuluu suoraan mandaattiin. Kuitenkin esim. ilmatoriskit voivat vaikuttaa laajastikin meidän politiikkatavoitteisiimme kuten rahoitusjärjestelmän vakauteen.

Kokonaisvaltaisen ohjelman puuttumisesta huolimatta me Suomen Pankissa koemme sisäistäneemme vastuullisen toiminnan merkityksen, ja jaamme EKP:n tulevan pääjohtajan Christine Lagarden näkemyksen, jonka mukaan ilmatoriskien ja ympäristönsuojelun tulisi olla osa jokaisen organisaation toiminta-ajatusta.

Vaikka vastuullisuuskysymykset näyttävät nousevan keskuspankkien agendalle ilmastonmuutostyön kautta, vastuullisuuden taloudelliset ja sosiaaliset ulottuvuudet ovat aina korostuneet ydintoiminnassamme. Poliittikatyöhön sisältyvä yhteiskunnallinen vastuullisuus tulee meille sisäänrakennettuna lakisääteisille tehtävillemme asetettujen tavoitteiden täyttämisen myötä. Suomen Pankin tehtävänä on osaltaan huolehtia hintatason vakaudesta, maksujärjestelmien turvallisuudesta ja rahoitusjärjestelmien luotettavuudesta. Näin edistämme kestäväää talouskasvua, työllisyyttä ja viime kädessä suomalaisten hyvinvointia. Olemme osa eurojärjestelmää. Meidän tehtävänä on myös edistää kestäväää kehitystä Euroopassa, kunhan toiminta ei vaaranna hintavakaustavoitteen toteutumista.

Poliittikatyön ohella toteutamme vastuullisuuttamme sillä, että oma toimintamme on järjestetty tehokkaasti ja kestäväällä tavalla. Tämä vastuullisuuden ulottuvuus menee kuitenkin ohi tämän päiväisistä teemoistani. Niinpä mainitsen vain esimerkin omaisesti sen, että viimeisen kymmenen vuoden aikana Pankki on pienentänyt hiilidioksidipäästöjään noin 40 %.

Suomen Pankki on olemassa suomalaisia varten ja siksi kaikki sidosryhmien kanssa tehtävä yhteistyö on meille tärkeää. Oma toimintamme perustuu pitkälti tutkittuun tietoon, ja koemme tehtäväksemme tuoda taloustieteellistä tutkimusta laajemmin kotimaiseen keskusteluun ja erityisesti poliittisen päätöksenteon tueksi. Suomenpankkilaiset ovatkin läsnä useilla eri foorumeilla keskustelijoina ja jakavat tietoa tasapuolisesti. Tämän sekä se, että Suomen Pankki osaltaan edistää suomalaisten talousosaamista on osa yhteiskuntavastuun toteuttamista.

### [SLIDE 4. Suomen Pankin neljä ydintoimintoa (rahopoliittikka)]

Kuljetaan yleisestä kohti yksityiskohtia. Me Suomen Pankissa jaottelemme toimintamme neljään ns. ydintoimintaan. Niitä ovat rahapolitiikka, rahoitusvakaus, markkinaoperaatiot ja maksaminen.

Esitykseni keskittyessä pääosin kahteen jälkimmäiseen toimintoon, kuvaan ensin kahta ensimmäistä



keskeistä politiikkatoimintoamme muutaman esimerkin avulla.

### **[SLIDE 5. Hintavakaus: euroalueen inflaatiokehitys]**

EKP:lle asetettiin jo Maastrichtin sopimuksessa 1990-luvun alussa ensisijaiseksi tavoitteeksi hintavakaus. Miksi? Syitä päätökselle on lukuisia. Mainitsen niistä tässä kolme mielestäni keskeistä: i) hintainformaatio, ii) tulojen- ja varallisuuden jakautuminen sekä iii) riskilisät.

Kun yleisen hintatason kehitys on helposti ennakoitavaa, ei ihmisten eikä yritysten tarvitse huomioida inflaatiota kulutus- ja investointipäätöksiä tehdessään. Sattumanvaraiset inflaation heilahtelut kohtelevat kaltoimmin niitä väestön osia, joiden keinot suojautua ovat heikoimmat. Näihin kuuluvat erityisesti henkilöt, joiden omaisuus on pitkälti käteisenä ja muissa sen kaltaisissa omaisuuserissä. Mitä voimakkaammin inflaatio vaihtelee, sitä suuremman kompensaation sijoittaja tarvitsee korvaukseksi tuottoonsa liittyvästä epävarmuudesta. Tämä osaltaan kasvattaa reaalikorkoa ja alentaa toimijoiden hyvinvointia.

Hintavakauden ylläpito onkin rahaviranomaisen keskeisin tapa toteuttaa yhteiskuntavastuutaan.

Viime viikolla edesmennyttä Suomen Pankin pitkäaikaista ekonomistia, Pentti Forsmania, lainatakseni: ”*hintavakaus on köyhän paras kaveri*”.

Viime vuosina, finanssikriisin jälkeen, taloudessa on ollut runsaasti vapaata kapasiteettia ja samanaikaisesti talouskasvun tasapainottava luonnollinen reaalikorko on laskenut trendinomaisesti. Näiden tekijöiden seurauksena rahapolitiikan mitoitus on ollut poikkeuksellisen keveää, ja rahapolitiikassa on otettu käyttöön epätavanomaisia toimia – kuten negatiiviset ohjaukorot ja laajamittaiset arvopaperiostot.

Varallisuusarvojen muutokset ovat yksi poikkeuksellisten toimien vaikutuskanavista. Tämän vuoksi kevyttä rahapolitiikkaa on moitittu kansalaisia eriarvoistavaksi. Toisaalta kevyen rahapolitiikan tukemana euroalueen talouskasvu on tuottanut toimien käytössäoloaikana toistakymmentä miljoonaa uutta työpaikkaa euroalueelle. Kyllä tästäkin näkökulmasta hintavakauteen tähtäävää rahapolitiikkaa on voinut pitää köyhän parhaana kaverina.

Siirrytään seuraavaan keskuspankkitoiminnan ydintehtävään – rahoitusvakauteen. Kuinka toteutamme vastuullisuutta tällä saralla?

### **[SLIDE 6. Suomen Pankin neljä ydintoimintoa (rahoitusjärjestelmän vakaus)]**

Rahoitusjärjestelmän vakauden edistäminen ja rahoituksen välittymisen varmistaminen ovat keskeinen osa Suomen Pankin yhteiskuntavastuuta: luotettava rahoitusjärjestelmä on edellytys kestäväälle talouskasvulle, työllisyydelle ja investoinneille. Nämä osaltaan lisäävät sosiaalista ja taloudellista hyvinvointia yhteiskunnassa.

Rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta huolehtiminen on löytynyt laista Suomen Pankista jo pitkään. Kuitenkin vasta finanssikriisi nosti pankkien likviditeettiin, pääoma-asteisiin ja velkaantumiseen laajemminkin liittyvät kysymykset (uudelleen) keskuspankkipolitiikan keskiöön.

Rahoitus on talouden verisuonisto. Sen välittymisestä on pidettävä huolta. EU:n pääomamarkkinaunionihankkeesta huolimatta rahoituksen välittyminen on euroalueella edelleenkin kovin pankkikeskeistä. Niinpä pankkien toimintakyvyn varmistaminen vastaa ihmisellä sydämen kunnosta huolehtimista. Finanssikriisin paljastamiin rakenteellisiin heikkouksiin on vastattu erityisesti nostamalla pankkien vakavaraisuutta ja tehostamalla niiden säätelyä.

Talouskehitys ja inflaationäkymät ovat vaatineet pitkään jatkunutta ja edelleen jatkuvaa poikkeuksellisen kevyttä rahapolitiikkaa ja keveitä rahoitusoloja. Tällaisten ennen kokemattomien olosuhteiden, esim. vuosia jatkuneiden negatiivisten nimelliskorkojen, kaikkia sivuvaikutuksia ei voida täysin ennakoita. Kuitenkin on selvää, että runsas likviditeetti voi kasautuessaan aiheuttaa paikallisia hintakuplia. Tällaista kehitystä voidaan pyrkiä ehkäisemään makrovakauseräpolitiikalla. Finanssikriisin jälkeen makrovakauserävälineitä onkin otettu käyttöön ympäri maailmaa. Suomessakin tähän sarjaan kuuluu mm. asuntojen vakuusarvoon suhteutettu velkakatto. Toissapäivänä valtiovarainministeriön johdolla toiminut työryhmä, jossa Suomen Pankki oli keskeisesti mukana, suositti useita uusia työkaluja makrovakauserätoimijoiden käyttöön. Työkalupakin täydentäminen esitetysti onkin tapa varmistaa vastuullisten viranomaisten kykyä hoitaa yhteiskuntavastuutamme.

### **[SLIDE 7. Velkaantumisen ja maksuvaikeuksien seurauksista]**

Rahoitusvakaudesta huolehtiminen on siis yksi keskeisiä tapoja Suomen Pankille toteuttaa vastuullista politiikkaa. Mutta meillähän on jo pankkivalvonta, joka pyrkii varmistamaan pankkien toimintakyvyn. Miksi vielä sen päälle pitäisi kantaa erityistä huolta velkaantumisesta? Oheinen kuvio yksinkertaistaa kehityskulkua, jolla yksityisten henkilöiden velkaantuminen vahvistaa makrotalouden syklejä.

Talouskasvun hidastuminen tai korkojen nousu vaikeuttavat velkaantuneiden kotitalouksien asemaa. Käytettävissä olevien tulojen laskiessa velkaa kyllä hoidetaan, mutta kulutusta ja investointeja pienennetään. Tämä puolestaan johtaa tavaroiden ja palveluiden kysynnän supistumiseen, mikä edelleen heikentää talouskasvua ja pankkien kykyä luotottaa taloutta. Tällaisten kehityskulkujen hillitsemiseksi makrovakauseräpolitiikka on noussut myös keskuspankin toiminnan polttopisteeseen. Perinteisen rahoituksen välittymisestä huolehtimisen rinnalle SP:n rahoitusvakauserätoiminnon haasteisiin ovat viime vuosina nousseet ilmastokysymykset. Keskeisimpiä Suomen Pankin toimia ilmastotalkoissa on tunnistaa riskejä, joita ilmastonmuutos voi aiheuttaa rahoitusjärjestelmälle.

### **[SLIDE 8. Network for Greening the Financial System (NGFS)]**

Tähän liittyen Suomen Pankki toimii jäsenenä NGFS-verkostossa. NGFS tulee sanoista Network for Greening the Financial System. Sen tavoitteena on tunnistaa ilmastonmuutoksesta johtuvia riskejä ja lisätä kestävä rahoituksen edellytyksiä.

NGFS on globaali keskuspankkien ja finanssivalvojen yhteenliittymä, joka hakee parhaita tapoja huomioida ilmastoasiat rahoitussektorilla. Ryhmä perustettiin joulukuussa 2017, minkä jälkeen sen toiminta on laajentunut vauhdilla. NGFS:llä on jo 42 jäsentä, ml. EKP, Suomen Pankki sekä Kiinan ja Englannin keskuspankit. Lisäksi tarkkailijoina toimii kahdeksan instituutiota, joihin kuuluvat mm. BIS, World Bank ja OECD.

Ryhmän työ on organisoitu työryhmiin, joissa käsitellään valvonta-asioita, makrotaloutta ja kestävä kehityksen arkipäiväistämistä. Huhtikuussa 2019 ryhmä julkaisi ensimmäisen raporttinsa "A call for action", jossa määriteltiin 6 suositusta, jotka helpottavat keskuspankkien ja valvojen lähestymistä ilmatoriskeihin. Suositukset ovat:

1. Ilmatorisken integrointi rahoitusvakauserän seurantaan ja mikrovalvontaan
2. Kestävyystekijöiden huomiointi omassa sijoitustoiminnassa
3. Datapuuotteiden poisto
4. Tietoisuuden, teknisen avun sekä tiedonjakamisen lisääminen
5. Kansainvälisesti yhdenmukaisen ilmasto- ja ympäristöasioiden tiedonantokäytännön saavuttaminen
6. Tuki taloudellisen toiminnan taksonomiatyön kehittämiseksi

Suosittelien kiinnostuneille raporttiin tutustumista. ([Linkki](#) raporttiin.)

### **[SLIDE 9. Suomen Pankin neljä ydintoimintoa (maksaminen ja markkinaoperaatiot)]**

Seuraavana avaamme vastuullisuuttamme kahdessa muussa Suomen Pankin ydintoiminnassa: maksamisessa ja sijoitustoiminnassa.

### **[SLIDE 11. Eurooppalaisen maksamisen iso kuva: sähköiset maksutavat ovat kasvussa]**

Meneillään olevaa maksamisen murrosta voi ymmärtää paremmin, kun katsotaan vuosituhat alusta tapahtunutta kehitystä.

Kuvassa on esitetty sähköisten maksutapojen kehitys euroalueella vuosina 2000–2018 maksujen kappalemäärällä mitattuna. Sen keskeinen viesti on selkeä: sähköiset maksutavat ovat olleet reippaassa kasvussa.

Korttimaksaminen (sininen käyrä) on kasvanut eniten: se on yli viisinkertaistunut tarkastelujaksolla. Myös tilisiirrot (violetti käyrä) ja suoraveloitukset (harmaa käyrä) ovat kasvaneet.

### **[SLIDE 12. Eurooppalaisen maksamisen tarkempi kuva: maakohtaiset erot maksutapojen käytössä ovat suuret]**

Kuva muuttuu, kun tarkastellaan maksutapoja ja maksuinstrumenttien käyttöä eri euroalueen maissa. Näin tarkasteluna tilanne on huomattavan heterogeeninen, maakohtaiset erot

maksutavoissa ovat suuret.

Tilanteen taustalla on pitkälti kuviosta puuttuva maksutapa – käteinen. Ei maksutapahtumien määrä ole Suomessa niin paljon suurempi kuin tämän kuvion perusteella voisi ajatella. Meillä siirtyminen käteisestä sähköisiin maksuvälineisiin on vain ollut huomattavasti nopeampaa kuin useimmissa muissa euromaissa. Palaan tähän kohta.

### [SLIDE 13. Maksamista muokkaavat vahvat voimat]

Tarkastellaan seuraavaksi maksamisen markkinoita muokkaavia ”vahvoja voimia”. Näihin kuuluu: tekniikan muutos, sääntelyn muutos sekä kuluttajien käyttäytymisen muutos.

*Tekniikan muutoksista:* **mobiili internet** on jo nyt muuttanut paljon finanssipalveluiden käyttökokemustamme. Valtaosa pankkiasioinnista hoidetaan jo kännykällä. **Tekoäly** puolestaan mahdollistaa suurten tietovarantojen ”**big datan**” entistä paremman hyödyntämisen palveluita suunniteltaessa ja tarjottaessa.

*Sääntelyn muutokset:* Yhtenäinen euromaksualue **SEPA** oli keskeinen eurooppalaisen maksamisen kehityshanke. Maksujen ja rahojensiirto euromaasta toiseen on nyt aiempaan verrattuna nopeampaa ja ennen kaikkea huomattavasti halvempaa. Pari viikkoa sitten käyttöön otettiin uudistettu Maksupalveludirektiivi **PSD2**. Se on tuonut ja tuo maksupalvelualueelle uuden toimijajoukon, ns. kolmannen osapuolen palvelutarjoajat, jotka voivat tarjota asiakkaan suostumuksella hänelle maksun käynnistämispalveluja sekä tilitietopalveluja. Vielä tällaisia toimijoita ja palveluita ei ole markkinoilla suuressa määrin nähty. Joka tapauksessa on odotettavissa, että kilpailu maksamisen alueella kovenee.

Kuluttajien käyttäytyminen on luonnollisesti keskeinen ajuri maksamisen palveluja kehitettäessä. Kuluttajat haluavat maksamiselta **reaaliaikaisuutta** ja **käyttömukavuutta** kuten muiltakin digiajan palveluilta. Muutosten tulisi kuitenkin tapahtua turvallisuutta ja luotettavuutta unohtamatta. Siirrytään seuraavaksi katsomaan maksamisen trendejä.

### [SLIDE 14. Maksaminen on pirstaloitunut]

Maksaminen on muuttunut jatkuvasti vähintäänkin muutaman viimeisen vuosikymmenen aikana. Meneillään oleva maksamisen murros ei siten ole uusi ilmiö, mutta sen nopeus on. ([Linkki](#) puheeseen ”Rahoitusmarkkinoiden kivijalat remontissa – viitekorkouudistus vauhdissa” 3.5.2019) 1960-luvulta aina 2000-luvun alkuun saakka maksaminen tapahtui valtaosin käteisellä tai maksukorteilla. Internetin yleistymisen myötä uudenlaisia maksamissovelluksia alkoi tulla markkinoille, ja tänä päivänä erilaisia sovelluksia on valtavasti. Kysymys kuuluu, miten paljon sovellukset ja palvelut tulevat konvergoitumaan, sillä nykytilanne voi olla vaikea niin kuluttajille kuin kauppiaillekin.

Toisaalta, vaikka maksamisapplikaatioiden määrä on räjähtänyt, niin niiden takana toimivat maksujärjestelmät ovat vielä pitkälti perinteiset: uusien applikaatioiden tuottamat maksut kulkevat vielä pitkälti perinteisinä tilisiirtoina ja korttimaksuina.

### [SLIDE 15. Tulevaisuuden maksaminen]

Suomen Pankki haluaa toimia katalysaattorin asemassa siten, että markkinaehtoinen kehitys tuottaisi koko yhteiskunnan kannalta tehokkaat maksuratkaisut. Maksuneuvosto on tärkeä kansallinen yhteistyöelin vähittäismaksamisen kehittämisessä.

Maksuneuvoston pöydällä olevat haasteet näkyvät kuviosta yhdellä silmäyksellä. Ne liittyvät maksamisen markkinoiden pirstaloitumiseen, jota kuvasin aiemmin. Maksaminen muuttuu koko ajan myös reaaliaikaisemmaksi. Meillä Suomessakin toimii Siirto ja MobilePay, ja eurojärjestelmän oma pikamaksujärjestelmä TIPS ottaa kokoajan uusia askeleita.

Maksaminen häipyä ostotapahtumassa taustalle, kun Uber- ja Netflix -tyyppinen ostaminen ja maksaminen yleistyvät. Korttitiedot annetaan kertaalleen palveluntarjoajalle, ja siitä eteenpäin tilataan ruokaa tai matkustetaan tai ladataan elokuvia ja maksaminen tapahtuu automaattisesti taustalla.

Osaltaan nämä trendit nostavat esiin ”uudenlaisen talouslukutaidon” tarpeen. Setelien loppuminen lompakosta ei enää toimi fyysisenä budjettirajoitteena ja pankkitilinsaldokin hupenee lähes automaattisesti ilman uusia ostoja. Tarvitaan riittävää talousosaamista, jotta oman talouden hallinta

toimii myös digiaikana. Talousosaamista tuleekin edistää yhteistyössä kaikkien siihen kytkeytyvien eri sidosryhmien kanssa: koulut, pankit, järjestöt ja relevantit viranomaiset (ml. Suomen Pankki). Samaan aikaan viranomaisten tulee huolehtia siitä, että sääntely takaa maksamisen riittävän turvallisuuden ja luotettavuuden, mutta myös ettei innovaatioita tukahduteta. Viimeinen elementti maksamisessa liittyy tunnistamiseen: kuinka PSD2:n edellyttämä vahva tunnistaminen saadaan toteutettua sujuvasti mutta kattavasti.

### **[SLIDE16. Suomessa käteisen käyttö maksamisessa on laskenut samalla kun korttien käyttö on kasvanut]**

Käteinen on Suomen Pankin oma tuote. Mikä rooli käteisellä on maksamisen murroksessa? Viekö kehitys kohti maailmaa ilmaa käteisrahaa?

Sähköinen maksaminen syrjäyttää käteistä maailmanlaajuisesti. Nopeinta kehitys on ollut Pohjoismaissa, erityisesti Ruotsissa. Toisaalta, kun tulin Suomen Pankkiin ensi kertaa töihin vuonna 1995, käteistä oli kierrossa noin 2 % suhteessa Suomen bruttokansantuotteeseen ja markkinoille oli juuri tuotu Avant kortti – uudenlainen sähköinen lompakko. Tuolloin minulle kerrottiin, että käteinen poistuu Suomesta 5-10 vuoden kuluessa. Avant kortti, avant card taisi kuitenkin olla hieman liian avantgarde. Nyt, neljännesvuosisata myöhemmin, Suomen Pankin taseessa on käteistä määrä, joka suhteutuu noin 7 %:iin BKT:stamme. Huhut käteisen kuolemasta ovat olleet vahvasti liioiteltuja. Kuitenkin, kuten kuviossa näkyy sinisellä käyrällä, viime vuonna vähittäismaksuista jo 80 % hoidettiin kortilla, kun vuosituhannen alussa osuus oli 30 %. Vaikka kaikkia maksutapahtumia on vaikea saada tilastoinnin piiriin, käteisen käyttö on selvästi vähentynyt ja sen odotetaan vähenevän edelleen. Vaikka käteismaksut vähenevät, käteinen on kuitenkin tärkeässä roolissa monilla ihmisillä. Selvitysten mukaan 10–15% suomalaisista ilmoittaa käteisen edelleen pääasialliseksi maksutavakseen. Vaikka trendi pois käteismaksamisesta on selkeä, noin 700 000 ihmisen preferenssejä ei saa unohtaa. On tärkeää, että maksamisen murros ei syrjäytä ihmisiä pois arkielämän kannalta tärkeistä palveluista, joissa käteistä pitäisi pystyä käyttämään muiden maksutapojen ohella. Tästä huolehtiminen on osa meidän yhteiskuntavastuutamme.

### **[SLIDE 18. Suomen Pankin linjaukset käteispalveluiden ylläpitämiseksi]**

Suomen Pankki seuraa käteisen käytön kehitystä ja käteisen saatavuutta ja on tänä vuonna julkaissut seuraavat linjaukset riittävien käteispalveluiden varmistamiseksi Suomessa. Ensiksi, pankit ovat luottolaitoslain mukaan velvollisia huolehtimaan asiakkaidensa peruspankkipalveluiden toteutumisesta, ja oikeus nostaa ja tallettaa käteistä tililleen on yksi keskeisimpiä peruspankkipalveluja. Käytännössä tämä tarkoittaa käteisnostojen osalta sitä, että vaikka kauppa oston yhteydessä mahdollistaisikin käteisnoston johonkin summaan asti, palvelu ei kuitenkaan korvaa peruspankkipalveluksi tarkoitettua käteisnostomahdollisuutta. Jos pankki ei itse tuota tätä palvelua, sen on vähintään sopimusteitse varmistettava, että asiakkailla on riittävät palvelut käytössään.

Toiseksi, asiakkailla on oltava oikeus tehdä tililtään kohtuullinen määrä ilmaisia käteisnostoja. Jos lakisääteisesti edellytetään, että palkat ja etuudet maksetaan pankkitilille, täytyy ihmisen saada ne sieltä haltuunsa muutenkin kuin kuluttamalla. Pankkitilillä olevat varat ovat juridisesti pankin velkaa asiakkaalle – velan perimisestä ei kai pitäisi joutua maksamaan?

Kolmas linjauksemme koskee pienyritysten ja yhdistysten rinnastamista yksityisasiakkaisiin käteispalveluissa. Nykyisen lain tulkinnan mukaan kuluttaja-asiakkaaksi rinnastetaan yrittäjä, jonka tilitapahtumista alle puolet liittyy yritystoimintaan.

Mainitsin aiemmin, että monista päivittäistavarakaupoista on mahdollista nostaa käteistä ostosten yhteydessä, jos kaupan vaihtokassassa on riittävästi rahaa tätä varten. Monella pienellä paikkakunnalla tämä voi helpottaa elämää huomattavasti, kun pankkiin tai automaatille on pitkä matka. Lisäksi kauppa itse voi tällä toiminnalla säästää käteisen käsittelykuluissaan. Käteistä kaupan kassalta -palvelu ei kuitenkaan toteudu tasapuolisesti, jos kaikki päivittäistavarakaupan toimijat eivät toteuta palvelua samalla tavalla. Neljäs linjauksemme liittyykin siihen, että käteistä kaupan kassalta tulisi olla tasapuolisesti kaikkien asiakkaiden saatavilla.

Viidentenä periaatteena näemme, että käteismaksu tulisi hyväksyä yhdeksi maksutavaksi ainakin silloin, kun kyseessä on kansalaisten hyvinvoinnin kannalta merkittävä palvelu. Käteinen on laillinen

maksuväline, joka siirtää rahan reaaliajassa maksajalta maksun saajalle ilman sähköisiä laitteita, järjestelmiä tai provisioita. Näin se kirittää yksityisen sektorin tuottamia maksupalveluita. Lisäksi käteinen on edelleenkin yleisesti käytetty maksutapa ja ainoa varajärjestely sähköisen maksamisen vakavissa häiriöissä.

#### **[SLIDE 19. Vastuullisuus sijoitustoiminnassa]**

Esitykseni viimeisenä teemana läpikäyn Suomen Pankin vastuullisuutta sijoitustoiminnassa.

#### **[SLIDE 20. Miksi Suomen Pankki harjoittaa sijoitustoimintaa?]**

Jotta voi ymmärtää miksi sijoitamme niin kuin sijoitamme, täytyy ymmärtää miksi teemme sijoitustoimintaa ja miksi ylipäättään toimimme markkinoilla. Avaan tätä asiaa eurojärjestelmän yksinkertaistetun taseen avulla.

#### **[SLIDE 21. Eurojärjestelmän taseen lähtökohta]**

Vaikka seteleiden käyttö maksuvälineenä supistuu koko ajan, ei setelikysyntä ole pienentynyt. Päinvastoin eurokäteistä on nyt liikkeessä enemmän kuin koskaan, noin 1250 miljardia euroa.

#### **[SLIDE 22. Pelkistetty keskuspankkitalase]**

Liikepankit vastaavat yleisön setelikysyntään hankkimalla tarvittavat setelit keskuspankista. Keskuspankki puolestaan veloittaa liikkeeseen laskettavien setelien arvon niitä hakevien pankkien keskuspankkitileiltä. Liikepankkien keskuspankkitilien saldojen yhteismäärää kutsutaan pankkijärjestelmän likviditeetiksi. Koska pankeilla ei lähtökohtaisesti ole positiivista saldoja keskuspankkitileillään, pitää niiden lainata tarvittava rahamäärä keskuspankista. Näissä likviditeettioperaatioissa sovellettava lainakorko (perusrahoitusoperaatioiden korko) on normaalisti se ohjauskorko, joka muodostaa lähtöpisteen rahamarkkinakoroille.

#### **[SLIDE 23. Setelistön ohella likviditeetin kysyntää kasvattavat mm: vähimmäisvarantovelvoitteet ja valtioiden keskuspankkitilit]**

Setelistön lisäksi likviditeetin kysyntää aiheuttaa moni muukin keskuspankkitalaseen velkaerä. Tärkeimpinä mainittakoon pankkien vähimmäisvarantovelvoitteet ja valtioiden keskuspankkeihin tallettamat varat. Euroalueella likviditeettikysyntää kasvattavien erien yhteismäärä on noin 2 700 miljardia euroa.

#### **[SLIDE 24. Likviditeetin kysyntä tyydytetään valuuttavarannoilla, arvopapereiden omistuksilla ja luotto-operaatioilla]**

Kaikki keskuspankin arvopapereiden ja muiden omaisuususerien (esim. kulta) ostot lisäävät pankkijärjestelmän likviditeettiä, sillä keskuspankki maksaa ostoksensa ”luomalla likviditeettiä” eli kasvattamalla liikepankkien keskuspankkitilien saldoja. Kun pankkien likviditeettikysyntä ylittää keskuspankkien rahoitusvarallisuuden ja rahapoliittisten suorien kauppojen kautta syntyneen likviditeetin tarjonnan, täytetään puuttuva osa luotto-operaatioilla.

#### **[SLIDE 25. EKP:n ohjauskorot ja 3kk euribor]**

Oheisesta kuviosta nähdään kuinka perusrahoitusoperaatioiden korko ohjasi keskeisiä rahamarkkinakorkoja ennen finanssikriisin alkua 2008.

#### **[SLIDE 26. Finanssi- ja velkakriiseissä varat dominoivat velkoja: likviditeettivajeesta likviditeetti ylijäämään]**

Joissakin tilanteissa keskuspankki kasvattaa likviditeetin tarjonnan yli pankkien luontaisen likviditeettikysynnän. Tällöin pankkien keskuspankkitileillä on rahaa enemmän kuin vähimmäisvarantovelvoitteet edellyttävät, eli pankkijärjestelmässä on ylimääräistä likviditeettiä. Eurojärjestelmässä näin tapahtui ensikertaa finanssikriisin alkuvaiheessa, kun keskuspankit alkoivat tarjota pankeille pitempikestoista rahoitusta. Eurojärjestelmän aloitettua laajamittaiset rahapoliittiset ostot vuonna 2015, pankkijärjestelmän ylimääräinen likviditeetti kasvoi entisestään, eivätkä pankit ole enää vuosiin tarvinneet keskuspankkiluottoja tyydyttääkseen likviditeettikysyntäänsä.

### **[SLIDE 27. EKP:n ohjauskorot ja 3kk euribor]**

Nykytilanteessa eurojärjestelmä ei enää ohjaa rahamarkkinakorkoja luotto-operaatioidensa hinnalla, vaan sillä korolla, jota pankkien ylimääräisille talletuksille maksetaan. Koska pankeille maksettava korko on ollut jo usean vuoden ajan negatiivinen, rahamarkkinakorot ovat painuneet negatiivisiksi varsin laajasti.

### **[SLIDE 28. Pelkistetty keskuspankkitalo]**

EKP:n rahapoliittiset arvopaperiostot ovat osa yhteisen rahapolitiikan toimeenpanoa, josta päätökset tekee EKP:n neuvosto. Vaikka kansalliset keskuspankit toteuttavat valtaosan rahapoliittisista ostoista, ei yksittäisellä toimijalla ole juurikaan liikkumavaraa. Yhteisoperaatioissa noudatetaan yhteisiä sääntöjä, jotka juontavat juurensa rahapoliittisista tavoitteista. Kansallisilla keskuspankeilla, kuten Suomen Pankilla, on kuitenkin myös rahoitusvarallisuutta, jonka sijoitustoiminnasta se voi itse päättää omien riski- ja tuottotavoitteidensa sekä vastuullisuusperiaatteidensa mukaisesti.

### **[SLIDE 29. Suomen Pankin rahoitusvarallisuus]**

Suomen Pankin rahoitusvarallisuus tai sijoitustoiminnan piirissä oleva varallisuuden määrä vastaa hieman yli 10 miljardia euroa. Sijoitusvarallisuutemme lukeutuvat myös Suomen viralliset valuuttavarannot sekä kulta.

Sijoitustoiminnassamme meidän täytyy huomioida varallisuudelle ennalta asetetut pitkälti keskuspankkipolitiikasta juontuvat rajoitteet. Niistä tärkeimmät ovat likvidisyys, turvallisuus ja tuotto. Meidän pitää voida realisoida sijoituksiamme politiikkatarpeisiin, niiden täytyy täyttää ennalta määrittämämme rahaksi muutettavuuden taso. Tämä vaade koskee erityisesti valuuttavarantoon kuuluvia omaisuuseriä.

Kuten taseen pohjalta aiemmin huomasimme, sijoitukset ovat ainakin osin setelistön katteena. Siten lienee selvää, että ne täytyy olla myös sijoitettu turvallisesti.

Likvidisyysvaateen ja turvallisuuden sallimissa puitteissa on oleellista sijoittaa varat tuottavasti ja nykyisin myös vastuullisesti.

Oheisista kuvioista käy ilmi rahoitusvarallisuutemme koostumus melko karkealla jaottelulla.

### **[SLIDE 30. Vastuullisuuden merkitys sijoitustoiminnassa kasvanut ajassa]**

Kuten totesin, keskuspankin sijoitustoiminnan on ensikädessä turvattava sen politiikkatehtävien vaatimukset. Nämä vaihtelevat keskuspankeittain. Esimerkiksi valuuttamääräisten sijoitusten likvidisyysvaade on kiinteää valuuttakurssipolitiikka noudattavalla keskuspankilla huomattavasti korkeampi kuin Suomen Pankin tavoin kelluvan valuutan ympäristössä toimivalla keskuspankilla. Aiemmin eurooppalaisten keskuspankkien sijoitukset olivat pitkälti päävaluuttojen valtionlainoissa. Varantojen likvidisyysvaade on kuitenkin alentunut euron käyttöönoton myötä. Niinpä sijoitustoimintaa on vuosien saatossa voitu laajentaa vähemmän likvideihin, mutta tuottavampiin varallisuuseriin. Samalla, kun toimintaa on laajennettu esimerkiksi yrityslainoihin, osakkeisiin ja kiinteistöihin, eteen on noussut uudenlaiset ympäristöön ja sosiaaliseen vastuuseen liittyvät kysymykset.

Vaikka Pankilla ei ole ollut koko toiminnan kattavaa laaja-alaista vastuullisuusstrategiaa, sijoitustoiminnassamme sellainen otettiin käyttöön viime vuoden alussa.

### **[SLIDE 31. Vastuullisen sijoitustoiminnan strategiasta]**

Strategian tavoitteena on tukea sijoituspäätösten tekemistä vastuullisuusnäkökulmasta. Vastuullinen sijoitustoimintastrategia pyrkii kattamaan koko varallisuutemme käyttämällä eri sijoitusluokille kuhunkin parhaiten sopivia käytäntöjä.

Suorien sijoitusten korkosalkulle käytetään YK:n asettamiin kriteereihin perustuvaa normiperusteista poissulkustrategiaa. Siinä suljetaan sijoitusavaruuden ulkopuolelle liikkeeseenlaskijat, jotka eivät toimi YK:n Global Compact -aloitteessa määriteltyjen vastuullisen yritystoiminnan periaatteiden mukaisesti. Tällaista toimintatapaa kutsutaan usein normiperusteiseksi screenaukseksi).

Sijoitusvarauutemme kuuluvat liikkeeseenlaskijat analysoi puolestamme ulkoinen vastuullisuuden asiantuntija.

Suomen Pankkiin perustettu vastuullisen sijoitustoiminnan työryhmä päättää analyysiin perustuen sijoitustoiminnan ulkopuolelle jätettävistä liikkeeseenlaskijoista. Poissulkustrategian lisäksi pyrimme tekemään sijoituksia vihreisiin joukkolainoihin green bondeihin muiden tavoitteiden ja rajoitteiden niin salliessa.

Ulkoistetuissa osake- ja kiinteistö-sijoituksissa Suomen Pankilla ei ole mahdollisuutta vaikuttaa yksittäisiin sijoituskohteisiin. Niissä vastuullisuus huomioidaan salkunhoitajavalintaa tehtäessä. Lisäksi olemme aktiivisessa vuorovaikutuksessa salkunhoitajien kanssa sen varmistamiseksi, että vastuullisuus tulee huomioitua myöhemminkin.

ESG-indeksejä ei ole käytössä korkosijoitustoiminnassa, koska vastuullisuuden nähdään toteutuvan todellisessa sijoitussalkussa. Osakesijoitukset on tehty maailman suurimpiin indeksituotteisiin, koska niiden kustannukset ovat pienimmät, niissä on paras likviditeetti, eikä SP ole niissä liian suuri yksittäinen sijoittaja.

### **[SLIDE 32.]**

Aloitin toteamalla, että Suomen Pankissa ei ole käytössä kaiken kattavaa vastuullisuusstrategiaa eikä kokonaisvaltaista vastuullisuusohjelmaa.

Näin ainakin eilen, ja ehkä niin voi sanoa vielä tänäänkin, mutta eilen

Suomen Pankin johtokunta päätti käynnistää kokonaisvaltaisen vastuullisuusohjelman laatimisen osana ensi vuodelle laadittavaa 2020 toiminnansuunnittelua.

Samoin sijoitustoiminnasta vastaavana johtokunnan jäsenenä olen käynnistänyt toimet, jotka tähtäävät siihen, että voisimme sitoutua YK:n PRI eli Principles for responsible Investments normistoon lähikuukausien aikana.

Näin lienee selvää, että tiedostan, ettei vastuullisuus ruutu tavoite- ja tulostittaristossa, jonka ruksimalla voi alkaa hymyillä. Vastuullisuus on osa jatkuvaa työtämme, jossa meidän tulee kehittyä nyt ja aina. Jos ja kun rima ylittyy, sitä vain pitää hilata ylöspäin. Kiitos.

# Board Member Tuomas Välimäki: Opening remarks at the SUERF preconference dinner on 19 September, Helsinki

Board Member Tuomas Välimäki

Welcoming remarks at the pre-conference dinner

Bank of Finland and SUERF joint conference: “Post-crisis policy challenges and implications for macro modelling”

Helsinki, 19 September 2019

## WELCOMING REMARKS AT THE PRE-CONFERENCE DINNER: BANK OF FINLAND AND SUERF JOINT CONFERENCE: “POST-CRISIS POLICY CHALLENGES AND IMPLICATIONS FOR MACRO MODELLING”, HELSINKI, 19 SEPTEMBER 2019

Dear Guests, Dear Colleagues,

It’s my pleasure to welcome you all to the Bank of Finland and to the joint conference with SUERF to be held tomorrow.

As many of you know, these Bank of Finland–SUERF conferences have become already quite a tradition. Tomorrow’s event will be the 9th in Helsinki since 2002.

This time the topic is “**Post-crisis policy challenges and the implications for macro modelling**”. I expect that many of you came here to learn and discuss about the rather concrete challenges we are facing in the policy modelling today.

It’s indeed very important sometimes to discuss “hands-on” issues of policy modelling, not least to us, central bankers. Last week we were facing hard questions in Frankfurt in the ECB’s Governing Council meeting: **What is the accommodative impact of moving rates into more negative territory; What would be the effects to the real economy stemming from restarting large scale asset purchases; or how to formulate Forward Guidance to get the most of it**, just to name a few.

With the rather unique mix of business areas – financial practitioners, academics, central bankers and financial regulators – SUERF offers an excellent forum for these discussions.

When preparing for tomorrow, it is interesting to look back at the topics from our previous joint conferences with SUERF.

In September 2002, we started our cooperation with the topic “**Geography and Banking and Financial Markets**”. I do not recall the exact focus of the presentations back then, but when I look at the geopolitics today or the developments in the UK, wherefrom I just returned last night, I cannot help but thinking that unfortunately the geographical dimension sounds probably even more topical now than seventeen years ago. Maybe it will reappear in the agenda of one of the forthcoming SUERF conferences.

The event we organized together in 2007, on the eve of the Subprime crisis, dealt with “**Financial Markets, Innovation and Growth**”. However, it was not so much about financial innovations as such, but more on their role in promoting real innovations and thereby growth.

The subsequent years taught us that perhaps the spotlight should have been shone at financial innovations already then. With the benefit of hindsight, such judgements are only too easy to make. Then the Global Financial Crisis hit us with full force. It started with the housing markets in the US and also in many European countries.

The Bank of Finland and SUERF responded with the 2009 event “**Housing Markets - a shelter in the storm or cause of the storm?**”.

A special section in the Journal of Financial Stability can still be found, featuring some of the papers presented then, not to forget the SUERF’s own report on the conference either.



As we know, the shadow of the Crisis has been long, and the international regulatory response has been accordingly profound.

This was reflected in the subsequent event topics, “**The Future of Risk Management**” in 2011, “**Banking after regulatory reforms: business as usual?** (with a question mark)” in 2013, and “**Liquidity and market efficiency - alive and well?** (also with a question mark)” in 2015.

The event dealing with regulatory reforms in June 2013 witnessed the reunion of the members of the High-Level Expert Group, chaired by our former Governor Erkki Liikanen.

His expert group had published the structural reform proposal for European banks the previous year. Yet, the group’s proposals have so far not been implemented – but never say never.

At the moment, the regulatory pendulum, at least on the other side of the Atlantic, is already swinging back, as modifications to the “cousin” of Liikanen Report, the so called Volcker Rule, are under way. We should hope the pendulum is in the right position before risks in the financial system materialize again.

One important factor driving the perennial back and forth movement of regulation is the unintended consequences of financial regulation. This was at the core of our latest event in 2017 on “**Shadow Banking: Financial Intermediation beyond Banks**”. It was also the first time that SUERF’s flagship event, the Colloquium, was held in Helsinki.

So what should I say about your tomorrow’s conference theme in the light of these observations from the past events? For sure, many “**Post-crisis policy challenges**” still remain, and they have important “**implications for macro modelling**”. Macro modelling is understood to include also macroprudential modelling, as tomorrow’s program makes it clear.

I believe that one of the key lesson from the latest Crisis tells us that different policy areas are often connected in unexpected ways. If we do not see the interdependencies, and are unable to build a sufficiently unified picture of the economic and financial outlook, both at the micro and the macro level, we may miss risks big time.

I’m not sure if that was a particularly happy note to end with but, in any case, thank you very much for your attention, enjoy the evening, and let’s have a productive conference tomorrow!

*Kudos to Dr Esa Jokivuolle, Head of Research of the Monetary Policy and Research Department for the groundwork for this speech.*

# Board Member Tuomas Välimäki: Opening remarks at the 17th Payment and Settlement System Simulator Seminar, Helsinki 29 August 2019

Board Member Tuomas Välimäki

Opening remarks

17th Payment and Settlement System Simulator Seminar

Helsinki, 29 August 2019

## **OPENING REMARKS AT THE 17TH PAYMENT AND SETTLEMENT SYSTEM SIMULATOR SEMINAR, HELSINKI, 29 AUGUST 2019**

It's my pleasure to welcome you all to the 2019 Bank of Finland payment system simulator seminar. I was delighted to learn that some of you have participated these seminars already for more than a decade. Actually, this is the 17th seminar we organize around our simulator. So, the next time you come here our baby has reached its adulthood.

**Now, let me briefly describe what's new with us, since last year's seminar, when it comes to the payment systems area.** Previously, oversight, together with the BoF- simulator, was one of the functions in our financial stability and statistics department. Policy work related to payment systems was divided between Banking Operations and Financial Stability, and Cash Management was being taken care of together with security and premises.

After the changes in our EB last summer, we decided to reassess the division of labor between different business areas. We came to the conclusion that having different parts of the payment processes scattered around the bank is not likely to be the most efficient way to organize ourselves. Therefore we decided to create a new Payment Systems Department to take a more comprehensive and holistic perspective on the issues at hand. [Data management was, by the way, another area where we reached similar conclusions.]

So, starting from January we have had a new department, Payment Systems, which includes oversight, as well as policy preparations related to all our payment systems and to the process of paying more widely. Also cash is included in the new department as one of our payment systems.

**Now what are the latest news with the simulator?** Since last year's conference, the development of the BoF-simulator has been concentrating on renewing of the user interface that was deemed to be outdated. Actually, the old interface was already almost 20 years old, and it was written in Java. We agreed that, an up-to-date interface should support cloud computing and be compatible with the docker-container solutions.

So, our simulator's new interface is going to be a standalone web-based application. We are hoping to go-alive with it in the coming year. Simultaneously, we'll continue supporting agent based modelling built in the current simulator version. Here, our experts are integrating and productizing the preliminary work conducted by Matti Hellqvist and Argyris Kahros.

**This year the seminar presentations** contain various types of quantitative analysis on financial market infrastructures. The life cycles of large value payment systems seem to be approaching their end in many countries, hence, we are beginning to see the next generation being developed. This has been the case at least in Canada and UK. Also, our TARGET2 system is currently being redesigned and rebuilt.

We, the central bankers, often need to take a systemic perspective to the payment systems. This increases our urge for quantitative analysis and systemic simulations. Whereas a single participating institution normally worries about risks related to themselves and to their direct counterparties, central bankers with oversight responsibilities must understand the full picture – who are the critical participants in the system, and how the overall liquidity position is evolving.

Hence, there is an obvious need for quantitative analysis to support the design and development of new payment systems. With simulations we should be able to facilitate the development of next

generation of payment systems. Indeed, I do believe that, with reasonable investments in simulation capacity one may be able to save both time and money.

The range of the quantitative analysis in these seminars seems to be getting broader from one year to another. Beside the payment systems, also CCPs, securities and derivatives are now being analyzed more intensively. Techniques like network analysis, neural networks, machine learning and big data are applied also to FMI-data.

Now, with this kind of a palette, no-one can master all the techniques. So, it's good that we have nearly 60 seminar participants belonging to 18 different nationalities and coming from four different continents.

Finally, the relationship between this seminar and the BoF-simulator is like love and marriage – there would not be one without the other. I hope that this year the seminar will again be a forum where new ideas are shared by colleagues, and where the newcomers can get inspiration for their future analysis.

Thank you and enjoy the seminar!

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Väärää rahaa! -näyttelyn avajaispuhe

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Suomen Pankin rahamuseo

Väärää rahaa! -näyttelyn avajaiset, Helsinki 18.6.2019

Hyvät kuulijat, tervetuloa rahamuseon uuden näyttelyn avajaisiin.

Käykö käteinen -valokuvanäyttely sulkeutui näissä tiloissa kesäkuun alussa. Nyt jatkamme monopolituotteemme eli käteisen esittelyä uudella teemalla. Tai itse asiassa emme oikeastaan pysy enää meidän oman tuotteemme parissa, sillä väärän rahan on yleensä tehtailut joku muu kuin keskuspankki tai keskuspankin käyttämä setelipaino. Sanoin yleensä, sillä väärän rahan historiaan mahtuu kyllä sellaisiakin tapauksia, joissa rahat on tehtailtu ihan virallisia painoja käyttäen. Käyn seuraavaksi läpi muutaman näyttelyn teemaan rahan, väärään rahan ja luottamukseen liittyvän anekdootin avulla.

Rahan väärentämisellä on lähes yhtä pitkä historia kuin rahalla itsellään. Tunnetaanhan väärennöksiä jo ensimmäisten rahojen, Lyydian kolikkojen, parista.

Vaikka raha ei olekaan suomalainen keksintö, voi olla vaikea löytää toista maata, jonka perimässä rahan väärentämisellä on yhtä perustava merkitys kuin meillä – ainakin, jos runoilija Paavo Haavikon teoria pitää paikkansa. Juha Tarkan johdattamana haluan muistuttaa Haavikon runoelmasta ”Kaksikymmentä ja yksi”, jossa hän esittää Kalevalan sampomyytistä version, jonka mukaan Sampo olisi ollut väärän rahan lyömiseen käytetty kone, meisti, jonka Kalevan miehet kävivät soutamalla Bysantista ryöstämässä.

Tämä teoria on meille tuttu myös Haavikon Rauta-ajasta. Jos ajatellaan, että teoria pitäisi paikkansa, niin iso osa suomalaista mytologiaa perustuu haaveeseen rikastua valmistamalla vääriä bysanttilaisia rahoja. Toisaalta Haavikon runossa, samoin kuin Kalevalassa, Väinämöinen ja hänen toverinsa eivät saa Sampoa kuljetettua kotiin Kalevaan, vaan se särkyy paluumatkalla ja uppoaa mereen. Tästä on, ainakin Haavikon teoriaa seuraten, luettavissa moraalinen opetus siitä, miten rahan väärentämiseen perustuvat hankkeet ovat tuomittuja epäonnistumaan.

Ja rahaväärennöksenhän epäonnistuvat aina – tai ainakin me tunnemme vain ne tapaukset, jotka ovat epäonnistuneet.

Jos Sampo oli väärän rahan lyömisen mahdollistava laite, ei sen toiminta perustunut kolikkojen aikakaudella yleisimpiin väärennös- ja huijaustapoihin. Näitä olivat arvottomampien materiaalien sekoittaminen jalometalleihin sekä kolikoiden keventäminen jalometallin määrää pudottamalla (esim. hiomalla tai kuluttamalla kolikkoja).

Seteleiden osalta kopiointi lienee yleisimmin käytetty tapa tuottaa väärää rahaa, mutta muutamat menestyneimmät, siis väliaikaisesti tuottoisimmat, tapaukset liittyvät aidon rahan laittomaan tuottamiseen à la Haavikon Sampo.

Viime viikolla EKP:n neuvoston kokouksessa Vilnassa portugalilainen kollegani muistutti minua viimevuosisadan alkupuoliskolla vaikuttaneesta maanmiehestään Alves dos Reisista. Reisin suunnitelma oli yksinkertainen ja se perustui väärennöksiin, mutta sopimusväärennöksiin, ei suoraan rahaväärennöksiin.

Reis sai selville Banco de Portugalin käyttämän painon, ja lavastetun dokumentaation avulla hän sai vakuutettua painotalon siitä, että toimii aidolla asialla. Huijaus jatkui onnistuneesti lähes vuoden ajan siitä huolimatta, että painotalo oli huomannut tilauksen sisältävän sarjanumeroita, joilla se itse oli jo aiemmin tuottanut seteleitä!

Reis sai näitä aitoja, joskin väärin perustein tuotettuja 500 escudon seteleitä 200 000 kappaletta. Niiden arvo vastasi lähes prosenttia Portugalin silloisesta BKT:sta.

Mitä Reis teki rahoillaan? Osan hän pesi kultaan sidotuiksi ulkomaisiksi valuutoiksi, osan pienempiin escudodenominaatioihin ja osa meni omaan ja kumppaneiden käyttöön. Rahoilla Reis hankki mm. Palacio do Menino de Ouron, useita maatiloja, taksilaivueen ja huomattavan määrän koruja vaimolleen.

Huijauksen viimeinen ja mielestäni nokkelin osuus oli tavoite hankkia rahoilla määräävä markkina-

asema Banco de Portugalista eli tuolloin yksityisestä Portugalin keskuspankista. Jos Reis onnistuisi pyrkimyksessään, hän kykenisi hoitamaan koko juonensa lopullisesti pois päivänvalosta. Kuinka kaikki päättyi? Lyhyestä virsi kaunis. Lopulta sanomalehden, jota Reis ei saanut tuoreilla rahoillaan hankittua, tähtireportteri onnistui paljastamaan huijauksen. Reis sai 20 vuotta vankeutta. Painotalo Waterlow & sons ajautui vaikeuksiin, joista se ei koskaan täysin tointunut. Vaikka Banco de Portugal veti kaikki viisisataset liikkeestä 20 päivän aikana, escudon ulkoinen arvo ja luottamus Portugalin hallintoon romahti. Tällä rahakriisillä saattoi siten hyvinkin olla merkittävä osuus muutamaa kuukautta myöhemmin tapahtuneeseen sotilasvallankaappaukseen, Portugalin ensimmäisen tasavallan kaatumiseen ja maan ajautumiseen diktatuuriin, joka kaatui vasta 1970-luvulla.

Voi olla, että laitoin tuossa historiantulkinnassani vähän mutkia suoriksi, mutta selvää on, että rahalla on väliä, etenkin väärällä rahalla.

Rahan arvo perustuu luottamukseen ja luottamuksen menettämisen seuraukset voivat olla dramaattiset. Niinpä väärennösten ja huijausten ehkäisyyn on aina kiinnitetty erityistä huomiota. Nykyisissä euroseteleissä on huomattava joukko korkean teknologian turvatekijöitä.

Toimistopäällikkö Jussi Kangas ja seteliasiantuntija Olli Vehmas kertovat klo 17 alkaen miten euroaikana taistellaan seteliväärennöksiä vastaan. Sen verran voin kuitenkin jo etukäteen valottaa, että Suomessa on väestöön suhteutettuna vähiten väärennöksiä liikkeellä.

Ennen huippuunsa vietyjen turvatekijöiden aikakautta jotkut väärennösten ehkäisyyn käytetyt menetelmät olivat nykymittakaavassa vähintäänkin brutaaleja. Väärennöksiä ei tarvitse etsiä niin paljoa, jos niiden tehtailua kyetään rajoittamaan ennalta. Yksi keino rajoittaa väärentämisestä saatavaa nettohyötyä on koventaa kiinnijäämisestä seuraavaa rangaistusta. Suomessakin oli ainakin muodollisesti käytössä hirttotuomio rahanväärentäjille aina 1870-luvulle saakka. Tämä oli kuitenkin varsin maltillinen rangaistus, jos sitä vertaa Thomas ja Anne Rogersin kohtaloon lokakuussa 1690. Pariskunta tuomittiin tuolloin 40 hopeakolikon leikkaamisesta. Anne vain poltettiin elävältä, mutta Thomasin rangaistus tunnetaan englanniksi nimeltä "hanged, drawn and quartered". Minä en halua tässä lähteä sen tarkemmin kuvaamaan, mitä tuo rangaistus pitää sisällään.

Nykyisenä Fiat -rahan aikakautena luottamus on edelleen rahatalouden keskeisin asia.

Rahaväärennökset eivät ole tällaisen "katteettoman" rahan suurin uhka. Suurin uhka on rahamäärien laillinen paisuttaminen ja siitä seuraava inflaatio. Eurojärjestelmän rakenteet on luotu malliin, jolla inflaation rahanarvoa syövä voima on onnistuneesti suitsittu koko vuodesta 1999 alkaneen aikakauden ajan. Joidenkin makuun vähän liiankin onnistuneesti, sillä pohjahintainflaatio on alittanut kuluttajainnoille asetetun tavoitteen jo vuosien ajan.

Vaikka euro on tarkka arvon mitta, luotettava maksuväline ja vähintäänkin loistava arvon säilyttäjä, väärää rahaa näyttely muistuttaa meitä siitä, ettei tällainen asiantila ole luonnonlaki, vaan se vaatii ponnisteluja keskuspankilta. Tämän lisäksi näyttely on täynnä mielenkiintoisia tarinoita ja anekdootteja, joista kaikki eivät näy paljaalla silmällä. Kun käynte vitriineitä läpi, teidän on helppo päätellä mitä seteleitä on kansan suussa kutsuttu Viipurin viisisatasiksi. Kansa kyllä tekee omat johtopäätökset erilaisten ilmiöiden ilmiansuunnista ilman virallisia todisteitakin.

Sitä ette ehkä arvaa, että osa näyttelyn plansseista meinasi jäädä köyhiksi kun kuvankäsittelyohjelmat eivät suostuneet muokkaamaan euroja. Tilanteen pelastamiseen tarvittiin jälleen kerran museon kuraattorin rajua ammattitaitoa. Voin vain todeta, että onneksi me olemme palkanneet sinut Jaakko. Olisit ilmeisen paha vastustaja, jos olisit kaidan polun tuolla puolen.

Lopuksi on kiitosten aika. Nyt avattavan näyttelyn ovat valmistaneeet Vappu Ikonen, Jaakko Koskentola, Jussi Kangas sekä Olli Vehmas. Juha Tarkka ja Antti Heinonen ovat kommentoineet käsikirjoitusta. Rupla- ja markkasetelien väärennöstarinat perustuvat pitkälti Antti Heinosen setelihistoriallisiin tutkimuksiin. Arkkitehti Teemu Taskinen on tehnyt näyttelyn taiton.

Kiitos tekijöille vaivannäöstä, ja kiitos teille kaikille muille mielenkiinnosta. Nauttikaa näyttelystä sekä kohta alkavasta Jussin ja Ollin luennosta.

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Suomen Pankki osana eurojärjestelmää

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Suomen Pankki osana eurojärjestelmää  
Kokoomuksen Talouspoliittisen Seuran miniseminaari  
Helsinki, 28.5.2019

[Esityskalvot](#) (pdf)

[Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Suomen Pankki osana eurojärjestelmää](#) from [Suomen Pankki](#)

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Viitekorkouudistuksesta ja vähän muustakin

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Viitekorkouudistuksesta ja vähän muustakin  
ACI Forex Finlandin vuosikokous  
23.5.2019, Helsinki

[Esityskalvot](#) (pdf)

[Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Viitekorkouudistuksesta ja vähän muustakin](#) from  
[Suomen Pankki](#)

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahoitusmarkkinoiden kivijalat remontissa – viitekorkouudistus vauhdissa

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki

Rahoitusmarkkinoiden kivijalat remontissa – viitekorkouudistus vauhdissa

Satakunnan kauppakamarin aamubrunssi

Pori, 3.5.2019

[Esityskalvot](#) (pdf)

## Rahoitusmarkkinoiden kivijalat remontissa – viitekorkouudistus vauhdissa

Arvoisat kuulijat oikein hyvää huomenta kaikille. Mukava nährä et näin moni on jaksan herät heti aikasi aamusti.

Ensiksi haluan kiittää Satakunnan kauppakamaria mahdollisuudesta tulla kollegoitteni kanssa tänne syntymäkaupunkiini Poriin kertomaan Suomen Pankin näkökulmasta keskeisistä asioista.

Olen Tuomas Välimäki, Suomen Pankin johtokunnan jäsen, ja vastaani osaltani mm. rahapolitiikan toimeenpanosta Suomessa, meidän rahoitusvarallisuutemme ja Suomen valuuttavarannon sijoittamisesta sekä maksujärjestelmistä, joihin kuuluu mm. pankkienväliset rahasiirrot ja käteinen.

Tämän aamun teemoina ovat viitekorot ja maksamisen murros. Viitekorot, erityisesti euriborit, ovat lähes jokaiselle asunovelalliselle ja yrittäjälle tuttuja käsitteitä. Viitekorot määrittävät pitkälti lainan korkokulujen suuruuden. Mutta miten viitekorot lasketaan? Voinko olla varma, ettei kukaan manipuloi korkoja? Tulen kohta avaamaan teille muutoksia, jotka ovat meneillään viitekorkojen määrittämisessä.

Ensin kuitenkin muutama sana maksamisesta ja sen murroksesta. Maksamisen murros ei ole uusi ilmiö. Se on itse asiassa ollut käynnissä käytännössä aina. Arviolta kymmeniä tuhansia vuosia sitten ihmiset käyttivät esineitä maksuvälineinä. Kolmetuhatta vuotta ennen ajanlaskumme alkua vilja yleistyi vaihdon välineenä Mesopotamiassa. Reilut kaksituhatta vuotta myöhemmin Kreikassa lyötiin jo kolikoita, ja 600-luvun Kiinassa käytettiin sujuvasti paperirahaa. Ensimmäisen setelin Euroopassa laski liikkeelle Ruotsin, eli ajankohta huomioiden meidän, keskuspankki – Riksbank – vuonna 1661.

1900-luvun lopulta lukien paperiraha on alkanut korvautua korttimaksamisella, joka puolestaan on viime vuosina kehittynyt mm. mobiilimaksamiseen. Jokainen uusi maksamisen teknologia on edeltäjänsä nopeampi, tehokkaampi tai luotettavampi.

Maksamisen muuttuminen ei siis ole uusi asia. Uutta on kuitenkin muutosten kiihtynyt vauhti. Ennen muutos tapahtui yli sukupolvien. Nyt yhden sukupolven aikana vaikuttaa tapahtuneen yhtä paljon kuin edeltävinä vuosisatoina yhteensä. Muutokseen sopeutumista auttaa se, että kaikkia edellä mainittuja maksamisen muotoja käytetään ja tullaan käyttämään vielä pitkään. Setelit ja kolikot eivät ole katoamassa mihinkään, korttimaksamisesta puhumattakaan. Jopa tuhansia vuosia vanha maksuväline – vilja – ei sekään ole kadonnut täysin maksuvälineiden joukosta. Tai siis ainakaan kaikissa muodoissaan. Saattoipa joku teistäkin lyödä vetoa ja saada velanmaksun oluessa, kun Ässä vei 2013 kiekkomestaruuden 35 vuoden odotuksen jälkeen.

Siinä missä "olutvelka" on kansan keskuudessa korkeintaan suosittua hupia, käteinen on edelleen tärkeä maksamisen muoto. Olemme Suomen Pankissa kuitenkin saaneet huolestuttavia viitteitä siitä, että joillakin alueilla tai väestöryhmillä on entistä enemmän esteitä tai ainakin hidasteita



käteisen käytölle. Käteispalveluiden palvelutaso on heikentynyt, ja samaan aikaan on ilmestynyt ”emme ota vastaan käteistä” -kylttejä joidenkin pienten liikkeiden kassoilla. Suomen Pankin mielestä on kuitenkin tärkeää, että käteisen saatavuus ja käytettävyys erityisesti hyvinvoinnin kannalta merkittävien palveluiden kohdalla pysyy riittävällä tasolla. *Ihmisellä täytyy olla oikeus omiin rahoihinsa muutenkin kuin kuluttamalla.*

Maksaminen on tärkeä aihe, mutta se ei ole tänään minun esitykseni pääaihe. Maksamisen murroksen tuoreimmista käänteistä kertoo kohta enemmän kollegani Heli Snellman, yleisvalvontatoimistomme vetäjä. Heli auttaa näkemään murroksen keskeisimmät asiat herkästi iskevän vauhtisokeuden keskellä.

Minun esitykseni aiheena on viitekorkojen uudistus. Viitekorot ovat rahoitusmarkkinoille keskeisiä. Ei ole ollenkaan liioiteltua sanoa, että viitekorot ovat kivijalka, jonka varassa rahoitusmarkkinat toimivat.

Viime vuonna täällä Porissa oli asuntomessut. Väkeä tuli ympäri Suomen ihailemaan upeita asuntoja. Epäilemättä, kun astumme uudenkarheaan taloon sisään huomion ensimmäisenä vie joko olohuoneen juhlava viiden metrin huonekorkeus, valoa sisään tulvivat länteen päin avautuvat ikkunat tai ehkä kauniisti muotoiltu liesituulettimen kupu. Jopa kylpyhuoneiden kaakeleiden koko tai poreammeen ledivalot kiinnostavat keskivertoa asunnonostajaa enemmän kuin talon kestävyys kannalta kriittisen perustuksen betonivalut. Niinhän sitä helposti käy, että kriittisistäkin asioista tulee itsestään selviä, kun ne toimivat taustalla ilman ongelmia. Näin oli myös viitekorkojen tapauksessa. Viitekorot eivät kiinnostaneet juuri ketään kahteenkymmeneen vuoteen, kun rahoitusmarkkinoilla ei ollut suurempia ongelmia. Ehkä hieman tylsää, mutta toimii. Hyvä niin.

Asioilla on tapana muuttua. Kun kivijalkaan ilmestyy halkeamia, niin kattohuoneistossa asti havahdutaan huokuvaan taloon. Aiemmin tylsä asia muuttuu jännittäväksi. Talon asukkaan suhtautuminen kivijalkaan on samanlainen kuin keskuspankkiirin suhtautuminen rahoitusmarkkinoihin: jos jokin on jännittävää, jotain on todennäköisesti pielessä.

Ja juuri näin kävi. Rahoitusmarkkinoilla havaittiin halkeamia kivijalassa. Tämän vuosikymmenen alussa paljastui, että viitekorkoja on peukaloitu. Jotkut korkojen laskentaan osallistuneiden pankkien työntekijöistä olivat rikkoneet sääntöjä. He olivat antaneet vilpillisiä arvioita korkotasosta. Tavoite oli ollut kasvattaa työnantajan sijoitustuottoja ja siten saada pulleampia bonuksia itselle. Lopulta vilppi paljastui. Eräät toimijat ovatkin saaneet huomattavia oikeudellisia seuraamuksia viitekorkojen peukaloinnista. Samalla kun vilppi paljastui, paljastuivat myös viitekorkojen heikkoudet. Miten on mahdollista, että kenties maailman tärkeimpiä numeroita – iboreita – voitiin peukaloida niinkin pitkään, ilman, että asiaan puututtiin?

Markkinatoimijat ja viranomaiset heräsivät ongelmaan ympäri maailmaa. Viitekorkoja täytyy uudistaa, jotta niihin voidaan luottaa jatkossakin. Eri maiden iboreissa havaituissa ongelmissa on ollut hienoisia eroja, mutta missään toiminta ei ole ollut täysin ongelmatonta. Viranomaiset ovatkin useissa maissa antaneet suosituksia viitekorkokäytäntöjen parantamiseksi. EU:ssa kansainväliset suositukset konkretisoitiin vuonna 2016 viitearvoasetukseksi.

Ennen kuin mennään tarkemmin viitekorkojen uudistamiseen, on hyvä ymmärtää, miksi ne ovat niin tärkeitä.

Viitekorkojen, kuten kaikkien viitearvojen yleisemminkin, käyttötarkoitus on lopulta varsin yksinkertainen. Viitekorot tehostavat sopimusten tekemistä. Viitekorko määrittää yksiselitteisesti, minkä suuruisia maksuja sopimusosapuolten välillä tehdään. Otetaan pari esimerkkiä. Esimerkiksi asunto- ja yrityslainassa pankki sitoo asiakkaan maksut rahan tukkumarkkinahintaan, eli euriboriin, ja laittaa päälle oman katteensa, eli marginaalin. Korkojohdannaisopimuksissa puolestaan ensimmäinen osapuoli maksaa kiinteää ja toinen muuttuvaa korkoa. Muuttuva korko on usein juuri euribor-korko.

Oli sopimus sitten asuntolaina, yrityslaina tai korkojohdannainen, kaikille sopimuksen osapuolille on tärkeintä sopia yksikäsitteisesti, kuinka sopimuksen elinaikana syntyvät maksuvelvoitteet lasketaan. Jos viitekorkoja ei olisi, täytyisi jokaiseen sopimukseen erikseen miettiä laskentatapa. Sopimuskäytäntöjen tehostamisen lisäksi viitekoroilla on toinen erittäin tärkeä tehtävä – informaatio. Otetaan esimerkiksi euribor. Se kertoo johdonmukaisella tavalla pankkien välisen lainamarkkinan korkotasosta. Ilman euriboreja korkomarkkinoiden seuraaminen olisi selvästi nykyistä hankalampaa.

Vaikka pankkienvälisellä yön yli -korolla eonialla on erityisasema rahapolitiikan tekijän silmissä, euriboreja voidaan pitää euroalueen tärkeimpinä viitekorkoina.

### *[Kalvo 2: Euribor on poikkeuksellisen suosittu Suomen asuntolainoissa]*

Suomalaiselle euribor on tuttu erityisesti asuntolainoista. Euriborin suosio on kiistaton: yli 90 %:ia asuntolainaeuroista on sidottu euriboreihin ja uusista lainoista nykyisin lähes kaikki. Asuntolainan sitominen euriboriin tai johonkin muuhun vaihtuvaan korkoon ei kuitenkaan ole eurooppalainen standardi. Päinvastoin. Kuten vasemman puoleisesta kuvasta nähdään, vaihtuvat korot ovat suosittuja lähinnä Suomessa ja muutamassa muussa pienessä maassa. Euroalueella keskimäärin käytetään selvästi enemmän pitkiä kiinteitä korkoja. Esimerkiksi siten, että asuntolaina otetaan kymmeneksi vuodeksi kiinteällä korolla. Jos lainaa ei ole kymmenen vuoden jälkeen maksettu kokonaan, se neuvotellaan uudestaan tai se muuttuu vaihtuvakorkoiseksi etukäteen määriteltujen ehtojen mukaisesti.

Rahapolitiikan tekijän näkökulmasta lainan viitekoron juoksuaika on itse lainan takaisinmaksuaikaa kiinnostavampi tekijä. Mitä lyhempiä viitekorot ovat, sitä nopeammin rahapolitiikan mitoituksen muutokset näkyvät lainanottajien kustannuksissa ja siten myös kulutukseen käytettävissä olevissa tuloissa. Koska rahamarkkinakorot, kuten euriborit, ovat Suomessa muita maita laajemmin käytössä viitekorkoina, muutokset rahapolitiikassa näkyvät meillä muita maita nopeammin kuluttajien arjessa.

### *[Kalvo 3: Suomessa lainat ovat euroalueen halvimpia]*

Viime vuosina Euroopan keskuspankin, EKP:n, rahapolitiikka on ollut erityisen keveää. Rahapolitiikan ohjauskorot ovat olleet matalalla tasolla, mikä on välittynyt rahamarkkinakorkoihin, ja sitä kautta matalina korkokuluina myös kuluttajille ja yritykselle. Kuten kuvista nähdään, Suomessa on ollut vaihtuvakorkoisuuden ansiosta eu-rooppalaisittain halvimmat keskikorot jo vuosien ajan niin kotita-louksilla kuin yrityksilläkin. Tämä on ollut hyöty lainan sitomisesta vaihtuviin korkoihin tilanteessa, jossa korot ovat laskeneet. Vastaavasti, kun korot nousevat, on oletettavaa, että Suomessa kehitys ui muuta Eurooppaa nopeammin korkomenoihin. Tämä siksi, että kiinteiden korkojen maissa lainakannan keskikorko kasvaa vain lainakannan uusiutumisen mukana. Vaihtuvien korkojen korkoriski siis konkretisoituu lainanottajalle korkojen nousun aika-na. Voi kiteyttää, että suomalaiset lainanottajat näyttävät nauttivan eurooppalaisia muita matalammista koroista, mutta vastapainona todennäköisesti kokevat muita välittömämmin, kun korot nousevat.

### *[Kalvo 4: Euriborien käyttökohteet]*

Asuntolainat ovat euriboreille Euroopan mittakaavassa varsin pieni käyttökohde. Kuten tuli jo ilmi, euriboreja käytetään myös yrityslainoissa ja johdannaisissa. Laitetaanpa lukuja hieman perspektiiviin. Suomalaisten euriboriin sidottujen asuntolainojen yhteenlaskettu nimellisarvo on hieman vajaat 100 miljardia. Euroalueen vastaava lukema on n. 1000 miljardia. Yrityslainoja on sidottu euriboriin tuplasti enemmän, noin 2000 miljardin euron edestä. Lainasummat ovat kuitenkin pieniä, kun niitä verrataan johdannaismarkkinoihin. Euriboriin sidottujen johdannaisopimusten nimellispääoman arvo ylittää 100 000 miljardia euroa. Summa – ykkönen ja 14 nollaa – on niin suuri, että sitä on vaikea käsittää.

Jos viidenkymmenen euron seteleitä laitetaan pinoon, niin yli 100 000 miljardiin pääseminen vaatisi maapallon pinnalta kuuhun asti ylettyvän tornin. Näin laajassa sopimusjoukossa sopimusten arvomuutos on melkoinen, jos onnistut muuttamaan euriboreja edes yhden korkopisteen eli prosenttiyksikön sadasosan edestä.

Eonia-korko on toinen erittäin käytetty ja kriittinen korko, vaikka se ei olekaan rahoitusmarkkinatoimijoiden ulkopuolella niin tunnettu. Euroopan keskuspankille eonialla, kaikkein lyhimmällä pankkienvälisellä korolla, on tärkeä merkitys, koska rahapolitiikan mitoitusta on perinteisesti ohjattu lyhyisiin markkinakorkoihin vaikuttamalla. Jos keskuspankki pystyy säätelemään tehokkaasti sitä, missä lyhin korko kulloinkin on, voidaan pidemmät korot – ainakin periaatteessa – johtaa lyhimmän koron odotetun kehityksen pohjalta.

Perehdytään seuraavaksi hieman tarkemmin siihen, miten eonia ja euribor määritetään.

#### *[Kalvo 5: Euroopan tärkeimmät viitekorot]*

Eonia on pankkienvälinen yön yli -korko. Se on siis keskiarvo koroista, joita euroalueen pankit maksavat toiselleen lainatessaan rahaa yhdeksi yöksi. Yli yön -lainat ovat käytännössä lyhimpiä lainoja, mitä euroalueen rahan tukkumarkkinoilla, eli pankkienvälisellä rahamarkkinoilla, tehdään. Koska eonia-noteeraukset lasketaan toteutuneiden kauppojen pohjalta, voidaan niitä pitää rahan aitona tukkumarkkinahintana.

Euribor, tai tarkemmin ottaen euriborit, ovat puolestaan joukko eripituisia korkoja. Pituuudet alkavat viikosta ja korkoja lasketaan aina 12 kuukauteen asti. Euribor kuvastaa siten pidempiä korkoja kuin eonia. Haluan tässä vaiheessa muistuttaa, että Euroopan keskuspankki tai Suomen Pankki, ei hallinnoi kumpaakaan näistä koroista. Korot ovat yksityisen sektorin toimijan, Euroopan rahamarkkinainstituutin (European Money Markets Institute, EMMI) hallinnoimia.

Vielä tällä hetkellä euriborit lasketaan siten, että pankeista koostuva paneeli arvioi korkotasoa rahan hinnalle parhaiden pankkien välisillä vakuudettomilla lainamarkkinoilla. Arviot eivät sido pankkeja käymään kauppaa kyseisellä hinnalla, eivätkä ne perustu toteutuneisiin lainoihin. Arvio on siten puhtaasti arvio. Arvioihin perustuvaa viitekoron laskentamenetelmää näyttää jälkikäteen olleen liian helppo peukaloida. Se tapahtui antamalla arvioita vastoin parasta tietämystä, siis epärehellisesti. Korkonoteerausten oikeellisuuden arviointia vaikeutti se, että finanssikriisin jälkeen pankit eivät juuri antaneet toisilleen vakuudettomia luottoja etenkin pidemmissä rahamarkkinamaturiteeteissa.

Viranomaiset ovat antaneet huomattavia sanktioita viitekorkovilpistä kiinni jääneille pankeille. Globaalisti viitekorkomanipulaatioista annettujen sakkujen yhteismäärä on toistakymmentä miljardia euroa. Toimijoiden saamat pisimmät vankilatuomiotkin ylittävät 10 vuotta. Manipulointi ei ole missään mielessä riskitöntä puuhaa.

Havaitut epärehellisyydet ja niistä annetut sanktiot alkoivat nakertaa euriborien luotettavuutta myös toista kautta. Viitekorkojen määrittämiseen noteerauksia antavien pankkien paneeli alkoi huveta rangaistusten pelossa. Miksi näin? Myin lapsena kukkien taimia Porin torilla aina kesäkuussa koulun päätyttyä. Tuolloin muutamia viikkoja ennen mansikkakauden alkua en olisi pystynyt vastaamaan kysymykseen, mitä parhaat mansikkalitrat maksaisivat, jos sellaisilla käytäisiin kauppaa. Miten määrittää oikea hinta tuotteella, jolla ei käydä kauppaa? Miten todistaa annettu noteeraus oikeaksi tai vääräksi, jos taustalla ei ole riittävästi transaktioita? Jos minua sanktioidaan väärästä vastauksesta, parempi kun en anna noteerauksia lainkaan. Paneelipankkien määrän hupeneminen kasvatti entisestään huolta siitä, kuinka luotettavia noteeraukset ovat.

Luotettavuuden parantamiseksi yksi viitekorkojen uudistuksen kantava ajatus on ollut siirtyä pois arvioihin perustuvasta laskentamenetelmästä. Käytännössä tämä tarkoittaa euriborin kohdalla sitä, että noteeraukset laskettaisiin tulevaisuudessa asiantuntija-arvion sijaan toteutuneista kaupoista.

Siis lainoista, joita pankit ovat oikeasti tehneet isoille tukkumarkkina-asiakkailleen ja toisille pankeille.

Ratkaisu kuulostaa yksinkertaiselta, mutta on sitä vain teoriassa. Koska euriboriin kelpaavia lainoja tehdään rahamarkkinoilla edelleen kovin vähän, ei tämä alkuun ehdotetun ratkaisun uskottu toimivan sellaisenaan. Ongelma on sitä isompi, mitä pidemmästä euriborista on kyse. Tämän vuoksi EMMI on nyt kehittänyt euriborien laskentaan täysin uuden menetelmän. Siinä otetaan mahdollisimman tarkasti huomioon markkinoilla tapahtuneet lainat. Jos niitä ei ole tarpeeksi, informaatiota täydennetään johdonmukaisesti tuotetuilla asiantuntija-arvioilla aiempaa paremmin valvotusti. Euriborin uusi laskentatapa on ilmoitettu otettavan käyttöön tämän vuoden aikana.

Yön yli -korke eonian uudistamisessa ongelmat nähtiin lopulta niin vaikeina, että koron hallinnoija ei edes lähtenyt tosissaan yrittämään uudistusta. Tähän saattoi toki vaikuttaa se, että jo ennen tietoa eonian julkaisun mahdollisesta lakkaamisesta, Euroopan keskuspankki oli päättänyt alkaa itse julkaista uutta yön yli -viitekorkoa. Tämä heijastaa sitä, kuinka kriittisenä näemme luotettavan lyhyen rahamarkkinakoron olemassaolon. Tarvitsemme koron, joka antaa meille ensimmäiset viitteet siitä, kuinka hyvin ohjauskorkomme ja rahapolitiikan mitoitus välittyy markkinoille.

*[Kalvo 6: €STR korvaa eonian]*

Lokakuussa käyttöön otettava uusi yön yli -markkinoiden viitekorko ei enää nojaa vapaaehtoisesti toimiviin paneelipankeihin, vaan se perustuu lakisääteiseen tilastokeruuseen. Samalla koron laskentaan mukaan otettavien instituutioiden joukko kasvaa selvästi. Tämän johdosta uuden viitekoron laskennan pohjalla oleva kaupankäynti tulee olemaan eoniaa laajempaa, minkä ansiota uudesta viitekorosta pitäisi tulla aiempaa vakaampi.

Uuden yön yli -viitekoron nimi on Euro Short Term Rate, eli vapaasti suomennettuna, lyhyt eurokorko. Korosta käytetään lyhennettä €STR.

Rahapolitiikan tekijän silmissä siirtymään eoniasta €STR:iin liittyy yksi epämiellyttävä seikka. Tähän asti olemme voineet varmistaa, että pankkienvälinen korko liikkuu aina keskuspankin maksuvalmiusjärjestelmän asettamassa ns. korkoputkessa. Yhdenkään pankin ei ole kannattanut lainata markkinoilta kalliimmalla kuin mitä keskuspankki veloittaa maksuvalmiusluotoistaan. Vastaavasti yhdenkään pankin ei ole kannattanut lainata rahaa toiselle pankille halvemmalla kuin mitä keskuspankki on maksanut yön yli -talletuksista. Ohjausvoiman varmisti se, että eonian määrittämisessä huomioitiin vain sellaisten pankkien väliset kaupat, joilla oli pääsy keskuspankin maksuvalmiusjärjestelmään. Jatkossa tätä vaatimusta ei ole. Kun viime vuosina keskuspankkirahaa on ollut paljon liikkeellä, pankit ovat saavat muilta rahamarkkinoiden osapuolilta talletuksia korolla, joka alittaa keskuspankin talletuskoron. Näin €STR voi jatkossa olla keskuspankin korkoputken alapuolella.

On myös kolmas asia, joka euroalueen viitekorkouudistuksessa on vielä kesken. Uusien periaatteiden mukaan viitekorolla tulisi olla riittävät varamenettelyt sellaisen tilanteen varalta, jossa viitekoron julkaisu estyy. Varamenettelyt tulisi olla myös kunnossa sopimuksissa, joissa viitearvoa käytetään. Tähän liittyen yksityinen sektori onkin suosittelut €STR-korkoa, sen luotettavuuden johdosta, yleiseksi varakoroksi euroalueelle.

Kiteytettynä siis: Euriborien laskentatapa uudistetaan. Uudistuksen on tarkoitus olla valmis tämän vuoden aikana. Eonia loppuu, mutta EKP:n korko €STR korvaa sen. Lisäksi €STR toimii varakorkona yleisesti viitekorolle. Siinäkö kaikki? Onko kivijalka nyt korjattu?

Ei suinkaan.

Esimerkiksi varsinainen siirtymä eoniasta €STR:iin on vielä tekemättä. Siirtymä on tarkkaa hommaa.

Rakennustermein, millikin vinoon, niin lasku on miljoonaluokkaa. Johdannaissopimuksien isoista nimellisarvoista johtuen prosentinsadasosienkin muutokset viitekorossa aiheuttavat euroalueen tasolla isoja arvonmuutoksia sopimuksissa. Yksityisen sektorin vetämä työryhmä on antanut suosituksensa siitä miten siirtymä tulisi toteuttaa. Valmista ei siis vielä ole, mutta kaikki edellytykset sujuvalle siirtymälle ovat olemassa. Euriborin osalta julkaisija EMMI hakee hyväksyntää valvojalta tämän vuoden aikana. Tämänkin suhteen sujuvalle jatkuvuudelle on kaikki edellytykset, eikä asuntovelallisen - Matti tai Maija Meikäläisen - tarvitse asiaa sen kummemmin miettiä.

Varakorko on teknisesti vaikein asia. Miten €STR, joka on yön yli -korko, voi toimia varakorkona esimerkiksi kaikille euribor-koroille? Havainnollistetaan ongelmaa.

Usein on niin, että lyhyet korot ovat matalammalla kuin pitkät korot. Näin on myös euriborin tapauksessa. Se ilmenee seuraavasta kuvaajasta.

*[Kalvo 7: Euribor-käyrä on muodoltaan nouseva]*

Kuvaajassa vaaka-akselilla on aika, ja pystyakselilla korko. Pisteet ovat €STR-korko ja kaikki euribor-korot, jotka on yhdistetty viivalla. Muodostuu ns. korkokäyrä, joka on yleinen käsite rahoitusmarkkinoilla. Korkokäyrä kertoo millainen on korkojen aikarakenne.

Useimmiten korkokäyrän muoto on nykytilanteen mukaisesti nouseva. Se on seurausta pääosin kolmesta seikasta. Ensimmäinen on, että jos odotetaan, että lyhyet korot ovat tulevaisuudessa korkeammalla, tämän täytyy näkyä myös pitkissä koroissa.

*[Kalvo 8: Pitkät korot ennakoivat lyhyiden korkojen tulevaa tasoa]*

Toinen syy on luottoriski. Mitä pidemmäksi aikaa lainanantaja antaa lainaa, sitä isompi on riski siitä, että jotain niin yllättävää tapahtuu, ettei lainanottaja pysty maksamaan velkojaan takaisin. Kolmas syy on korkoriskiin liittyvä aikapalkkio: vaikka lyhyiden korkojen ei odotettaisi nousevan, niin silti usein havaitaan, että korkokäyrä on nouseva. Tämä johtuu siitä, että mitä pidemmäksi aikaa sijoittaja lainaa, sitä isompi riski korkokehitykseen liittyy ja sitä suurempaa aikapalkkiota lainoittaja yleensä vaatii.

Eripituisten korkojen välillä on siis eroja, jotka ovat varsin perusteltuja. On helppo ymmärtää, että jos €STR korvaisi hätätilanteessa esimerkiksi 12 kuukauden euriborin sellaisenaan, olisi arvonmuutos lainasopimuksessa varsin iso. Näin ei haluta tapahtuvan.

€STRiin täytyisi siis keksiä jostain aikarakenne – eli korkokäyrä. Tätä tarkoitusta varten on suunnitteilla, että aikarakenne laskettaisiin tulevaisuudessa johdannaismarkkinoilta - tarkkaan ottaen koronvaihtosopimuksista. Jo tällä hetkellä eoniasta on saatavissa koronvaihtosopimukseen perustuva korkokäyrä. Odotettavissa on, että samankaltainen johdannaismarkkina muodostuu ajan kanssa myös €STRin ympärille. Johdannaismarkkinan syntymisen myötä €STRille saataisiin laskettua aikarakenne, ja sitä kautta se olisi teknisesti helpommin muunnettavissa myös – esimerkiksi euriborin – varakoroksi.

Eli kerrataan tilanne vielä loppuun: euribor uudistuu tänä vuonna. €STR korvaa suoraan eonian ja on varakoron pohjana eurboreille. Varakorkojen suunnittelu on vauhdissa, mutta valmistuminen vie aikansa.

Osana eurojärjestelmää osallistumme Suomen Pankissa tiiviisti viitekorkouudistuksen seuraamiseen Euroopassa. Myös kotimaassa me seuraamme tarkasti viitekorkouudistuksen etenemistä. Viitekorot ovat euriborin asuntolainakäytön johdosta suomalainen erityiskysymys. Toistaiseksi kotimaassa ei ole nähtävissä tarvetta suuremmille viranomaisten toimille asian suhteen. Uudistus kuitenkin vie aikansa, joten seuranta on välttämätöntä.

Kiitoksia ajastanne!

*Kiitokset Suomen Pankin markkinaoperaatiot-osaston vanhemmalle markkina-analyytikolle Joonas Koukkuselle taustatyöstä!*

**[Maksaminen murroksessa – mitä mahdollisuuksia tulevaisuus tarjoaa?](#)** from **[Suomen Pankki](#)**

# **Board Member Tuomas Välimäki: The European Economy and Monetary Policy In and Out of the Crisis**

Board Member Tuomas Välimäki

Public Lecture

The European Economy and Monetary Policy In and Out of the Crisis

Asian Economic Panel, Sunway University

Kuala Lumpur, 28 March 2019

[Slides](#) (pdf)

# Board Member Tuomas Välimäki: Opening Remarks at the ICMA and NCMF Joint Annual Conference, Helsinki 6 February 2019

Board Member Tuomas Välimäki

Opening remarks

ICMA & NCMF Joint Annual Conference: Sustainability, IBOR transition, Brexit – key issues for the EU capital market

Helsinki, 6 February 2019

## **opening remarks at the ICMA & NCMF Joint Annual Conference: Sustainability, IBOR transition, Brexit – key issues for the EU capital market HOSTED BY THE BANK OF FINLAND, HELSINKI, 6 february 2019**

Ladies and Gentlemen,

Welcome to the Bank of Finland Museum, to the conference on the key issues for the EU capital market jointly organized by the International Capital Markets Association and the Nordic Capital Market Forum.

I am Tuomas Välimäki, Executive Board Member at the Bank of Finland. At the Bank I am responsible, for Research, Payments Systems, Information Management and last but not least Market Operations.

Although, the Bank of Finland joined ICMA as an Associate Member quite recently, we've been using ICMA services and training programmes for a long time. Also, quite a few of our staff members hold ICMA certificates, such as Fixed Income Certificate or Operations Certificate. Therefore, it is a particular pleasure for us to host today's event.

As a central banker responsible for Market Operations, I have a twin interest in the future of the capital markets. First, as a policy maker, during and after the Global Financial Crisis, a large part of our monetary policy implementation – the unconventional monetary policy – has taken place via the capital markets; Second, as an investor, we invest our own reserves, FX and euro denominated, in the global capital markets - including bonds, equities and real estate instruments.

When it comes to monetary policy implementation, we have had a dual role in the bond markets. First, in the early phases of the crisis, we initiated several programmes, like the first CBPP, to facilitate market functioning. In the aftermath of the Lehmann failure, the covered bond market in the euro area had practically ceased. The first Eurosystem monetary policy intervention with outright purchases, CBPP1, was clearly the game changer in unlocking the market segment that was and still is an integral part of European financial transmission.

Later on, the focus of our programmes shifted from repairing impaired market segments to easing financing conditions in the economy in general via the large scale asset purchases. The extended asset purchase programme initiated in early 2015, better known as QE, was effective in removing the fear of deflationary cycle that had started to shadow price and economic developments back then.

Currently, we implement the ECB's Asset Purchase Programme in Finnish government bonds and covered bonds, and because of our expertise, we are also one of the six euro area National Central Banks conducting purchases under the ECB's Corporate Sector Purchase Programme.

When it comes to investing our foreign and euro denominated reserves, we behave more like the rest of the market. From this perspective, I find one of the presentations we'll be hearing soon extremely appealing. Sustainability in finance. In line with the trend, we at the BoF have started to pay increasing attention to environmental, social and governance aspects. We take sustainability very seriously.

Since two years, we have been applying a responsible investment policy. This extends to every



asset class we invest in. Our firm belief is that sustainability is the only way to go in the future. Investing in a sustainable manner will be both ethical and profitable.

We expect that the sustainable investment market will soon become more liquid and transparent, and that widely accepted standards will be set for it in the not-so-distant future. EU is working heavily to make this happen. The BoF actively participates in sustainable finance discussions. We are a member of the Network for Greening the Financial System.

The Bank of Finland also encourages other financial companies to acknowledge and account for sustainability risks in their own functions and investment actions. We also welcome your participation in the discussions on climate change and its impact on financial stability.

The other two issues covered here this afternoon, Brexit preparations in the capital markets and the transition from IBOR to risk-free rates, are also extremely topical.

The end of March is getting closer. Brexit preparations should now be at their final stage. Yet, we really don't even know what one should prepare herself for – hard, soft or no Brexit. I believe we all agree that all banks and other financial institutions should prepare themselves for several scenarios. I am eager to hear at which stage the market participants' preparations stand now, less than two months before D-day.

Benchmark interest rates play an integral role in the financial markets. IBORs are used in a wide range of market instruments. Not the least here in Finland – almost all Finnish mortgages carry EURIBOR as their reference rate. The transition from IBORs will be a major issue for banks and their customers here.

Now, let me once again welcome you to this event, and without further due, I would like to give the floor to Johan Wijkström from ICMA to give his opening remarks before we proceed with the substance.