

# Drivers of Inflation in a Small Open Economy within a Monetary Union: Experiences from Finland

22 November 2024

[Presentation](#) (pdf)

Dear colleagues,

Thank you for inviting me to speak at this distinguished panel here in Zurich. It is an honor to be here today. I will discuss the drivers of inflation in a small open economy within a monetary union, drawing on the experiences of the country I know best, Finland. I will first present the main factors influencing Finnish inflation over the past 20 years and then explore the implications of being part of the euro area.

## **Inflation Dynamics: Finland vs. euro area**

As a small open economy, Finland's inflation is heavily influenced by global factors and tends to follow global trends. Our experience as part of the euro area can be divided into three distinct periods, each with its own characteristics and lessons.

### 1. The Great Moderation (1999–2008):

During the first decade of the euro area, inflation was stable, averaging 2.2% across the euro area. Finnish inflation was slightly lower, averaging 1.8%. This divergence can be attributed to two main factors:

- The catching-up effect: Finland's general price level was—and remains—higher than in many euro area countries. While tradable goods prices have partially converged, non-tradables have showed more subdued adjustment.
- Nokia's impact: The rapid growth of Finland's ICT sector, led by Nokia, drove productivity gains. This allowed firms to absorb slightly higher wage increases without passing them on as higher prices. Furthermore, the booming ICT sector supported tighter public finances, which in turn reduced inflationary pressures.

### 2. The Lowinflation Era (2009–2021):

The global financial crisis marked the start of a prolonged period of low inflation. However, from 2008 to 2014, Finnish inflation at 2.2% exceeded the euro area average at 1.5%, driven by several factors:

- Finland's robust banking sector and sound public finances helped to insulate the economy from both the banking crisis and the European debt crisis, maintaining stronger domestic demand.
- While Finnish economy faced several idiosyncratic shocks, the wages had not reacted to the new realities. Simultaneously, the decline in ICT sector began to weigh on productivity, which further increase unit labor costs.

### 3. The High-Inflation Period (2021–Present):

The post-pandemic recovery brought a sharp return of inflation, driven by global supply chain disruptions, shifts in demand, and energy price surges following Russia's brutal invasion of Ukraine. While euro area inflation has averaged 5.3% in this period, Finland's inflation has been slightly lower at 4.1%. Key

contributors to this divergence include Finland's milder energy price increases and smaller labor cost pressures.

## **Inflation Drivers in the Euro Area and Finland**

The overall picture during COVID and the subsequent inflation spike was quite similar for Finland and the entire euro area. Initially, inflation declined due to falling energy and service prices, driven by reduced demand and lockdowns. However, as global supply chains were disrupted, some prices began to rise. The shift in demand from services to goods and then back to services also had a noticeable impact on inflation. A mix of supply and demand effects interacted, causing inflation to exceed the target for the first time in over a decade.

Additionally, energy and other raw material prices surged sharply due to Russia's brutal invasion of Ukraine, which also led to rising food prices. On the demand side, prices were pushed up by increased consumption, fueled by household savings accumulated during the lockdowns and the strong fiscal and monetary stimulus measures implemented in response to the pandemic.

Recently, persistent service inflation has been the main factor sustaining inflation.

Now, lower increases in labor costs and differences in the energy mix are the two main reasons for the Finnish inflation deviating from the common trend. Let me next dive a bit deeper into the drivers of these inflation differences.

## **Mortgage rates in Finland vs. euro area**

I am an old-school central banker. To me, inflation is always and everywhere a monetary phenomenon. Therefore, when analyzing inflation dynamics, one should not overlook the role of monetary policy. As Finland is part of the euro area, we share the same single monetary policy with the rest of the euro area. However, even though we share the risk-free rate, the transmission of monetary policy can vary from one country to another, impacting monetary conditions in each jurisdiction.

One significant difference between Finland and many other euro area member states lies in the housing market. In Finland, almost all housing loans are floating-rate mortgages, typically using the 12-month Euribor as a reference rate. In contrast, in Germany, for example, the most common fixing period is 10 years.

This affects housing loans through two channels. Normally, short-term rates fluctuate more than long-term rates over a business cycle. In the chart, we see interest rates on new housing loans. When we hiked the ECB policy rate by 450 basis points to address the sharply rising inflation in 2022-2023, the rates on new housing loans increased by 2.7 percentage points on average in the euro area, whereas in Finland, they went up by 3.7 percentage points, one percentage point more. Thus, monetary policy tightening had a larger impact on Finnish housing loans.

Moreover, the effect is even more pronounced when considering the rate on the outstanding stock of loans. The right-hand side chart illustrates this clearly. While the rate on the stock of housing loans increased by about 3.3 percentage points in Finland during this rate cycle, it rose by only 90 basis points on average in the euro area. This means the pass-through of rate hikes to the stock of loans was almost four times stronger in Finland.

It is worth noting that for the first 20 years in the euro area, Finnish households enjoyed the lowest mortgage rates in the region. This was partly due to the soundness of the Finnish banking sector throughout the crisis, underscoring the importance of a stable and resilient financial sector.

While I just pointed out the role of differences in interest rate fixings, it is important to note that differences

in the economic structure are probably more significant factors in the varying transmission of monetary policy across euro area countries. For instance, construction and manufacturing constitute a considerable larger share of the Finnish economy compared to the euro area average. It is well known that monetary policy tightening impacts construction and manufacturing more quickly and strongly than services. Hence, Finland is especially prone to changes in monetary policy. On one hand, this increases the effectiveness of monetary policy, but on the other hand, if the pass-through in your country differs significantly from the euro area average, the single policy may temporarily seem suboptimal.

## **Energy Prices in the Euro Area and Finland**

Let me quickly go through some other substantial factors behind the inflation differentials we've seen between Finland and the rest of the euro area.

The recent inflation spike was largely driven by the cost of energy. Energy prices almost tripled in the euro area on average compared to pre-pandemic levels. However, in Finland, energy prices increased less than the euro area average during the post-pandemic period. Even now, with the peak crises (hopefully) behind us, producer prices for energy in the euro area are more than 50% higher than they used to be, while in Finland, they have almost returned to pre-pandemic levels. This difference largely stems from Finland's better energy mix.

Here, we were actually quite fortunate for several reasons. First, the consumption of natural gas is extremely low in Finland. Second, before 2022, we were importing 10-15% of our electricity consumption from Russia, but a new, gigantic nuclear power plant started producing similar volumes that we lost from Russian imports just when energy prices were peaking. This was indeed lucky, as the construction of the plant had previously been delayed by more than a decade.

Third, thanks to ambitious policies aiming to bring Finnish net emissions to zero by 2035, we've been building a lot of renewable energy in the past couple of years. As a result, the share of renewable energy production in Finland is relatively high (close to 50%), and our dependency on energy imports is low by euro area standards (41% in 2022 compared to 68% in the euro area).

## **Wage Increases Broadly in Line with the Euro Area**

More recently, wages have replaced energy as the main driver of inflation in the euro area. Growth in overall wages, measured by compensation per employee (CPE), has been elevated since 2022, peaking at 5.2% in 2023. This was initially driven by wage drift, such as bonus payments and changes in compensation for overtime. Since last summer, wage drift has largely receded and negotiated wage growth has become the main driver of overall euro area wage growth, remaining steady at 4.5-4.7% until recent months.

In Finland, negotiated wage growth has broadly aligned with the euro area in recent years. However, compensation per employee, which measures the cost of labor from the employer's perspective, has been slightly lower in Finland than in the euro area, reaching 3.5% growth in 2023. Hence, also service inflation has been lower in Finland than in the euro area since late 2021.

Next, I would like to highlight some conclusions that I find relevant for a small open economy within a monetary union.

## **Key Focus Areas for Open Economies in a Monetary Union**

The main reason why Finnish inflation dynamics have been relatively similar to the euro area aggregate is that recent inflation volatility was largely caused by global shocks affecting all member states. Supply-side disruptions impacted prices and trade worldwide. This emphasizes the importance for a small open economy like Finland to be resilient and synchronized with the rest of the euro area. This also highlights my first

point. For small open economies like Finland well-functioning economic structures, synchronized business cycles, and the trade linkages within the common market are vital for stability.

My second point considers the role of currency movements. Exchange rate changes are often considered an important economic adjustment mechanism, but this mechanism is abandoned within a monetary union. The ECB's monetary policy is set based purely on the euro area inflation outlook.

Being part of the monetary union has eliminated exchange rate fluctuations with euro area trading partners, who account for almost 40% of Finland's exports. This has added significant stability to the economy and inflation.

However, Finland remains exposed to exchange rate risks with key non-euro area trading partners like Sweden, US and China. From this perspective, one could argue that Finland is still exposed to typical small open economy risks. But this, of course, does not mean that joining the Economic and Monetary Union would have been a mistake. On the contrary, all small open economies have benefited considerably from joining the single market. Being a small open economy in a highly globalized world brings along vulnerabilities and risks that can be better managed within the European Union and the common market. This is more important when we are facing major geopolitical risks like we currently are.

When monetary policy is being set at the euro area level and we still occasionally face asymmetric economic shocks, the role of domestic economic policies becomes even more important. So, as my third point, I would like to stress the roles of fiscal and structural policies.

Fiscal policy is in practice the main tool for reacting to asymmetric shocks in the monetary union. Therefore, fiscal policies should be stability-oriented and countercyclical. Fiscal indebtedness should be kept on a sustainable track to facilitate policymakers to react to idiosyncratic shocks. In this respect, there is an urgent need in Finland, like in many other euro area countries, to stabilize and eventually reduce the fiscal deficit and improve resilience.

Furthermore, especially in a monetary union, economic structures should be kept flexible to address asymmetric external shocks in particular. Relative cost competitiveness, including wage developments, has an important impact on our economy. Thus, it's important that wage-setting procedures are flexible and avoid too long and rigid wage contracts.

Finally, one cannot overestimate the significance of having a resilient and sound banking sector to support monetary transmission and facilitate the funding of the real economy under all circumstances. Well-functioning banking sector facilitates financial stability and support economic growth. Hence, each member country should have adequate macroprudential policy tools at hand as well as be ready to adjust them also to complement single monetary policy.

Finally to conclude, I believe that the common monetary union-wide policy has served the Finnish economy well. We have avoided excessive fluctuations stemming from currency volatility and risk premia. At the same time, our inflation rate has closely followed the euro area average inflation. However, it is true that small economies in currency unions need to pay careful attention to public indebtedness, the accumulation of financial risks, and the competitiveness of their economy. But sound policies are called for no matter what kind of a monetary policy regime you have opted for.

Thank you for your attention.

# Opening remarks at the Nordic Cyber in Finance Conference

Dear colleagues, dear friends,

A very warm welcome to the seventh Nordic Cyber in Finance conference, hosted by Suomen Pankki, the Bank of Finland. In Finland, we hold resilience and preparedness in high regard, and I am no exception to this. It is a privilege and an honor to open this highly topical event today.

Over the course of the day, we will explore different themes centered on resilience and preparedness. We will deal with hybrid threats in cyber space - critical infrastructure protection, information manipulation and cyber defense tools. These topics will be covered by a distinguished line-up of speakers ranging from cyber security industry to financial institutions as well as authorities. I will now provide you with an overview of what lies ahead and, more importantly, emphasize why these topics matter.

## **Network Effects, Interconnectedness, and Collaboration**

The financial industry prospers on increasing network effects. This creates an inherent drive for growth, where often the largest players dominate the market. As businesses scale, the dependency within the industry deepens, making individual entities critical to the overall network. While this growth may benefit business, it also magnifies the importance of preparedness, as failures can become too large to bear.

This is true not only for payment systems and commercial banks but also for central banks. For instance, over the last two decades, TARGET services have evolved into one of the most efficient settlement systems globally, a testament to the power of scale. Today we will learn how Eurosystem secures Europe's financial backbone, i.e. the TARGET services. Ensuring the security of such a critical infrastructure is a mission that demands relentless efforts. We must maintain and strengthen community wide partnerships to safeguard this backbone.

## **Critical Infrastructure and Path Dependency**

The interdependencies within critical infrastructure extend beyond finance. Consider the electrical grid, which the financial sector heavily relies on. If a major electricity producer or distributor fails, the consequences can be swift and severe for the whole electric system – much like the systemic impact that we've witnessed also in financial crises. These interconnected systems highlight that path dependencies are not industry-specific; they are intertwined across multiple sectors, systems, agreements and customers.

While banks are generally well-prepared for major disruptions, the same cannot always be said for the average citizen or business. For example, large banking institutions are likely to sustain operations during a power outage, but the same cannot be expected for the average citizen or a small firm. The combination of systemic risk and contagion is a central concern for central banks. It underscores the need for a holistic approach to resilience – one that draws lessons also from other sectors. Today, we will hear from a power system network operator on how they as a critical service providers approach disruptions like geopolitics and green transition.

## **Hearts and Minds**

Hybrid warfare isn't limited to physical infrastructure; it also targets our hearts and minds. Some might argue – and I expect some of today's speakers will – that safeguarding our mental processes is even more crucial than securing infrastructure. While I won't take sides, I do believe both are essential.

The way people think and form opinions can have profound impact on societal order. There is ample evidence throughout the history, how minds have been influenced and opinions shaped. Without listing

historical nor recent examples, I trust we can all agree on this point. I also believe social media and new technologies have evidenced their capabilities for spreading misinformation at hyper speed and sowing widespread distrust.

The importance of this issue is especially true in the financial sector, where trust is paramount. Lose trust, and customers will leave. Lose trust at the systemic level, and civil order can quickly unravel.

Loss of confidence is central to all systemic crises. Even if not the initial cause, it accelerates crises to new levels. Financial crises have demonstrated how liquidity position of an institution is not only depending on the institution in question but also on the confidence of others. Trust can deteriorate through contagion — even if the crisis begins with another institution.

While technical problems can often be resolved, a coordinated attack on both technology and public trust poses a far greater threat.

Now, imagine a hybrid scenario where critical infrastructure is compromised or even damaged. For this example, the exact location of the damage is irrelevant, as we normally have robust measures in place across sectors to compensate for lost capabilities. We can re-route telecommunications, implement temporary solutions within the power grid, and even deploy backup clearing systems if necessary. Next, imagine that a second or third element in this scenario involves eroding overall trust in the financial system. Suddenly, the issue becomes contagious, escalates rapidly, and becomes much harder to contain – a textbook example of how systemic risks emerge. This is a fascinating topic, and fortunately, we have an entire session dedicated to it today.

### **Facilitating the Discussion**

The financial industry is well-positioned to lead discussions on hybrid threats. Our existence depends on trust, and our interconnectedness means that threats can have a clear and wide-reaching impact. We engage in these conversations not to seek trouble but to emphasize the importance of proactive, coordinated responses in a highly networked world.

While time may be on the attacker's side, we must remain vigilant and learn when and how to respond effectively. In this learning process acting together is vital. Cyber threats don't follow a zero-sum game. If one institution's trust is compromised, the effects ripple industry wide. Indeed, when it comes to fighting cyber-crime or hybrid warfare, two plus two definitely equals much more than four. I am confident that today's event is a step toward building a stronger, more resilient industry and society.

I sincerely hope you find the topics we discuss today both engaging and thought-provoking. With ten presentations and two panel discussions ahead, let's make the most of this opportunity to collaborate and learn from one another.

Thank you for your attention and once again, a warm welcome to this year's Nordic Cyber in Finance conference!

# Maksamisen kokonaiskuva kehitymässä myönteiseen suuntaan

Taloussaamupäivä 25.9.2024

Esitys ([pdf](#))

## Maksamisen kokonaiskuva kehitymässä myönteiseen suuntaan

Hyvät taloussaamupäivän osallistujat,

Tervetuloa minunkin puolestani Suomen Pankkiin. Kuulimme edellä geotalouden ja rahoitusvakauden liittymäkohdista. Geotalous ilmiöineen ja siten myös geopolitiikka ovat ikävä kyllä tulleet viime aikoina tutuiksi myös maksujärjestelmien ja maksamisen yhteydessä.

Pyrkimys eurooppalaisen strategisen autonomian vahvistamiseen on viime aikoina noussut korostettuun asemaan. Huoli autonomian puutteesta on akuutti myös maksamisen saralla. Näissä oloissa kriittisten järjestelmien iskunkestävyyttä ja toimintavarmuutta on vahvistettava, ja vähittäismaksaminen, jos mikä, on kriittinen yhteiskunnan toiminto. Vanhan sanonnan mukaan järjestäytynyt yhteiskunta on kuuden lämpimän aterian päässä anarkiasta.

Geopoliittisen tilanteen kärjistyminen on entistä selvemmin tuonut esille tarpeen vahvistaa eurooppalaisen – ja etenkin suomalaisen – maksamisen palvelutarjontaa. Me tarvitsemme enemmän vaihtoehtoja päivittäisten tarpeittemme maksamiseen, ja näiden vaihtoehtojen olisi syytä pitää sisällään eurooppalaisia ratkaisuja.

[Dia 2: Ajankohtaiset teemat maksamisessa]

Maksutottumusten muutosta ja käteisen käytön kehitystä seurataan niin Suomen Pankissa kuin yhdessä koko euroalueella. Vaikka Suomessa käteismaksuja tehdään nykyisin suhteellisen vähän, käteistä käytäviä kansalaisia on edelleen paljon, ja joillekin se on käytännössä ainoa käytettävissä oleva maksutapa.

Käteisrahan pitää säilyä maksutapana, eli sitä pitää olla niin kuluttajien kuin yritysten saatavilla riittävän helposti ja järkevin kustannuksin, ja sitä pitää pystyä käyttämään maksuvälineenä laajasti.

Myös EU-tasolla on havahduttu tarpeeseen säilyttää käteisen asema, ja sen vuoksi yhteinen sääntely käteisen saatavuudesta ja hyväksyttävyydestä on vireillä. Muiden vaihtoehtojen puuttuessa käteinen on päivittäismaksamisessa paras vaihtoehto korttimaksujen häiriötilanteissa. Sen vuoksi meillä Suomessakin on pidettävä huolta käteisen saatavuudesta ja käytettävyydestä myös jatkossa.

Maksaminen on verkostotoimintaa. Uuden maksutavan käyttöönotto edellyttää samaan aikaan sekä riittävän suurta joukkoa maksutapaa käytäviä kuluttajia että sen hyväksyviä kauppiaita, riippumatta mikä kunkin tilipankki on. Tämä aiheuttaa muna-kana -ongelman. Minun kannattaa käyttää vain sellaista maksuvälinettä, jota otetaan laajasti vastaan. Toisaalta kauppiaan kannattaa vain ottaa vastaan maksuvälineitä, joita käytetään riittävässä määrin.

Kansalaisella pitää olla vapaus valita, miten hän maksaa. Kansalainen, kuluttaja, voi kuitenkin valita vain niistä vaihtoehdoista, joita sille tarjotaan. Vaihtoehtoja ei välttämättä synny itsestään, vaan niitä voi olla tarpeen luoda järjestelmällisesti.

Haluankin tänään kertoa teille kuulumisia kahdesta keskeisestä maksamisen kehittämisen hankkeesta, joilla näitä uusia vaihtoehtoja luodaan: suomalaisen pikamaksuratkaisun edistämisestä sekä digitaalisen euron hankkeen tilanteesta.

[Dia 3: Maksamiseen tarvitaan vaihtoehtoja – erityisesti kaupan kassalle]

Kuten tiedämme, on maksukortti jo pitkään hallinnut suomalaista päivittäistavarakauppaa. Käteistä pääasiallisena maksuvälineenä käytävien osuus oli kuluttajakyselyissämme liki puolet väestöstä vielä pari vuosikymmentä sitten. Pitkän tasaisen laskun jälkeen tämä osuus näyttäisi vakiintuneen hieman vajaaseen kymmeneen prosenttiin. Korttimaksamisen asema on puolestaan vahvistunut sitä mukaa, kun sen ainoan tosiasiallisen kilpailijan, käteisen, käyttö on vähentynyt.

Ensi silmäyksellä tätä kuluttajakyselyihimme pohjautuvaa tilastoa näyttäisi voivan tulkita siten, että maksamisen yksipuolistuminen on viime vuosina päätynyt. Käteisen pieni osuus ei ole enää supistunut, ja viime vuosina mobiilimaksaminen on yleistynyt, mikä vaikuttaisi tuovan lisää vaihtoehtoja maksutapoihimme. Näin ei ikävä kyllä ole.

Meillä Suomessa pankit luopuivat kotimaisesta korttimaksujärjestelmästä jo toistakymmentä vuotta sitten. Niinpä korttimaksaminen, sekä debit että credit, tapahtuu käytännössä kahden ei-eurooppalaisen toimijan järjestelmissä. Lisäksi, vaikka mobiilimaksaminen on erilainen maksutapa muovikorttiin verrattuna, päivittäistavaroiden maksamisen osalta se tarkoittaa käytännössä vain erilaista käyttöliittymää korttimaksun suorittamiseen.

On siis tärkeää erottaa maksamisen infrastruktuuri ja maksuväline toisistaan. Infrastruktuurin osalta voimme jakaa vähittäismaksamisen karkeasti kolmeen lajiin: käteismaksuihin, korttimaksuihin ja tilisiirtoihin. Maksuvälineinä puolestaan käytämme käteisrahaa, sirukortteja ja älylaitteiden kuten kännyköiden applikaatioita.

Kun maksan kännykkäni Apple tai Google Payllä, käytän edelleen maksukorttiani, vaikka sen tiedot onkin tässä tapauksessa tallennettu kännykkäni sirulle. Teknisesti tällainen mobiilimaksu kulkee edelleen korttimaksujen raiteita pitkin. Olemme näin Suomessa päätyneet tilanteeseen, jossa sähköistä maksamista dominoivat kansainväliset, ei-eurooppalaiset maksukorttiyhtiöt.

Kun käteisen käyttö on selvästi supistunut ja paikoittain jopa kieltäydytään käteisen vastaanottamisesta, ainoaksi vaihtoehdoksi kuluttajalle tuntuu jäävän kansainvälisillä järjestelmillä ja tietoliikenneyhteyksillä toteutettava korttimaksu. Tämä siis riippumatta siitä, onko kyseessä muovikortin vai älylaitteen avulla käynnistetty maksu.

[Dia 4: Vähittäismaksamisen maksutavat euroalueella]

Suomessa käteisen käyttö on vähentynyt nopeasti. Tältä ei välttämättä tunnu, kun vertailemme itseämme muihin Pohjoismaihin, mutta euroalueen vertailussa vaikutamme poikkeustapaukselta. Vaikka me Suomessa käytämme käteistä selvästi vähiten euroalueella, alle kolmasosan euroalueen keskiarvosta, en kuitenkaan näe Suomea kummajaisena. Me kuljemme maksamisen kehityksen kärjessä, ja suunta tulee olemaan sama myös muualla euroalueella.

Joissakin euromaissa, erityisesti isoimmissa, pankit pyörittävät edelleen kotimaista maksukorttijärjestelmää. Se pienentää yhden kortin varaan jäämisen riskiä, mutta näissäkin maissa kansainvälisten maksukorttiyhtiöitten markkinaosuus on ollut kasvussa.

Yhden vaihtoehdon varaan jääminen kriittisen toiminnon osalta ei ole kestävä tilanne. Se heikentää sekä kilpailua että viime aikoina erityisen tärkeään asemaan nousutta toimintavarmuutta eli maksujärjestelmien kykyä sietää häiriöitä kaikissa tilanteissa. Juuri tästä syystä Suomen Pankki, koko eurojärjestelmä ja Euroopan komissiokin tukevat vahvasti pikamaksamisen edistämistä.

[Dia 5: Pikamaksamisen edistäminen Suomessa]

Pikamaksamisella tarkoitetaan reaaliaikaista tilisiirtopohjaista maksua. Pikamaksussa raha siirtyy välittömästi pois maksajan tililtä ja on muutamassa sekunnissa maksunsaajan pankkitilillä.



Pikamaksamiseen perustuva tilisiirto ei ole riippuvainen pankkipäivistä, vaan se toimii vuoden jokaisena päivänä, kellon ympäri. Tällöin ei tarvita katevarauksia eikä ennakkotietoa tulevista maksuista. Reaaliaikaisuus tukee oman talouden hallintaa myös sähköisen maksamisen palveluissa.

Euroopan komissio edistää pikamaksamisen käyttöönottoa sääntelyn kautta. Euromääräisten pikasiirtojen käyttöönoton varmistamiseksi koko Euroopan unionin alueella annettiin maaliskuussa 2024 asetus, jonka mukaan kaikkien euromääräisiä tilisiirtoja tarjoavien toimijoiden tulee tarjota myös pikasiirtoja.

Komissio analysoi pikasiirtojen tarjoamia hyötyjä yhteiskunnalle ennen pikasiirtoasetuksensa antamista. Hyötyjä todettiin tulevan niin kuluttajille, yrityksille, julkiselle hallinnolle kuin maksupalveluntarjoajillekin. Maksutapahtuman reaaliaikaisuus tuo maksun tekijälle ja vastaanottajalle varmuuden maksun toteutumisesta. Pankkipäivistä riippumaton maksaminen mahdollistaa liiketoimia myös viikonloppuisin. Pikamaksujen arvioidaan edistävän talouskasvua vapauttamalla rahoitusjärjestelmään lukittuja varoja, kun ne tulevat välittömästi kansalaisten ja yritysten saataville.

Pikasiirtoihin perustuvat maksuratkaisut lisäävät maksamisen toimintavarmuutta, kun maksamisen vaihtoehdot lisääntyvät. Uudet maksamisen vaihtoehdot lisäävät myös kilpailua, ja siten laskevat maksamisen kustannuksia. Emme voi jäädä tilanteeseen, jossa käteisen käytön vähentyminen luo pienelle joukolle monopolivoimaa koko vähittäismaksamiseen. Vaikka joitakin maksamisen hinnoitteluun liittyviä palikoita on säädelty EU:n tasolla, kauppiailta veloitettavia maksuja ei ole rajoitettu. Kaupanalan maksamisen kustannukset ovat – ainakin kauppiaiden kertoman mukaan – olleet selvässä kasvussa. Yksityisen sektorin monopolivoiman muodostumisen ehkäisy kriittiseen toimintoon on painava syy varmistaa maksutapojen moninaisuus jatkossakin.

[Dia 6: Sääntökirjassa toimintatavat, periaatteet ja prosessit]

Suomessa ei vielä ole laajasti tunnettua, kaikkien pankkien asiakkaille yhtäläisesti ja samoin ehdoin toimivaa tilipohjaista pikamaksamisen ratkaisua. Tämä kehitys mielessä käynnistimme viime vuonna maksuneuvostossa pikamaksamisen edistämisen hankkeen. Suomen Pankki otti hankkeen koordinoijan roolin.

Hankkeen tavoitteena on tuottaa konsepti suomalaiselle pikamaksuratkaisulle. Se sisältää sääntökirjan, hallintomallin ja viestintäsuunnitelman.

Sääntökirjassa kuvataan kaikki yhteisesti sovittavissa olevat prosessit ja toimintatavat. Maksupalveluja tarjoavat toimijat voivat kehittää pikamaksamiseen nojaavia maksamisen ratkaisuja, ensi vaiheessa kivijalkakauppaan ja henkilöiden väliseen maksamiseen.

Pikamaksamisen edistämisen hankkeessa on tartuttu aiemmin tunnistettuihin pikamaksamisen toteutumista hidastaneisiin haasteisiin. Jotta onnistutaan tavoitteessa aikaansaada uusi laajasti käytettävissä oleva maksutapaa, tarvitaan sääntökirjan lisäksi mukaan riittävä määrä asiakastilejä, riittävä määrä kauppiaita sekä riittävä joukko kuluttajia ottamaan palvelu käyttöönsä.

Hankkeessa tavoitteena on ollut myös mahdollistaa aitojen innovaatioiden synty vähittäismaksamiseen. Tällaisia voisivat olla esimerkiksi kanta-asiakkuustietojen sisällyttäminen maksuprosessiin siten, että tiedot kanta-asiakkuudesta tai alennuskupongeista välittyisivät samalla, kun kuluttaja hyväksyy maksun, yhden näyttökerran periaatteella.

Alku aina hankalaa, sanotaan. On mahdollista, että uusi maksutapa vaatii aluksi yksittäisten toimijoiden rohkeutta olla näyttämässä tietä. Yksi tilipankki, yksi kauppaketju ja yksi palveluntarjoaja voi riittää saamaan menestystarina hyvään alkuun. Lopulta on kaikkien osapuolten etu olla mukana tuomassa ja hyödyntämässä pikamaksamisen tuottamaa lisäarvoa yhteiskunnalle.

Jatkamme määrätietoisesti pikamaksamisen edistämistä. Uusi maksutapa voisi olla käytössämme hyvinkin pian.

[Dia 7: Digitaalinen euro valmisteluvaiheessa]

Siinä missä pikamaksamisen edistämisen hanke on kotimainen vastaus maksamisen tulevaisuuden tarpeisiin, käynnissä on myös muita hankkeita, jotka ulottuvat koko Eurooppaan. Yksi niistä on eurojärjestelmän vuonna 2021 käynnistämä digitaalisen euron hanke.

Vuoden 2023 lokakuussa digitaalisen euron hankkeen kaksivuotinen tutkimusvaihe päättyi ja EKP:n neuvosto päätti käynnistää seuraavan, kaksivuotisen valmisteluvaiheen. Noin vuoden kuluttua neuvosto tulee arvioimaan uudestaan, miten hankkeessa sen hetkisen tiedon valossa edetään.

Digitaalinen euro toimisi keskuspankin tarjoamana käteisrahan sähköisenä vastineena ja toisi vähittäismaksamiseen uuden vaihtoehdon, hieman samaan tapaan kuin, mitä pikamaksamisen osalta olemme kaavailleet Suomeen. Digitaalisilla euroilla voisi maksaa turvallisesti kaupan kassalla, verkkokaupoissa sekä siirtää rahaa henkilöltä toiselle.

Mitä eroja ja yhtäläisyyksiä on kotimaisella pikamaksamisen hankkeella ja digieurolla?

Digitaalinen euro olisi toteutuessaan keskuspankkirahaan pohjautuva vastaus maksamisen digitalisoitumiselle, kun pikamaksamisen ratkaisut lähtökohtaisesti pohjautuvat liikepankkirahaan. Digitaalinen euro olisi toteutuessaan koko euroalueen laajuinen, kaikissa maissa samalla tavalla toimiva ratkaisu, kun taas pikamaksamisen hanke tähtää Suomessa toimivaan järjestelmään.

Koska digitaalinen euro on mittaluokaltaan suurempi, se näkyy myös hankkeen aikataulussa. Kotimaisen pikamaksamisen ratkaisu saadaan toivottavasti käyttöön mahdollisimman pian. Digitaalisen euron hanke ulottuu ajallisesti kauemmaksi tulevaisuuteen. Jos siinä päätetään edetä toteutukseen asti, kestää vielä useita vuosia, ennen kuin tämä uusi maksutapa on kansalaisten ja kauppioiden käytössä. Molemmissa hankkeissa pyritään kuitenkin käyttämään eurooppalaisia standardeja, mikä voi mahdollistaa tehtyjen investointien käytön kummassakin toteutuksessa.

[Dia 8: Lopuksi]

Maksamisen tarpeita on monenlaisia, joten on tärkeää, että myös maksamisen ratkaisuja on monenlaisia. On niin ikään tärkeää, että jokaiseen maksamisen tilanteeseen löytyy useita vaihtoehtoja. Tämä varmistaa kilpailun ja sitä kautta edullisemmat kaupankäynnin kustannukset. Lisäksi vaihtoehtojen olemassaolo luo talouteen resilienssiä eli toimintavarmuutta.

Kansalaisen näkökulmasta yksittäistä hanketta tärkeämpi on maksamisen kokonaiskuva, ja se on kehittymässä myönteiseen suuntaan. Useat eri hankkeet yhdessä varmistavat, että maksaminen muuttuu turvallisemmaksi, nopeammaksi ja kustannustehokkaammaksi. Mikään yksittäinen hanke ei sitä pystyisi tekemään.

Kiitos tarkkaavaisuudestanne. Olen valmis vastaamaan mahdollisiin kysymyksiinne.

# **Digitaalisen euron kansallisen seurantaryhmän kokous 7.6.2024**

Digitaalisen euron kansallisen seurantaryhmän kokous 7.6.2024.  
Kokouksessa esitetty materiaali ([pdf](#))

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Avauspuheenvuoro Maksufoorumissa 15.5.2024

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Avauspuheenvuoro  
Maksufoorumi 15.5.2024

## Avauspuheenvuoro Maksufoorumissa 15.5.2024

Hyvää huomenta ja lämpimästi tervetuloa Suomen Pankin 17. Maksufoorumiin. Mukava nähdä jälleen näin suuri joukko osallistujia. Maksamisen sujuvuuden merkitys korostuu selvästi näinä epävarmoina aikoina.

Suomen Pankki keskuspankkina vastaa monipuolisesti rahaan ja maksamiseen liittyvistä asioista Suomessa. Meidän keskeisin tehtävämme on ylläpitää hintavakautta. Sillä tavoin edistämme kahta rahan kolmesta pääfunktioista: varmistamme rahan ostovoiman säilyttämisen sekä käyttökelpoisuuden arvon mittana. Euron neljännesvuosisataisen matkan aikana euroalueen inflaatio on ollut keskimäärin 2,1 prosenttia eli hyvin lähellä kahden prosentin tavoitettamme. Toissa vuonna Venäjän laittoman hyökkäyssodan alettua inflaatio kiihtyi hetkellisesti jopa 10 prosenttiin, mutta rivakan rahapoliittisen reagoinnin ansiosta keskipitkän aikavälin inflaatio-odotukset kyettiin koko ajan pitämään hintavakausankkurin tuntumassa. Oleellisin tekijä tämän onnistumisen takana oli uskottavuutemme, eli rahoitusmarkkinoiden, yritysten ja kotitalouksien luottamus eurojärjestelmän haluun ja kykyyn tehdä tarvittava hintakehityksen normalisoinniksi.

Rahan kolmaskin funktio, eli sen rooli vaihdon välineenä, perustuu ennen kaikkea luottamukseen. Ilman luottamusta ei synny toimivia rahoitusmarkkinoita tai maksujärjestelmiä. Maksamisen osalta luottamusta voidaan tarkastella monesta kulmasta. Ensinnäkin turvallisuuden ja suojan näkökulmasta: varmistetaan että pankkitilillä olevat varat ovat turvassa eikä niitä oteta luvatta käyttöön. Toiseksi jatkuvuuden ja kehityksen näkökulmasta: taataan että varat ovat myös tulevaisuudessa käytettävissä nykyaikaisilla, saavutettavilla sekä joustavilla menetelmillä, ja ilman merkittäviä kustannuksia.

Maksufoorumin teemat vuonna 2024 luotaavat näitä molempia luottamuksen kannalta merkittäviä tekijöitä: maksamisen turvallisuutta sekä maksamisen kehittämistä sääntelyn ja markkinoiden ehdoilla.

Nykymaailmassa on ikävä kyllä toimijoita, joiden tavoite on horjuttaa luottamusta. Älämölön pitäminen tai jopa kaaoksen levittäminen ei rajoitu mielipiteiden muodostukseen sosiaalisessa mediassa. Luottamusta yritetään horjuttaa kaikin tavoin. Tämän vuoksi me Suomen Pankissa kannustamme kaikkia suomalaisia huolehtimaan tärkeimpien toimintojen jatkuvuudesta kaikissa oloissa. Tähän kuuluu päivittäisen maksamisen turvaaminen häiriötilanteissa sopivasti mitoitettulla maksamisen kotivaralla. Hyvä maksamisen kotivara rakentuu useamman maksuvälineen varaan. Niihin lukeutuu kohtuullinen määrä käteistä sekä mahdollisuuksien mukaan aktiivinen tili vähintään kahdessa pankissa. Näiden lisäksi sähköiset tunnistautumisen välineet ovat kotivaran keskeinen elementti.

Pankkihuijausten vaikuttavuutta voidaan vähentää käyttämällä erilaisia vahvan tunnistautumisen menetelmiä eri tilanteissa. Kuluttaja voi pienentää mahdollisen huijausyrityksen vaikuttavuutta esimerkiksi käyttämällä vaihtoehtoisia tunnistautumiskeinoja, kuten mobiili- tai kansalaisvarmennetta, muuhun kuin pankkiin tunnistautumiseen. Pankkitilille kirjautumiseen näitä varmenteita ei käytetä. Vaihtoehdot parantavat varmuutta myös tunnistautumisessa.

Vahva tunnistautuminen on nykyään vaatimus lähes kaikessa verkkomaksamisessa. Voisi sanoa, että se on muodostunut niin rutiininomaiseksi, että monet suorittavat sen lähes automaattisesti. Tämä luo riskin väärinkäytöksille. Kuka tahansa meistä saattaa hyväksyä esimerkiksi viikoittaisen, jo rutiininomaiseksi käyneen kauppatilauksen liian nopeasti ja tulla epähuomiossa erehdytetyksi. On tärkeää korostaa, että kuluttajillakin on vastuu maksamisen turvallisuuden toteutumisessa. Luottamuksen rakentaminen ja

ylläpitäminen kuuluu meille kaikille.

Pikamaksamisen lisääntyminen vähittäismaksamisessa luo myös uusia haasteita pankeille puuttua verkkorikollisuuteen. Kun rahat siirtyvät reaaliaikaisesti, on rikollisen transaktion keskeyttäminen merkittävästi vaikeampaa kuin perinteisessä, hieman hitaammassa maksamisessa. Kitkan poistaminen maksamisesta poistaa sitä samalla myös väärinkäytöksiltä. Turvarajojen lisäämistä ja maksujen alueellisia rajoituksia tarvitaan, mutta ne eivät yksistään riitä. Meidän pitää yhdessä keksiä uusia keinoja kohdata jatkuvasti uudistuva ja etenkin keinoälyn avulla nopeasti kehittyvä verkkorikollisuus.

Maksamiseen liittyvät petokset ja huijaukset ovat valitettavan tuttu ja kasvava ilmiö. Ensimmäisen osion teema tänään onkin maksamisen turvallisuus. Finanssivalvonta selvitti verkkomaksamisen turvallisuutta pankeissa viime vuoden lopulla ja osastopäällikkö Samu Kurri kertoo meille aluksi siitä. Samun jälkeen kommenttipuheenvuoron toimialan tilannekuvasta pitää petostorjunnan asiantuntija Sara Helin Nordeasta.

Ensimmäisen osion lopuksi pohditaan paneelissa pohditaan maksamisen turvallisuutta. Kilpajuoksu rikollisten kanssa on kovaa. Pahantekijät pyrkivät keksimään jatkuvasti uusia, neuvokkaita keinoja varastaa kuluttajien ja yritysten rahat. Kuluttajan luottamuksen säilyttämisen puolesta täytyy pinnistellä yhteistyössä ja monesta eri näkökulmasta katsoen.

Tauon jälkeen Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehnin puheenvuoro saattaa meidät ajankohtaisten talouden näkömien myötä kohti tapahtuman toista osiota. Siinä käsittelemme maksamisen vaihtoehtoja, ja sitä, miten sääntely ja markkinat kulkevat yhdessä kohti tulevaa. Kumpi oikeastaan viekään maksamista, sääntely vai markkina, kysyn keskustelijoilta päivän toisessa paneelissa.

Suomen Pankki kysyy vuosittain kuluttajakyselyllä maksamisen tottumuksista ja käyttäytymisestä. Viimeisimmän kyselyn tuloksissa ei näkynyt muutosta kuluttajien käyttämissä maksuvälineissä. Maksamme edelleen hyvin pitkälti korteilla. Vaikka maksukäyttäytymisen näkökulmasta käteisen asema on horjunut jo pitkään, tämä ei juurikaan näy käteisen kysynnässä. Kun laskimme eurokäteistä ensi kertaa liikkeelle vuonna 2002, määrä oli 3 prosenttia silloiseen bruttokansantuotteeseemme suhteutettuna. Tällä hetkellä vastaava suhdeluku on 10 prosenttia, eli yli kolminkertainen.

Näyttää siltä, ettei keskuspankkirahan suosio ole horjunut. Fyysisen käteisen saatavuus ja käytettävyys ei vain enää riitä digitalisoituvassa maailmassa. Käteisen käyttö kotitalouksien pääasiallisena maksuvälineenä onkin marginalisoitunut noin kuuteen prosenttiin, kun ensimmäisessä kuluttajakyselyssämme vuonna 2007 vielä kolmannes käytti käteistä pääasiallisena maksuvälineenään. Kun huomioidaan mukaan myös ne, jotka käyttivät yhtä usein käteistä kuin korttia, luku kattoi tuolloin lähes puolet suomalaisista. Korttien käyttöaste on tällä samalla tarkastelujaksolla noussut noin 50 prosentista yli 90 prosenttiin. Näiden lukujen valossa on selvää, että tarvitsemme korttimaksamisen rinnalle vaihtoehtoisia maksutapoja.

Maksamisen verkostoluonne ja syvä keskinäisriippuvuus toimijoiden välillä tuo omaa herkkyyttään mukaan keskusteluun. Viime vuoden lokakuussa New Polarbear-niminen rahtialus kulki Itämerellä kohti Pietaria. Samaan aikaan vaurioitui myös Baltic Connector-kaasuputki, sekä suomalainen ja ruotsalainen datakaapeli Viroon. Pääosa uutisoinnista keskittyi katkenneeseen kaasuputkeen sen suurempien taloudellisten seurausten vuoksi, mutta finanssisektorin näkökulmasta pikemminkin datakaapeli oli se musta joutsen, jonka todennäköisyys oli arvioitu minimaaliseksi, mutta joka nyt osittain realisoitui. Suomen kansainväliset tietoliikenneyhteydet eli infrastruktuuri, jonka toiminta on kriittistä myös finanssisektorille ja maksuliikenteelle, oli suoran uhan alla. Onneksemme suurilta vahingoilta vältyttiin ja operaattorit pystyivät käytännössä saumattomasti ylläpitämään datansiirtokykyä.

Tapaukset toimivat muistutuksena kotimaisen varautumisen ja vaihtoehtojen tärkeydestä iskunkestävyyden luomisessa. Kriittisen infrastruktuurin jatkuvuuden hallinta on elintärkeää, ja yksi sen tehokkaimmista keinoista on vaihtoehtojen monipuolistaminen.

Yhtenä Suomen Pankin ja Euroopan keskuspankin painopistealueista on eurooppalaisen maksamisen autonomian tukeminen. Meille suomalaisille tämä tarkoittaa käytännön tasolla kolmea asiaa; käteisen

saatavuuden ja käytettävyyden varmistamista, pikamaksamisen edistämistä ja digitaalisen euro valmistelua. Käteinen ei esittelyä kaipaa, ja se onkin tällä hetkellä ainoa laajasti toimiva, kaikille suomalaisille tarjolla oleva aidosti eurooppalainen maksuväline.

Digitaalisesta eurostakin olette varmasti kuulleet viime aikoina keskustelua. Digitaalisen keskuspankkirahan liikkeeseen laskemisesta ei kuitenkaan ole vielä tehty päätöksiä, ja toteutuessaankin sen osalta puhutaan edelleen useiden vuosien projektista.

Ajallisesti lähempänä meitä on suomalaisen maksamisen kentällä käynnistetty pikamaksamisen edistämisen hanke. Se on hyvä esimerkki projektista, jossa viranomaiset ja toimiala pyrkivät yhdessä luomaan uutta vähittäismaksutapaa, joka eurooppalaiseen toimintamalliin tukeutuen luo edellytykset kansalliselle maksuvälineelle kuitenkin sulkematta pois eurooppalaista harmonisointia ja sen tuomia skaalaetuja kaikille toimijoille.

Haluan tässä vaiheessa esittää lämpimät kiitokseni kaikille Maksuneuvoston pikamaksamisen edistämishankkeeseen osallistuneille organisaatioille ja asiantuntijoille heidän merkittävästä ja eteenpäin katsovasta panoksestaan. Työ on edistynyt hienosti, ja kaikki osapuolet ovat osoittaneet vahvaa sitoutumista yhteiseen päämääräämme. Tämä sitoutuminen on avainasemassa myös tulevaisuudessa, jotta työ saadaan jalkautettua kuluttajille, kaupalle ja muille yrityksille uutena maksuvälineenä ja henkilöiden välisen maksamisen palveluina. Suomen Pankissa pidämme tätä tavoitetta ensiarvoisen tärkeänä ja osaltamme tuemme tätä reaaliaikaisiin tilisiirtoihin pohjautuvaa hanketta myös jatkossa. Vaihtojen tarjoaminen ei ainoastaan vahvista luottamusta, vaan avaa myös uusia mahdollisuuksia.

Luottamuksessa ei siis ole ainoastaan kysymys sen säilyttämisestä, vaan luottamus kulkee käsikädessä myös tulevaisuuden vaihtoehtojen kanssa. Tämänkin toteutumiseen tarvitaan pysyvää ja syvenevää yhteistyötä viranomaisten ja elinkeinoelämän toimialojen välillä. Maksufoorumi on olemassa juuri tämän yhteistyön jatkamiseksi ja tukemiseksi. Hyvä yleisö, kaikilla teillä on tänään mahdollisuus osallistua tähän yhteistyöhön muun muassa esittämällä kysymyksiä ja kommentteja paneelien päätteeksi.

Vielä kerran, lämpimästi tervetuloa vuoden 2024 Maksufoorumiin!

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Euroalueen rahapolitiikan toimeenpanon lyhyt historia ja miksi uudistus on tarpeen, 29.4.2024

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Euroalueen rahapolitiikan toimeenpanon lyhyt historia ja miksi uudistus on tarpeen  
Sidosryhmätilaisuus EKP:n rahapolitiikan toimeenpanon uudistuksesta  
29.4.2024, Suomen Pankin rahamuseo  
Esitys ([pdf](#))

*Puheluonnos - pidetty puhe voi poiketa*

## **Euroalueen rahapolitiikan toimeenpanon lyhyt historia ja miksi uudistus on tarpeen**

Hyvää iltapäivää minunkin puolestani. Yhtäältä on hienoa, että paikalle on saapunut näin suuri joukko rahoitusmarkkinoiden ammattilaisia, joita kiinnostaa rahapolitiikan toimeenpano. Toisaalta valitettavasti olen huomannut, että asiat ovat maailmassa yleensä silloin paljon paremmin, kun inflaatio ja rahapolitiikan toimeenpano eivät tunnu kiinnostavan ketään. Joka tapauksessa mukava nähdä joukossanne myös paljon tuttuja kasvoja. Saamme varmasti nauttia tänään erinomaisista keskusteluista.

Olen seurannut läheltä euroalueen rahapolitiikan toimeenpanoa käytännössä koko euroajan, ja itseasiassa olin mukana suunnittelemassa toimeenpanokehikkoa jo EKP:n edeltäjässä EMI:ssä, kun euroaluetta oltiin perustamassa. Moni asia on muuttunut matkan varrella, mutta eurojärjestelmä on aina pystynyt sopeutumaan, ja EKP:n rahapolitiikan toimeenpano on nähdäkseni ollut koko lailla tehokasta viimeisen neljännesvuosisadan erittäinkin vaihtelevissa olosuhteissa.

Toimeenpanokehikon tärkein ominaisuus eli korkojen tehokas ohjaaminen on siis onnistunut pääsääntöisesti erinomaisesti, ja silloin kun kontrolloimme on alkanut heikentyä, olemme sopeuttaneet korkojen ohjaamiseen käyttämiämme järjestelyjä vastaamaan muuttuneisiin olosuhteisiin. Kertaan seuraavaksi lyhyesti euroalueen rahapolitiikan toimeenpanon historiaa ja selitän, miksi toimeenpanokehikon uudelleenarviointi oli juuri nyt ajankohtaista.

*[Dia 1: Rahapolitiikan toimeenpano euroalueella: lyhyt historia]*

Keskuspankin taserakenne lähtee sen perustoiminnoista, joihin lukeutuu seteleiden liikkeeseenlasku ja valuuttavarantojen ylläpito. Näiden rahapolitiikan toimeenpanon kannalta eksogeenisten likviditeettitekijöiden pohjalta muodostuu keskuspankin luonnollinen tase.

Suuren valuutta-alueen kuten euroalueen tapauksessa setelistön kysyntä useimmiten ylittää haluttujen valuuttavarantojen määrän. Näin keskuspankin luonnollisessa taseessa pankkireservejä supistavat velkaerät ylittävät niitä tuottavat varantoerät. Niinpä reservien määrän tasapainottavilla rahapoliittisilla operaatioilla lähtökohtaisesti tyydytetään pankkien keskuspankkirahan eli reservien kysyntää. Tälläkin hetkellä liikkeessä on eurokäteistä noin 1 500 miljardin euron arvosta, valuuttavarantojen jäädessä alle 300 miljardin euron. Lisäksi pankkijärjestelmän reservien tarvetta kasvattavat pankeilta vaaditut vähimmäisvarannot sekä ulkomaisten keskuspankkien ja julkisen sektorin keskuspankkeihin tallettamat euromäärät.

Tästä lähtökohdasta eurojärjestelmä antoi velkaerien määrittää taseensa koon euroajan alusta aina vuoteen 2008 asti. Eurojärjestelmä huutokauppasi pankeille niiden likviditeettivajeen täyttämiseen tarvitsemansa reservit pääosin viikoittaisissa perusrahoitusoperaatioissa (main refinancing operation, MRO). Siten tämä korko käytännössä määrittä pankkienvälisen rahamarkkinan korot ja muodosti tuottokäyrän alkupisteen.

Ensimmäisen 10 vuoden ajan EKP määrittä operatioissaan tarjoamansa reservien määrän vastaamaan rakenteellisen likviditeettivajeen ja vähimmäisvarantovelvoitteiden kokoa. Siten pankkijärjestelmässä ei käytännössä ollut ylimääräisiä reservejä. Yllättävät likviditeettitarpeet eivät aiheuttaneet ongelmia, kun vähimmäisvarantojen pidon keskiarvoistus toimi ja lisäksi pankkienvälinen rahamarkkina – myös vakuudeton sellainen – tasasi pankkikohtaiset likviditeettisokit erittäin tehokkaasti. Näissä oloissa markkinakorot päätyivät erittäin lähelle talletuskoron ja maksuvalmiusluoton koron muodostaman korkoputken keskikohtaa eli MRO-korkoa [*oikea kuvio, kohta A*]. Olimme siis korkojen ohjauksen käytäväjärjestelmässä, jossa niukkojen reservien tarjonta ohjasi rahamarkkinoita [*vasen kuvio, scarce reserves / classical corridor*].

Finanssikriisin myötä pankkienvälinen rahamarkkina jäätty, ja korkojen ohjaamiseksi eurojärjestelmä siirtyi reservien määrän kontrolloinnista myöntämään pankeille niiden haluaman määrän luottoja kiinteään hintaan (ns. täyden jaon politiikka; fixed rate full allotment, FRFA). Siirryimme siis reservien hallintatapaan, jota aiemmin oli käytetty vain Suomen rahamarkkinoilla. Myös luottojen maturiteetteja kasvatettiin.

Markkinoille lainattujen reservien määrästä tuli nyt kysyntäveitoista. Ylimääräisten reservien määrä kasvoi, kun pankit kriisioloissa varautuivat sokkeihin huomattavilla likviditeettipuskureilla. Tämän takia markkinakorot siirtyivät lähemmäs korkoputken alalaitaa [*oikea kuvio, kohta B*]. Ylimääräisten reservien määrän huvetessa ja euromaiden valtionvelkakriisin kiristyessä lyhyimpien markkinakorkojen vaihtelut kasvoivat. Suurempi volatilitteetti kasvu kuitenkin sallittiin, mitä heijastelee verrattain leveä korkoputki [*vasen kuvio, demand-driven wide corridor*].

Kuten muistatte, viime vuosikymmenellä rahapolitiikkaa piti deflaatiouhan vuoksi keventää edelleen, vaikka ohjaukskorot olivat jo nollassa tai jopa negatiiviset. Myönsimme pankeille pitkiä luottoja ja aloitimme laajamittaiset arvopapereiden osto-ohjelmat. Pandemian myötä elvytystoimia lisättiin entisestään. Eurojärjestelmän tase kasvoi merkittävästi ja samalla lisääntyivät myös pankkijärjestelmän ylimääräiset reservit. Näiden toimien seurauksena markkinakorot laskivat korkoputken lattiaan ja ovat sittemmin pysyneet vakaasti lähellä EKP:n talletuskorkoa [*vasen kuvio, abundant reserves/supply-driven floor; oikea kuvio, kohta C*]. Itse asiassa ylimääräisten reservien määrä on ollut niin suuri, että yön yli -korko €STR on ollut jo pitkään hieman EKP:n talletuskoron alapuolella. Suuret osto-ohjelmamme ovat aiheuttaneet myös paikoitellen haasteita rahamarkkinoille, kun tietyt repokorot laskivat hetkittäin selvästikin talletuskoron alapuolelle vakuuspulan vuoksi.

*[Dia 2: EKP:n tase supistumassa – kuinka kauan ja mitä sen jälkeen?]*

Vuodesta 2022 lähtien EKP:n rahapolitiikkaa on kiristetty huomattavasti. Korkojen nousun ohella myös muuta rahapolitiikkaa on normalisoitu. Eurojärjestelmän tase on pienentynyt n. 6 500 miljardiin euroon vuoden 2022 lähes 9 000 miljardin euron huipuistaan. Tässä kalvolla näette, miten tietyt eurojärjestelmän taseen erät ovat kehittyneet ja miten niiden voi odottaa kehittyvän jatkossa.

Pitkäkestoisten ja halpakorkoisten kohdennettujen TLTRO-luottojen erääntymisten myötä ylimääräisten reservien määrä on pienentynyt vajaasta 5 000 miljardista eurosta n. 3 300 miljardiin euroon, ja ilman uusia vakavia sokkeja tämä suunta tulee jatkumaan vielä pitkään. Kuitenkin, koska reservejä on edelleen paljon, tulemme olemaan nykyisessä tarjontavetoisessa kehikossa vielä jonkin aikaa, eli toisin sanoen, yön yli - korko €STR tulee pysymään vakaasti lähellä EKP:n talletuskoron asettamaa lattiaa.

Osto-ohjelmaomistusten voi kuitenkin odottaa pienenevän EKP:n neuvoston päätösten mukaisesti. Vuoden 2025 loppuun mennessä ylimääräisten reservien määrä saattaa laskea jo noin 2 000 miljardiin euroon. Lisäksi muiden erien kuten setelistön ja rahapolitiikan ulkopuolisten talletusten määrään liittyy epävarmuutta. Emme myöskään ole varmoja, kuinka alas ylimääräisten reservien määrä voi laskea ennen kuin markkinakorot alkavat nousta korkoputken lattian tasolta ja volatilitteetti alkaa mahdollisesti heijastua rahapolitiikan toimeenpanoon. Esimerkiksi repokorkojen reipas nousu Yhdysvalloissa syksyllä 2019 tapahtui monien mielestä yllättävän aikaisin.

Eurojärjestelmän taseen pienentyessä ja tulevaisuuden epävarmuudet huomioon ottaen, viime vuosi oli oikea



aika pohtia eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpanon tulevaisuutta. Aloitimme projektin eurojärjestelmässä joulukuussa 2022, ja Suomen Pankin asiantuntijat osallistuivat siihen aktiivisesti. Viime kuussa EKP:n neuvosto sitten päätti, millä periaatteilla korkoja ohjataan jatkossa.

Vaikka rahapolitiikan toimeenpanokehikko ei ole yhteydessä rahapolitiikan viritykseen, eurojärjestelmä halusi viestiä suunnitelmistaan kehikon suhteen hyvissä ajoin, sillä aihe on useille rahoitusmarkkinatoimijoille tärkeä. Keskuspankin luotto-operaatioiden parametrit vakuuskehikkoineen vaikuttavat pankkien likviditeetinhallinnan ja varainhankinnan suunnitteluun. Lisäksi keskuspankin arvopaperiomistukset ja ostosuunnitelmat ovat olennaisia velkakirjamarkkinan toiminnan kannalta. EKP:n mandaatti sisältää myös toissijaisten tavoitteiden tukemisen, mikäli hintavakaus ei vaarannu. Tämän myötä ilmastonäkökulmien huomiointi rahapolitiikan välineissä on alkanut niin ikään kiinnostaa markkinatoimijoita.

Vuosien mittaan olemme oppineet, että rahapolitiikan toimeenpanokehikkoa muutetaan ympäröivän maailman ja sen rahapolitiikalle asettamien vaatimusten mukana. Jatkossakin erilaiset sokit tulevat vaikuttamaan oleellisesti keskuspankkien taserakenteisiin. Tämä ei kuitenkaan anna meille lupaa olla hahmottelematta suuntaa, johon haluamme kulkea, *ceteris paribus*.

Tällä pohjustuksella Niko Herrala jatkaa seuraavaksi siitä, mitä me EKP:n neuvostossa eurojärjestelmän rahapolitiikan toimeenpanon tulevaisuudesta päätimme, avaa syitä tehdyille päätöksille ja pohtii myös hieman tulevaa.

Nyt minun puolestani kiitos, ja Niko, ole hyvä.

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Puhe pikamaksamisen edistämisen hankkeen sidosryhmätilaisuudessa 25.4.2024

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Puhe pikamaksamisen edistämisen hankkeen sidosryhmätilaisuudessa  
25.4.2024, Suomen Pankin rahamuseo

*Puheluonnos - pidetty puhe voi poiketa*

## Pikamaksamisen edistämisen hankkeen sidosryhmätilaisuus

Tervetuloa tänne Suomen Pankin rahamuseoon. Ympärillänne näette maksamisen historiaa ja nykypäivää siitä, miten maksamisen välineenä käytetty raha on muuttanut muotoaan. Yhteisenä tavoitteenamme on tänään luoda edellytyksiä, joilla uusi maksuratkaisu voisi jonain päivänä päätyä joukon jatkoksi näihin vitriineihin.

Maksuneuvosto on maksamisen eri sidosryhmät avoimeen keskusteluun ja ajatusten vaihtoon kokoava foorumi. Se perustettiin vuonna 2014 edistämään kilpailua sekä kansainvälisesti yhteensopivien ja koko yhteiskunnan kannalta tehokkaiden maksutapojen hyödyntämistä. Maksuneuvostona haluamme edelleen edistää tehokkaampaa, toimintavarmaa ja kilpailullista tulevaisuutta maksamisen kentällä.

Ensimmäisenä työnään 10 vuotta sitten maksuneuvosto selvitti maksamisen nykytilaa ja trendejä Suomessa. Tuolloin työryhmä totesi Suomen olevan sähköisen maksamisen kärkimaa, paljon oli jo automatisoitu. Maksamisen fragmentaatiosta nähtiin viitteitä, kun perinteisesti maksamisen palveluista vastanneiden pankkien lisäksi ylikansalliset teknologiajätit kehittivät tuotteita oman perustoimintansa lisäksi myös maksamiseen. Maksamisratkaisuja tuottavat start-up-toimijat puolestaan keskittyivät hyvinkin kapea-alaisesti tiettyihin erityisalueisiin.

Oli selvää, että maksupalveluja tuottavia toimijoita oli haastavaa kannustaa investoimaan kehityshankkeisiin, joilla voitaisiin uudistaa sellaisenaan jo toimivia järjestelmiä. Työryhmä ehdotti päätelmissään standardoidun maksuehdotuksen toteuttamista ja uskoi sen edistävän käyttäjälähtöisten maksutapojen kehitystä kannustamalla innovointiin. Nämä ehdotukset esitettiin siis kymmenen vuotta sitten. Maksamisen markkinalla on tapahtunut paljon, ja toisaalta ei paljoakaan, sillä tänään kuulemme hyvin samankaltaisia ehdotuksia.

Talouden digitalisaatio on muuttanut maksamista kuluttajan näkökulmasta. Onko perusinfrastruktuuri muuttunut samassa tahdissa? Ovatko palveluntuottajat pysyneet odotusten perässä? Odotus toimintojen nopeudesta, reaaliaikaisuudesta, oli olemassa jo 10 vuotta sitten, eikä sen merkitys ole pienentynyt. Päinvastoin.

Pari vuotta perustamisensa jälkeen maksuneuvosto pohti näkökulmia seuraavan vuosikymmenen, 2020-luvun maksamisratkaisuihin. Maksujen toteutuminen reaaliaikaisesti oli kaikille sidosryhmille selvä oletus. Toisaalta maksamisen uskottiin muuttuvan huomaamattomaksi taustatoiminnoksi. Sen ajateltiin integroituvan ostoprosesseihin, minkä puolestaan pelättiin vaikeuttavan maksajan oman talouden hallintaa.

Nykyisin 7,5 prosentilla suomalaisista on maksuhäiriömerkintä. Monet eri toimijat tekevät hyvää työtä taloustaitojen lisäämiseksi Suomessa, luontevana esimerkkinä täällä rahamuseon yhteydessä toimiva talousosaamiskeskus. Näkemyksemme mukaan sähköisten maksutapojenkin tulee tukea kuluttajien oman talouden hallintaa ja suojata käyttäjiään väärinkäytöksiltä.

Tänään keskustelemme pikamaksamisen edistämisestä. Pikamaksamisella tarkoitetaan reaaliaikaista tilisiirtopohjaista maksua. Pikamaksussa raha siirtyy välittömästi pois maksajan tililtä ja on muutamassa sekunnissa maksunsaajan käytettävissä. Se ei ole riippuvainen pankkipäivistä vaan on lopullinen vuoden jokaisena päivänä, kellon ympäri. Tällöin ei tarvita katevarauksia eikä ennakkotietoa tulevista maksuista. Reaaliaikaisuus tukee oman talouden hallintaa myös sähköisen maksamisen palveluissa.

Pikamaksu yhdistetään usein mobiilimaksuun, tai toisinpäin ajatellaan, että mobiilimaksu on aina pikamaksu. On kuitenkin hyvä erottaa maksamisen infrastruktuuri ja maksuväline toisistaan. Voimme Suomessa jakaa vähittäismaksamisen karkeasti kolmeen lajiin: käteismaksuihin, korttimaksuihin ja tilisiirtoihin. Maksuvälineinä puolestaan käytämme seteleitä ja kolikkoja, muovikortteja sekä älylaitteita kuten kännyköitä. Käteisen ja korttien osalta maksutavan ja maksuvälineen yhteys on suoraviivainen, mutta mobiilimaksujen osalta näin ei ole. Kännykällä tehtävät maksut kulkevat Suomessa useimmiten korttimaksamisen infrastruktuurin välityksellä. Tilisiirtoja voimme tehdä tilipankin toimipisteissä, maksuautomaateilla, verkkopankissa sekä joissakin maksusovelluksissa, joissa maksu toteutetaan tilisiirtona. Vielä toistaiseksi tilisiirrot ovat meillä harvoin pikamaksuja.

Tilipankeilla on erityinen asema maksamisen ketjussa. Ne pitävät huolta varoistamme ja yhtä lailla – yhtä tärkeänä toimintona – mahdollistavat pääsymme omiin varoihimme. Kansalaisella pitää olla vapaus valita, miten maksaa. Kansalainen, kuluttaja, voi kuitenkin valita vain niistä vaihtoehdoista, joita sille tarjotaan.

Maksukortti on maksutapana ollut jo pitkään dominoivassa asemassa suomalaisessa päivittäistavarakaupassa. Korttimaksamisen asema on vahvistunut sitä mukaa, kun sen ainoan kilpailijan, käteisen, käyttö on vähentynyt. Käteistä pääasiallisena maksuvälineenään käyttävien osuus näyttää viime vuosina stabiloituneen hieman vajaaseen kymmeneen prosenttiin.

SEPA-siirtymän jälkimainingeissa meillä Suomessa luovuttiin kotimaisesta pankkikorttijärjestelmästä. Lisäksi, kun käteisen käyttö on selvästi supistunut ja joissakin paikoissa jopa kieltäydytään käteisen vastaanottamisesta, ainoaksi vaihtoehdoksi kuluttajalle tuntuu jäävän kansainvälisillä järjestelmillä toteutettava korttimaksu. Tämä siis riippumatta siitä onko kyseessä muovikortin vai älylaitteen avulla tapahtuva maksu.

Yhden vaihtoehdon varaan jääminen ei ole kestävä ratkaisu monestakaan syystä. Se heikentää sekä kilpailua maksamisen kentällä että viime aikoina erityisen tärkeään asemaan nousutta toimintavarmuutta.

Meillä Suomessa käteisen käyttö vähittäismaksamisessa on vähentynyt nopeasti, mutta suunta on sama myös muualla euroalueella. Suomen tapaan useimmissa euromaissa on luovuttu paikallisista korttiskeemoista, joten niissäkin sähköistä maksamista dominoi kansainväliset, ei-eurooppalaiset maksukortit. Tämän takia Suomen Pankki, koko eurojärjestelmä ja Euroopan komissiokin tukevat vahvasti pikamaksamisen yleistymistä ja kaikkialla Euroopassa tunnetun yhteisen pikamaksamiseen nojautuvan eurooppalaisen maksutavan luomista kivijalkakauppaan. Pikamaksamisen edistämisen tukeminen onkin kirjattu Euroopan keskuspankkijärjestelmän ja komission vähittäismaksamisen strategioihin.

Euroopan komissio edistää pikamaksamisen käyttöönottoa myös sääntelyn kautta. Euromääräisten pikasiirtojen käyttöönoton varmistamiseksi koko Euroopan unionin alueella, annettiin maaliskuussa asetus, jonka mukaan kaikkien euromääräisiä tilisiirtoja tarjoavien toimijoiden tulee tarjota myös pikasiirtoja. Koska muutoksia ja investointeja on tehtävä, sekä komission että eurojärjestelmän tavoitteena on, että nämä investoinnit voidaan kääntää mahdollisuuksiksi.

Sääntelyä ollaan päivittämässä myös maksupalveludirektiivin ja käteispalveluiden osalta. Uutuutena valmisteluputkessa on myös esitys digitaalisesta eurosta.

Digitaalinen euro olisi toteutuessaan keskuspankkirahaan pohjautuva vastaus maksamisen digitalisoitumiselle. Keskuspankin tehtävänä on osaltaan huolehtia maksu- ja muun rahoitusjärjestelmän luotettavuudesta ja tehokkuudesta, sekä osallistua sen kehittämiseen. Fyysisen käteisen käytön vähentyessä keskuspankille syntyy tarve tarjota laillinen maksuväline kaikkien kansalaisten käyttöön digitaalisessa

muodossa. Digitaalinen euro on kuitenkin erittäin monitahoinen ja monimutkainen hanke. Sen valmistelu vie aikaa, eikä päätöstä mahdollisesta liikkeeseenlaskusta ole tehty.

Komissio analysoi pikasiirtojen tarjoamia hyötyjä yhteiskunnalle ennen pikasiirtoasetuksensa antamista. Hyötyjä todettiin tulevan niin kuluttajille, yrityksille, julkiselle hallinnolle kuin maksupalveluntarjoajillekin. Maksutapahtuman reaaliaikaisuus tuo maksun tekijälle ja vastaanottajalle varmuuden maksun toteutumisesta. Pankkipäivistä riippumaton maksaminen mahdollistaa monia liiketoimia myös viikonloppuisin. Pikamaksujen arvioidaan edistävän talouskasvua vapauttamalla rahoitusjärjestelmään lukittuja varoja, kun ne tulevat välittömästi kansalaisten ja yritysten saataville.

Pikasiirtojen toteutukseen käytettäviä investointeja on mahdollista hyödyntää tarjoamalla uutta maksutapaa kivijalkakaupassa, verkkokaupassa ja henkilöiden välisessä maksamisessa. Pikasiirtoihin perustuvat maksuratkaisut lisäävät maksamisen toimintavarmuutta, kun maksamisen vaihtoehdot lisääntyvät. Uudet maksamisen vaihtoehdot lisäävät myös kilpailua, ja siten laskevan maksamisen kustannuksia.

Vaikka Suomessa on olemassa maksajan näkökulmasta reaaliaikaisia maksutapoja, ei laajasti tunnettua, kaikkien pankkien asiakkaille yhtäläisesti ja samoin ehdoin toimivaa tilipohjaista pikamaksamisen ratkaisua ole vielä olemassa. Tässä suhteessa emme enää ole maksamisen kärkijoukkoa.

Maksuneuvoston maksamisen reaaliaikaistumisen työryhmä selvitti aikaisemmin pikamaksamisen tilannetta ja käyttöönoton hidasteita. Raportti merkittävimmistä käyttöönoton haasteista ja ratkaisuehdotuksista julkaistiin keväällä 2019, viisi vuotta sitten. Palataan hetkeksi näihin ehdotuksiin. Työryhmä tunnisti kahdeksan eri aihealuetta ja 15 haastetta, sekä teki niihin liittyviä ratkaisuehdotuksia ja toimenpidesuosituksia. Kolme keskeisintä haastetta olivat koordinaation puute, riittävän kattavuuden aikaansaaminen sekä eri järjestelmien ja maksusovellusten yhteensopivuus.

Viidessä vuodessa emme ole onnistuneet ratkaisemaan näitä haasteita, vaikka ehdotukset olivat varsin selkeitä. On edistettävä riittävän koordinaation aikaansaamista, kilpailusääntöjen sallimissa rajoissa. On edistettävä sitoutumista yhteen tai useampaan kaikkien saavutettavissa olevaan ja yhteensopivaan järjestelmään. On sitouduttava SEPA-standardeihin. On edistettävä käyttäjien vaatimuksia vastaavien maksutuotteiden kehittämistä. Ja lopuksi, on edistettävä tunnistettavan, luotettavan ja järjestelmästä riippumattoman palvelun luomista.

Vaikka aikaa on kulunut, tarve pikamaksamiseen pohjautuvalle maksutavalle ei ole vähentynyt. Itse asiassa näiden vuosien kuluessa maksaminen on entisestään yksipuolistunut samaan aikaan, kun keskiöön ovat nousseet vaatimukset kriittisten digitaalisten järjestelmien toimintavarmuuden varmistamiseksi. Ja vähittäismaksaminen, jos mikä, on huoltovarmuuden kannalta keskeinen toiminto.

Tämä kehitys tai oikeastaan kehittymättömyys mielessämme käynnistimme viime vuonna maksuneuvoston puitteissa pikamaksamisen edistämisen hankkeen, eli tänään käsiteltävänä olevan Pikis-projektin. Me Suomen Pankkina päädyimme hankkeen koordinoijan rooliin. Standardointihankkeen tavoitteena on tuottaa konsepti suomalaiselle pikamaksuratkaisulle. Se sisältää sääntökirjan, hallintomallin ja viestintäsuunnitelman. Sääntökirjassa kuvataan kaikki ne yhteisesti sovittavissa olevat prosessit ja toimintatavat, jotta sääntökirjaan liittyvät maksupalveluja tarjoavat toimijat voivat kehittää pikamaksamiseen nojaavia maksamisen ratkaisuja ensivaiheessa kivijalkakauppaan ja henkilöiden väliseen maksamiseen.

Sääntökirja on kaikille osapuolille avoin ja samoilla periaatteilla toimiva, jotta maksamisen ketjun kaikki osapuolet näkevät ja kokevat siihen liittymisen hyödyt. Sääntökirjasta pyritään tekemään niin joustava, että sen piiriin voidaan jatkossa tuoda myös muita käyttötapauksia, kuten verkkokaupamaksamista ja yritysten välistä maksamista.

Pikamaksamisen edistämisen hankkeessa on siis tartuttu kaikkiin tunnistettuihin pikamaksamisen toteutumisesta hidastaneisiin haasteisiin ja toteutettu kaikki esitetyt ratkaisuehdotukset. Sääntökirjan valmistuessa tänä kesänä, tarvitsee malli tehokkaasti toimiakseen mukaan riittävän määrän asiakastilejä,

vähintään yhden palveluntuottajan itsenäisesti tuottaman mobiilin kuluttaja- ja kauppiassovelluksen, riittävän määrän yrittäjiä ja kauppiaita tarjoamaan uudenlaista tapaa maksaa sekä riittävän joukon kuluttajia ottamaan palvelu käyttöönsä. Ponnisteluja tullaan siis tarvitsemaan myös jatkossa, mutta tällä projektilla on toteutettu hankkeen onnistumiselle kriittiset perustehtävät.

Kuulette seuraavaksi hankkeessa keskustelluista suunnitelmista pikasiirtoihin perustuvan maksuratkaisun toteuttamiseksi Suomessa. Projektiryhmään kuuluu 38 asiantuntijaa 26 eri organisaatiosta. Projektiryhmän suunnitelmien jälkeen maksuketjun osapuolet keskustelevat paneelissa pikamaksuratkaisun tuomista hyödyistä ja mahdollisuuksista eri toimijoille.

Sitä ennen, vielä kerran, tervetuloa mukaan monipuolistamaan suomalaista vähittäismaksamista!

# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Avaussanat BOFIT Venäjä-tietoiskussa 25.3.2024

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Avaussanat BOFIT Venäjä-tietoiskussa  
Helsinki, 25.3.2024

Tervetuloa Suomen Pankin nousevien talouksien tutkimuslaitoksen jo varsin perinteiseen Venäjä-tietoiskuun. Tässä tilaisuudessa tarkastelemme Venäjän talouden nykytilannetta sekä yritämme miettiä, mihin se suuntaa seuraavien kahden vuoden aikana.

Tämän vuoden tietoisku on kolmas Venäjän laittoman hyökkäyssodan alkamisen jälkeen. Venäjän raakalaismaisen hyökkäyksen seurauksena maa on eristäytynyt hyvin suuresta osasta maailmantaloutta. On suorastaan hätkähdyttävää huomata, että viime vuonna Suomi vei tavaroita itäistä naapurimaatamme enemmän meistä kaukaisiin, samassa talouden kokoluokassa liikkuviin Australiaan ja Brasiliaan. Lisäksi Yhdysvallat oli ensikertaa maamme taloushistoriassa tavaravientimme suurin kohdema.

Tästä huolimatta tarve ymmärtää Venäjän taloutta on säilynyt. Joku voisi sanoa, että sen tarve on nyt itse asiassa suurempi kuin muutama vuosi sitten. Analyysin ja ymmärryksen käyttötarkoitus on vain nyt erilainen. Venäjän taloudellisen merkityksen supistumisesta huolimatta, sen geopoliittinen merkitys on suurempi kuin vuosikymmeniin. Venäjän taloudellisen kehityksen analysointi ja ennakointi auttavat meitä arvioimaan maan kehitystä myös kokonaisvaltaisemmin. Sitä oikeastaan toivoisi, että BOFITin analyysin pääkohteiden Kiinan ja Venäjän geopoliittinen merkitys olisi jatkossa pienempi ja vähintäänkin nykyistä rauhallisempi.

Tietoiskun ensimmäisellä puoliskolla vanhempi ekonomisti Sinikka Parviainen esittelee BOFITin uuden ennusteen Venäjän talouskehityksestä vuoteen 2026 asti. Pitkän aikavälin kasvupotentiaali on sodan aloittamisen takia laskenut entisestään, ja tällä hetkellä kasvua pidetäänkin yllä kaatamalla julkista rahaa sodankäyntiin ja kaikkeen siihen liittyvään toimintaan.

Vanhempi ekonomisti Heli Simola tarkastelee puolestaan Venäjän valtiontalouden näkymiä; kuinka kauan nykyisen kaltainen rahankäyttö voi jatkua? Tämän jälkeen yleisöllä – sekä täällä rahamuseossa että linjoilla – on mahdollisuus esittää kysymyksiä.

Kahvitaun jälkeen katseemme kääntyy ensin Suomen idänkauppaan, pakotteisiin ja näiden kehitykseen. Tullin valvontajohtaja Sami Rakshit tarkastelee Suomen turvallisuustoimintaympäristön muutosten vaikutuksia kauppaan. Tietoiskun viimeisessä esityksessä vanhempi neuvonantaja Laura Solanko analysoi Venäjän väestökehitystä ja työmarkkinoita. Työikäinen väestö on supistunut jo yli kymmenen vuotta, ja sota on muun muassa lisännyt koulutetun väen maastamuuttoa. Tämä kaikki hidastaa talouskasvua entisestään. Kahden esityksen jälkeen on taas yleisökysymysten vuoro.

Venäjän aloittama sota Ukrainassa jatkuu jo kolmatta vuotta, ja ukrainalaisten kantama kustannus on hyvin suuri. Sodan voittamisessa he tarvitsevat meidän apuamme, monin eri tavoin. Meidän on myös tärkeää edelleen ymmärtää Venäjän yhteiskunnan toimintaa, myös talouden osalta. Tämän ymmärryksen ja tietämyksen lisääminen on tänään tavoittemme.

Kiitos. Seuraavaksi puheenvuoro BOFITin päällikölle Iikka Korhoselle. Iikka, ole hyvä.

# Board Member Tuomas Vältimäki: What is the optimal size of central bank balance sheets?

## Introductory remarks 19.3.2024

Member of the Board Tuomas Vältimäki

What is the optimal size of central bank balance sheets?

Introductory remarks

OMFIF seminar: [The New Era of Central Bank Policy and Operations](#)

Frankfurt, 19.3.2024

*This is a draft. The final speech may differ.*

### **Introductory remarks of the session on Navigating quantitative tightening**

First, I would like to thank the organizers for inviting me here today to discuss a topic close to my heart: monetary policy implementation. The timing for this discussion is excellent, as last week the ECB Governing Council took some important decisions on the way forward on this frontier. Not only did it make this subject extremely topical, but had the preparation still been ongoing, I believe it would have been simply impossible for me to participate in this event.

Now, I will briefly introduce the basic logic behind my thinking on one of the topics of this session: the natural size of central bank balance sheet. In addition, as the Eurosystem's current balance sheet seemingly exceeds its natural size, I will reflect my views on the future path for the balance sheet: Does our original thinking still stand after some 25 years.

The fundamental building blocks of a central bank balance sheet result from the core tasks pledged to the central bank itself. In addition to maintaining price stability and supporting financial stability, these tasks often include functions like the issuing of banknotes as well as holding the country's official foreign currency reserves. These elements are also the ones that determine the natural size of the central bank balance sheet. As they are not directly related to the making of monetary policy, we often call them autonomous liquidity factors, and take their developments as given.

In a large economy that issues a reserve currency, the demand for banknotes is likely to exceed the level of foreign reserve holdings needed. In such a case, the autonomous central bank liabilities tend to exceed assets, and so, the liability side determines the size of the balance sheet. This is certainly the case for the Eurosystem. The demand for euro cash is currently more than 1 500 billion euros, whereas the level of FX holdings is less than 300 billion euros.<sup>[1]</sup> The case is even clearer, if one takes into account that we have always asked banks to hold minimum reserves with the Eurosystem, the public sector is allowed to hold deposits with National Central Banks and some foreign central banks hold part of their euro reserves with the Eurosystem.

Based on this, I would conclude that the liability side dominates the determination of the natural size of the Eurosystem balance sheet size. Thus, it would be natural for the euro area banking sector to operate in a liquidity deficit, and for the Eurosystem to cover this structural liquidity gap by providing central bank reserves with its monetary policy instruments. Accordingly, originally the Main Refinancing Operations were used as the marginal tool for liquidity provision, and the MRO rate was setting the starting point of the euro yield curve. This framework lasted until the global financial crisis.

Now, even if we can derive rather easily this kind of a natural starting point for the central bank balance

sheet, it is not the end of the story. Natural balance sheet size does not need to equal its optimal size. From time to time, the quest for price stability and the need to facilitate financial stability, may call the central bank to make non-standard monetary policy interventions, resulting in liquidity provision beyond the structural liquidity needs of the banking sector. In such a case, at some point, the asset side starts to dominate the size of the balance sheet, and the rate at which the excess liquidity is drained becomes the instrument for setting the interest rates.

This has been, as you well know, the case for the Eurosystem for a decade or so. First to address the risk of entering into a deflationary spiral, and then to address the financial stability concerns posed by the pandemic, the Governing Council engaged in large scale asset purchases. Accordingly, for more than a decade now, the asset side has dominated our balance sheet, and we've been steering money market rates with the rate applied to banks' deposits with us.

The switching from liquidity provision to draining it, was not a deliberate decision based on monetary policy implementation aspects nor the optimal balance sheet structure. Monetary policy implementation changed fundamentally as the world around us changed, requiring monetary policy responses that strongly shaped our balance sheet. The need to guarantee financial stability when the global economy is being hit by a pandemic clearly increased the optimal central bank balance sheet to levels significantly larger than the natural size would imply.

Now that those forces are no longer prevailing, we've been able to return to setting monetary policy stance with our standard tool (interest rates), and to scale back the extraordinary provision of credit to banks. This has been an opportune moment for us to reconsider, what type of monetary policy implementation framework suits best for the Eurosystem in the longer run.

As a result of our framework review, the Eurosystem will move back towards a system in which marginal liquidity is eventually supplied through short-term credit operations at a fixed rate and with full allotment procedure. Hence, the new framework can be seen as a move from a supply-driven balance sheet towards a demand-driven one. In some sense, this marks a natural return towards our original thinking that led us to design a demand-driven system based on refinancing operations, and a liability driven balance sheet.

We have started a journey to normalize our balance sheet, but its size will be different from what it was before the series of crises started some 15 years ago. The natural size of our balance sheet has doubled thanks to the increase in the autonomous liquidity factors. Furthermore, we will continue meeting the banks' demand for reserves in full also in the future. Hence, this demand will be an important driver of the overall amount of liquidity and thus also the size of the central bank balance sheet. Yet, even if there are uncertainties in the way, our direction is clear, we will be unwinding the legacy monetary policy outright portfolios, and this process will take quite some time before we introduce new ways to provide the banks with their structural liquidity needs.

As there are many uncertainties around the monetary policy implementation landscape today, we must stand ready to react and calibrate the size and composition of our balance sheet also in the future if and when monetary policy does not transmit smoothly. After all, monetary policy operational framework needs always to serve our monetary policy ultimate goals – price and financial stability needs will always dominate in our thinking about the optimal balance sheet. So, in the Eurosystem, we will carefully monitor the evolution of all the relevant markets and indicators and stand ready to adjust the framework design and parameters if necessary.

Thank you for your attention. I am looking forward to our discussions in which we may dig deeper into the design of central bank operational frameworks.

*[i] One could add Gold and IMF receivables to the natural central bank assets, but when netted with their liability side counterparts (revaluation accounts and IMF Special Drawing rights), their volume would not change the big picture.*



# Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Digieuron valmistelu etenee, keskustelutilaisuus 12.3.2024

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Digieuron valmistelu etenee  
Suomalaisen Klubin Talouskerho  
Helsinki, 12.3.2024  
Esitys ([pdf](#))

# **Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahapolitiikasta ja sen toteutuksesta euroalueella, keskustelutilaisuus 16.2.2024**

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Rahapolitiikasta ja sen toteutuksesta euroalueella  
Keskustelutilaisuus  
Evli 16.2.2024  
Esitys ([pdf](#))

# **Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahapolitiikasta ja sen toteutuksesta euroalueella, keskustelutilaisuus 8.2.2024**

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Rahapolitiikasta ja sen toteutuksesta euroalueella  
Keskustelutilaisuus  
Keva 8.2.2024  
Esitys ([pdf](#))

# **Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Rahapolitiikasta ja sen toteutuksesta euroalueella, keskustelutilaisuus 31.1.2024**

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Rahapolitiikasta ja sen toteutuksesta euroalueella  
Keskustelutilaisuus  
Nordea 31.1.2024  
Esitys ([pdf](#))

# **Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki: Ajankohtaista EKP:n rahapolitiikasta, alustus 30.1.2024**

Johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki  
Ajankohtaista EKP:n rahapolitiikasta  
Hallitusammattilaiset ry  
Helsinki 30.1.2024  
Esitys ([pdf](#))

# **Board Member Tuomas Vältimäki: The ECB's monetary policy implementation and the future operational framework, London 26.1.2024**

Member of the Board Tuomas Vältimäki

The ECB's monetary policy implementation and the future operational framework

J.P. Morgan Economic Research Lunch Seminar

London, 26 January 2024

Presentation ([pdf](#))

## **The ECB's monetary policy implementation and the future operational framework**

Thank you for inviting me to discuss the operational framework of the Eurosystem. This is a topic close to my heart, as I started my central banking career with precisely these issues more than a quarter of a century ago.

I'd like to start by sharing an anecdote dating back to those days. In the late 1990s, before the Eurosystem, I was part of a task force set up by the European Monetary Institute (the predecessor of the ECB), which had the task of drafting an operational framework for the common monetary policy. We were seated around the table in alphabetical order by country names as written in each national language. As I was from Suomi (Finland), I used to sit between Sverige (Sweden) and the United Kingdom.

One of the last issues to be resolved in the operational framework was whether or not to have a minimum reserve system in our toolkit. I remember people taking very tough positions on this one, some claiming that this is essential for controlling the creation of money, while others claimed that reserve requirements would amount to a tax that would drive banks out of Europe. Eventually, the compromise solution that everybody could accept was to introduce minimum reserves, but to remunerate them fully in line with market rates.

This solution was not supposed to be a tool for adjusting the monetary policy stance, but was intended to reduce interest rate volatility through the averaging provision that was agreed to be applied to the reserve holdings. Also, minimum reserve system was seen as a mean to enlarge the structural liquidity deficit of the banking system if need be.

From my point of view, this was a great innovation, and I still believe that the system we adopted was a good one. However, looking back, it is interesting to see that when agreeing on the compromise solution, the strongest camp against introducing the minimum reserve system finally consisted only of two members, both of whom were sitting next to me – Sweden and the UK. It turned out that you had a long-lasting impact on our operational framework, as the market rate neutrality of the minimum reserve system was kept all the way until last year, when we at the Governing Council decided to drop the remuneration of minimum reserves to 0%.

### **Topics for today [Slide 2]**

The way in which the ECB should implement monetary policy in the future is particularly topical now, as the Governing Council announced in December 2022 that it would be reviewing its operational framework for steering short-term interest rates. This process should also provide at least a little more clarity on the endpoint of the balance sheet normalisation process. President Lagarde yesterday mentioned that we aim to conclude the review by the end of this spring. Staff at the Bank of Finland are participating actively in the

Eurosystem's work. I should perhaps also point out here the excellent speeches on the topic last year by the ECB's executive board members Isabel Schnabel ([2023](#)) and Philip Lane ([2023](#)), which can be found on the ECB website.

The main goal of the operational framework is to ensure that the ECB's policy rate decisions are transmitted effectively to short-term money market rates. This may appear on the surface as a technical issue, but it is an important one with wide-ranging implications for the functioning of the money market and the Eurosystem's footprint in financial markets.

I appreciate the opportunity today to discuss the issue with you as financial market professionals and practitioners. This dialogue will, I'm sure, provide important insights on market functioning and the interaction between the central bank and financial markets. All such information is greatly valued and will contribute to the design of our future monetary policy implementation framework.

### **Economic and financial crises impact monetary policy implementation [Slide 3]**

This chart illustrates the various crises that the euro area has experienced over the past 15 years. As professional market participants, you are familiar with these events. In addition to being a threat to our economic wellbeing and having a significant impact on both the real economy and inflation, these crises have also shaped our views on monetary policy implementation.

After the Global Financial Crisis (GFC), the practice of implementing monetary policy with scarce reserves regimes and an efficient redistribution of reserves via unsecured interbank markets came to an end and has not been revived since. Moreover, many people believe that with current capital requirements and liquidity regulation, this market segment simply will not come back. Since the GFC, central banks have introduced various unconventional policy measures to tackle different crises. In the euro area, we've had to deal with the sovereign debt crisis, significant risks of deflation, the pandemic and then a major war in Europe. During this process and especially after the COVID pandemic, central bank balance sheets across the world grew significantly.

Now, with the normalisation of monetary policy under way, a natural question arises: what should be the new normal in monetary policy implementation? What is the preferred end point of normalisation? Given all the changes in the economic, financial, regulatory and monetary policy environment, should we return to the 'old normal' – or is it even possible? And if not, then what are the options and issues to consider?

### **Eurosystem balance sheet has grown significantly [Slide 4]**

Let me now dive deeper into the Eurosystem balance sheet and our operational framework for monetary policy implementation. As I already mentioned, central bank balance sheets globally have reached new highs, and this is certainly the case for the Eurosystem as well.

Until 2008, our balance sheet stayed always below EUR 2 trillion. But after the GFC, to cope with one crisis after another, we expanded our balance sheet first via large credit operations and subsequently via asset purchases. Finally, in 2022, the exceptionally strong monetary policy easing took our balance sheet to its highest level so far, at almost EUR 9 trillion, which is equivalent to almost 70% of the euro area annual GDP.

In practice, the Eurosystem has funded its unconventional measures by creating new reserves that banks hold as deposits at national central banks.

### **Banking sector shifted from scarce to abundant reserves, turning the deposit facility rate into the policy rate [Slide 5]**

These charts illustrate the changes in monetary policy implementation that were triggered by the increase in

reserves. On the left you see excess liquidity in the banking system, i.e. deposits by banks at the central bank exceeding the sum of minimum reserve requirements. On the right, we have the key ECB interest rates as well as key overnight unsecured money market rates.

In the 'old normal' until 2008, the ECB's control of short-term money market rates was based on the rate at which banks borrowed reserves from the Eurosystem in the weekly main refinancing operations (MRO). But since banks now hold considerably larger excess reserves, the level of short-term money market rates is, in practice, set by the rate at which banks deposit reserves with the Eurosystem. Therefore, the ECB's most important policy rate has changed from being a lending rate to the deposit rate.

Especially since the start of large-scale asset purchases, with the asset purchase programme (APP) in 2015, money market rates have experienced very little volatility and have been closely tracking the ECB deposit facility rate (DFR). Of course, the now-discontinued euro overnight interbank market rate (EONIA) was trading above the DFR. In contrast, the current benchmark rate, the €STR, is trading slightly below the DFR, as most transactions taking place are deposits to banks by non-banks that do not have access to the central bank.

### **Asset holdings and credit operations on a downward path [Slide 6]**

As you know, due to high inflation the Governing Council has been normalising monetary policy. In addition to raising rates, we have reduced the size of our balance sheet. Banks have repaid the bulk of their long-term central bank refinancing that we provided to them through targeted longer-term refinancing operations (TLTROs). We have also discontinued reinvestments under the APP. At the end of this year, we intend to discontinue reinvestments under the pandemic emergency purchase programme (PEPP) as well.

This means that our balance sheet – and therefore also the amount of reserves in the banking system – is shrinking. The outstanding credit operations have already dropped below the levels seen before the pandemic and are likely to drop even further this year. Our balance sheet will also be reduced due to securities maturing. Our balance sheet must be run down gradually and predictably to avoid any hiccups in monetary policy transmission. Of course, we also stand ready to counteract any potential tensions if warranted, through flexibility for PEPP reinvestments or by use of the Transmission Protection Instrument (TPI). Credit operations also continue to be allotted with the fixed-rate full allotment (FRFA) procedure, which insures banks against any sudden liquidity hiccups.

### **Time to reconsider future control of interest rates [Slide 7]**

At a time when monetary policy is being normalised, it feels like an opportune moment for the ECB to review how it wants to control short-term money market rates in the future. The review is naturally also of interest to financial market participants. For example, bond market participants will want to know how much and which type of assets the Eurosystem is to hold in its balance sheet.

Furthermore, the ECB has a secondary objective of supporting the economic policies of the EU, including the EU's climate policies. The ECB could decide to act in this regard, without compromising its monetary policy objectives. This could potentially have consequences for environmental, social and governance (ESG)-related assets.

Finally, the rate steering mechanism used by the ECB determines the relative position of different money market rates with respect to the ECB policy rates and has implications for the functioning of the money market in general. Market participants have already been active in providing their views on the future operational framework for the Eurosystem.

### **Alternatives for controlling market rates [Slide 8]**

Next, I would like to discuss some important aspects that will affect our decisions about the new operational



framework.

We know that interest rates can be controlled in many ways. This is clear just by looking at how central banks in different countries have decided to conduct monetary policy in the post-pandemic era. The Federal Reserve, the Bank of England and Sweden's Riksbank all have different frameworks for controlling rates.

The ECB, too, has experience of different frameworks for controlling short-term rates. As I already mentioned, in the pre-GFC era we kept the supply of reserves scarce, and banks had to borrow reserves from our main refinancing operations (MRO). This kept money market rates close to the MRO rate (point A in the chart). Our other policy rates formed the interest rate corridor around the MRO rate and ensured that excessive rate volatility could not occur.

More recently, we have operated a regime with an abundant supply of reserves. Banks have deposited a large amount of reserves with the Eurosystem each day, and the DFR has been the main anchor for money market rates (point C in the chart).

Going forward, as we reduce our balance sheet, excess reserves will also contract. At some point, the decrease in excess reserves will start to pull short-term market rates away from the DFR (point B in the chart). In such a situation, volatility may also increase, potentially increasing risk premia in money markets – if the Eurosystem does not respond via monetary policy implementation. There are at least two obvious options for maintaining rate control: to limit volatility by narrowing the interest rate corridor, or to increase again the supply of reserves in the system.

From my perspective, there are several issues to be kept in mind when designing a framework suitable for the current and future environment. First, the new framework should naturally implement the monetary policy stance in an efficient and feasible way and fulfill all the requirements set by the legal framework of the EU. Second, our new framework should function robustly even with very uncertain and volatile demand for reserves, which will be much harder to forecast than in the past. Third, the capacity of the money market to distribute liquidity may not be as high as it was before the GFC, because of new banking regulations, for example. Fourth, the new framework should be robust in the face of rapid changes in the economic or financial environment. And finally, we must consider the special characteristics of our currency area: the euro area is a bank-based economy with financial markets that may occasionally experience fragmentation.

I am confident that we can design a framework that controls short-term interest rates effectively. In my view, the key trade-off is between how tightly we control short-term interest rates and how large our footprint is in financial markets. In this context, I would like to set out my thoughts on how to balance this trade-off while fulfilling all the necessary criteria.

## **Eurosystem balance sheet to stay larger than pre-GFC [Slide 9]**

Even though the Eurosystem's balance sheet is now shrinking, it is more than likely to remain larger than before the crises. Due to the growth in banknotes and other liabilities – the so-called autonomous factors – the size of the Eurosystem's balance sheet is unlikely to fall even close to the levels seen in the pre-GFC era, when the Eurosystem's balance sheet total was approximately EUR 1 trillion.

As a result, the structural liquidity deficit of the banking system will also be larger, and the Eurosystem has to provide more reserves on a structural – or permanent – basis. In my view, it would probably not be wise to meet all the needs for central bank money through short-term credit operations. The larger the level of autonomous factors on our balance sheet in the future, the more likely it is that both outright bond holdings and longer-term credit operations would be used on a more permanent basis to provide structural liquidity to the banking system.

## **Large structural liquidity deficit calls for a mix of instruments [Slide 10]**

Such a mix of structural instruments would be useful. With multiple instruments, the ECB could be sure that the large liquidity need is met, and short-term interest rates are under tight control. The mix of instruments would also allow the Eurosystem to respond flexibly to changes in the economic and financial environment.

Credit operations would distribute liquidity effectively, directly from the central bank, to all banks that require it, even those with limited access to money markets. Simultaneously, banks' bids for reserves in credit operations would provide information about the level of reserve demand. This would help to calibrate the framework over time such that the Eurosystem's balance sheet would not be larger than it has to be for effectively implementing monetary policy.

To separate the monetary policy setting credit operations from structural liquidity provision, different tender procedures could be used. For rate controlling policy operations, I do not see a need to discontinue the use of the fixed-rate full allotment procedure. Actually, one of the main findings in my PhD thesis more than 20 years ago was precisely that fixing the rate in central bank policy operations would be the most efficient way to control short-term rates, especially when banks' demand for reserves is uncertain. Furthermore, the set of collateral used in these policy operations could be restricted to, for example, high-quality liquid assets (HQLA). However, a wider set of collateral could be accepted in the structural liquidity providing longer-term credit operations. To prevent distortions in bank funding markets and limit regulatory arbitrage, the central bank could act as a rate taker in these operations. That is, a variable-rate tender procedure could be used here to charge a price for the possibility of liquidity transformation.

A structural outright bond portfolio could be used to provide a stable supply of reserves and maintain a steady presence in the bond market. Without prejudice to the price stability objective, at least some of the structural bond portfolio holdings could be targeted using climate criteria.

However, the size of the structural bond portfolio should probably be limited, especially if there is a desire to switch away from the current supply-driven floor system. Also, an unnecessarily large outright portfolio would increase the Eurosystem's impact on the bond market beyond what is normally required to effectively control short-term rates.

The size of the structural liquidity deficit will evolve over time and the exact calibration of the optimal structural reserve supply will be an empirical question. The same goes for calibration of the relative shares between a structural bond portfolio and structural longer-term credit operations. In any case, I am confident that if we use both tools we would set up a framework that ensures our ability to control money market rates effectively in all circumstances, which is of course always the main goal.

## **Controlling rates with short-term operations in a corridor system [Slide 11]**

Structural instruments are designed to fulfill a structural liquidity deficit. But the actual steering of short-term rates should be conducted through a shorter-term credit operation that provides marginal reserves to the banking system. And as I mentioned earlier, maintaining the FRFA procedure in rate steering policy operations might be wise. This would also contribute to financial stability.

Currently, with abundant reserves, the width of the policy rate corridor makes little difference. But once reserves contract, this may not be the case. A relatively narrow interest rate corridor would limit market volatility, as illustrated in the chart (the shift from the pink dotted lines to the black lines). This would also squeeze the reserve demand curve (the shift from the pink dotted curve to the blue curve). Maximal rate control would be achieved if the corridor is very narrow or even zero, i.e. if the borrowing and lending rates are equal.

But the downside of a narrow corridor is that at least some interbank market activity would be crowded out by the central bank. Applying a narrow pool of eligible collateral for the policy operations could be used to avoid excessive central bank footprint and limit liquidity transformation by banks. The ECB will have to weigh the pros and cons of different corridor widths and modalities of credit provision in its future

operational framework.

If the ECB decides to control short-term rates via short-term credit operations, it is essential that banks would be content to borrow from these operations. Indeed, in a demand-driven reserve regime, there must be no stigma attached to the credit operations. Banks, other market participants and financial regulators alike would need to accept that borrowing from the central bank is business as usual. Otherwise, the central bank's ability to control money market rates would be greatly reduced.

## **On the Bank of England framework [Slide 12]**

As we are here in London, I would like to take a moment, if I may, to look at the Bank of England's operational framework.

With its balance sheet also contracting, the BoE has introduced Short-Term Repo (STR) operations, which are short-term loans against high-quality collateral and an FRFA procedure. These operations should be able to respond in a timely manner to any increase in reserve demand. The BoE's liquidity provision is also supported by longer-term credit operations against a broader collateral set.

The BoE has chosen a rate corridor with zero width and taken measures to encourage banks' participation in operations if they need reserves. Hauser ([2023](#)) notes that the BoE may decide to explore whether its framework can be calibrated in the future to restore even more market incentives in the rate steering process.

As I have argued today, the BoE's framework includes some elements that I think might also be well suited to the Eurosystem.

## **Issues for discussion [Slide 13]**

I have laid out some principles that in my view are important for the design of a new operational framework for the ECB. At this point, I would be keen to hear your thoughts on how the ECB should control interest rates in the future, and what you think are important aspects to consider. I have set out some possible topics for discussion on this slide, but feel free to raise other issues as well.

[Slide 14] Thank you for your attention! I am now happy to take your questions.

## **List of the links in the text**

[Back to normal? Balance sheet size and interest rate control](#). Isabel Schnabel, Member of the Executive Board of the ECB. Published on 27 March 2023.

[Central bank liquidity: a macroeconomic perspective](#). Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB. Published on 9 November 2023.

['Less is more' or 'Less is a bore'? Re-calibrating the role of central bank reserves](#). Andrew Hauser, Executive Director for Markets, Bank of England. Published on 3 November 2023.

# Board Member Tuomas Välimäki: Views on the Finnish and euro area economies and the ECB monetary policy, London 26.1.2024

Member of the Board Tuomas Välimäki  
Views on the Finnish and euro area economies and the ECB monetary policy  
The European Economics and Financial Centre  
Distinguished Speakers Seminar  
London, 26 January 2024  
Presentation ([pdf](#))

## Views on the Finnish and euro area economies and the ECB monetary policy

Dear Colleagues and Friends,

I am grateful for this opportunity to share my thoughts with you today on the euro area economy and the Finnish economy. I have just arrived from Frankfurt where we, the ECB's Governing Council, decided yesterday to maintain our monetary policy stance unchanged. As at least some of you have read about our decisions and maybe even watched the press conference by President Lagarde, I will not dig deep into the details of the decisions, but rather provide you with an overview of the factors affecting our decision-making. I will also lay out my own thinking on the current monetary policy situation in the euro area.

### Policy rate increases have been rapid and strong [Chart 2]

We have executed a historically strong hiking cycle during which the ECB policy rates have been raised by 4.5 percentage points. And this has taken place within a short time frame: only 14 months between the first rate hike in July 2022 and reaching the current rate of 4 percent in September 2023. So, yesterday we decided to continue with the ECB deposit rate, our key policy rate at 4 percent. The two previous hiking cycles were only half the size of this one. In the cycle that occurred prior to the global financial crisis, it took almost three years from trough to peak.

Why being so forceful this time? Basically, there are two reasons for this. First, inflation increased abruptly to levels unforeseen in the euro area. The 10.6% peak we saw in October 2022 was 2.5 times higher than the previous record inflation in 2008.

Second, we started hiking from extremely low levels. In summer 2022, our main policy rate was still negative, at -0.5%, i.e. we were at the effective lower bound. We needed to be aggressive, not only to bring rates up to the positive side but also to take them into restrictive territory. This was done with several consecutive half or three-quarter percentage point hikes.

Besides the intensity, there are also some other differences in comparison to previous cycles. This time the rate rises have been synchronized across most developed economies. Moreover, in addition to short rates, our policy has significantly raised long-term rates. The scaling down of the ECB's outright purchases has certainly contributed to developments at the longer end of the yield curve.

Let's look now at the effectiveness of our policy measures, concentrating particularly on two topics: whether the policy is effective in bringing inflation back to the ECB's goal, and whether the euro area and Finnish economies can navigate through this shock without a hard landing, i.e. without significant slowdown in

economic activity and employment.

### **Core inflation is slowing down gradually [Chart 3]**

Inflation in the euro area has dropped from its peak seen at the end of 2022 to 2.9% in December 2023. This is the result of falling energy prices and our decisive monetary policy measures, which dampened aggregate demand and, more importantly, stabilized inflation expectations. Core inflation is also slowing down and gradually approaching our target. Our policy has evidently been effective in dampening inflationary pressures and anchoring inflation expectations. We are on the right track and our monetary policy is working.

This is also reflected in the inflation forecasts produced by international institutions. The ECB's December projection foresees inflation slowing down further and reaching our target in 2025. There is some variability between different forecasters over the exact month by month trajectory, partly reflecting different energy price assumptions, but the big picture is similar. Inflation is moving towards our 2% medium-term target but from now on relatively slowly. We still need to finish the last mile.

### **Inflation expectations well anchored [Chart 4]**

Currently, both the headline inflation rate and the most common measure of core inflation, i.e. inflation excluding energy and food prices, are still too high. Core inflation now stands at 3.4% and is decelerating more gradually, partly due to the rigidities in service sector inflation. Services' prices continue to increase faster than we can accept, and we need to be more confident that inflation will reach its target before adjusting our policy stance. Thus, restrictive monetary policy is still called for.

Preserving the credibility of our inflation anchor is one of the fundamental reasons for us to keep our heads cool and not jump the gun. The history of central banking shows that false starts can be costly. We need to avoid declaring victory over inflation prematurely and we need to have enough evidence of healthy core inflation dynamics before we can ease our policy stance.

Inflation dynamics are currently changing. The fading effects of energy price increases and the dissipation of supply disruptions have brought inflation down from record high levels. Looking ahead, services inflation is expected to remain the main driving force for inflation, and it will be strongly affected by how wages develop.

Indeed, key factors affecting future inflation include wage developments and how well inflation expectations remain anchored. Euro area inflation expectations were somewhat volatile in 2022 and 2023 but they have recently stabilized thanks to our policy measures. I believe that our decisive policy tightening has facilitated public trust in our determination to bring inflation to our target. While I have been upbeat over the stabilization of inflation expectations, I believe, we need to be more cautious on wage formation. We simply need more evidence of the stabilization in wage developments. Wage formation plays a key part in our assessment of the evolution of core inflation this year. Social partners' expectation of moderating inflation is a key prerequisite for wage agreements that would be in line with our inflation target.

### **Wage inflation still brisk [Chart 5]**

By historical standards, wages have increased rather fast for quite some time. The call for compensation by employees is understandable in view of the ex post impact of high inflation on real wages. But the compensation can be only partial, as most of the contribution to high inflation came from energy prices, which from the euro area perspective was an adverse terms of trade shock. Going forward, the assumption must be that wage increases beyond our inflation target and productivity gains would eat competitiveness and result in further inflationary pressures. Having said this, recent wage indicators provide preliminary evidence according to which wage inflation may have reached its peak.

The labour market has so far been remarkably resilient in the current slowdown. The euro area unemployment rate is at a historical low and employment has increased steadily. This supports the view that there will be just a gradual slowdown of wage inflation over the coming quarters. The ECB's December projection foresees a dampening of wage inflation from last year's 5.3% to 4.6% this year and 3.8% next year. This seems to be a valid assessment, but we need to gather more evidence from the data.

## **Euro area's economic growth expected to remain subdued in near term [Chart 6]**

Let me now turn to the growth outlook. The effectiveness of our policy measures will also be evident from this perspective. Restrictive monetary policies are taking effect globally. Indeed, euro area growth practically stalled last year and is expected to remain subdued this year. The ECB's macroeconomic growth projection for this year is 0.8%, though some other forecasters are somewhat more pessimistic. However, according to the baseline projection, recovery should start later this year. Wage developments, coupled with moderating inflation, will increase households' real incomes, which will be helpful in boosting economic growth. Exports have not been strong lately, but we are expecting a rebound from net exports later this year. Also, the financial markets are not factoring in any further monetary policy tightening. In fact, quite the opposite. This could also support the gradual recovery of euro area economic growth.

Based on current evidence, the baseline scenario for the euro area is still a soft landing. By this, I mean a gradual slowdown in economic growth and inflation, avoiding an abrupt shock, avoiding recession, and avoiding a significant increase in unemployment. A number of international institutions, such as the IMF and the European Commission, share this assessment.

However, significant uncertainties around the inflation and growth outlook are lurking beneath the surface. First of all, energy prices are volatile and could create volatility in inflation developments. Upside risks to inflation include heightened geopolitical tensions, which could raise energy prices or freight costs in the near term and lead to new disturbances in the value chain. Inflation could also turn out higher than anticipated if inflation expectations were to drift away from the target, or if wages or profit margins were to increase by more than expected.

Downside risks to inflation include an unexpected deterioration in the economic outlook, which would then reduce inflation more quickly. The risks to economic growth are indeed currently tilted to the downside. Growth could be lower than anticipated particularly if the impact of monetary policy turns out to be stronger than expected.

## **Finland's economy is in recession and will recover slowly [Chart 7]**

Let me now turn to my home country, Finland. Similar developments to those in the euro area are also affecting us. The Bank of Finland's most recent forecast for the Finnish economy points to a somewhat weaker outlook than I described for the euro area. Economic activity was weak towards the end of 2023, and leading indicators do not yet show a turn for the better. The economy was in recession in the latter part of 2023 and growth is expected to be negative also in 2024, and the recovery to be slow. The external operating environment of the Finnish economy is difficult: growth in our export markets has slowed and the geopolitical situation adds challenges for Finland's foreign trade.

However, household income will gradually strengthen as inflation slows rapidly and wages rise. Growth in export markets is also expected to gradually pick up. In addition, the pass-through of rate hikes has been fast in Finland, and, correspondingly, the impact of a reversal of the rate cycle, when it materializes, will also be rapid.

All these factors will support the recovery of economic growth in Finland. In 2025 and 2026, the economy will grow again, but growth is expected to remain fairly moderate.

There are many reasons for the somewhat downbeat outlook.

Replacing the lost Russian markets has taken somewhat longer than expected. In addition to losing this neighbouring export market, we also lost a supplier of relatively inexpensive inputs to our industry.

One of Finland's comparative advantages was the relatively cheap energy and raw material imports from Russia to, for example, the forest industry. This advantage is now lost, perhaps permanently. Finland's increased self-sufficiency in electricity production has helped somewhat, but we still have a deficit in our energy balance, and imported energy has become more expensive. Furthermore, the reduction in tourism from Russia and Asia is curbing Finland's services exports.

Despite this, I think we should be careful not to exaggerate the Russian impact on our economic outlook. More importantly, intermediate goods and capital goods, which are sensitive to changes in demand and interest rates, make up a large part of Finnish exports. Also, construction and manufacturing play a larger role in the Finnish economy than in, for example, many countries in southern Europe, where the services sector is more important. And as you know, construction is much more sensitive to changes in monetary policy than services are. Finally, bank lending practices also differ between euro area countries, and this can contribute to the slightly faster transmission of monetary policy to the Finnish economy than in many other euro area countries.

### **Monetary policy pass-through to housing loans works fast in Finland [Chart 8]**

Let me say a few more words about bank lending, which is one of the key channels for monetary policy transmission. In Finland, practically all housing loans are floating rate mortgages, whereas in the euro area on average, most mortgages come with fixed rates. A recently published Bank of Finland [analysis](#)<sup>1</sup> shows that Finnish economy is more sensitive to monetary policy due to its large proportion of floating rate mortgages.

This chart shows that in Finland, the average interest rate on new housing loans has increased in tandem with expected policy rate changes throughout this interest rate cycle. The increase from the lowest point to last October was 3.7 percentage points. In the euro area on average, the increase was 2.7 percentage points. Although the rate on new housing loans has increased significantly more in Finland than in other euro area countries, the increase in the average rate is actually much stronger when it comes to the whole outstanding stock of loans. This is due to the short interest rate setting intervals applied in Finland. Whereas the average interest rate on the outstanding stock of housing loans in the whole euro area increased by 0.8 percentage points up to last November, in Finland the upsurge was 3.2 percentage points, i.e. four times greater.

Based on these figures, it seems clear that the monetary policy pass-through to Finnish households has been much stronger than in the rest of the euro area on average. However, it will be stronger also when policy rates go down. In the 2010s, the average interest rate on outstanding housing loans did not decrease as quickly or to such a low level in the euro area as it did in Finland. Hence, for a long time Finnish households enjoyed considerably lower mortgage rates than households in the euro area on average. Indeed, the difference was close to 1 percentage point for ten years before the rate rises started.

It is, perhaps, interesting to speculate, what if fixed rate housing loans had been as common in Finland as in the other euro area jurisdictions? The analysis presented in the Bank of Finland Bulletin highlights that the loan servicing costs of mortgage-holding households would, on average, have increased less and more slowly than those based on adjustable rates. This certainly would have supported household consumption. However, it is worth mentioning that only around one third of all households in Finland have outstanding housing loans.

Consumption by those households that do not have housing loans is naturally not directly affected by the prevalence of variable rate mortgages. Moreover, a majority of the households that have a mortgage are high-income households. These households tend to have a financial margin that they can use to cope with increased loan servicing costs and to smooth consumption over time. This dampens the speed of transmission to Finnish households.

Finally, let me emphasize that potential differences in the pass-through of monetary policy via the bank lending channel to household consumption are likely to be symmetrical. It is evident that much of the dampening effect of monetary tightening still is in the pipeline. Nevertheless, when it comes to the impact of rate hikes on household borrowing, Finnish households may in fact soon be past the worst of it. The average interest rate on new mortgages in Finland started to decrease already in November, and at current money market rates the resetting of interest rates on the existing stock of loans will soon start to decrease the average lending rate.

## **Loan stocks now and in the 2005 hiking cycle [Chart 9]**

I shall finish up now with a slide that compares the impact of the current hiking cycle on euro area loan stocks with the impacts of the two previous hiking cycles we have experienced.

The strong transmission of our recent policy rate hikes can be illustrated by the development of loan stocks and the demand for new loans, both of which have weakened considerably. On this slide, we compare the current euro area tightening cycle to the cycle that began in 2005 as well as to the current cycle in the United States.

The demand for new loans in the euro area has now reacted much more strongly to our policy tightening than previously. This also reflects the different drivers of high inflation. In this hiking cycle, negative supply shocks have been the main driver behind high inflation strongly affecting our economy, whereas in the previous cycles, increases in inflation were mainly demand driven.

While comparisons of different hiking cycles should be interpreted with caution, the dampening of loan demand is a clear sign that our restrictive monetary policy has had a significant impact in stabilizing inflation. At the same time, resilient economies, robust banking sectors, strong labour markets and manageable sovereign bond spreads have alleviated the effects of negative supply shocks and higher interest rates as well as increased the probability of a soft landing in this hiking cycle.

To conclude, I have set out here my thoughts on the current euro area economic outlook and the impact of our monetary policy. Journalists have asked me about the timing of the awaited turning point in our interest rate cycle. Unfortunately, I cannot give an exact date. The economic outlook and inflation dynamics are currently subject to significant uncertainties.

The best way to address this uncertainty is to base monetary policy decisions on the latest information and to move forward in a data-dependent approach in our decision making in the forthcoming meetings.

The ECB Governing Council has clearly stated that there are three specific criteria that it will base its interest rate decisions on: an assessment of the inflation outlook considering the incoming economic and financial data, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission. I consider that our policy rate is currently at a level at which it has made and continues to make a substantial contribution to our price stability goal. The future decisions by the Governing Council will ensure that policy rates will be set at sufficiently restrictive levels for as long as necessary.

So far, our monetary policy has been effective in bringing inflation down towards our medium-term target of 2 percent. It has also anchored long-term inflation expectations in line with our inflation target. Monetary policy is clearly in restrictive territory, and we are on track to meet our price stability goal. Instead of guessing the moment when monetary restriction can be relaxed, it is better to be safe than sorry and just follow the data dependent approach.

[Chart 10] Thank you for your attention, and I am now open for questions.

<sup>1</sup> [Lindblad, A., Silvo, A. & Viertola, H. \(2024\). Higher interest rates are slowing inflation and economic growth in Finland, Bank of Finland Bulletin, Alternative Scenario, 9 January 2024](#)



# Board Member Tuomas Välimäki: Interview with Reuters, 16 January 2024

Member of the Board Tuomas Välimäki  
Bank of Finland

Interview with Reuters, by Balazs Koranyi and Anne Kauranen  
Published 16 January 2024

## **Q: What's your take on inflation developments since your last policy meeting?**

A: Inflation certainly has decreased rapidly from its peak, thanks to low energy prices, and also due to our decisive monetary policy measures. We see core inflation slowing down and gradually approaching our goal. Policy has evidently been effective in dampening the inflation pressures and anchoring inflation expectations. So, we are on the right track.

Having said this, inflation and especially core inflation at 3.4%, remains faster than we can accept. Thus, restrictive monetary policy still called for.

Inflation readings have been volatile, especially as a result of the base effects. In December, inflation bounced back somewhat from November levels, mainly on the energy base effect. This year energy inflation is expected to gradually increase into positive territory due to reversal of this base affect. Energy will continue to be a volatile component in inflation throughout the year. That's why we also need to focus on the dynamics of underlying inflation.

## **Q: The ECB's chief economist said over the weekend that the bank would be in possession of key wage and inflation data by June. Is that also a significant date for you in assessing where policy is going?**

A: I would not want to give any specific date on when we would have enough information to change our view. Forecasting is difficult, especially forecasting turning points. We do analysis on a continuing basis and our views will evolve with incoming data. We'll continue to be data dependent, which is the correct approach to address the uncertainties around the projections.

## **Q: How do you see the risk to the inflation outlook?**

A: We see risks on both sides. We could have a surprising deterioration of the economic outlook, which would then reduce inflation quicker. But there is a lot of uncertainty to the other direction as well. We are not totally on safe ground with wage formation. We need to get core inflation back to our target.

## **Q: Have you seen any concerning wage data recently?**

A: Since our last policy meeting, when we also published new projections, I haven't seen wage readings which contradict our projections.

Wage formation is one of the key issues when assessing the evolution of core inflation this year. Social partners' expectation of moderating inflation is a key prerequisite for wage agreements that would be in line with our inflation target.

Thus, preserving the credibility of our inflation anchor is one of the fundamental reasons for us to keep our heads cool and not jump the gun. The history of central banking shows that false starts can be very costly. We need to have enough evidence of healthy dynamics for core inflation and certainly in this regard, the development of wages is crucial.

**Q: What do you mean by false start?**

A We need to avoid declaring victory over inflation prematurely. It would be better to wait and see how data on wages develop. It's better to wait a bit longer than doing a premature exit from this restrictive level, and then perhaps to having to do a reversal. I see a clear need to get enough evidence that we are on track.

**Q: Where do you think future economic growth will come from?**

A: I expect it to start from private consumption. Wage developments coupled with moderating inflation, will increase households' real incomes and that will be helpful in boosting economic growth. Certainty among investors on the terminal rate has also increased compared to a year ago, which will be helpful. Exports have not been strong lately, but we are expecting a rebound from net exports later this year.

I expect growth to gradually strengthen over the course of this year.

**Q: Is a soft landing now materializing?**

A: A soft landing in the euro area is my and our baseline for the euro area. As it is also for a number of international institutions such as the IMF or the European Commission. However, it's clear that risks to growth are tilted to the downside, as indicated, for example by PMIs which have remained clearly below 50.

**Q: How consistent is your warning against a false start with a market pricing for 150 basis points of rate cuts this year?**

A: Market pricing is one thing, and the analyst view is another. Economists' views differ from the rate path priced into money markets. This suggests a considerable degree of uncertainty among market participants and the distributions around the market prices are wide. Market pricing also has real effects. In Finland, mortgages are floating rate and that's why households are already starting to face looser financing conditions.

We need to get enough evidence and analysis before the interest rate cycle can turn. The evidence from the economy and our projections should show that inflation is decreasing to the level which coincides with our price stability objective in the medium term.

**Q: Is the market undoing the ECB's tightening and thus actually delaying a rate cut?**

A: There is logic in that argument. If markets are ahead of policymakers, time will tell who was right and views will converge.

If our baseline forecasts are correct and market rates fall much more rapidly than what is priced into the projections, then ceteris paribus that would lead to higher inflation, and I can understand the logic of saying that it could delay monetary easing. But this is dependent on our forecast being more correct than those of the market, and that's certainly what we believe in.

**Q: Finnish wage growth appears to be modest. Do you have an expectation that very large deals will be done elsewhere?**

A: Our inflation target is 2% so if you assume productivity growth somewhere around 1%, wages increase around 3% would be consistent with the inflation target. Currently wage increases are higher than that. But as long as this is a lagged compensation of the inflation peak, then it is not indicating a wage-price spiral. But if wage agreements don't come down over time, then there is a such a risk.

In Finland, like in the rest of the euro area, nominal wage growth accelerated significantly in the latter part 2022 but still remained somewhat more moderate than in many euro area countries. However, the nominal unit labor costs here have developed in line with corresponding costs in other euro area countries, as our labor productivity growth has been weaker than elsewhere. The slower wage growth has also been

associated with slower inflation. So, when it comes to wages, cost and prices, we've experienced a similar trend as elsewhere.

**Q: How do you resolve the anomaly of a tightening labour market during a recessionary period with high interest rates. Labour markets should be softening.**

A: The labor market has been robust and unemployment is lower than ever. This is the case in many if not all euro area countries and also applies to others outside Europe. If you compare GDP growth and changes in unemployment, they are not in line with past correlations. This is especially true when you look at unemployment or employment figures. The story is slightly different if you look at hours worked. Still, the labor market has been extremely robust.

**Q: Could high corporate margins have a role in this?**

A: Consider the fact that many companies before the pandemic faced a shortage of labour, especially skilled workers. So, if you have healthy margins, it is not entirely surprising that companies may have decided to maintain current staffing levels, even if the demand is a bit weak. If everything goes as projected and the landing is relatively soft, then weak demand is short lived and afterwards they again face a shortage of skilled laborers. So, this kind of “labour hoarding” could explain why labour market developments have been out of line with past correlations.

**Q: Do you think the ECB should raise the minimum reserve requirement as advocated by some?**

A: I don't currently see any reason to make the minimum reserve requirement an active monetary policy instrument to influence the policy stance. We have our policy rates for that purpose and have other tools as well.

The decision to set the remuneration of minimum reserves at zero in July was aimed at improving the efficiency of monetary policy without weakening its effectiveness.

The ongoing operational framework review will provide a good opportunity also to think about the role of required reserves in our operational framework. The reserve requirement can play an important role in some operational frameworks, whereas they might not be strictly needed in others. So, I think this question should and will be part of the review.

**Q: Should the ECB maintain a structural portfolio under its new framework and what should be part of it?**

A: Even though our balance sheet is now shrinking, it will continue being larger than it was before the global financial crisis. For example, due to the growth of banknotes in circulation and other liabilities.

In my view it is preferable to use both outright purchases and credit operations on a permanent basis to provide structural liquidity to the banking system. TLTROs and QE may be useful in some circumstances, for example to prevent financial crises or to provide a further stimulus in a liquidity trap, but they should not be mixed with structural liquidity operations.

Structural outright portfolios would provide stable liquidity while structural long-term credit operations could allow some liquidity transformation against less liquid collateral and distributing liquidity efficiently directly to bank, after all, the funding of real economy in the euro area is very much bank based.

So, I see the coexistence of outright purchases and credit operations. But this is not a novelty. We had outright purchases even before the global financial crisis but they were just not part of the monetary policy thinking because they were done as investment operations by the national central banks.

**Q: How big should this structural portfolio be?**

A: The need for reserves is higher if one wishes to continue pushing the market overnight rate to the deposit facility rate, as we currently do. The need will be lower if one wishes to return to setting the interest rates by a corridor. I can also tell you firmly that the current level of central bank liquidity is not needed to bring overnight rate to the floor. But also, banks' demand for working balances will be significantly higher than it was before the global financial crisis. The precise calibration of banks' neutral liquidity needs will change significantly over time and mentioning specific numbers at this stage is not necessary or useful.

I'm confident that we can design a framework that provides us with effective ways to steer money market rates, which is of course our main goal. How large the structural operations will need to be for that is an empirical question. That will be answered in due time when our balance sheet decreases. But we have plenty of time for that.

**Q: Why is Finland among the worst hit economies in the euro zone?**

A: There are several factors explaining our weak growth performance. As a neighboring country to Russia, the war in Ukraine impacts us more than most other countries in the euro area.

Monetary policy tightening has weakened demand as has inflation. While transmission channels are largely common among the economies, there are differences in the speed of monetary policy transmission. Tighter policy has been transmitted in Finland rapidly, for example because mortgages tend to have variable rates. So, rising interest rates have been more rapidly increasing loan servicing costs for Finnish households.

Other structures of our economy also impact the pace of monetary policy transmission. The Finnish industrial structure is more heavily weighted towards manufacturing and construction, which increases the economy's interest rate sensitivity. We know that services are less sensitive to interest rates than construction.

**Q: How big is the Russia impact?**

A: Before the war, Russia's share in our exports was slightly higher than for others in the euro area. Now exports to Russia are at their lowest levels since the Second World War and our companies have withdrawn from Russian markets almost completely. The indirect effects are even larger. For example, we have lost a relatively inexpensive supplier for inputs to our industry. One of our comparative advantages had been the relatively cheap energy and raw material imports for the forest industry from Russia. This comparative advantage is lost permanently or at least very persistently. The increased self-sufficiency in electricity production has helped somewhat, but we still have a deficit in our energy balance, and imported energy has become more expensive. The Russian war has also deepened the deficit in our services trade balance, as Russian tourists are not allowed to come to Finland anymore.

**Q: Do you see any signs of a reputational risk from Finland's geographic proximity to Russia?**

A: We are seen for good reasons as an extremely stable country in Europe and sovereign spreads reflect that. The fact that we are now a part of NATO also helps.

**Q: What is the way out of the deadlock between unions and the government on labour market reform?**

A: Labor market reforms are necessary and the government's aim to improve incentives to work and to cut public expenditure are understandable. Our public finances have weakened, and the debt ratio is on an upward trajectory. Bringing public finances closer to balance on a long-term basis requires concrete measures that affect both revenue and expenditure. But also structural reforms, such as labor market reforms, that support economic growth are needed. These measures are indeed needed if we want to preserve the Finnish welfare state without compromising too much the level of our public service. Delaying the implementation of these measures would only make it more difficult and more costly. The effect of the unrest on the labor market for the economy is obviously an unambiguously negative. I hope and believe that

all parties involved would soon find a way forward. After all, it is in all parties' interest that Finland has prosperous firms with satisfied workers.