

# Pääjohtaja Olli Rehn: Miten vaalia vastuullisuutta urheilussa?

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Urheilumanagerit ry:n 10-vuotisjuhlaseminaari

Helsinki 4.12.2019

## **Miten vaalia vastuullisuutta urheilussa?**

Arvoisat juhlaseminaarin osanottajat, hyvät ystävät,

Toivotan teidät kaikki lämpimästi tervetulleiksi Urheilumanagerit ry:n 10-vuotisjuhlaseminaariin, joka järjestetään yhteistyössä Suomen Pankin kanssa. Kerron kohta tarkemmin niistä perusteista, miksi niin teemme. On ilo esittää tervehdys tässä asiallisen juhlavassa tilaisuudessa.

Tämän seminaarin puheenvuorot käsittelevät liikunta- ja urheilukulttuurin haasteita talouden näkökulmasta. Tälle keskustelulle Suomen Pankin Rahamuseo tarjoaa oivat puitteet.

Talouden hallinta on tärkeää meille jokaiselle, mutta sen merkitys korostuu aktiivi- ja etenkin huippu-urheilijoilla. Kun urapolku poikkeaa tavanomaisesta, omaa taloutta pitää pystyä suunnittelemaan pitkälle tulevaisuuteen. Ruskeat kirjekuoret ovat mennyttä aikaa, tätä päivää on läpinäkyvyys ja urheilijan systemaattinen talouden suunnittelu. Talousosaamisesta kuulemme lisää aamupäivän mittaan, kun kollegani, johtokunnan jäsen Tuomas Välimäki nousee hetken päästä lavalle.

Lainkin mukaan Suomen Pankin tavoitteena on edistää taloudellista vakautta. Urheilumanagerit tavoittelevat samaa edustamiensa urheilijoiden osalta. Muitakin yhtymäkohtia löytyy.

Urheilumanagerien työtä, kuten meidänkin työtämme keskuspankissa, ohjaavat vaativat eettiset ohjeet. Toiminnan tulee olla eettisesti kestävä ja sen tulee sietää kriittistä tarkastelua.

Riippumattomuus, vastuullisuus ja eturistiriitojen välttäminen ovat toimintaamme ohjaavista säännöistä tärkeimpiä.

Niiden tulee – tai tulisi – ohjata myös kansainvälistä urheilutoimintaa. Siitä muutama sana.

Kansainvälinen jalkapalloliitto Fifa on viime vuosina ollut kovan kritiikin kohteena korruption vuoksi.

Sitä ei ole kiistäminen, että ainakaan noin vuoteen 2016 asti Fifan toiminta ei monilta osin noudattanut kestäviä eettisiä ja oikeudellisia pelisääntöjä.

Tänään asiat eivät ole kuitenkaan kuten ennen. Fifan toimintaa on etenkin vuosien 2017-18 kongresseista lähtien merkittävästi uudistettu kestäväan suuntaan. Olen toiminut viimeiset pari vuotta Fifan neuvoo-antavan hallinnon uudistamiskomitean (Governance Committee)

varapuheenjohtajana. Komiteamme puheenjohtajana toimii juuri eläköitynyt Intian korkeimman oikeuden tuomari Mukul Mugdal, joka jokin vuosi sitten siivosi Intian krikettiä rajusti ravistelleen korruptioskandaalin. Tehtävänäme on ollut tehdä ehdotuksia hyvän hallintotavan ja eettisten sääntöjen edistämiseksi ja juurruttamiseksi Fifan toiminnassa. Lisäksi toimimme neuvoo-antavana ryhmänä Fifan neuvostolle ja johdolle ihmisoikeuksia, sukupuolten tasa-arvoa ja kestävää kehitystä koskevissa asioissa.

Fifan neuvosto hyväksyikin viime vuoden kongressissa ehdotuksemme siitä, miten Fifan toimielimiin valittavien henkilöiden osalta on estettävä eturistiriidat ja vaalittava poliittista riippumattomuutta.

Fifan päätöksentekaelimiin ja sen useisiin komiteoihin ehdolla olevien henkilöiden riippumattomuus ja kansalaiskunto arvioidaan nykyisin tarkasti ennen kuin he voivat päästä mukaan jalkapalloliiton toimintaan. Tausta-arvioiden tekemisessä käytetään kansainvälisiä ammattimaisia turvallisuusalan yrityksiä. Kolmen hengen arviointikomitea (Review Committee) on muodostettu hallinnon kehittämiskomitean työjaostosta.

Lisäksi Fifa tekee nykyisin tiivistä yhteistyötä ihmisoikeusjärjestöjen ja ammattiyhdistysliikkeen kanssa parantaakseen vuoden 2022 Qatarin MM-kisojen kisapaikkojen työntekijöiden työskentelyolosuhteita.

Aikoinaan tehty päätös kisojen myöntämisestä Qatarin ei tunnetusti täyttänyt niitä eettisiä vaatimuksia, joita kansainväliseltä lajiliitolta pitää odottaa. Sen sijaan viime vuonna tehty päätös vuoden 2026 MM-kisojen myöntämisestä Pohjois-Amerikkaan (Yhdysvallat, Kanada ja Meksiko yhdessä) tehtiin kaikkien eettisten ja hyvän hallintotavan sääntöjen mukaan. Päätös perustui reiluun

kilpailutukseen, jolle oli määritelty selkeät kriteerit, ja sen tekemistä Fifan päätöksentekoeleimissä pohjusti paneeli, johon oli valittu riippumattomia ja asiantuntevia ammattilaisia.

Tällä en väitä, että kaikki Fifassa olisi täydellistä, ei varmaankaan. Mutta viime vuosina epäkohtiin on puututtu tosissaan ja tuloksellisesti, eikä löysien korruptiosyytösten esittämiseen ole enää perusteita. Eettisten pelisääntöjen ja hyvän hallinnon periaatteiden toteuttaminen näkyy ja tuntuu nyt Fifan käytännön toiminnassa, joka on aivan toiselta planeetalta kuin missä se oli vielä puoli vuosikymmentä sitten. Työ eettisesti kestävä ja hyvän hallinnon puolesta pitää tietysti viedä loppuun ja jatkaa sen toteuttamista joka päivä, jotta Fifa voi keskittyä siihen mihin sen pitää eli jalkapallon kehittämistyöhön.

Hyvät ystävät,

Palataan kotikentälle. Urheilumanagerien eettisissä säännöissä todetaan aivan oikein ja osuvasti, että kaikkea, mitä ei nimenomaisesti ole kielletty, ei välttämättä voida pitää sallittuna. Oma harkinta ja avoin keskustelu toimintatavoista eri sidosryhmien kanssa ovatkin vastuullisen toiminnan ytimessä. Voimme kirjata ylös eettisiä sääntöjä ja suosituksia kestäväälle toiminnalle, mutta niiden toteuttaminen on loppujen lopuksi jokaisen meidän vastuullamme.

Huippu-urheilua voi tarkastella eettisen toiminnan tai vaikkapa resurssien näkökulmasta, mutta ennen kaikkea se tarjoaa meille kaikille elämyksiä ja intohimoa, joskus jopa syvää liikutusta. Viime aikoina tämä on korostunut erityisesti, kun Suomen miestenkin jalkapallomaajoukkue varmisti paikkansa EM-kisoissa, ensi kertaa arvokisakentillä (sitten v. 1912). Naisethan tämän tempun ovat tehneet jo useamman kerran.

Myönnän, että minäkin olen ottanut Suomen pääsyn EM-kisoihin kovin henkilökohtaisesti, poistihan se yli 50 vuoden trauman kisapaikan odotuksesta. Huuhkajien pelisuoritukset ovat lämmittäneet suomalaisten ja varsinkin meidän kentän miesten mieliä. Huumorilla on sijansa, mutta auliisti myönnän, että kun twiittasin, että futiksen EM-kisapaikallaan Suomi lunasti paikkansa täysivaltaisten eurooppalaisten kansakuntien joukossa, en vähimmässäkään määrin vitsailut!

No, meillä kaikilla on oma suosikkilajimme, ja joillakin laajempikin repertuaari. Useimmille lajeille on yhteistä se, että urheilijan ja managerin suhde on erityisen tärkeä, jos meinaa menestyä lajissa ja muutoinkin elämässä. Siinä sopiva rooli- ja työnjako on paikallaan.

Uskon, että jos keneltä tahansa urheilijalta itseltään kysytään, perimmäinen syy laji- ja uravalinnalle on varmasti rakkaus lajiin. Polku voi olla karikkoinen ja kilpailu on kovaa, joskus jopa raadollista. Urheilumanagerin tehtävänä on puolestaan valvoa urheilijan etua tuon polun varrella – ja tehdä se kestävästi, rehellisesti ja tunnollisesti.

Hyvät ystävät, Näillä sanoilla toivotan antoisaa seminaariaamupäivää ja menestystä jatkuon. Ja ennen kaikkea lämpimät onnittelut kymmenvuotista taivaltaan juhlivalle Urheilumanagerit ry:lle!

# Data-driven financial stability: challenges and opportunities

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Opening remarks at the “Data-driven financial stability” conference

Helsinki, 28 November 2019

## **Data-driven financial stability: challenges and opportunities**

Ladies and Gentlemen, dear friends,

It is my great pleasure to welcome you all to our conference entitled *Data Driven Financial Stability* here at the Finlandia Hall. We have recently had quite busy “tech weeks” in Helsinki. Just a few weeks ago Helsinki hosted one of the leading startup and tech events in the world – Slush. The programme of this year’s Slush was particularly topical, as it focused on the ethics and regulation of technology.

Likewise, we at the central banking community consider ethics and regulation vital. Hence, we are working hard to form a solid understanding of all the potential consequences that the widespread use of e.g. artificial intelligence and mass volume data may have on finance.

From this angle, I will address three issues regarding the role of advanced technologies in finance. First, I will ask how advancements in technology could be used to provide new digital products and services. Second, I will turn to risks related to the widespread use of new technologies that may hamper the proper functioning of markets. Third, I will finish by looking at how the potential impact of new technologies on competition and diversity do call for greater domestic and international policy coordination.

Let me start with a question: What do we mean when talking about artificial intelligence and big data?

In the absence of a generally agreed definition, artificial intelligence can mean anything from a simple script to a very complex combination of automated processes and machine learning models. What comes to massive or big data, there are no universally accepted criteria on how large of a volume of data counts as ‘big’.

Yet, while emerging technologies have some novel features, they are still largely based on the same technologies and statistical methods that we’ve been using for years. Hal Varian recently described artificial intelligence and big data as “*just doing the same sort of thing we did before, but at a much larger scale*”.

From where do the potential benefits then stem? Firstly, with the help of new technologies, companies improve their existing processes and create new products, services and distribution channels. The low marginal cost of software solutions allow digital products to be customized, and thus to satisfy the unique preferences of each individual client. Secondly, the digital footprints that customers generate allow companies to better understand when and where digital products are consumed.

Central banks could use artificial intelligence and big data to improve their economic forecasts and enhance the quality of official statistics. The Eurosystem and the euro area authorities have worked extensively on new projects involving highly granular data. The AnaCredit, i.e. the analytical credit dataset on individual bank loans in the euro area, and the EU-wide derivatives data collected under the EMIR, European Markets Infrastructure Regulation initiative, are good examples of these.

## **The impact of fintech and bigtech challengers**

Let me move to financial technology companies, or fintechs, that are especially agile in deriving value from data. They have had an opportunity to start from scratch and design their information architecture based on modern principles of collaboration, connectivity and iteration, without having to bear the burden of legacy systems. Modern data architecture gives these fintechs an advantage in data processing.

In this context ‘platform economics’ is particularly intriguing. The Bank of International Settlements has recently paid special attention to large technology firms with established user bases that enter

finance. The crucial question is, how the entry of these large technology companies, or the so-called bigtech companies, is going to affect competition, financial inclusion, data protection and financial stability?

Will their entry pave a way to more resilient financial markets? Or will the bigtech companies ultimately exploit their efficiency on data collection and processing to gain market dominance and a monopoly position?

However, while these new entrants are efficient in processing data, it is premature to declare the beginning of the end of traditional financial intermediation. Banks will continue to be challenged by new entrants, and, thus, they need to invest heavily into new technology. This may compress profitability in the short-term. However, banks and other traditional financial intermediaries still have a long-term competitive advantage over new entrants that do not have long operating histories, and who may have less skills in business expertise, such as credit and risk management.

### **New forms of interconnectedness and systemic risk**

When regulators say they worry about financial stability, they usually mean that they are concerned about how resilient the banking and financial system is to shocks. For instance, how would the market react if a large financial institution would encounter a breakdown that would make it unable to fulfill its promises to its clients and other relevant parties? How would the weakness in this financial institution impact functioning of the financial markets or the real economy?

Platform ecosystems create new challenges to financial stability, as they comprise of a highly complex matrix of digital products and services. Firms may offer advanced solutions that are built on a product of one key supplier, or may be heavily dependent on processing data on the information architecture that is rented from one key infrastructure provider.

The more complex these networks become, the more vulnerable these ecosystems become to more unconventional security risks. Vulnerabilities in data have so far been less pronounced, largely due to the fact that most datasets have been so-called structured datasets, where the relationships between different data points are clearly defined and specified.

Massive datasets are usually less rigidly specified, and encompass much less structure. For example data obtained from the web by scraping websites, or by reading in social media feeds, are good examples of modern unstructured data. There are no simple ways of certifying the authenticity and origin of these unstructured datasets, which makes them highly vulnerable to manipulation.

These types of security issues are also vulnerable to hybrid security threats. It is therefore extremely important that we stay vigilant to new developments in technology and understand what kind of security vulnerabilities these create. Central banks can also play a role in maintaining a high level of cybersecurity by promoting cybersecurity awareness and knowledge in among the financial market participants.

Ladies and Gentlemen,

Let me conclude. All in all, the financial industry is going through a major transformation, driven by the whole range of digital technologies and the explosive growth of data. Regulators, including central banks, are aiming at finding the right balance between regulation and innovation, so that consumers and businesses can benefit from new possibilities, while maintaining financial stability and a level playing field.

We also want to make sure that the society remains inclusive. That's why we want to look at digital transformation from the citizens' point of view, in order to identify what is real and what is only hype. From that angle, we can see that there are different developments going on:

- those that clearly increase societal welfare and should be benefitted from, such as mobile and real-time payments – as long as we also take care of enhancing financial literacy;
- those that should be watched, or even prevented, such as booms and busts related to crypto-assets; and
- those that can be further developed, such as machine learning and artificial intelligence.

This makes up a very challenging policy agenda for the central bankers, regulators and legislators alike, and for the financial industry. Let us approach it with an open mind for innovation and technology development, but at the same time mindful of financial stability and social inclusion.

With these thoughts, I thank you for your attention and wish you an exciting and useful conference!

# Governor Olli Rehn: Fiscal Statistics and Fiscal Rules: Some Lessons from Recent Years

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Keynote speech, Building Trust – the Role of Supreme Audit Institutions in Ensuring the Reliability of Fiscal Data

Helsinki, 28 November 2019

[Presentation slides](#) (PDF)

## **Fiscal Statistics and Fiscal Rules: Some Lessons from Recent Years**

Ladies and Gentlemen,

I wish to thank the organisers for the invitation to address to such a distinguished audience and to so many European friends.

I also want to congratulate the organisers for the choice of the venue, as the Finlandia Hall was the venue of the signing the Final Act of the CSCE (Conference on Security and Co-operation in Europe) in 1975. As a kid I started to follow the Europe pretty much thanks to the CSCE. Even your choice of the dinner venue is in line of this, since Kalastajatorppa hosted the famous CSCE reception with the participation ranging from Urho Kekkonen to Olof Palme, Valéry Giscard d'Estaing to Helmut Schmidt, as well as Harold Wilson to Gerald Ford, not to speak Leonid Brežnev to Erich Honecker. It is a historical fact that the CSCE Final Act was a one critical factor of creating the Europe whole and free.

In recent years, fiscal statistics have played a role in my professional life in various ways, when I have worked as member of the European Commission, as Finland's Minister of Economic Affairs, and as a central banker. As Commissioner I was also responsible for Eurostat in 2010-11, until I was appointed Vice-President with stronger competences in fiscal surveillance, when we created a firewall inside the commission and separated these two functions.

As you can probably imagine, data generally are very much present in a central bank governor's typical working day. It starts with a quick look at most recent financial market data and continues with work based, to a large extent, on statistics, regarding particularly inflation and other macroeconomic developments. Banking statistics play a special role, as for Finland they are compiled by the Bank of Finland.

The importance of fiscal data for us follows from the objectives given to the European System of Central Banks. The primary objective is price stability, and it cannot be achieved in the long run without fiscal sustainability. Therefore, while the responsibility for fiscal policy obviously rests with the governments, central banks cannot ignore issues related to fiscal sustainability.

In the European Union, our common fiscal rules play an important role in safeguarding fiscal sustainability. In a moment, I will address some issues related to EU fiscal rules.

However, before that, let me go back in time a few years to a situation where issues related to fiscal sustainability and the reliability of fiscal data suddenly became headline news in Europe. I am referring to Greece and my years as the EU Commissioner for Economic and Financial Affairs.

Slide 2 – summary

The global financial crisis rocked the financial system and the world economy starting in 2008. The first signs of the crisis emerged in the United States, but it soon became clear that the crisis will not remain outside the borders of Europe.

Certain European countries came to suffer more from the crisis than others. In many countries, household borrowing and house price increases were unsustainable, risks had accumulated in the banking system, and large current account deficits marked wide imbalances in the economy.

However, fiscal policies also played a role.

Almost exactly 10 years ago, in October 2009, the financial crisis took a new turn in Europe. It morphed into a sovereign debt crisis. Upon taking office, the Prime Minister of Greece, George

Papandreou, revealed that the fiscal deficit in Greece was significantly larger than previously reported. As it later turned out, the deficit was above 10% of GDP in 2008 and above 15% of GDP in 2009, which triggered and caused the Greek crisis.

As investors became aware of the real state of Greek public finances and of the systematic falsification of statistics, investors woke up to the risk attached to the sovereign bonds of not just Greece but also other vulnerable euro area countries. Papandreou's announcement caused a shock in the financial markets and stupefied political decision makers. The yields on Greek sovereign bonds began to rise to unsustainable levels.

By May 2010, the yield on 10-year Greek sovereign bonds had risen to over 10 percentage points above those of Germany. Greece would no longer have been able to finance its public expenditures. The government did not have many options: Greece had its back against the wall. It had to choose between a default and a request for international support.

A contagion effect was soon felt in other vulnerable countries: Portugal and Spain also saw their credit ratings downgraded in March-April 2010. The crisis was widening and deepening with accelerating speed.

One critical lesson is, that at the time, the EU and the monetary union did not have proper tools to deal with such situations. Those tools needed to be created, and they were. The euro area countries in biggest problems received financial support conditional on stabilisation programs. Setting them up took a fair amount of time and effort.

The acute crises were tamed, and with time, economic healing processes began. However, the losses in economic well-being suffered by so many euro area citizens were grave, and the healing process was in some cases painfully slow. In Greece, it is still ongoing.

\* \* \*

But let me go back to the role of fiscal statistics. Still in 2009, Eurostat, or the European Statistical Agency in Luxembourg, had no authority to audit accounts in the member states. The Commission had actually proposed this in 2005, but the proposal was rejected by the member states in the Council. Hence, the operation of the EMU with respect to the monitoring of public finances was based on trust, not control.

That did not quite work out, as we have witnessed. The system functioned as well or badly as would function a football match where the head coach of one team doubles as the referee of the match! When I learned out about these quandaries, I started working to reinforce Eurostat's audit authority and committed to this endeavour in the hearing at the European Parliament at the beginning of January 2010. When Barroso's second Commission finally took office in February 2010, its very first legislative proposal in its very first formal meeting was indeed the proposal to provide auditing powers to Eurostat. This time the Council and the Parliament processed the proposal quickly, so the new powers entered into force in August 2010.

In September 2010, Eurostat's auditors flew to Athens and delved into the Greek national accounts and began to reform its statistical institution Elstat. For the following year's assessment, Eurostat verified the reliability of the operations of the Greek Statistical Authority and the accuracy of its statistics. Today, Greece's statistics should be as reliable as those in any Member State, and Eurostat normally validates them without reservations.

Ladies and Gentlemen,

During and after the European sovereign debt crisis, the EU economic governance has been substantially reinforced when it comes to rules and surveillance of macroeconomic imbalances – as well as fiscal rules and fiscal surveillance. Likewise, financial regulation and supervision have been strengthened, and the European Banking Union created.

It is sometimes claimed that even the current EU fiscal rules do not work. However, evidence from recent years tells a different story.

Slide 3 – Fiscal deficit

In the EU countries, budget deficits have been reduced during the recent period when fiscal policy supported by the reformed rules has been effectively applied.

This is not to say that the rules are perfect. Perfect rules may not even exist. Creating rules that ensure optimal countercyclical fiscal policies and fiscal sustainability is inherently difficult. Still, I would argue that EU fiscal rules can work, do work – and they can and must also be further

improved.

In the future, the Economic and Monetary Union can work smoothly only if the public finances of all member countries are credibly on a sustainable footing. A functional combination of fiscal policy rules and market discipline is necessary to achieve this. Fiscal rules should be sufficiently well-designed and simple to ensure that, in normal circumstances, we can expect that they will be adhered to when budgets are prepared.

Rules that support sustainability have become commonplace since the 1990s. According to the IMF, nearly 100 states apply national or supranational fiscal rules. Fiscal rules have been linked with a more steady development of budget deficits.

When fiscal rules operate correctly, they do indeed support the conduct of responsible fiscal policy, long-term sustainability of public finances, and the objective of keeping public debt financing costs low. The goal of the EU's fiscal rules is to ensure the sustainability of public finances and, within that framework, to enable sufficient fiscal room for manoeuvre to stimulate the economy in a member state in recession.

Not enough attention was paid to the level of public debt before the financial crisis. During the ensuing recession, debt levels rose sharply due to stimulus measures and weak macroeconomic developments. In the most vulnerable countries, risk premiums rose sharply.

This led to a negative spiral in which a number of countries ultimately had to tighten fiscal policy, even though economic conditions were difficult. This should be avoided in the future.

The EU's fiscal rules have last been revised relatively recently, in 2011. While the body of rules has produced results, it has become rather extensive and sometimes inconsistent. Interpretation of the rules, with all the flexibility options, has become complex and difficult to predict.

More simple fiscal rules would probably serve debt sustainability better, and also increase transparency and facilitate ex-post verification of policies. In the best case scenario, the predictability of fiscal policy and its credibility in the eyes of the public would be enhanced. In exceptional situations, the rules need to allow flexibility, but this should be based on predetermined and consistent criteria.

An expenditure rule can be defined as a medium-term ceiling for the growth of government expenditure, set in relation to the estimated future economic growth and taking into account the stock of public debt. Such a rule would probably serve more effectively as an operational fiscal policy guide than the current rule that is based on the structural fiscal balance.

The so-called automatic stabilizers, such as increased expenditure through unemployment insurance in an economic recession, are important mechanisms of economic adjustment in the Eurozone countries. The expenditure rule would not prevent the operation of automatic stabilizers.

The expenditure rule supports responsible fiscal policy, as we have seen in countries like the Netherlands, Sweden and Finland where it has been used over the past decades. Recent research by the IMF has come by and large to a similar conclusion: the compliance rate of expenditure rules is greater than that for budget balance rules, especially if it is directly under the control of the government and the rule is enshrined in law or in a coalition agreement. Empirical research also indicates that the presence of expenditure rules is associated with stronger fiscal performance, i.e. a higher primary balance and countercyclical fiscal policies.

Finally, it is essential to repeat the paramount importance of national ownership of responsible fiscal policies. Both an expenditure rule and an independent fiscal council can be valuable tools for that goal – but they are only tools, which should be used well. It is worth quoting the director of the IMF's Fiscal Department, Vitor Gaspar, and his co-authors: "One extreme and dangerous manifestation... is the expressed perception by many analysts that European fiscal governance releases countries from their national responsibilities. Nothing could be further from the truth: fiscal policy is, first and foremost, a national responsibility."

Several EU member states have in fact lived in line with Gaspar's recommendation and used the EU rulebook as an instrument to reinforce national ownership of fiscal policy. Belgium, Denmark, Luxembourg and the Netherlands introduced national expenditure rules in 1992 in response to the Maastricht Treaty and its debt and deficit rules. Sweden and Finland followed suit after becoming members of the EU in 1995. Germany went so far as to introduce a constitutional debt brake, which has recently been discussed in Germany and criticised for its excessive rigour that may prevent the

country from meeting its national needs of public investment.

An expenditure rule could well be applied across the EU by including it in the next reform of the Stability and Growth Pact. It could help redress one major problem: before the crisis, the rate of expenditure growth exceeded the growth rate of potential output in many countries, and there were no adequate buffers.

Particularly when economic growth is strong, there are all the good reasons to pay attention to fiscal responsibility. Good times should be used for building fiscal buffers.

Ladies and Gentlemen,

Our experiences during the past years have underlined the importance of fiscal policies that support the long-term economic well-being of euro area citizens. The monetary union needs fiscal rules. It needs rules that reinforce countercyclical policy and fiscal sustainability, as I write in my forthcoming economic policy thriller “Walking the Highwire – Rebalancing the European Economy in Crisis”, to be published in February 2020.

Slide 4 – Walking the highwire

However, neither rules nor market discipline can work properly without timely and reliable fiscal data. Perhaps the most devastating failure of fiscal policies took place in Greece before the sovereign debt crisis.

Without reliable fiscal data, rules and market discipline did not work, and Greek fiscal policy was unsustainable for too long. The results were tragic. One may ask, how much of the ensuing suffering would have been avoided had only fiscal data been reliable.

Fortunately, it looks like we can now be confident that history will not repeat itself at least in this case. I wish you a pleasant and productive conference!



# Pääjohtaja Olli Rehn: Millainen markkinatalous on kestäväällä pohjalla?

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Verkkouutisten talouspoliittinen seminaari

Helsinki 22.11.2019

## Millainen markkinatalous on kestäväällä pohjalla?

Hyvä kuulijat,

Kiitän kutsusta ja mahdollisuudesta saada jakaa kanssanne joitakin ajatuksia nykyisen talousjärjestelmämme kohtalosta.

Omassa päivittäisessä työssäni keskuspankissa sijoitun nykyisin tukevasti talousjärjestelmän konehuoneeseen – sinne, missä julkinen valta vaikuttaa markkinoiden ja makrotalouden toimintaan. Toisaalta markkinatalouden ehtojen ja menestyksen kysymykset laajasti ovat aina lähellä yhteiskunta- ja taloustieteiden kasvatin sydäntä.

Uutiset, joita kuulemme maailmantalouden kehityksestä, ovat taas viime kuukausina olleet synkähköjä. Talouskasvu on maailmanlaajuisesti hidastunut. Erityisen heikkoa on ollut teollisuuden ja kansainvälisen kaupan kehitys. Maailman teollisuustuotannon kasvu on nyt karkeasti ottaen pysähdyksissä, ja maailmankauppa supistuu.

Euroalueen talouden kasvu on hidastunut tuntuvasti. Kokonaistuotanto ei kuitenkaan ole ruvennut supistumaan, eli emme ole taantumassa.

Lähtöleveysuutta koskevat ennusteet eivät lupaa maailmantalouden nopeaa toipumista. Sitä varjostavat Yhdysvaltain ja Kiinan välinen kauppasota, Ison-Britannian EU-eroproessi ja Kiinan talouden käynnissä oleva rakennemuutos. Suomessa talouskasvu ei ole vielä hidastunut jyrkästi, mutta jos heikko meno kansainvälisessä talouskehityksessä jatkuu, se ei lupaa hyvää Suomen taloudelle ja työllisyydelle.

Maailmantalouden vaimeneminen tuottaa pettymyksiä monin paikoin. Kaikkiialla taloudet eivät ole vielä täysin ehtineet toipua finanssikriisistä ja sen jälkiseurauksista, kun uusi taantuma on jo mahdollisuuksien rajoissa. Monessa maassa on vielä aivan liikaa työttömiä, ja nyt on uhkana työllisyyskehityksenkin kääntäminen heikkenevään suuntaan.

\*\*\*

Maailmantalouden viimeaikainen vaimeneminen voi yhdessä muiden huolien kanssa nostaa jälleen esiin kysymyksen markkinatalouden kyvystä tuottaa taloudellista hyvinvointia. Tämä kysymys on perusteltu. Silti kun arvioidaan talousjärjestelmämme vahvuuksia ja heikkouksia, on syytä tarkastella kehitystä pidemmällä aikavälillä.

Huolet ja uhat hallitsevat usein yhteiskunnallista keskustelua, ja niin on syytä ollakin. Silti on tärkeää myös havaita, että ihmisten taloudellinen hyvinvointi on kehittyneissä talouksissa ottanut pidemmällä aikavälillä valtavia harppauksia eteenpäin. Kun tarkastellaan vaikkapa ravintoa, asumisen laatua tai lapsikuolleisuutta, on elämämme nykyisin ratkaisevasti erilaista kuin 50 tai 100 vuotta sitten. Ja kaikki tämä on tapahtunut jotakuinkin nykyisen kaltaisen talousjärjestelmän vallitessa, jota Euroopassa voidaan luonnehtia sosiaaliseksi markkinataloudeksi.

Sitä voi pitää monelta osin merkittävänä onnistumisena. Toisaalta asiat eivät ole kaikkiialla menneen koko ajan hyvään suuntaan. Erilaisista epäkohdista ja ajoittaisista taka-askeleista ei ole ollut pulaa. Viime vuosikymmeninä taloudellinen eriarvoisuus on eri mittarien mukaan lisääntynyt monissa maissa. Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on osoittanut kriisiherkkyytensä, ja kriisejä on usein seurannut mittava taloudellinen pahoinvointi. Ilmastonmuutos on lähes kaikkien tunnustama ongelma, mutta samaan aikaan talousjärjestelmästä riippumatta maailma tuottaa ilmakehään aina vain lisää kasvihuonekaasuja.

\*\*\*

Tärkeä näkökulma markkinatalouden kykyyn tuottaa hyvinvointia on se, mikä on julkisen vallan rooli

talouden ohjaamisessa. Se on vaihdellut monessa suhteessa eri maissa eri aikoina. Markkinoiden ja julkisen vallan roolien korostuminen on joskus nähty toistuvana heiluriliikkeenä. Välillä julkisen vallan rooli koetaan jäykistävänä ja perusteettomia etuoikeuksia itselleen hankkineita ryhmiä puolustavana. Toisinaan taas kahlitsemattomat markkinat – varsinkin sääntelemätön finanssikapitalismi – nähdään epävakaina ja kansalaisten yhteisten etujen kannalta haitallisina. Yhden tulkinnan tästä esitti Johannes Virolainen 1940-luvulla, kun hän kirjoitti yrittäjähenkisestä elämänskatsomuksesta ja totesi, että ”kapitalismi on markkinatalouden rappeutunut muoto”. Mielestäni valtion ja markkinoiden asettaminen suoraan ja päistikkaa toisiaan vastaan ei tee kummallekaan oikeutta. Keskinäisen kilpailun lisäksi ne todellisuudessa täydentävät toisiaan. Avainkysymys on, miten tämä suhde valtion ja markkinoiden välillä järjestetään. Meillähän tähän kysymykseen vastaamisen vaikeudesta on valitettavan ajankohtainen esimerkki tällä hetkellä suomalaisilla työmarkkinoilla. En mene siihen, vaan pysyn periaatteellisella tasolla. Toivon toki, että työmarkkinoiden umpisolmuun löydettäisiin pikainen ratkaisu. Reaalisosialismin romahdus osoitti, ettei valtio pysty takaamaan kansalaisilleen hyvää elämää ilman markkinoita ja toimivaa hintajärjestelmää, jotka kohdentavat resursseja tehokkaasti ja lisäävät siten taloudellista ja yhteiskunnallista hyvinvointia. Toisaalta markkinat eivät voi toimia hyvin ilman valtiota, joka mahdollistaa vapaan yrittämisen, suojelee omistusoikeuksia, takaa oikeudelliset sopimukset ja korjaa markkinoiden puutteita. Kolmas pilari, yhteisö, on puolestaan tärkeä vapaisiin markkinoihin ja demokratiaan perustuvan poliittisen järjestelmän hyväksyttävyyden kannalta, kuten Raghuram Rajan esittää tuoreessa kirjassaan *The Third Pillar: The Revival of Community in a Polarised World*. Oikeusvaltion periaate on todellakin demokraattisen valtion kulmakivi ja aidon markkinatalouden edellytys. Länsi- ja Pohjois-Euroopassa sitä täydennetään edistämällä sosiaalista oikeudenmukaisuutta ja kaventamalla tuloeroja tulojen uudelleenjaon kautta, ja siksi modernia eurooppalaista valtiota pidetään sosiaalisena markkinataloutena, joka on myös EU-sopimuksesta löytyvä käsite. Sosiaalisessa markkinataloudessa demokraattisen politiikan tehtävä on asettaa markkinoille säännöt ja antaa jokaiselle mahdollisuus kehittää itseään. Paul De Grauwe pohtii markkinoiden ja valtion välistä heiluriliikettä pari vuotta sitten ilmestyneessä kirjassaan *The Limits of the Market*. Hän vertailee 1930-luvun suurta lamaa ja 2000-luvun ensimmäisen vuosikymmenen suurta taantumaa julkisen vallan roolin ja makrotalouden ongelmien näkökulmasta. Hän muistuttaa, että molempina ajanjaksoina valtio rajoitti markkinoita ja vahvisti julkisen sektorin roolia talouden ohjailussa. Maailmantalouden kasvu ja työllisyys palautuivat kuitenkin huomattavasti nopeammin vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen. De Grauwe panee tämän merkittävän saavutuksen taloustieteen ansioksi. Vaikka valtaviiran taloustiede ei kyennytkään ennakoimaan finanssikriisiä eikä siten edesauttamaan sen ennalta ehkäisemisessä, tuossa vaiheessa taloustieteen diagnoosi finanssikriisin vaikutuksista ja lääkityksestä oli valtaosin oikea. Sen pohjalta kansainvälisellä koordinaatiolla toteutettu vuosien 2008–2009 elvyttävä raha- ja finanssipolitiikka auttoi estämään deflaatiokierteen ja palauttamaan kokonaiskysynnän. Tämä on tärkeä ja tarpeellinen muistutus taloustieteen merkityksestä ja siitä, miksi tarvitsemme sitä. Itse asiassa yksi kriisien opetuksista koskee nimenomaan taloustieteen merkitystä. On tärkeää, että taloustieteilijät ja taloustiede jatkavat yhteiskuntataloudellisesti parhaiden mahdollisten ratkaisujen etsimistä ja niiden puolustamista.

\*\*\*

Taloustieteen merkitys markkinoiden ja julkisen vallan rooleja arvioitaessa korostuu ilmastonmuutoksen torjunnassa. Ilmastonmuutos on tyyppiesimerkki siitä, mitä taloustieteessä kutsutaan ulkoisvaikutukseksi: saastuttajat eivät ole joutuneet maksamaan toimintansa vahingollisista seurauksista. Kasvihuonepäästöillä ei siis ole ollut hintaa. Markkinat eivät kuitenkaan ratkaise tällaista ongelmaa ilman julkisen vallan toimia.

Ilmastopolitiikassa on paljon ratkaisemattomia ja vaikeita kysymyksiä, mutta taloustieteen piirissä vallitsee varsin laaja yhteisymmärrys hyvän politiikan peruseriaatteista. Ilmastopolitiikan tulisi olla taloudellisesti ja vaikutuksiltaan tehokasta ja oikeudenmukaista. Lisäksi järjestelmä pitäisi rakentaa siten, että kaikilla mailla olisi kannustimet osallistua siihen.

Koska ilmastonmuutos on globaali ongelma, siihen tarvitaan globaaleja ratkaisuja, minkä vuoksi

tehokkainta olisi asettaa kasvihuonepäästöille yksi maailmanlaajuinen hinta. Globaali hiilivero kannustaisi vähentämään päästöjä siellä, missä se on halvinta. Globaalit mekanismit ovat periaatteessa parhaita, ainakin taloustieteilijän ideaalimaailmassa. Käytännössä on kuitenkin löydettävä sellaisia ratkaisuja, jotka myös voidaan toteuttaa pian ja jotka tuottavat konkreettisia tuloksia.

Vaikka tavoitteena on siis maailmanlaajuinen ilmastopoliittikka, ei ole realistista olettaa, että kaikki maailman maat lähtevät heti mukaan. Eurooppa on edelläkävijä, Yhdysvallat ja Kiina tulevat perässä. Alueelliset ratkaisut, kuten Euroopan unionin päästökauppa, ovat yhtä kaikki hyödyllisiä siirtymäkaudella – joka voi olla pitkäkin.

Olin Euroopan komission jäsenenä tekemässä ja päättämässä vuosien 2008 ja 2013 eurooppalaisia ilmasto- ja energialinjauksia. Ne määrittävät tänäkin päivänä Euroopan unionin ja sen jäsenmaiden päätöksentekoa ja todellisuutta. Molemmat olivat isoja edistysaskelia, jotka tekivät EU:sta globaalin edelläkävijän ilmastomuutoksen hidastamisessa. Mutta valuvikojakin niihin jäi, kuten EU:n päästölupakauppaan alun perin: esimerkiksi ensimmäisen päästölupakauden lopulla lupien hinta romahti ja lupajärjestelmän ohjaava vaikutus siten lakkasi väliaikaisesti. Kun matkalla on opittu, osa näistä valuvioista on sittemmin korjattu.

Taloustieteilijöiden piirissä globaalia hiiliveroa pidetään nykyisin parhaiten ilmastopoliittikkaan sopivana välineenä: kun veron taso ja tuleva ura on tiedossa, yrityksillä ja kotitalouksilla on selkeät hintakannustimet. Kuvaavaa on, että jopa 3419 amerikkalaista ekonomistia, ml. 27 talousnobelistia ja keskuspankki Fedin kaikki elossa olevat entiset pääjohtajat, vaati äskettäin hiiliveron – ensi vaiheessa kansallisen – toteuttamista. Tämä tuskin toteutuu presidentti Trumpin aikana.

Tämän hetken ja lähivuosien realiteetti lienee silti, että päästölupakaupalle voi olla helpompi saada yleinen, poliittinen, hyväksyntä, ja se on toteuttamiskelpoisempi, kuten EU on osoittanut. On mahdollista, että Kiina luo oman vastaavan järjestelmänsä, myös EU:n kokemuksia hyödyntäen.

\*\*\*

Kuten mainitsin edellä, taloudellisen eriarvoisuuden lisääntyminen on yksi tekijä, joka voi saada epäilemään nykymuotoisen markkinatalouden elinvoimaisuutta. On kiistaton tosiasia, että kotitalouksien väliset tuloerot ovat viime vuosikymmeninä kasvaneet useimmissa kehittyneissä talouksissa. Tuloerot ovat kasvaneet erityisen paljon mm. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa. Yhdysvalloissa tulojen kasvu on kasautunut kaikkein suurituloisimmille. Mediaanikotitalouden eli keskimmäisen kotitalouden tulot ovat kasvaneet hyvin vähän, kun tulojen muutosta tarkastellaan reaalisena eli inflaatiolla korjattuna.

Erilaisista sosialistisista kokeiluista tiedetään, että jos palkka ei vastaa ponnistusta ja tuloerot olisi painettu nolnaan, työn tekemisen ja yrittämisen kannustimet tuskin olisivat kohdallaan. Toisaalta hyvin suuret tuloerot ovat paitsi sosiaalisesti myös talouskasvun kannalta haitallisia. Jos ne esimerkiksi heikentävät pienituloisten perheiden lasten mahdollisuuksia hankkia koulutusta, lahjakkuuspotentiaalia jää hyödyntämättä.

Tuloerot ovat yksi näkökulma taloudelliseen eriarvoisuuteen. Toinen tärkeä näkökulma on, kuinka moni jää sivuun työelämästä ja sen myötä ehkä yhteiskunnasta muutoinkin. Euroopassa on maita, joissa työttömyys on hyvin vähäistä, mutta toisaalta on myös maita, joissa se on yhä suuri ongelma jo useita vuosia jatkuneesta talouskasvusta huolimatta. Ikävä kyllä Suomi kuuluu jälkimmäiseen joukkoon. Meillä työttömyysaste on 28 EU-maan joukossa seitsemänneksi korkein.

Jotta talouden kehitys voi olla kestäväällä pohjalla, on tärkeää, että mahdollisimman moni pääsee nauttimaan yleisen hyvinvoinnin paranemisesta ja mielekkästä osallistumisesta työelämään. Tämä näkökulma on syytä ottaa huomioon monilla talous- ja yhteiskuntapolitiikan osa-alueilla, ei vähiten koulutusjärjestelmän ja sosiaalisten turvaverkkojen kehittämisessä. Myös aktiivisella työvoimapolitiikalla, palkanmuodostuksella ja asuntopolitiikalla on merkitystä, kun pyritään siihen, että mahdollisimman harva jää koulutuksen, työelämän ja hyvinvoinnin rakentamisen ulkopuolelle.

\*\*\*

Kaiken kaikkiaan, kun markkinatalous pyritään saamaan toimimaan mahdollisimman kestäväällä tavalla, on tutkimuksen merkitys suuri.

Presidentti Mauno Koivisto kirjoitti aikoinaan Suomen Pankin pääjohtajana juonikkaasti, että talouspolitiikka on aina väärää jostakin näkökulmasta. Siihen voi yhtyä, jos ei kriittisen rationalismin hengessä usko yhteen absoluuttiseen totuuteen yhteiskunnan kehittämisessä.

Toisaalta taloustiede ja muut yhteiskuntatieteet ovat tuottaneet paljon sellaista vertaisarvioinnin seulan läpäissyttä tutkimustietoa, joka auttaa erottamaan järkipäisesti perustellun talouspolitiikan epätieteellisestä tai pelkkään mutu-tuntumaan perustuvasta politiikasta.

Talusteoriaa, empiiristä evidenssiä ja tilastollisia menetelmiä yhdistelevät taloustieteelliset analyysit antavat arvokasta tietoa yhteiskunnan ja kansalaisten yhteisestä hyvästä. Taloushistorian, poliittisen talouden ja käyttäytymistieteidenkin tutkimus on olennainen osa tällaista asioiden ytimiin menevää, kokonaisvaltaista tutkimusohjelmaa.

Siinä missä tiede ja tutkimus antavat tietopohjaa, yhteiskunnan arvovalinnoista päätetään kansanvaltaisesti. Markkinatalouden onnistumisen kannalta keskeistä on demokraattisten instituutioiden toimivuus. Kun kansalaiset pystyvät osallistumaan laajasti ja laadukkaalta tietopohjalta yhteiskunnalliseen päätöksentekoon, vähenee riski siitä, että julkisen vallan talouteen kohdistuva ohjaus menee täysin pieleen.

Tällaisten peruspilareiden varaan on hyvä rakentaa vähiten tai edes vähemmän väärää talouspolitiikkaa ja sosiaalisen markkinatalouden menestystä. Ne antavat myös hyviä eväitä selvittää lähivuosien talouskehityksen uhista ja ratkaista pidemmän aikavälin ongelmat.

Kiitos mielenkiinnosta ja toivotan antoisaa seminaaria!

1 Tilanne syyskuussa 2019 Eurostatin tilastojen mukaan.

# Pääjohtaja Olli Rehn: Keskuspankkien rooli taantuman torjunnassa

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

EK:n syysseminaari

20.11.2019

[Esityskalvot](#) (PDF)

## Keskuspankkien rooli taantuman torjunnassa

Hyvät kuulijat,

Kiitän kutsusta ja mahdollisuudesta arvioida keskuspankkien toimintaa sekä esitellä talouden ja rahapolitiikan näkymiä näin arvovaltaiselle ja etenkin vaikutusvaltaiselle yleisölle.

Kun rahapolitiikasta nykyään päätetään yhdessä koko euroalueelle, se saattaa vaikuttaa kaukaiselta asialta suomalaisesta näkökulmasta, siitäkin huolimatta, että Suomen Pankki on aktiivinen vaikuttaja Euroopan keskuspankin päätöksenteossa. Rahapolitiikan päätökset tuntuvat Suomen taloudessa monen vaikutuskanavan kautta, ja keskuspankille on tärkeää päästä kertomaan näistä päätöksistä Suomessa.

Kun arvioidaan keskuspankkien roolia taantuman torjunnassa, on hyvä palauttaa mieliin euroalueen velkakriisin historia.

Kriisin edetessä vuodesta 2010 lähtien haavoittuvat jäsenvaltiot altistuivat finanssimarkkinoiden myllerrykselle ja suoranaistulle markkinapaniikille, kun niiden vastuut omasta velkaantumisesta ja pankkiensa tappioista kasvoivat. Euroalueella ei kuitenkaan ollut mitään vakausmekanismia, joka olisi toiminut rahoituksellisena palomuurina.

Tuossa tilanteessa Euroopan keskuspankki EKP epäröi pitkään valtioiden joukkovelkakirjojen osto-ohjelmiin turvautumista, mutta siitä tuli lopulta välttämätöntä rahoitusmarkkinoiden turbulenssin hillitsemiseksi. EKP alkoi askelittain muuttaa politiikkaansa aktiivisempaan suuntaan, ja sen myötä epätavanomaiset rahapolitiikan välineet tulivat osaksi EKP:n välineistöä.

Perusteellisesti EKP muutti rahapolitiikkaansa ja keinovalikoimaansa syksyllä 2012, kun EKP:n neuvosto päätti pääjohtaja Mario Draghin ”whatever it takes” –puheen jälkeen hyväksyä suorien kauppojen (OMT, Outright Monetary Transactions) ohjelman. Ohjelma tuli voimaan syyskuussa 2012, mutta sitä ei ole koskaan jouduttu käyttämään. Tieto sen olemassaolosta on riittänyt. Euron hajoamisen riski saatiin pois päiväjärjestyksestä riittävän ronskilla päätöksellä ja taitavalla viestinnällä.

Vuonna 2014 EKP otti käyttöön negatiiviset korot. Vasta vuodesta 2015 alkaen eli viisi vuotta Yhdysvaltain Fedin jälkeen se käynnisti laajan velkapapereiden osto-ohjelman. Tämä auttoi peittoamaan deflaatiovaaran eli laskevien hintojen kierteen, joka olisi ollut myrkyä elpymiselle ja keskuspankin kyvyille torjua taantumia myös tulevaisuudessa.

EKP muuttuikin vuosina 2010–2015 vaivihkaa saksalaisperäisestä amerikkalaismalliseksi keskuspankiksi, ”Bundesbankista Fediksi”. Muutos oli pragmaattinen ja vähittäinen, ja se tapahtui enemmän askelittain kuin suunnitellusti.

Olen käsitellyt eurokriisin taustaa ja opetuksia sekä tätä EKP:n talousopillisestikin merkittävää muodonmuutosta tarkemmin tuoreessa kirjassani Kuilun partaalta (Walking the Highwire).

Mitä EKP:n muodonmuutoksesta seurasi? Ensinnäkin se auttoi palauttamaan rahoitusvakauden ja luottamuksen pankkijärjestelmään, mikä oli ratkaisevan tärkeää elpymisen ja kasvun kannalta.

Toinen vaikutus oli, että EKP:n toimet avasivat finanssipolitiikalle uusia mahdollisuuksia kesän 2012 jälkeen, sillä ne käänisivät valtionlainojen korot laskuun ja auttoivat poistamaan välittömän uhkan euroalueen valtioiden sulkeutumisesta markkinarahoituksen ulkopuolelle.

On kuitenkin tärkeää huomata, että EKP:n toimenpiteet eivät olisi toimineet yksinään: julkisten talouksien vakauttamisella sekä Euroopan vakausmekanismin EVM:n luomisella vuosina 2010–2012 oli kriisin alkuvaiheessa ratkaiseva merkitys talouden toistuvan kuohunnan hillitsemisessä ja

rahoitusvakauden palauttamisessa.

Kriisin pitkittymisen suurin syy oli se, että euroalue horjui kahden vaiheilla eikä vastannut kriisin alussa riittävällä tulivoimalla. Siksi rahoitusjärjestelmän happikato kesti luotonannon kannalta liian pitkään.

Toisinkin olisi voitu toimia. Kun kriisi iski syyskuussa 2008, Yhdysvallat vaihtoi lähes välittömästi kriisiajan toimintamalliin: rahapolitiikka oli hyvin elvyttävää ja rahoitusjärjestelmän toimintakyky palautettiin nopeasti vuosina 2008–2010. Euroalueella sitä vastoin saatiin kunnon välineet rahoitusjärjestelmän korjaamiseen vasta vuosina 2012–2014.

Yksi olennainen silloisten päättäjien (myös itseni) johtopäätös oli, että euroalueen saaminen takaisin kestävälle kasvun uralle edellytti rahoitusvakauden määrätietoista palauttamista. Euroalue sai kannustimen rakentaa pankkiunioni, joka on edistynyt hyvin, mutta on edelleen kesken.

Kuten Fedin ex-pääjohtaja Ben Bernanke toteaa:

”Keskuspankkiirit ja muut päättäjät voivat oppia taantumasta muutamia asioita. Ensinnäkin taantumun, deflaation tai molempien aikana on tärkeää harjoittaa voimakasta rahapolitiikkaa, jolla täystyöllisyys ja normaali inflaatio saadaan palautettua. Toiseksi päättäjien pitää taata rahoitusvakaus ja normaali luotonanto päättäväsillä toimilla.”

Hyvät kuulijat,

Miltä näyttää euroalueen näkymä ja rahapolitiikka tällä hetkellä tätä lähihistorian taustaa vasten?

Kun tehtäväni Suomen Pankin pääjohtajana alkoi kesällä 2018, EKP oli aloittamassa rahapolitiikan normalisointia. Näytti siltä, että edellytykset inflaation kestävälle palautumiselle tavoitteensa mukaisesti olisivat olemassa – myös ilman poikkeuksellisen voimakkaasti kasvua tukevan rahapolitiikan tukea. Inflaatiotavoitehan on alle 2 % mutta lähellä sitä.

Euroalueen rahapolitiikan mitoitus oli tuolloin vahvasti kasvua tukevaa. Ohjauskorot olivat hyvin matalat. Laaja arvopapereiden osto-ohjelma kasvatti eurojärjestelmän tasetta ja kevensi rahoitusoloja.

Arvopapereiden netto-ostot lopetettiin vuoden 2019 alussa. Erääntyvien arvopapereiden pääomien uudelleensijoittamisia kuitenkin jatkettiin.

Kun päätös netto-ostojen lopettamisesta tehtiin vuoden 2018 joulukuussa, talouskehitys oli kuitenkin jo heikentynyt. Kasvuennusteita oli jouduttu tarkistamaan heikompaan suuntaan kesästä 2018 lähtien.

Öljyn kallistuminen oli kiihdyttänyt inflaation 2 prosentin tuntumaan. Pohjainflaatio, joka kertoo kokonaisinflaatiota enemmän tulevista hintapaineista, oli kuitenkin edelleen vain yhden prosentin luokkaa.

Pian kävi ilmi, että kasvun hidastuminen ei ollut lyhytkestoinen ilmiö. Vuoden 2019 alussa saatiin huonoja uutisia maailmantaloudesta. Maailman tavarakaupan kasvu kääntyi pakkaselle, ja teollisuustuotannon kasvu pysähtyi. Tilanne ei ole sen jälkeen kohentunut.

Heikkenemisen merkittävin syy on ollut Yhdysvaltojen ja Kiinan välinen kauppasota. Sitä ruokkivat myös Ison-Britannian EU-eroproessi ja merkit Kiinan talouskasvun hidastumisesta.

Nyt näyttää siltä, että euroalueen talouskasvu pysyy lähiaikoina melko hitaana. Taantumaa ei ainakaan tässä vaiheessa ennusteta, mutta kasvun hitaus näyttää joka tapauksessa vaimentavan inflaatiopaineita.

Siksi rahapolitiikan suunta käännettiin syyskuussa 2019 aiempaa enemmän kasvua tukevaksi.

Pankkien keskuspankkiin tekemille talletuksille maksettava korko päätettiin laskea -0,4 prosentista -0,5 prosenttiin. Lisäksi osto-ohjelmassa päätettiin arvopapereiden netto-ostojen aloittamisesta uudelleen. Vahvasti kasvua tukevaa rahapolitiikkaa tarvitaan euroalueella vielä pidemmän aikaa. Oleellista on, milloin inflaationäkymät palautuvat vankasti riittävän lähelle kahta prosenttia ja kehitys näkyy myös pohjainflaatioissa.

Viimeisimmät tiedot kertovat, että kansainvälinen talouskehitys on jatkunut vaimeana etenkin teollisuuden osalta. Toisaalta palvelu- ja rakennusaloilla kehitys on edelleen vakaata euroalueellakin, vaikka se on hidastunut jonkin verran. Euroalueen talouskasvu saa vetoapua suotuisista rahoitusoloista, hyvästä työmarkkinatilanteesta sekä varovaisen elvyttävästä finanssipolitiikasta.

Hyvät kuulijat,

Mitä kansainvälisten talousnäkyvien heikkeneminen merkitsee Suomelle? Pienenä avoimena taloutena Suomi ei voi välttyä vaikutuksilta. Viennin kasvu on jo hidastunut, ja Suomen vientimaiden,

kuten Saksan ja Ruotsin näkymät ovat heikentyneet.

Työllisyyden kehitys oli Suomessa poikkeuksellisen hyvää vuosina 2017 ja 2018. Työllisyysaste nousi nopeasti. Tänä vuonna nousu on hidastunut.

Työllisyyttä ovat tukeneet maailmantalouden vedon lisäksi kotimaassa tehdyt ratkaisut:

kilpailukyky sopimus, palkkamallit ja rakenteelliset uudistukset. Nyt kansainvälisen talouden vetoapu hiipuu, ja kotimaassa tehtyjen ratkaisujen sato alkaa olla korjattu.

Hallituksen 75 prosentin työllisyysastetavoite on tärkeä, ja sitä kohti tulee pyrkiä. Työllisyysasteen kääntäminen uudelleen tuntuvaan nousuun vaatii sekä uudistuksia hallituksen taholta että työllisyyttä tukevia ratkaisuja työmarkkinakerrokselta.

Työllisyysasteen kestävä nostamiseen tarvitaan joukko samaan suuntaan vaikuttavia toimenpiteitä kolmella osa-alueella: työvoiman kysynnän, tarjonnan ja kohtaannon suhteen. Tarjontaan voidaan vaikuttaa kannustimien avulla. Kohtaanto-ongelmien lieventämisessä tärkeässä roolissa ovat koulutus, työnvälityksen tehokkuus ja asuntopolitiikka. Kysynnän kannalta keskeinen merkitys on onnistuneen suhdannepolitiikan lisäksi kotimaisten kustannusten kehityksellä muihin maihin nähden. Suomalaisen työn ja tuotannon kustannuskilpailukyky on viime vuosina parantunut, kun se sitä ennen heikkeni useiden vuosien ajan. Paranemista tapahtui etenkin vuonna 2017, kun kilpailukyky sopimus astui voimaan. Vuonna 2018 kustannuskilpailukyky eri mittarien mukaan parani edelleen hieman, ja sama näyttää jatkuneen tänä vuonna. Tähän ovat vaikuttaneet melko maltilliset palkkaratkaisut.

Kustannuskilpailukykyyn paraneminen kohentaa tuotannon ja työllisyyden edellytyksiä etenkin talouden avoimella sektorilla ja ajan mittaan myös kotimarkkinatoimialoilla. Lievä paraneminen on yhä tarpeen, jotta viennin markkinaosuus ja vientialojen työllisyys saataisiin pitkän aikavälin trendinsä tasolle.

Julkisen talouden näkymät riippuvat suuresti työllisyydestä. Nyt näyttää siltä, että alijäämä alkaa kasvaa uudelleen ja velkasuhde kääntyy nousuun. Kun myös väestön ikääntyminen painaa julkista taloutta, olisi tulevaan kehitykseen varauduttava nyt. Myös tällä viikolla raporttinsa julkaissut kansainvälinen valuuttarahasto IMF korostaa työllisyyden vahvistamisen ja julkisen talouden tervehdyttämisen tarvetta.

On tärkeää, että julkista taloutta vahvistetaan aktiivisesti silloin, kun talous ei ole matalasuhdanteessa. Nykyhetkeä voidaan verrata 1990-luvun alun laman jälkeiseen tilanteeseen. Tuolloin julkisen talouden velka-astetta laskettiin useiden vuosien ajan. Vuonna 2008 velkasuhde oli enää 33 %. Kun kansainvälisen finanssikriisin vaikutukset iskivät Suomeen vuoden 2008 jälkipuoliskolta alkaen, julkinen talous pystyi tukemaan kotimaista kysyntää. Aiempaa pienempi julkinen velka antoi tälle tilaa.

Mikä on tilanne Suomessa, kun kansainvälinen talous seuraavan kerran joutuu taantumaan? Mitä pienempi on tuolloin julkinen velka, sitä suurempi on julkisen talouden liikkumavara.

Meillä ja muuallakin vedotaan etenkin laskusuhdanteessa mieluusti Keynesin oppeihin ja vaaditaan finanssipoliittista elvytystä. Tähän voi olla perusteensa suhdanteen tasaamiseksi, jos julkisessa taloudessa on liikkumavaraa. Mutta kovin usein tuntuu kasvavan talouden oloissa unohtuvan lainkaan kiristää finanssipolitiikkaa, vaikka Keynesin opin mukaan pitäisi – mikä lienee eräänlaista puolikeynesiläisyyttä. Kehtaisikohan peräänkuuluttaa kokonaiskeynesiläisyyttä? Jos talouden kasvaessa maltetaan kasvattaa julkisen talouden puskureita, niitä voidaan tehokkaasti hyödyntää taantumien koittaessa.

Hyvät kuulijat,

Euroalueen tie kohti vakautta ja kasvua tällä vuosikymmenellä on ollut pitkä ja mutkainen. Nyt voi kuitenkin sanoa, että sillä tiellä on tultu pitkälle.

On vielä ennen aikaista arvioida, onko jonkinlainen ”uusi normaali” saavutettu, mutta puitteet, joissa keskuspankki ja poliittiset päättäjät nyt toimivat, ovat hyvin erilaiset kuin 10 vuotta sitten. Rahaliiton rakenteet ovat tuntuvasti vahvemmat. Mihinkään itsetyytyväisyyteen ei kuitenkaan ole varaa.

Rahaliiton vahvistamista on syytä jatkaa.

Rahapolitiikka on tukenut voimakkaasti talouskasvua viime vuosina, ja tukee yhä. Yksin sen varaan emme kuitenkaan voi laskea taloutta, emme Suomessakaan. Työllisyyttä ja tuottavuuden kasvua kestäväällä tavalla vahvistavat toimet ovat enemmän kuin tarpeen.

[Pääjohtaja Olli Rehn: Keskuspankkien rooli taantuman torjunnassa](#) from [Suomen Pankki](#)



# Governor Olli Rehn: Global and European Economy from the Finnish Perspective

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Opening Remarks at the National University of Singapore,  
Singapore, 7 November 2019

[Presentation slides](#) (PDF)

## **Global and European Economy from the Finnish Perspective**

Ladies and Gentlemen,

It is my great pleasure to be here in Singapore today and have the chance to discuss the economic outlook and monetary policy with you.

Singapore is a small and very open economy with a financial system that is highly integrated into the international financial markets. With a population of some 5.5 million, there is a whole lot that Finland and Singapore have in common. Never mind the fact that in Singapore's case the whole population lives in an area that is equal to the Helsinki metropolitan region! Anyway, we can both be proud of a high-quality education system and a skilled labour force that support an economy which is largely based on high-tech, innovation and R&D activity.

In my opening remarks I will discuss the global economic outlook with a particular focus on the euro area and the ECB monetary policy.

Some weeks ago, at the Annual Meetings of the IMF and the World Bank, the mood was pretty gloomy. The global economy is in a synchronised slowdown due to the prolonged pervasive uncertainty that is damaging trade and investment. Global growth forecast for this year has been downgraded to 3 per cent – the lowest level since the global financial crisis.

Deterioration of industrial confidence and a sharp and broad-based slowdown in global manufacturing explain the latest downgrade. The expected moderate pick-up of global growth in 2020 rests on a projected improvement in the performance in several of emerging markets and developing economies. Yet, there are elevated downside risks, including an escalating trade war, the ongoing Brexit concerns and the geopolitical turbulences in the Middle East. Thus, a much more subdued outcome could well materialise, with ramifications for both Asia and Europe.

In the euro area, we have been on a path of recovery and growth since 2013, when the euro crisis had been contained. Growth became gradually more robust and culminated in a 3 per cent expansion in 2017. However, growth has now decelerated to about 1 per cent. Yet, thanks to the falling unemployment, the labour market remains resilient and is keeping up domestic demand in Europe, e.g. in Finland. So far the weaknesses in trade and manufacturing have not suffocated the service sector and domestic demand, and we are not predicting recession.

Having said that, Europe faces its own structural problems, such as population ageing and declining productivity growth, as well as the long-term challenge of mitigation of and adjustment to climate change. And we have to add the UK debate on its relation with the EU, which resembles a Shakespearean drama – not his best work, though, as it has become rather repetitive – of “to Brexit or not to Brexit, and if so, how”. The Brexit deadline has yet again been postponed, and the UK is now going to hold parliamentary elections in December. The recent estimates by the Bank of England suggest that successful preparations have softened the impacts of a worst-case scenario. However, a disorderly Brexit would still impose severe economic damage on the UK. For the EU27, the impacts vary widely between the countries with the order of magnitude being about 10 – 30 per cent of the negative impact experienced in the UK.

## **Maintaining an accommodative monetary policy stance**

Inflation in the euro area has stubbornly continued to fall short of the ECB's target, and inflation is projected to remain subdued. In response, the Governing Council of the ECB substantially increased monetary accommodation at its meeting in September. With this decision, financing conditions will remain accommodative for an extended time period and contribute positively to the euro area's growth outlook.

The past decisions to restart the easing phase in March this year and to resume the net asset purchases in September were taken in response to the continued shortfall of inflation with respect to our target. This does not mean that we would close our eyes to possible negative side effects of unconventional monetary policy. However, as long as the synchronised global slowdown continues, there is no economically meaningful alternative to an accommodative monetary policy stance – and it is better to be safe than sorry.

In this context, monetary policy needs to make inflation expectations converge with the price stability objective. It is our ambition that as a result of our actions, we will see a rebalancing of the euro area economy and the normalisation of interest rates. Nevertheless, low interest rates, low inflation, and persistently low growth have put our economic theories and past empirical relationships to a real litmus test.

Discussions concerning a review of the ECB's monetary policy strategy have progressed over the year, and a broad consensus has emerged regarding its implementation. The ECB's new President, Christine Lagarde, has indicated her willingness to conduct such a review.

In my view, a successful implementation of the strategy review would deepen the research-based knowledge underpinning the monetary policy strategy and thereby enhance the common understanding on policy stance within the Governing Council. The review process should thus contribute to better monetary policy decision making and likewise support consistent communication on the monetary policy stance.

Next, I shall discuss two particular policy issues that play a major role in relation to monetary policy and the ECB decision-making. First, macroprudential policy; second, the policy mix with fiscal policy.

### **Macroprudential policy as the second pillar of central banking**

Post-crisis, **macroprudential policy has become the second key pillar of central banking today**, alongside monetary policy. Its guiding principle is that every country must find a macroprudential policy toolkit that is suitable for performing purposeful and well-targeted policies, and in general these toolkits should be made more comprehensive and wide-ranging than today. However, macroprudential toolkits are insufficient in many countries due to ongoing structural changes, like the growth of the non-bank financial sector and non-traditional loan products.

For instance, the traditional dominance of banks as providers of credit and finance has started to weaken. The growth of the non-bank financial sector has taken different speeds and forms in different countries and regions. A case in point is China, where the size of the non-bank financial sector was about 10% of annual GDP a decade ago. Now its size is over 100%.

Furthermore, we should not neglect the effects of certain global megatrends on macroprudential risks. For instance, rapidly expanding urbanisation is widening the regional differences in local housing markets and creating house price bubbles in some of the fastest growing cities.

Digitalisation is creating previously unknown challenges to macroprudential policies. With the emergence of new players like FinTech and especially BigTech companies, new types of credit channels and changes in interconnectedness are affecting systemic risks in finance. And one of the even too “hot” topics in the macroprudential field is the long-term impact of global warming on financial stability. These will call urgent and focused attention by macroprudential policymakers.

Meanwhile, I find the debate on whether macroprudential policy should be formally part of the central banks' mandate as mostly exegetic, even theological – macroprudential policy is *de facto* the second pillar now, and *de jure* this fact has in Europe been anchored in the EU's secondary legislation, both as to the role of the financial supervisory authorities in the member states, and of the European Systemic Risk Board.

### **Need for a better policy mix**

Moreover, many of the challenges we face are beyond the mandates of central banks. Better policy coordination – or policy mix – is key for better economic outcomes, especially since the monetary policy space is limited.

The challenges in the domain of governments and fiscal authorities are both long- and short-term in nature. Good examples of long-term structural issues are competitiveness and climate change. To deal with them, structural reforms need to be harnessed to boost productivity and the euro area's growth potential and to reduce structural unemployment.

Fiscal policy can affect economic activity in the short term. That's why automatic stabilisers should

be able to play their full role. Moreover, while euro area economies have different fiscal constraints, fiscal measures should be actively pursued in countries where fiscal space is available. Such measures should be aimed at growth-enhancing public investment.

In this endeavour, further development of the euro area financial architecture plays an important role. We need to finalise the Banking Union and make true progress with the Capital Markets Union.

Moreover, sustainable finance will play a major role in the development of European capital markets.

The European green bond market is the single largest green bond market in the world and the

European Investment Bank is one of the largest multilateral providers of climate finance worldwide.

Ladies and Gentlemen,

To sum up: due to the prolonged pervasive uncertainty, we expect a period of slower growth – but no recession. Inflation is projected to remain subdued. That's why monetary policy will remain

accommodative for an extended period of time. Moreover, a strategy review is an opportunity to

enhance common understanding and consistent communication on monetary policy. Concerning

flanking policies, macroprudential policy needs to be active and widen its toolbox, and we need a

better policy mix where fiscal policy and structural reforms carry more responsibility for productivity

and growth, so that monetary policy will not be the only active player in the field. And finally, we need

to intensify the reform of the euro area architecture to make it more resilient before the next

recession.

Many thanks for your attention.

# Governor Olli Rehn: Making the Best Out of Second-Best Climate Policies. Opening remarks at the 'Greener Finance for Sustainable Future' conference.

Governor Olli Rehn  
Bank of Finland

Opening remarks at the Bank of Finland and the Finnish Ministry of Finance conference [Greener Finance for Sustainable Future](#)  
Finlandia Hall, Helsinki, 30.10.2019

## Making the Best Out of Second-Best Climate Policies

Ladies and Gentlemen,

It is a great pleasure to welcome all of you to this conference, organised jointly by the Bank of Finland and the Ministry of Finance. As Minister Mika Lintilä just pointed out, promoting sustainable and green finance is one of the key priorities of the Finnish EU Presidency. Indeed, it has to be, as climate change is an existential threat to the future of our planet.

People sometimes think that climate change mitigation is difficult or a relatively new challenge. But I would argue that we have known most if not all the pieces of the puzzle for over 30 years, even though we have not yet been able to solve the puzzle. Now, let me explain why we should not wait for another 30 years before solving it.

In 1987, the World Commission on Environment and Development – the so-called Brundtland Commission – released a report entitled *Our Common Future*. I am a proud owner of the first edition of that report, which highlighted that economic growth, ecological sustainability and social justice cannot be separated from each other, if we want to achieve sustainable development.

In 2006, Lord Nicholas Stern, who is here with us today, released the landmark *Stern Review* that links climate change and economics. One of its central theses is that climate change is the largest market failure ever seen. Because CO<sub>2</sub> emissions are an externality, market forces alone will not solve the problem without a global public policy.

While street demonstrations and citizen activism play an important role in pressing for more ambitious climate action, what we need in terms of public policy is consistent, systemic and rational policy solutions to achieve effective concrete results.

Systemic in the sense that they need to cover and bite in energy production, transport fuels and manufacturing industries widely. Rational in the sense that they need to lean on insights based on theory and evidence – “In science we trust”. Economics can provide such insights on which policies actually work.

Based on economics and policy analysis, there are three essential and widely accepted requirements for an effective climate policy.

The first is efficiency, which implies that we should design policy action so that we get the biggest emission reductions for a buck.

The second requirement is that climate policy needs to be fair. The cost of transition needs to be evenly shared, and in such a way that also takes into account historical responsibility for emissions.

Thirdly, the policy needs to address the free-rider problem by ensuring that everyone has an incentive to take part in the system. Since climate change is a truly global problem, it implies by definition that we need solutions that in the end have a global scope. Free-riding and carbon leakage would simply erode the work of even the best of students.

Based on these three requirements, the first-best solution to limiting CO<sub>2</sub> emissions would be a global carbon tax. Many economists have expressed their support for such a solution.<sup>1</sup>

In order to be effective, a global carbon tax would need to be complemented with a border carbon

adjustment to avoid countries undermining the system by not signing up to it.

When theories are put into practice, however, policymakers face the complexity of the real world. The sense of urgency on climate action seems to vary from country to country across the global arena. Second-best solutions are therefore necessary as medium-term transitional measures, whether we like it or not. We have prominent regional and national initiatives, based on international treaties, in place that aim at effective climate change mitigation.

Ladies and Gentlemen,

In that spirit, the European Commission adopted an ambitious *European climate and energy strategy* first in 2008 and a revised one in 2013. Still today, they form the basis on which the Member States build their national climate policies.

Later on, as the Minister of Economic Affairs in 2015 to 2016, I had the honour to present to the Finnish Parliament the *National Energy and Climate Strategy to 2030*.<sup>2</sup> Not only did this strategy implement the EU-level goals, in many cases it went far beyond them.

I will highlight only a few points from the strategy. The central target is that the share of renewable energy in end consumption would increase to 50%. The share of transport biofuels would rise to 30%, with the parallel aim of significantly increasing the usage of electric and gas-powered vehicles. By the end of 2029, coal would no longer be used for energy production in Finland.

Overall, this is the background for Finland as the EU Presidency aiming to move forward an ambitious global climate agenda.

The new President-elect of the European Commission, Ursula von der Leyen, has promised to propose a European Green Deal within the first 100 days in office. It would include an extension of the Emissions Trading Scheme, a Carbon Border Tax and a Cohesion Fund to support those regions that are most vulnerable to the transition. Furthermore, the new Commission wants to set more ambitious climate targets for the EU for 2030.

Sustainable finance is a critical area where the EU can support the transition. In addition to "traditional" EU funding that can be used to finance sustainable investments, the European Fund for Strategic Investments is an important source of such funding. The enhanced version of this Fund aims to mobilise over 500 billion euros by 2020, of which a significant part will be directed to sustainable investments.

One cannot talk about green finance in Europe without mentioning the European Investment Bank (EIB). EIB President Werner Hoyer has recently indicated that the EIB, together with public and private partners, aims to unlock at least 1 trillion euros in sustainable investments by 2030. But we will likely hear more about the role of the EIB soon from its Vice President, Alexander Stubb.

Ladies and Gentlemen,

Europe is currently the world's largest market for Green Bonds and loans linked to environmental, social and governance goals (ESG). These instruments will play a key role in helping the EU become climate-neutral by 2050 – or preferably much earlier.

One of the first steps to enhance sustainable finance in the EU will be the completion of the EU Sustainable Finance Taxonomy. The Taxonomy is aimed at building a common definition of sustainability, and we will hear more about its importance later today.

Building on the Taxonomy, the EU should finalise its EU Green Bond Standard, which is already on its way. By harmonising the requirements, we can standardise verification, lower the costs of issuing bonds, and minimise the risk of green-washing.

This should encourage more active participation, thus boosting the supply of projects that could be financed with Green Bonds. Similar treatment of other types of sustainable instruments should be considered. We will hear about the instruments in the last panel of today.

Ladies and Gentlemen,

While the responsibility for climate policy lies with governments, central banks and financial supervisors are working actively to support progress.

Climate change creates two types of financial stability risks: physical risks resulting from extreme weather conditions and transition risks caused by the exit from carbon-intensive business models. With the help of the *Network for Greening the Financial System (NGFS)*, central banks and supervisors analyse climate risks and enhance the role of sustainable finance. The recent recommendations of the network provide a good basis for climate action by all central banks

globally.

Lastly, in order to limit global warming to 1.5 degrees, we need urgent measures. As noted earlier, we have known most if not all the pieces of this puzzle for at least 30 years. In the next 30 years, we must solve the puzzle. Not solving it would be an Epic Fail, really failing future generations.

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

Let me now invite onto the stage Lord Nicholas Stern, who will give us his insights on the policies needed to achieve a sustainable future. Nicholas Stern is currently Professor of Economics and Government at the London School of Economics, and he has received several awards for his ground-breaking work on economics and climate change.

In 2015, Nicholas Stern published a book entitled *Why Are We Waiting?* It looked at the progress since the Stern Review and found it had been too slow. Financial crises had led to some wavering in the wealthier countries.

Despite this, the book provides a cautiously optimistic take. This is based on the idea that we still have many routes open. We have not painted ourselves into a corner and we can still choose the right way forward.

Without further ado, Lord Stern, the floor is yours. And once more, welcome everybody!

1 <https://www.econstatement.org/>

2 The document can be found here: <https://tem.fi/en/energy-and-climate-strategy-2016>

# Governor Olli Rehn: On conventional and unconventional monetary policies

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Opening remarks at the Economic Policy Panel at the Bank of Finland

Helsinki, 10 October 2019

## On conventional and unconventional monetary policies

Ladies and Gentlemen, Dear Colleagues and Friends,

It is my great honour and pleasure to welcome you to the 70th Economic Policy Panel Meeting. Economic Policy – the journal, that is – has had an invaluable impact on economists and policymakers in Europe since its establishment by Georges De Menil, Richard Portes, David Begg and Charles Wyplosz in 1985. So many thanks to the current managing editors (Thorsten Beck, Andrea Ichino, Beata Javorcik and Tommaso Monacelli) as well as senior editors (Pierre Cahuc, Kevin Hjortshøj and Klaus Schmidt) for continuing this great tradition. For a frequent reader of Economic Policy like myself it is indeed a great pleasure and honour to open this panel.

In my opening remarks I would like to maintain that the current global economic situation calls for interaction between different policy areas. Many of the challenges that we are facing are beyond the mandates of central banks and should be addressed through fiscal and structural policies. Better policy coordination – or policy mix – is key for better economic outcomes, especially since the monetary policy space is limited.

In the euro area, growth has decelerated to about 1% and is not forecast to meaningfully pick up in the immediate years ahead. Although a recession has been so far avoided, the balance of risks is tilted to the downside.

There is a long list of short- and long-term factors that contribute to this weak economic outlook, like the expanding trade wars and a possible hard Brexit, as well as vulnerabilities in the emerging markets and geopolitical turbulences in the Middle East. Europe faces its own structural problems, such as population ageing, declining productivity growth, as well as populism and indebtedness. Last but not least, there is the overwhelming challenge of mitigation of and adjustment to global warming. Similarly, inflation in the euro area has continued to fall short with respect to the ECB's target, and the inflation outlook is projected to remain subdued well into the future. In response to that, the Governing Council of the ECB substantially increased monetary accommodation at its meeting on September 12th. With this decision, financing conditions will remain accommodative for an extended period and will contribute to the euro area's growth outlook, both short-term and long-term.

It has been recently argued that there has not been danger of a deflationary spiral in the euro area. I for one have to say that I don't remember or see it that way in light of the empirical evidence. For instance, the European Commission in 2013-14 was very concerned about the spectre of deflation, and expressed that also publicly.

On its part, in January 2015, the ECB launched an expanded asset purchase programme, since the degree of monetary accommodation prevailing at the time was insufficient to adequately address the heightened risks of a prolonged period of low inflation. HICP inflation had indeed been below 1% since October 2013, and the reasons for low inflation, which were long seen only as temporary, started to indicate second round effects with a deflationary impact.

In January 2015, the overall HICP inflation rate was only at -0.6%. Moreover, the markets were pricing negative inflation in the time horizon of 2-3 years with the probability of about 50%. The degree of monetary policy accommodation was examined and reinforced many times since then. Only in June 2018 was the Governing Council able to conclude that progress towards a sustained adjustment in inflation had been substantial.

The threat of a deflationary spiral was subsequently avoided. A key lesson of monetary policy of the last 10 years is that timely action is essential to avoid the zero lower bound and an extended period

of too low inflation. We don't want to be in the midst of a deflationary spiral until we take action. This is also one of the key lessons of the Japanese experience.

Fast-forward to early 2019. Due to the rapidly worsening outlook, the normalisation of monetary policy that started in June 2018 had to be put on hold. The decisions to restart the easing phase in March this year and to resume the net asset purchases in September were timely and taken in response to the continued shortfall of inflation with respect to our aim.

Ladies and Gentlemen,

While I have focused on monetary policy, many factors that weaken the economic outlook originate beyond its realm. Yet the connection between seemingly non-monetary challenges and risk factors on the one hand, and monetary policy on the other, is actually much stronger than initially appears. This is because many of these challenges, if more permanent, have the potential of affecting the natural level of real interest rates. A good example is the ageing of the societies with persistently declining shares of youngest cohorts. Moreover, there are frictions in education and labour mobility that can further diminish the productivity potential of younger generations. All these factors lower aggregate investment and demand for capital. If they don't reduce aggregate income and savings at the same time, they can ultimately lower the natural rate of interest.

Why do these mechanisms matter for monetary policy? Because the lower the natural interest-rate level is, the higher is the probability that nominal interest rates are near the effective lower bound – “hitting the floor”, if you like. A prolonged period of zero interest rates combined with low inflation could in turn trap the economy in a profoundly harmful equilibrium, which would undermine the effectiveness of monetary policy, constrain economic growth below its potential and hinder efforts to boost employment.

Let me be clear. We all, I assume, would like to get rid of negative interest rates. However, as long as the synchronized slowdown continues, there is no economically meaningful alternative to unconventional monetary policies – and it is better to be safe than sorry before shifting the policy gear back to normalization. At the same time, all countries and jurisdictions would do well by applying effective macroprudential policies to counter any negative side effects of accommodative monetary policy.

Furthermore, there are also new uncertainties and possibly fundamental changes in the functioning of the economy. Low interest rates, low inflation and persistently low growth put our economic theories and past empirical relationships into a real test.

Facing these challenges, many central banks, including the Federal Reserve and the Bank of Canada, are currently reviewing their monetary policy strategies. The Bank of Finland has been making the case for a strategy review for the ECB. Central banks in the European System of Central Banks have also invested in active research departments to analyse the implications of the new economic environment and new policy instruments, both for the conduct of monetary policy and its modelling.

A strategy review referred to by Christine Lagarde would provide us with an opportunity to conduct a thorough scientific assessment of our monetary policy framework and evaluate its effectiveness in light of the new economic landscape and new monetary policy instruments.

Fiscal policies remain more fragmented, uncoordinated and reacting at a much slower pace. This is especially the case in the euro area, which consists of 19 member states, all having separate fiscal and political cycles.

The challenges in the domain of governments and fiscal authorities are both long- and short-run in nature. Good examples of long-run structural issues are competitiveness and global warming. Structural reforms can boost productivity and growth potential, and reduce structural unemployment, especially in times of ageing population.

However, fiscal policy has also the potential of affecting economic activity in the short run to stabilize the business cycle. As stressed by President Mario Draghi, automatic stabilizers should be able to play their full role. Clearly, euro area economies are heterogeneous in terms of their indebtedness and fiscal constraints. However, in countries where fiscal space is available, fiscal measures should be actively pursued, particularly towards the financing of public investment.

What are the tasks of central banks in this division of labour? Recent studies, such as those on the experiences of Japan over the past decades, demonstrate that declining inflation expectations can



become permanently stuck at low levels. This can lead the economy into a prolonged period of low inflation, where monetary policy has little room for manoeuvre. To prevent the anchoring of expectations at a level below target, central banks need to respond early enough and powerfully enough to bring about convergence to the price stability target, in situations where inflation expectations have become depressed for a protracted period.

Dear Colleagues and Friends,

I was very excited to see the list of papers chosen for this panel. The selection covers most of the issues that I have mentioned before: structural reforms, expanding trade wars and the optimal policy mix.

This simply confirms the role of Economic Policy as the pivotal journal for policy-relevant research in Europe and beyond.

So, without further ado, let me pass the ball to the chair of the first session. But before that, let me wish you a substantive and productive conference!

Many thanks for your attention.

*Corrected 11 Oct 2019: In January 2015, the overall HICP inflation rate was only at -0.6%.  
(Corrected from 0.6%)*

# Pääjohtaja Olli Rehn: Suomalaisten talousosaamisen edistäminen – yhdessä samaan tavoitteeseen

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki  
Rahapuhetta-keskustelutilaisuus OP Vallilassa  
Helsinki, 10.10.2019

## Suomalaisten talousosaamisen edistäminen – yhdessä samaan tavoitteeseen

Arvoisat kuulijat,

Aamupäivän tarkoituksena on puhua rahasta ja siitä, miten suomalaisista saadaan ”maailman fiksuin talouskansa”. Keskuspankkiirit puhuvat rahasta ja reaalitaloudesta leipätyökseen, mutta oman talouden hallintaa on huomattavasti vaikeampi opettaa. Talousosaamisen alueella on kuitenkin kysyntää sekä reaalitalouden ymmärrykselle että oman talouden taitojen opetukselle.

Suomalaisten talouslukutaito on tutkimusten mukaan hyvällä tasolla, kun sitä verrataan muihin maihin. Nuoret ja pienituloiset nousevat kuitenkin esille ryhminä, jotka hyötyisivät paremmista taloustiedoista ja -taidoista.<sup>1</sup> Tietyissä elämän siirtymävaiheissa – kuten muutettaessa ensimmäiseen omaan kotiin –, talousosaamisen merkitys korostuu.

Sitä, miten hyvin ihmiset pärjäävät omassa taloushoidossaan, on vaikea yksiselitteisesti mitata. Talousongelmien taustalla voi olla osaamisen ja tietojen puutteiden lisäksi syrjäytymistä ja köyhyyttä. Suomessa työn ja koulutuksen ulkopuolella olevien nuorten osuus on kuluvaan vuosikymmeneen aikana noussut ja ollut muita Pohjoismaita korkeampaa. Maksuhäiriön omaavien henkilöiden määrä on hälyttävästi kasvanut yhtäjaksoisesti jo kymmenen vuotta ja aikuisista jo noin 8 %:lla on maksuhäiriömerkintä. Aivan nuorimpien aikuisten maksuhäiriöiden määrä on kuitenkin vähentynyt. Vaikka lukujen takana olevien ihmisten tilanteet vaihtelevat, on talousosaamisella tässäkin merkitystä. On erittäin hyvä, että Suomessa talous- ja velkaneuvontaa on päätetty vahvistaa ja samalla parantaa velkaongelmien ennaltaehkäisyä.

\*\*\*

Kansantalouden kokonaiskuvaa katsottaessa kotitalouksien velkaantuminen on noussut historiallisen korkeaksi. Asuntolainakannan kasvu on ollut viime vuosina maltillista, mutta taloyhtiölainojen ja kulutusluottojen nopea kasvu muuttaa kotitalouksien velan rakennetta. Kulutusluottoja tarjotaan myös entistä enemmän luottokelpoisuudeltaan ja lainanhoitokyvyltään heikoille asiakkaille.

Tämä altistaa riskeille niin yksilön kuin makrotaloudenkin tasolla. Runsaasti velkaantuneet kotitaloudet pienentävät tyypillisesti talouden häiriötilanteissa kulutustaan, mikä alentaa entisestään talouskasvua. Kotitalouksien liiallinen velkaantuneisuus heikentää laskusuhdanteessa välillisesti yritysten kykyä työllistää, investoida ja hoitaa velkojansa, ja muodostaa näin ollen riskin myös rahoitusjärjestelmän vakaudelle.

Valtiovarainministeriön työryhmä, jossa Suomen Pankki oli mukana, esitti viime viikolla uusia toimenpiteitä kotitalouksien velkaantumisen hillitsemiseksi. Toimenpiteet koskevat asuntolainoja, kulutusluottoja ja taloyhtiölainoja. Ehdotukset muodostavat hyvän kokonaisuuden, jonka avulla voidaan ehkäistä kotitalouksien liiallista velkaantumista ja hillitä rahoitusjärjestelmän vakauteen kohdistuvia riskejä. Suomalaisten viranomaisten lisäksi myös Euroopan järjestelmäriskikomitea on kiinnittänyt näihin haavoittuvuuksiin huomiota. Erityisen kannatettavaa on, että kotitalouksien velkaantumisen asetettavat rajoitteet koskisivat jatkossa muitakin kuin asuntoluottotajia. Pikavippejä myöntävien yritysten valvontaa on syytä ehdotuksen mukaisesti myös tehostaa.

\*\*\*

Hyvät kuulijat,

Siirrytään reaalitalouden tasolta mikrotalouteen ja tarkastellaan taloustietojen saatavuutta. Kun nuorilta itseltään on kysytty, mistä taloustietoja hankitaan, kodin ja koulun rooli korostuvat. Koulu

kattaa koko ikäluokan ja antaa siten laajasti talouden perustiedot lapsille ja nuorille. Taloustiedon opetusta on vahvistettu uudistamalla opetussuunnitelmat ja taloustiedon opetus alkaa nykyisin jo alakoulussa. Nuoret käyttävät myös mediaa taloustietojen hankinnassa. Viranomaiset ja järjestöt uhkaavat jäädä laajemmalle nuorten joukolle helposti etäisiksi.<sup>2</sup>

Ympäröivä yhteiskunta vaikuttaa keskeisesti siihen, mitä talousopetukselta vaaditaan. Älypuhelin ja internetin käytön lisääntymisen myötä lapsille suunnataan jo varhain markkinointia ja mainontaa. Vastapainoksi tulee tarjota luotettavaa ja riippumatonta tietoa ja mahdollisuuksia kartuttaa taloudellisia taitoja.

Digitalisaatio ja globaalisti toimiva talousjärjestelmä edellyttävät uudenlaista osaamista. Nopea kehitys rahoitusalailla tuo paitsi tehokkuutta ja uusia palveluita, myös haasteita kuluttajien kannalta. Suomen Pankin vetämä maksuneuvosto on kiinnittänyt huomiota talousosaamisen lisääntyneen merkitykseen. Maksamisen tavat ovat monipuolistuneet ja maksaminen häipyä ostotapahtumassa taustalle. Oman talouden budjetointi ei saisi unohtua silloinkaan, kun setelit ja kolikot eivät enää toimi kulutuksen rajoitteena. Tietoa uusista maksuvälineistä sekä laina- ja sijoitustavoista on tärkeää jakaa. Tässä finanssiala ja monet järjestöt tekevät arvokasta työtä.

Tuoreessa TATin kyselytutkimuksessa runsaasti yli puolet opettajista oli huolissaan nuorten talousosaamisesta. Arjen taloustaidot ja oman talouden hallinta nousivat kehittämiskohteiksi.

Opettajat katsoivat myös talousosaamisensa perustuvan pitkälti omaan aktiivisuuteen. Eri organisaatiot ja Suomen Pankki voivat osaltaan tarjota täydennyskoulutusta, mistä yhtenä esimerkkinä ovat vuosittaiset Talous tutuksi -koulutukset. Suomen Pankin rahamuseota kehitetään myös parhaillaan palvelemaan paremmin kouluja ja oppilaita sekä talousosaamisen yhteistyökumppaneita.

Suomessa on siitä kiitollinen tilanne, että kymmenet organisaatiot tekevät jo hyvää työtä talousosaamisen edistämiseksi. Kun kaikki tähtäävät samaan tavoitteeseen, ja välillä saavutuksia mitataan ja seurataan, meillä on mahdollisuus onnistua. On jo pidempään tiedostettu, että eri tahojen taloudenhallintaan liittyvää toimintaa tulisi koordinoida ja seurata tehokkaammin. Suomen Pankki on valmis olemaan työssä mukana ja osallistumaan kansallisen talousosaamisen strategian laatimiseen yhteistyössä eri toimijoiden kanssa. Työssä voidaan hyödyntää hyväksi havaittuja kansainvälisiä esimerkkejä. Kuulen mielelläni ehdotuksianne hankkeen eteenpäin viemisestä.

1 Kalmi ja Ruuskanen (2016), OECD/INFE (2016).

2 Raijas & Uusitalo (2016)

## Lähteet:

Asiakastieto (2019): Tiedote: Yli 380 000 suomalaisella maksuhäiriö – kasvu ei taitu ilman nopeaa positiivisen tiedon hyödyntämistä <https://www.asiakastieto.fi/web/fi/asiakastieto-media/uutiset/yli-380-000-suomalaisella-maksuhairio-kasvu-ei-taitu-ilman-nopeaa-positiivisen-tiedon-hyodyntamista.html>

Kalmi, Panu ja Olli-Pekka Ruuskanen (2016): Suomalaiset pärjäävät taloudellisessa tietämyksessä ja käyttäytymisessä hyvin suhteessa muihin maihin. Artikkelit Kansantaloudellisessa aikakauskirjassa. [https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2016/03/kalmi\\_ruuskanen.pdf](https://www.taloustieteellinenyhdistys.fi/wp-content/uploads/2016/03/kalmi_ruuskanen.pdf)

OECD/INFE (2016): International survey of Adult Financial Literacy Competencies <http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/oecd-infe-survey-adult-financial-literacy-competencies.htm>

Raijas, Anu ja Outi Uusitalo (2012): Nuoret ja talousosaaminen, TOKATA-hankkeen loppuraportti. [https://muntalous.fi/wp-content/uploads/2016/01/Nuoret-ja-talousosaaminen\\_Kuluttajatutkimuskeskus-2012\\_Raijas-Uusitalo.pdf](https://muntalous.fi/wp-content/uploads/2016/01/Nuoret-ja-talousosaaminen_Kuluttajatutkimuskeskus-2012_Raijas-Uusitalo.pdf)

Suomen Pankki (2018): Talouslukutaito 2020-luvulla [https://www.suomenpankki.fi/globalassets/fi/raha-ja-maksaminen/maksujarjestelmat/suomen-pankki-katalystina-maksuneuvosto/maksuneuvoston\\_e-kirjanen\\_2018\\_talouslukutaito\\_2020-luvulla.pdf](https://www.suomenpankki.fi/globalassets/fi/raha-ja-maksaminen/maksujarjestelmat/suomen-pankki-katalystina-maksuneuvosto/maksuneuvoston_e-kirjanen_2018_talouslukutaito_2020-luvulla.pdf)

TAT (2019): Opettajien talousosaamisen tutkimus ”Mun elämä, mun rahat” <https://www.tat.fi/julkaisut/opettajien-talousosaaminen-tutkimus/>

Työ- ja elinkeinoministeriö, opetusministeriö, sosiaali- ja terveysministeriö (2019): Koulutuksen ja työn ulkopuolella olevat nuoret, katsaus tilanteeseen ja toimenpiteisiin

<https://minedu.fi/documents/1410845/4449678/Koulutuksen+ja+ty%C3%B6n+ulkopuolella+olevat+%28NEET%29+nuoret%2C+katsaus+tilanteeseen+ja+toimenpiteisiin/51231944-1fc0-ef0b-fc7a-afc6c975b010/Koulutuksen+ja+ty%C3%B6n+ulkopuolella+olevat+%28NEET%29+nuoret%2C+katsaus+tilanteeseen+ja+toimenpiteisiin.pdf>

# **Pääjohtaja Olli Rehn: Euroalueen rahapolitiikka, Euro ja talous -tiedotustilaisuus 3.10.2019**

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Euroalueen rahapolitiikka

Euro ja talous -tiedotustilaisuus 3.10.2019

[\(Eesitysdiat "Euroalueen rahapolitiikka".pdf\)](#)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Euroalueen rahapolitiikka, Euro ja talous -tiedotustilaisuus 3.10.2019](#)

from [Suomen Pankki](#)

# Governor Olli Rehn: Next steps towards a stronger monetary union

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Speech in the Inter-parliamentary Conference on Stability, Economic Coordination and Governance in the EU, Session 'Economic Governance in the EMU: What Next?'

Helsinki, 30 September 2019

[Slides](#) (PDF)

## Next steps towards a stronger monetary union

Rt. Hon. Members of Parliament, Ladies and Gentlemen,

It is a great pleasure to discuss these most relevant topics of EMU reform with a most knowledgeable audience, among old and new friends.

Since 2013, economic growth has continued in the euro area, and the unemployment rate has been on a downward trend. This is most welcome.

However, we have major challenges of the short term and longer term now. The first ones relate to the current economic downturn, the latter to the unfinished business of the Economic and Monetary Union. Let me discuss these challenges one after another.

1. For some time by now, the world economy has been going through a downswing led by the deceleration in world trade and industrial production. That's why the Governing Council of the European Central Bank decided two weeks ago on a **monetary policy package** that consists of mutually reinforcing elements. It aims to ensure that financial conditions remain favourable to firms and households, so that they support sustained growth and the sustained convergence of inflation to our medium-term inflation aim. However, as rightly pointed out by President Mario Draghi, these substantial monetary policy measures are leveraged best when also the **other economic policy areas** support euro area growth. Monetary policy cannot be the only active player in the field.

In recent years, especially as the low interest rate environment and the effective lower bound have been constraining monetary policy, more and more attention has been put on **fiscal policy** and its capacity to help revitalise the economies that are suffering from subdued growth that is clearly below potential. It is evident that the **role of fiscal policy is stronger when the effective lower bound is binding**. This **calls for a better balanced policy mix** in the Eurozone than is the case today.

Policy mix does matter for both the short-term and longer-term. Even though cyclical fluctuations refer to temporary movements, their effects may persist for a long time. For instance, a cyclical rise in unemployment may have long-lasting effects, especially if the labour market institutions do not support the unemployed in regaining work. While an effective, coordinated use of fiscal and monetary policies can provide a sound counter-cyclical response and thus dampen detrimental economic fluctuations, it can also support the conditions for longer-term economic well-being, social inclusion and sustained employment.

Today, the euro area member states have very different fiscal positions: some do have fiscal space, while others really don't. Moreover, the surplus economies would, when facing a recession, benefit from boosting domestic investment, not least in the digital infrastructure that is critical for Europe's economic revival. This would support economic activity across the euro area, as advised by the European Commission and the IMF.

All this calls for **better policy coordination** for the sake of smooth rebalancing of the euro area than so far. In my view the Eurogroup could use the Macroeconomic Imbalances Procedure more effectively, in order to provide us with better coordinated economic and fiscal policies across the Member States, to the overall benefit of the euro area.

**Monetary policy** is conducted currently in a challenging environment with vast uncertainties about the economic outlook. Furthermore, there are also new uncertainties and possibly fundamental changes in the functioning of the economy. Low interest rates, low inflation and persistently low

growth put our economic theories and past empirical relationships into a real test. Facing these new challenges, it is **sensible that the ECB should conduct a strategy review of our monetary policy frameworks**. It will offer us an opportunity to conduct a thorough scientific assessment of our monetary policy framework and to evaluate its effectiveness in the light of the new economic landscape and new monetary policy instruments.

2. Furthermore, turning to the medium-to-longer term, we should not turn complacent and think that the monetary union is completed. It isn't. It is perhaps fair to say that since the year 2014 no major reforms have been made to strengthen the euro area architecture, unfortunately. Yet, sooner or later, we will again face more difficult times in the economy, and especially then, a strong monetary union will be very much needed.

From a central bank's standpoint the need to have a strong monetary union is evident. The primary objective of the Eurosystem is to maintain price stability. This may not be possible, if economic shocks tend to cripple the financial system and easily lead to severe problems in public finances. Effective countercyclical policies would then also be hampered.

From the point of view of my native Finland, a strong and resilient monetary union is very much needed. Finland is a relatively small and relatively open economy, and thus very much dependent on the health of the European economy. This goes for the other Member States as well. Every EU member state is a small state in the global context – the only difference is that some have already realised it, while others not.

So how to make the monetary union stronger and more resilient? In my view, we need both risk reduction and risk sharing – a synthesis of these.

Completing the Banking Union would be an important step in securing trust in the liquidity and solvency of euro area banks. It would reduce the probability of crises that threaten the stability of the banking system both in individual Member States and in the euro area as a whole.

In push to break the bank-sovereign doom loop, the Banking Union has been a major improvement – even if it is still incomplete. It has reduced the threat of the banking system causing severe problems for sovereigns.

But when considering the other side of the doom loop, less progress has been made. Problems in the financing of individual sovereigns could still have serious consequences for banks. In some cases, the concentration of sovereign debt in the books of domestic banks is high.

Reducing this concentration would as such weaken the doom loop. At the same time it could help breaking the deadlock on building the European Deposit Insurance Scheme.

Furthermore, the creation of a European safe asset could help in weakening the bank-sovereign doom loop. Banks could hold the safe asset instead of domestic government debt. Any flight to safety in a crisis would take place between the safe asset and a more junior tranche – rather than between the bonds issued by different Member States.

A well-designed European safe asset could also help in fostering the Capital Markets Union. If a common safe asset existed, it would be possible to price newly issued securities against it. Deep capital markets require an abundance of risk-free assets as their backbone. And all this would be essential for a stronger global role of the euro in future.

One measure that could be introduced relatively quickly is to boost the growth of the European market for green bonds. It is already the largest green bond market in the world, and the demand for such bonds is significant. Governments and the EU could facilitate the growth of this market. There is currently work ongoing to develop an EU taxonomy to define what is 'green'. It has been suggested that an EU standard for green bonds could build on this taxonomy.

Yet another measure I would bring forward to promote the Capital Markets Union concerns activating retail investors, that is, SMEs and households. Currently, their participation in capital markets is lower than in the United States. It is restrained by a wide range of barriers. Offering different investment products to retail investors could be made easier. Retail investment regulation could be harmonised and simplified. Overlaps and inconsistencies across Member States could be removed. Finally, regarding the Capital Markets Union, would it be useful to change the narrative attached to it? Perhaps the project would benefit from a new concept. "Growth and Investment Union", for instance, might provide a more positive perspective for the project.

Ladies & Gentlemen,

To sum up, we have major challenges to make the Economic and Monetary Union both more resilient and better able to deliver sustained growth and full employment. That is indeed our common challenge, so let's focus today on these challenges that really matter to our citizens – which is the only valid yardstick when considering our policy choices.

Looking forward to the discussion and many thanks for your attention!



# Pääjohtaja Olli Rehn: Suomen talouden näkymistä ja liikesivistyksen tulevaisuudesta

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Juhlapuhe Suomen Liikemiesten Kauppaopiston Säätiön 70-vuotisjuhlassa

Helsinki, 27.9.2019

## Suomen talouden näkymistä ja liikesivistyksen tulevaisuudesta

Hyvät naiset ja herrat, hyvä juhlaväki, hyvät Suomen Liikemiesten Kauppaopiston Säätiön henkilöstön ja hallituksen edustajat,

Kiitos kutsusta vuosijuhlaanne. Suomen Liikemiesten Kauppaopiston Säätiö on varttunut kunnioitettavaan 70 vuoden ikään. Juhlapuheen pitäminen on minulle suuri ilo ja kunnia.

Historian ystävänä olen vaikuttanut säätiön ja sen tukemien oppilaitosten vaiherikkaasta historiasta. Business College Helsinki lienee ainoa oppilaitos Suomessa, jonka edeltäjien opettajakuntaan on kuulunut kaksi tulevaa Suomen presidenttiä, K.J. Ståhlberg ja J.K. Paasikivi. Myös tuleva kansantaloustieteen professori ja talous- ja lääketieteen merkittävä mesenaatti Yrjö Jahnsson opetti Suomen Liikemiesten Kauppaopistossa.

Eikä oppilasainestakaan voi moittia. Suomen Liikemiesten Kauppaopiston ensimmäisen, vuonna 1901 valmistuneen vuosikurssin priimus oli Väinö Tanner, tuleva helsinkiläinen kansanedustaja, sosialidemokraattisen puolueen puheenjohtaja ja Suomen pääministeri, talvisodan ulkoministeri. Tannerin valtiomiesuraan sisältyy myös peräti seitsemälle vuosikymmenelle ulottunut ajanjakso Suomen Pankin hallinnossa. Jo vuonna 1907 hänet nuorena kansanedustajana kutsuttiin Suomen Pankin tilintarkastajaksi. Pankkivaltuustoon hänet valittiin vuonna 1919. Tässä tehtävässä hän jatkoi sotasyällisyysoikeudenkäynnin aiheuttamaa kuuden vuoden taukoa lukuun ottamatta yhtäjaksoisesti peräti 37 vuoden ajan, vuoteen 1962 saakka!

Omalla työurallani olen saanut tehdä yhteistyötä lukuisten Suomen Liikemiesten Kauppaopistosta, Helsingin kauppaoppilaitoksesta ja Helsinki Business Collegesta valmistuneiden työtovereideni, rautaisten ammattilaisten kanssa. Monet nykyisistäkin kollegoistani Suomen Pankissa ovat saaneet oppinsa näissä kouluissa.

Suomen Liikemiesten Kauppaopiston Säätiön historia sivuaa Suomen Pankin historiaa myös maantieteellisesti. Fabianinkadun jugendlinna, jossa Suomen Liikemiesten Kauppaopisto toimi vuoteen 1927 asti ja itse säätiö vielä kauemmin, sijaitsee vain kivenheiton – vai sanoisinko maalipotkun – päässä Suomen Pankista.

Business College Helsingin edeltäjä, Helsingin kauppakoulu suomen- ja ruotsinkielisine osastoineen, puolestaan toimi lähes vastapäätä Suomen Pankkia Rauhankadun ja Snellmaninkadun kulmauksessa aina 1950-luvulle saakka.

Vielä merkkihenkilöitä ja kivilinnoja tärkeämpää on tietenkin ollut Säätiön työ suomalaisen liikesivistyksen ja kaupallisen koulutuksen edistämiseksi. Säätiöön kytkeytyneet oppilaitokset ovat olleet suomalaisen kaupallisen koulutuksen eturintamassa jo yli 120 vuoden ajan.

Tämä pätee myös Business College Helsinkiin. Se on vireä ja ajan hermolla oleva kansainvälinen ja monikulttuurinen oppilaitos, jonka koulutustarjonta on samanaikaisesti monipuolista, yksilöllistä ja yritysten tarpeisiin räätälöityä.

Leimaa-antava piirre säätiön ja sen hallinnoimien oppilaitosten historiassa on ollut niiden kyky sopeutua työelämän ja koulutustarpeiden muutoksiin. Säätiön ohjauksessa kaupallisen alan eri oppilaitoksia on vuosikymmenten varrella rohkeasti yhdistetty, eriytetty ja sulautettu. Säätiön toiminta on kaikkiaan ollut malliesimerkki joustavasta reagoinnista toimintaympäristön muutoksiin.

Samankaltaista reagointikykyä tarvitaan myös vastaisuudessa, koska maailman muutos on pikemminkin kiihtymässä kuin hidastumassa. Seuraavaksi tarkastelen maailman ja Suomen talouden lähiaikojen näkymiä ja joitakin Suomen talouden pitempiäaikaisia haasteita.

Hyvät naiset ja herrat,

Maailmantalouden tilanne on vuoden 2018 lopulta alkaen nopeasti heikentynyt. Yhdysvaltain ja Kiinan välisen kauppasodan – tai laajemmin tulkittuna teknologiasodan – kärjistyminen on saanut yritykset kautta maailman vähentämään ja lykkäämään investointejaan. Investointien lykkääminen on merkittävästi hidastanut maailmankaupan kasvua. Teollisuustuotannon kasvu on puolestaan pysähtynyt. Euroalueen talouden arvioidaan kuluvana vuonna kasvavan vain reilun prosentin, eli jotakuinkin samaa vauhtia kuin Suomen talouden.

Euroalueen inflaatiovauhti on jo pitemmän aikaa jäänyt Euroopan keskuspankin asettamaa tavoitetta hitaammaksi. Matalan inflaation ja heikentyneiden talousnäkökymien vuoksi Euroopan keskuspankin neuvosto päätti kahden viikon takaisessa kokouksessaan keventää EKP:n rahapolitiikkaa laajalla toimenpideohjelmalla. Neuvoston päätöksillä varmistetaan, että rahoitusolot pysyvät euroalueelle keveinä ja että pankkien mahdollisuudet rahoittaa yrityksiä ja kotitalouksia pysyvät suhdannetilanteeseen nähden mahdollisimman hyvinä.

Maailmankaupan ongelmat ovat aina huonoja uutisia Suomen vientivetoiselle taloudelle. Vientimarkkinoiden lähiajan näkymät ovatkin vaisut.

Lisäksi Suomen talous saa nyt aiempaa vähemmän vetoapua yksityisestä kulutuksesta ja investoinneista. Vielä alkuvuonna työllisyyden paraneminen ja kotitalouksien ostovoiman vahvistuminen tukivat kulutusta, mutta sen jälkeen työllisyyden kasvu on seisahtunut. Myös kuluttajien luottamus Suomen talouteen on heikentynyt. Asuntorakentamisen kiivaimman kasvuvaiheen ohittuminen on puolestaan hidastanut investointien kasvua.

Taloutemme suhdanneluonteisten ongelmien lisäksi kiinnittäisin huomioita kahteen pitempiaikaiseen huolestuttavaan kehityskulkuun Suomen taloudessa. Nämä teemat kytkeytyvät työvoiman ammatilliseen osaamiseen ja suomalaisten yritysten tuottavuuteen – teemoihin, jotka teitä kaupallisen koulutuksen ja yritys-elämän asiantuntijoina kiinnostanevat.

Ensiksi, Suomen työmarkkinoiden ns. kohtaanto-ongelma on viimeisen kymmenen vuoden aikana pahentunut. Työn kysyntä ja tarjonta eivät enää kohtaakaan niin hyvin kuin vielä 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä, vaan taloudessa on samanaikaisesti runsaasti sekä työttömiä työnhakijoita että avoimia työpaikkoja.

Kohtaanto-ongelmien kärjistymiseen on useita syitä, jotka liittyvät muun muassa työn vastaanottamisen kannustimiin. Yritykset eri puolilla Suomea ovat entistä useammin raportoineet vaikeuksista löytää osaavaa työvoimaa.

Koulutuksella on keskeinen rooli ja tärkeä tehtävä kohtaanto-ongelmien lievittämisessä, sillä muun muassa digitalisaatio ja teknologian kehittyminen kasvattavat entisestään työn osaamisvaatimuksia ja edellyttävät jatkuvaa oppimista läpi työelämän.

Business College Helsingin koulutustarjonnassa työelämän tarpeet otetaan mielestäni erinomaisesti huomioon. Merkonomien ja datanomien laadukkaat perustutkinnot ovat koulutuksen kivijalka. Monipuolisilla ammattitutkinnoilla ja yrityksille tarjottavilla räätälöidyillä koulutuspaketeilla pyritään takaamaan, että täydennyskoulutukset vastaavat yritysten ja työntekijöiden todellisia osaamistarpeita.

Toinen huolestuttava kehityskulku on Suomen talouden tuottavuuskasvun hitaus. Miksi tämä on huolestuttavaa? Koska pitkällä tähtäyksellä talouskasvu ja elintason paraneminen perustuvat nimenomaan työn tuottavuuden kasvuun.

Tuottavuus ja talouskasvu syntyvät suurelta osin yrityksissä. Tuottavuuden kasvuun tarvitaan erityisesti kolmenlaisia yrityksiä: ensinnäkin nopeasti kasvavia ns. gaselliryhtiä, toiseksi teknologisessa eturintamassa olevia yrityksiä ja kolmanneksi eturintaman lähituntumassa olevia ja sen kehitystä tiiviisti seuraavia yrityksiä.

Gaselliryhtykset ovat tyypillisesti pieniä, hyvin nopeasti kasvavia yrityksiä, joiden merkitys työllistämässä ja arvonlisän kasvussa on paljon niiden kokoa suurempi. Teknologisen eturintaman yritykset taas ovat innovaattoreita, jotka aktiivisesti parantavat tuottavuuttaan ja kehittävät uusia tuotteita ja toimintatapoja. Eturintaman perässä seuraavat yritykset puolestaan ottavat nopeasti käyttöön eturintamassa kehitettyjä innovaatioita.

Kärjistetyksi sanottuna Suomessa on tällä hetkellä liian vähän sekä gaselliryhtiä, teknologian eturintamassa olevia yrityksiä että eturintaman yritysten niskaan puhaltavia seuraajaryhtiä. Sen sijaan heikosti kannattavien yritysten osuus on kasvanut koko 2000-luvun ajan.

Talous- ja tuottavuuskasvun hidastuminen on monisyinen ongelma, jonka juurisyitä ja korjauskeinoja

ei vielä riittävästi ymmärretä. Selvää kuitenkin on, että talouskasvu vaatii jatkossakin vahvaa panostusta laadukkaaseen koulutukseen. Tältä osin olen vaikuttanut muun muassa Business College Helsingin tarjoamasta monipuolisesta yrittäjyys- ja johtamiskoulutuksesta.

Yrittäjyyden edistäminen ja yrittäjyysmyönteisen ilmapiirin vahvistaminen ovat aivan keskeisiä tekijöitä talous- ja tuottavuuskasvun kannalta ja edellyttävät toimia myös valtiovallalta. Tärkeä työkalu tässä on Business Finland, jonka rakentamisesta olin vastuussa toimiessani elinkeinoministerinä. Business Finland syntyi, kun yhdistimme kansainvälistymispalveluja tarjonnan Finpron ja teknologiarahoittaja Tekesin vuoden 2018 alussa. Rinteen hallitus on kasvattamassa Business Finlandin avustusvaltuuksia, mikä on myönteinen uutinen suomalaiselle yrittäjyydelle. Hyvät naiset ja herrat, hyvät ystävät,

Olen tässä katsauksessani tarkastellut joitakin välähdyksiä Suomen Liikemiesten Kauppaopiston Säätiön kunniakkaasta historiasta sekä maailman ja Suomen talouden lähiajan näkymiä.

Pidemmällä aikavälillä suomalaista liike-elämää ja kaupallista koulutusta tulevat muokkaamaan samat suuret maailmanlaajuiset murrosvoimat, jotka muokkaavat yhteiskuntia ja maailmantaloutta laajemminkin: ilmastonmuutos, teknologian kehitys, digitalisaatio, kaupungistuminen, talouksien palveluvaltaistuminen ja väestön ikääntyminen etenkin länsimaissa – ja niin edelleen.

Näihin murrosvoimiin varautuminen edellyttää suomalaiselta kaupalliselta koulutukselta jatkuvaa uudistumista. Kun tutkii Business College Helsingin opetustarjontaa koodarikoulutuksineen ja startup-yrittäjyyden tukiohjelmineen, vaikuttaa siltä, että säätiön johto on pitänyt useammankin strategiaseminaarin näistä megatrendeistä! Business College Helsinki ja Suomen Liikemiesten Kauppaopiston Säätiö ovat sängen hyvin varautuneita näihin suurempiinkin muutoksiin. Mutta maailma ei koskaan ole valmis, joten strategiatyön ja uudistumisenkin tulee olla jatkuvaa, mihin teitä rohkenen kannustaa.

Näillä sanoilla toivotan Suomen Liikemiesten Kauppaopiston Säätiölle erinomaista syntymäpäivää ja jatkuvaa menestystä!

# **Pääjohtaja Olli Rehn: Kansainvälisen talouden näkymät, Suomen talous ja työllisyys. Budjettiriihen avaus 17.9.2019.**

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki  
Budjettiriihen avaus  
Helsinki, 17.9.2019  
[Esityskalvot](#) (pdf)

**Kansainvälisen talouden näkymät, Suomen talous ja työllisyys**

[Pääjohtaja Olli Rehn: Kansainvälisen talouden näkymät, Suomen talous ja työllisyys](#) from [Suomen Pankki](#)

# Pääjohtaja Olli Rehn: Kestävä kehitys ja talouspolitiikka

Suomen Pankki

Pääjohtaja Olli Rehn

Esitelmä Maanpuolustuskurssiyhdistyksen turvallisuuspolitiikan illassa

Musiikkitalo, Helsinki, 10.9.2019

[Esityskalvot](#) (pdf)

## Kestävä kehitys ja talouspolitiikka

Arvoisat kuulijat, hyvät Maanpuolustuskurssiyhdistyksen jäsenet,

On ilo ja kunnia päästä alustamaan teille tänään kestävästä kehityksestä ja talouspolitiikasta. Ne kietoutuvat yhteen monessa kohdassa. Samalla sosiaalisen, taloudellisen ja ekologisen kehityksen kestävyys on yksi kansallisen turvallisuutemme – sisäisen ja ulkoisen – kulmakivistä.

Ennen kuin menen varsinaiseen päivän epistolaan, muistutan mieliin pari seikkaa maailmanpolitiikan maisemasta. Vastikään tuli kuluneeksi 80 vuotta toisen maailmansodan syttymisestä. Toinen maailmansota oli valtava inhimillinen ja turvallisuuspoliittinen katastrofi – myös taloudellinen ja ekologinen.

Sodan aikana ja jälkeen ryhdyttiin rakentamaan kansainväliseen oikeuteen ja instituutioihin perustuvaa monenkeskistä järjestelmää, jonka oli tarkoitus estää uusien tuhoisien sotien syttyminen.

Tämä alun perin Yhdistyneiden Kansakuntien varaan rakennettu järjestelmä täydentyi kansainvälisen talouden ja kaupan sekä kehitysyhteistyön instituutioilla, kuten Kansainvälinen valuuttarahasto IMF, nykyinen Maailman kauppajärjestö WTO sekä Maailmanpankki.

Pienten valtioiden, kuten Suomen, kannalta tällainen lakiin ja sääntöihin perustuva järjestelmä on ollut suotuisa ja otollinen. Siinä maailmassa voima ei ole ollut ainoa oikeus. Vapaasti Paasikiveä mukailien: Kreml ei ole mikään käräjäoikeus, mutta Luxemburgista sellainen löytyy, korkeampikin; Euroopan tuomioistuin. Euroopan unioni on sisäisessä elämässään tällainen lakiin ja sääntöihin perustuva valtioiden yhteisö.

Miten tämä monenkeskinen kansainvälinen järjestelmä on toiminut? Kaikkia sotia se ei ole kyennyt estämään eikä kaikkia konflikteja lopettamaan, eikä ilmastonmuutosta ehkäisemään. Mutta maailma on sen ansiosta huomattavasti rauhallisempi, vauraampi ja reilumpi paikka, kuin jos eläisimme pelkässä anarkiassa, viidakon lain geopolitiikassa.

Mikä on tämän kansainvälisen järjestelmän nykytila ja näkymä? Siitä on syytä olla huolissaan. Syyt tiedämme: Yhdysvaltain henkinen irtautuminen itse luomastaan monenkeskisestä kansainvälisestä järjestelmästä, Britannian brexit-sotku, Venäjän ryhtyminen voimapolitiikkaan, Kiinan vahvistunut asema, ja niin edelleen. Tässä asetelmassa Euroopan unionista on tullut monenkeskisen kansainvälisen järjestyksen kulmakivi ja lipunkantaja. Menestyminen siinä tehtävässä edellyttää taitavaa ulko- ja kauppapolitiikkaa sekä unionin määrätietoista sisäistä uudistamista. Toivotankin Ursula von der Leyenin johtamalle uudelle EU-komissiolle ja ulkosuhdekomissaari Jutta Urpilaiselle menestystä tässä tehtävässä.

Hyvät kuulijat,

Näin ollen kestävä kehitys ja siihen kytkeytyvän kansallisen ”iskunkestävyyden” kysymykset ovat erittäin keskeisiä laajasti mielletyn kokonaisuusmaanpuolustuksen kannalta, ja siten ne ovat myös Maanpuolustuskurssiyhdistyksen toimenkuvan ytimessä. Tarkastelenkin tänä iltana kestävä kehitystä ja talouspolitiikkaa sekä maailmanlaajuisesti että Suomen kansallisesta näkökulmasta.

Ekologisesti kestävä kehitys voi tuskin ajatella ilman, että ilmastonmuutosta pystytään hillitsemään. Ilman nykyistä tehokkaampia toimia maapallo lämpenee uusimpien arvioiden mukaan peräti kolmella celsiusasteella vuoteen 2050 mennessä. Vuona 2015 solmitus Pariisin ilmasopimuksen mukainen tavoite on rajoittaa lämpeneminen puoleentoista Celsius-asteeseen. Ilmaston lämpeneminen uhkaa sekä luonnon tasapainoa että koko ihmiskunnan tulevaisuutta.

(Kalvo 2.)

Ilmastomuutoksen hidastamisen vaatimissa toimita kantavaksi periaatteeksi on perusteltua ottaa kestävä kehitys, jonka Norjan entisen pääministerin Gro Harlem Brundtlandin johtama YK:n ympäristön ja kehityksen komissio määrittä jo yli 30 vuotta sitten. Se sisältää taloudellisen, sosiaalisen ja ekologisen ulottuvuuden. Jo Brundtlandin raportissa kirjoitettiin ilmaston lämpenemisestä – tarkistin asian omistamastani ensimmäisestä painoksesta vuodelta 1987. Taloustieteilijät ovat analysoineet jo pitkään talouden ja ilmaston välistä vuorovaikutusta – esimerkiksi viime vuoden talousnobelisti William Nordhaus, joka alkoi tutkia ilmastopolitiikkaa 1970-luvulla.

Ilmastomuutos onkin tyyppiesimerkki siitä, mitä taloustieteessä kutsutaan ulkoisvaikutukseksi: saastuttajat eivät ole joutuneet maksamaan toimintansa vahingollisista seurauksista.

Kasvihuonepäästöillä ei siis ole ollut hintaa. Markkinat eivät kuitenkaan ratkaise tällaista ongelmaa ilman julkisen vallan toimia.

Ilmastopolitiikassa on paljon ratkaisemattomia ja vaikeita kysymyksiä, mutta taloustieteen piirissä vallitsee varsin laaja yhteisymmärrys hyvän politiikan peruseriaatteista. Ilmastopolitiikan tulisi olla taloudellisesti ja vaikutuksiltaan tehokasta ja oikeudenmukaista. Lisäksi järjestelmä pitäisi rakentaa siten, että kaikilla mailla olisi kannustimet osallistua siihen. Tarkastelen näitä seuraavaksi: Tehokkuus: Ilmastomuutos on globaali ongelma, ja siihen tarvitaan globaaleja ratkaisuja. Tehokkainta olisi, jos kasvihuonepäästöille saataisiin yksi maailmanlaajuinen hinta. Globaali hiilivero tai kaupattavien päästölupien järjestelmä kannustaisi vähentämään päästöjä siellä, missä se on halvinta.

Globaali hiilivero olisikin ideaaliratkaisu, ainakin taloustieteilijän ideaalimaailmassa, jossa päätöksenteko on globaalisti rationaalista ja jossa kansalliset ja yhteiskunnalliset eturistiriidat eivät jarruta päätöksiä. Emme kuitenkaan elä tällaisessa ihannemaailmassa, joten on löydettävä sellaisia ratkaisuja, jotka myös voidaan toteuttaa pian ja jotka tuottavat konkreettisia tuloksia. Palaan tähän hetken päästä.

Oikeudenmukaisuus. Kasvihuonepäästöjen vähentäminen aiheuttaa taloudellisia kustannuksia, eikä köyhillä mailla ole tähän aina varaa tai halua. Lisäksi nykyiset kehittyneet maat ovat tuottaneet valtaosan historiallisista päästöistä. Globaalien ratkaisujen rinnalle tarvitaankin tulonsiirtojärjestelmää, esim. ilmastorahastoa, joka tukee kehittyviä maita. Tällainen, joskin toistaiseksi pieni, on rakennettu YK:n alaisuudessa.

Ilmastorahasto on maittain eriytettyjä hiiliveroja tehokkaampi tapa oikeudenmukaisuuden toteuttamiseen. Jos vaikkapa kehittyville maille sallittaisiin väljemmät päästötavoitteet tai alhaisempi hiilivero, tämä johtaisi helposti ei-toivottuihin vaikutuksiin, kuten hiilivuotoon. Hiilivuoto tarkoittaa sitä, että yritykset siirtävät saastuttavaa, hiili-intensiivistä, tuotantoa maihin, joissa ilmastopolitiikka on sallivampaa.

Ilmastopolitiikan hyödyt ovat maailmanlaajuisia ja kustannukset yleensä paikallisia. Kannustimet vapaamatkustamiseen ovat ilmeisiä. Kunkin maan kannalta houkutteleva vaihtoehto olisi, että muut vähentäisivät päästöjään ja oma maa voisi jatkaa kuten aiemminkin.

Sopimusten lisäksi tarvitaankin kannustinjärjestelmiä, jotka saavat valtiot noudattamaan sitoumuksiaan. Osan näitä kannustinjärjestelmiä voivat muodostaa edellä mainitut ilmastorahastot. Rahastosta saatavan tuen ehdoksi voidaan asettaa sitoumusten noudattaminen.

Siirtymäkauden ratkaisuihin. Vaikka tavoitteena on maailmanlaajuinen ilmastopolitiikka, ei ole realistista olettaa, että kaikki maailman maat lähtevät heti mukaan. Alueelliset ratkaisut, kuten Euroopan unionin päästökauppa, ovat hyödyllisiä siirtymäkaudella – joka voi olla pitkäkin.

Olin Euroopan komission jäsenenä tekemässä ja päättämässä vuosien 2008 ja 2013 eurooppalaisia ilmasto- ja energialinjauksia. Ne määrittävät tänäkin päivänä Euroopan unionin ja sen jäsenmaiden päätöksentekoa ja todellisuutta. Molemmat olivat isoja edistysaskelia, jotka tekivät EU:sta globaalin edelläkävijän ilmastomuutoksen hidastamisessa. Mutta valuvikojakin niihin jäi, kuten EU:n päästölupakauppaan alun perin: esimerkiksi ensimmäisen päästölupakauden lopulla lupien hinta romahti ja lupajärjestelmän ohjaava vaikutus siten lakkasi väliaikaisesti. Kun matkalla on opittu, osa näistä valuvioista on sittemmin korjattu.

Taloustieteilijöiden piirissä globaalia hiiliveroa pidetään nykyisin parhaiten ilmastopolitiikkaan sopivana välineenä: kun veron taso ja tuleva ura on tiedossa, yrityksillä ja kotitalouksilla on selkeät hintakannustimet. Kuvaavaa on, että jopa 3419 amerikkalaista ekonomistia, ml. 27 talousnobelistia

ja keskuspankki Fedin kaikki elossa olevat entiset pääjohtajat, vaati äskettäin hiiliveron – ensi vaiheessa kansallisen – toteuttamista. Tämä tuskin toteutuu presidentti Trumpin aikana. Tämän hetken ja lähivuosien realiteetti lienee silti, että päästölupakaupalle voi olla helpompi saada yleinen, poliittinen, hyväksyntä, ja se on toteuttamiskelpoisempi, kuten EU on osoittanut.

\* \* \*

Keskuspankit ja finanssivalvojat joutuvat toiminnassaan ottamaan huomioon myös ilmastonmuutoksen riskit rahoitusvakaudelle. Ne koskevat aineellisia vahinkoja ja siirtymäriskejä. (Kalvo 3)

Aineelliset vahingot ovat seurausta sään ääri-ilmiöistä kuten tulvista ja hirmumyrskyistä, jotka aiheuttavat vahinkoja kiinteistöille, infrastruktuurille ja yritysten globaaleille alihankintaketjuille. Jos vahingot on vakuutettu, taloudelliset tappiot koituvat vakuutusyhtiöiden ja jälleenvakuuttajien kannettaviksi. Jos vahingot jatkavat voimakasta kasvuaan, voi joiltakin toimijoilta loppua halu tarjota vakuutuksia ja kantaa riskejä.

Kun jäljelle jäävät vakuuttajat alkavat hinnoitella enemmän tulevan kehityksen kuin menneisyyden perusteella, vakuutusten hinnat voivat nousta merkittävästi. Pahimmillaan esimerkiksi myrsky- ja tulvavakuutuksia ei enää saisi kiinteistöille, jotka sijaitsevat riskialttiimmilla alueilla – ainakaan ilman julkisen vallan tukea. Tämä laskisi näiden kiinteistöjen hintoja.

Siirtymäriski on seurausta siitä, että hiilidioksidi-intensiivisten toimintatapojen on määrä olla tulevaisuudessa kalliita tai jopa kiellettyjä. Niistä riippuvaiset yritykset menettävät tällöin arvoaan. Sijoittajat, joilla on sijoitussalkuissaan merkittäviä omistuksia tällaisissa yrityksissä, kärsivät tappioita. Jos muutokset ilmastopolitiikassa ovat äkillisiä, yritykset ja sijoittajat eivät ehdi reagoida asteittain. Seurauksena voi olla äkillisiä heilahduksia esimerkiksi osakkeiden arvostustasoissa. Aineellisten vahinkojen riski johtuu ilmastonmuutoksesta, kun taas siirtymäriski on taas seurausta ilmastopolitiikasta. Siirtymäriskiä ei kuitenkaan voi mielekkäästi poistaa luopumalla ilmastopolitiikasta.

Kun nyt ilman lisätoimia ollaan päätyvässä 3 asteen lämpenemiseen, on aineellisten vahinkojen riski kasvamassa merkittävästi. Siksi myös siirtymäriski kasvaa eikä pienene, jos päätöksiä ei tehdä pian.

Mitä ilmastonmuutoksen rahoitusvakautta koskevien riskien minimoimiseksi sitten voidaan tehdä? Ilmastopolitiikan tulisi olla ennakoitavaa ja johdonmukaista. Lisäksi rahoitusalan toimijoiden on tarkasteltava ja raportoitava omien sijoitustensa ilmastoriskeistä. Tämä puolestaan edellyttää, että sijoituskohteina olevien yritysten on raportoitava päästöistään ja ilmastoriskeistään riittävästi. Ympäristöystävälliset yritykset kohtaavat samoja taloudellisia riskejä kuin muutkin yritykset. Näin ollen niihin tehtävien sijoitusten suosiminen rahoituslaitosten vakavaraisuussäätelyssä ei ole perusteltua. Taloustilanteen heikentyessä myös ympäristöystävällisten yritysten luottotappiot kasvaisivat, ja jos näihin tappioihin ei ole varauduttu, voi seurauksena pahimmillaan olla uusi finanssikriisi.

Entä mikä on Suomen rooli ilmastopolitiikassa? Suomi ei ole ollut toimeton ilmastonmuutoksen hillinnässä. Kasvihuonepäästöjemme trendi on ollut laskeva jo noin 15 vuotta, ja tulevaisuutta koskevat tavoitteet ovat kunnianhimoiset. Eurooppa on ilmastonmuutoksen hillinnässä globaali edelläkävijä, ja Suomi yksi eurooppalaisista edelläkävijöistä. Pitkäjänteisellä ilmastostrategialla Suomi myös pysyy edelläkävijänä.

Uusiutuvan energian osuuden nostamisella on oleellinen merkitys Suomen ja koko EU:n ilmastostrategiassa. EU näyttää kokonaisuutena olevan saavuttamassa uusiutuvan energian tavoitteensa, mutta jäsenmaiden väliset erot ovat suuria. Osa niistä – mukaan lukien Suomi – on jo nyt ylittänyt vuodelle 2020 asetetut tavoitteensa, mutta osa ei tule niitä saavuttamaan määräaikaan mennessä.

Energiatalouteen kuuluu ratkaisevasti myös kiertotalous, jonka tarkoituksena on minimoida hävikin määrää. Yksi läpileikkaava teema ilmastopolitiikassa on kiertotalouden hyödyntäminen. Siihen liittyen Suomessa on käynnissä useita tutkimus- ja kehityshankkeita.

Hyvät kuulijat,

Kun ajatellaan laajasti Suomen sisäistä ja ulkoista turvallisuutta, ovat kestäväää kehitystä edesauttavat talouspolitiikassa tehtävät ratkaisut monessa kohdassa keskeisiä. Taloudellinen kestävyys on tässä yksi ulottuvuus, ja julkisen talouden kestävyydellä on siinä tärkeä rooli.

(Kalvo 4.)

Suomen julkisen talouden tila on nyt parempi kuin muutama vuosi sitten. Alijäämä on pienentynyt ja velan suhde BKT:hen on supistunut. Julkinen talous on silti säilynyt alijäämäisenä, eikä alijäämille näy lähivuosina loppua.

Kun katsotaan tilannetta muutama vuosi ajassa eteenpäin, julkista taloutta painaa eläkemenojen kasvun jatkuminen ja se, että ikääntyvän väestön terveydenhoidon ja pitkäaikaishoivan tarve alkaa lisääntyä. Julkisen talouden kestävyysvaje on mittava. Sen koko on Suomen Pankin joulukuun 2018 arvion mukaan noin 3 % suhteessa bruttokansantuotteeseen. Tämän verran pitäisi siis julkisen talouden tasapainoa vuotuista tasapainoa kohentaa, jotta tulevat julkiset tulot riittäisivät juuri kattamaan menot nykyisten näkymien mukaan.

Jos julkinen talous saadaan pitkän aikavälin näkymien osalta kestävälle uralle, paranevat myös julkisen talouden mahdollisuudet vastata erilaisiin ongelmiin ja yllätyksiin matkan varrella. Mitä enemmän julkisessa taloudessa on puskureita, sitä enemmän voidaan julkisia menoja väliaikaisesti kasvattaa, jos tilanne niin vaatii. Kokemukset eri maista viimeisen 10 vuoden aikana antavat viitteitä siitä, millaisiin vaikeuksiin voidaan päätyä, jos julkinen talous päästetään heikkoon kuntoon.

Julkista taloutta voidaan vahvistaa ottamalla sen pitkän aikavälin kestävyys huomioon, kun julkisia menoja ja tuloja mitoitetaan. Parhaassa tapauksessa kestävyyttä kohennetaan pitkävaikutteisilla rakenteellisilla uudistuksilla. Etenkin työllisyysasteeseen vaikuttavat toimet on tärkeitä.

Työllisyysasteella on toki suuri merkitys laajemminkin taloudellisen ja sosiaalisen kestävyuden kannalta. Viime vuosina työllisyyden kehitys on Suomessa ollut suotuisaa. Tuoreimpien tietojen mukaan näyttää kuitenkin siltä, että työllisyysasteen nousu olisi tämän vuoden mittaan pysähtynyt. Työllisyysastetta koskevana pidemmän aikavälin tavoitteena olisi syytä pitää hyvää pohjoismaista tasoa. Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa työllisyysaste on 75–78 prosentin tasolla. Työllisyyttä voidaan tuskin oleellisesti parantaa millään yksittäisellä talouspolitiikan toimenpiteellä, vaan se edellyttää useita uudistuksia. Kaikkien uudistusten vaikutuksia ei ole mahdollista etukäteen tietää. Olisi joka tapauksessa tärkeää, että työllisyyttä parantavien toimenpiteiden joukossa olisi myös sellaisia, joiden vaikutuksista on tieteellistä tutkimustietoa.

Pitkällä aikavälillä talouskehityksen menestys on oleellisesti riippuvaista väestön osaamisesta sekä siitä, millaiset edellytykset vallitsevat innovaatioiden tekemiselle ja investoinneille. Ne määrittävät sekä työllisyyden että työn tuottavuuden kasvun mahdollisuuksia. Kestävä taloudellisen hyvinvoinnin kasvu vaatii jatkuvaa panostusta koulutusjärjestelmään ja innovaatioihin.

\* \* \*

Oma tärkeä tehtävänsä taloudellisesti ja sosiaalisesti kestävässä kehityksessä on suhdannepolitiikalla. Se, että finanssipolitiikka ja rahapolitiikka onnistuvat vaimentamaan suhdannevaihteluita, tukee työllisyyden ja taloudellisen hyvinvoinnin edellytyksiä.

Vaikka talouden suhdannevaihteluilla tarkoitetaan väliaikaisia heilahteluja, voi niillä olla pitkäaikaisiakin vaikutuksia. Keskeinen merkitys on sillä, miten paljon työttömyys kasvaa matalasuhdanteessa. Lähtökohtaisesti suhdanneluonteinen työttömyysasteen nousu voi jättää työttömyyteen pitkäaikaisenkin jäljen etenkin siinä tapauksessa, että työmarkkinoiden instituutiot eivät tue työttömäksi jääneiden työllistymistä uudelleen.

Meillä ja muuallakin vedotaan etenkin laskusuhdanteessa mieluusti taloustieteilijä John Maynard Keynesin oppeihin ja vaaditaan finanssipoliittista elvytystä vaikka ottamalla lisää velkaa. Tähän voi olla suhdannepoliittinen perusteensa, jos julkisessa taloudessa on liikkumavaraa. Mutta kovin usein tunnutaan paremman suhdanteen vallitessa unohtavan kiristää finanssipolitiikkaa, mikä edustaa eräänlaista puolikeynesiläisyyttä. Kehtaisikohan sen sijaan peräänkuuluttaa kokonaiskeynesiläisyyttä: jos tai mieluummin kun hyvässä suhdannetilanteessa maltetaan kasvattaa julkisen talouden puskureita, niitä voidaan tehokkaasti hyödyntää taantuman koittaessa.

Hyvät kuulijat,

Kun tänään on kyseessä esitelmä Maanpuolustuskurssiyhdistyksen turvallisuuspolitiikan illassa, on syytä korostaa, ei vain kehityksen kestävyyttä, vaan myös sitä, mitä voisinkin kutsua kehityksen iskunkestävyydeksi. Jos talous ja yhteiskunta ovat vahvalla tolalla, ne kestävätkin myös erilaisia häiriöitä ja jopa vaikuttamisyrityksiä ulkopuolelta.

Tässä oleellinen merkitys on monilla niistä laajakantoisista teemoista, joita olen käsitellyt edellä. Haluan kuitenkin nostaa esiin vielä yhden teeman, joka on tärkeä myös rahoitusjärjestelmän



vakauden ja siten keskuspankin näkökulmasta. Se koskee hybridiuhkia. Kyse on siitä, että riippuvuutemme tietotekniikasta ja tietoverkoista sekä sosiaalisen median vaikutusvalta ja sen mukanaan tuomat kuplat luovat edellytyksiä aivan uudentavalle järkyttää yhteiskunnan perustoimintoja.

(Kalvo 5.)

Helsingissä on aloittanut vuonna 2017 toimintansa Euroopan Hybridiuhkien tutkimuskeskus, The European Centre of Excellence for Countering Hybrid Threats. Keskus oli yksi vastaus Euroopan Unionin yhteiseen kehikoon hybridiuhkien torjumiseksi.

Hybridiuhat ovat termi, joka kuvastaa niitä muuttuneita uhkia, joita tietoverkkoihin perustuva yhteiskuntamme kohtaa. Hybridiuhat on laajempi käsite kuin kyberuhat, joilla tarkoitetaan lähinnä tietojärjestelmien toiminnan vahingoittamista. Hybridiuhan takana voi olla joko valtiollinen tai joku muu toimija, jonka tavoitteena on horjuttaa tai vahingoittaa kohdettaan vaikuttamalla sen päätöksentekokykyyn ja -mahdollisuuksiin paikallisesti, alueellisesti, valtakunnallisesti tai eri instituutioissa.

Hyökkäykset kriittisiä tietojärjestelmiä tai tietoverkkoja kohtaan voivat lamaannuttaa niistä riippuvaisia toimintoja viikoiksi. Virheellisen tiedon ja epäluottamuksen levittäminen esimerkiksi sosiaalisessa mediassa tai erilaisilla ns. uutissivustoilla vaikeuttaa viranomaisten ja järjestäytyneet yhteiskunnan toimintaa. Esimerkkejä olemme nähneet eri puolilla maailmaa, ei vähiten Ukrainassa. Tyypillistä tällaiselle vaikuttamiselle on se, että varsinaiset sodan tunnusmerkit eivät täyty, eivätkä parhaatkaan asejärjestelmät pysty sitä torjumaan.

Rahoitussektori on toimiala, joka on käytännössä täysin riippuvainen toimivasta tietotekniikasta. Sähköverkot ja tietoverkot kulkevat fyysisesti jossain, mutta pankkien tietovarastoja ja tapahtumien välitysjärjestelmiä ei ole sidottu mihinkään paikkaan. Ne ovat pitkälti kyberavaruudessa.

Tehokkuussyistä moni pankki on jakanut pankkipalveluiden tuottamisen yksittäisiin prosesseihin, jotka voidaan tuottaa maantieteellisesti eri paikoissa – joko itse tai yhteistyökumppanin toimesta. Tällaisten pitkien prosessointiketjujen riskien hallinta on erittäin haastavaa. Lisäksi maksujen välitysjärjestelmät, maksukorttijärjestelmät, pörssit, kauppojen selvitystä tukevat keskusvastapuolet ovat kaikki suuria kansainvälisiä toimijoita, joiden hyödyntäminen edellyttää toimivia tietoverkkoja, jotka meidän tapauksessamme ovat merikaapeleiden varassa.

Pankkitoiminta on riippuvainen toimivasta tietotekniikasta ja tietoverkoista sekä kansainvälisistä infrastruktuureista, ja koko yhteiskuntamme päivittäinen toiminta on riippuvainen hyvin toimivista peruspankki-palveluista. Tili- ja omistustietojen luotettavuus sekä maksujen välityksen sujuvuus mahdollistavat yritystoiminnan jatkumisen, palkkojen ja etuuksien maksun sekä kansalaisten päivittäisten tarpeiden hoitamisen. Siksi toimialan varautuminen on noussut uudella tavalla keskiöön osana yhteiskunnan kriisinkestävyyttä.

Olen pannut merkille, että yhteistyö toimialan ja viranomaisten kesken kriittisten pankkipalveluiden turvaamiseksi on käynnistynyt. Ottaen huomioon uudet uhkakuvat, on oleellista, että varautuminen kattaa sekä poikkeusolot että normaaliaikojen vakavat häiriöt. Merkittäviä askeleita tilimaksamisen varmistamiseksi ollaan ottamassa, mutta paljon työtä on vielä jäljellä muun muassa välttämättömän päivittäismaksamisen turvaamiseksi kaikissa oloissa. Suomen Pankki on vahvasti sitoutunut tähän työhön keskuspankkitehtävänsä mukaisesti. Luotan siihen, että myös pankkisektori ja koko finanssiala ovat yhtä vahvasti sitoutuneet.

Päivittäismaksaminen koskettaa meitä kaikkia. Jokainen voi pohtia, montako päivää pärjäisi, jos ei voisi käydä kaupassa täydentämässä jääkaapin sisältöä. Erään arvion mukaan yhteiskunnassa anarkia on aina yhdeksän syömättömän aterian päässä.

Suomen EU-puheenjohtajuuden yksi teema on Euroopan rahoitussektorin vahvistaminen hybridiuhkia vastaan. Sisämarkkinoiden taloudellista ulottuvuutta tulisi täydentää turvallisuus- ja varautumistoiminnoilla niin, että koko Euroopan Unionin alueella tunnistettaisiin rahoitussektorin kriittiset infrastruktuurit ja keskinäisriippuvuudet samalla tavalla, että tietoja uhkakuvista voitaisiin vaihtaa tehokkaasti ja että erilaiset hybridivaikuttamisen keinot tunnistettaisiin nopeammin. Siten niihin voitaisiin tarvittaessa myös vastata tehokkaasti.

Hyvät kuulijat,

Kun pohdimme, millainen yhteiskunta on vahvalla pohjalla ja ”iskunkestävä”, meidän on katsottava asioita laajasti. Tärkeää on kestävä taloudellinen hyvinvointi, vahva julkinen talous, suotuisa

työllisyyskehitys, mahdollisimman harvan jääminen ulkopuolelle sekä luottamus tulevaan. Elintärkeä merkitys on myös poliittisen järjestelmän ja yhteiskunnallisen keskustelun asiallisella toimivuudella.

(Kalvo 6.)

Kun tällaiset asiat ovat kunnossa, on helpompi varautua menestyksellä myös erilaisiin uhkiin kuten ilmastonmuutokseen ja hybridivaikuttamiseen – ja toki perinteisempiin ulkoiseen turvallisuuteen kohdistuviin uhkiin.

Kun katsomme ajassa taaksepäin, sellaiset yhteiskunnat, jotka ovat olleet tällä tavalla vahvalla pohjalla, ovat yleensä pärjänneet hyvin myös vaikeina aikoina, erilaisissa yhteiskunnallisissa myrskyissä, taloudellisissa ja turvallisuuteen liittyvissä, sotilaallisissakin.

Suomalaisella yhteiskunnalla on ollut omat vaikeat hetkensä vuosikymmenten ja vuosisatojen saatossa. Vahva se on kuitenkin ollut, kun Suomi on selvinnyt pahimmista uhista ja noussut taloudellisesti köyhästä maasta maailman vauraimpien valtioiden joukkoon.

Monen mittarin mukaan suomalainen yhteiskunta on nyt vahvalla pohjalla. Aina on kuitenkin varaa parantaa ja syytä varautua tuleviin haasteisiin.

Kunhan saamme Suomen talouden entistä vahvemmalle tolalle ja entistä iskunkestävämmäksi, ja kunhan rakennamme tasavaltaa niin, että kaikki pysyvät mukana, voimme luottaa siihen, että selviämme nykyisistä ja tulevista haasteista. Sen rinnalla olemme mukana etsimässä yhteisiä ratkaisuja rajat ylittäviin ongelmiin, niin maailmalla kuin Euroopassa.

# Governor Olli Rehn: Which economic and financial priorities for fostering growth and innovation in the EU?

Governor Olli Rehn  
Bank of Finland  
Opening remarks, Eurofi Financial Forum 2019  
Helsinki, 11 Sept 2019

## Which economic and financial priorities for fostering growth and innovation in the EU?

Ladies and Gentlemen, Dear Colleagues and Friends,

It is my great pleasure to welcome you to Helsinki and to the Eurofi Financial Forum 2019. Helsinki is a major Nordic financial centre and Finland is an active founding member of the EMU and the Banking Union.

Moreover, central banking has a long history in Finland. Compared to the “youngsters”, like the Fed and the ECB, the Bank of Finland is a “veteran”, having been founded in 1811, which makes us the 4th oldest central bank in the world. That means, if you don’t count Finland being an organic part of Sweden, which has the oldest central bank in the world, Sveriges Riksbank, founded in 1668.

The Eurofi on its part has been providing a valuable platform for the exchange of ideas and information between the public authorities and the financial industry for two decades. I am confident that over the next few days the Eurofi Helsinki Forum will give us plenty of food for thought on topical issues in European economic and financial policy.

The theme of the morning sessions – the economic and financial priorities for fostering growth and innovation in the EU – could not be more pertinent. Apart from managing immigration better and reinforcing external and internal security, our key policy challenge in the coming years will be no less than boosting an economic and industrial revival of Europe.

Let me share some thoughts with you on the priorities to this effect.

First, on macroeconomic policies. As we are on the ECB’s silent period, I will not comment on – or even touch – monetary policy. I just note that the euro area economy has been on a path of recovery and growth since 2013. But prolonged pervasive uncertainty stemming from the escalating trade war and related to vulnerabilities in the emerging market economies, as well as ongoing geopolitical tensions, have left their mark on the economic sentiment.

Europe’s labour markets have been resilient, so far, and that is supporting domestic demand.

However, the falling external demand is taking its toll, and having its effect also on the labour market.

The Bank of Finland and other central banks in the Eurosystem are ready to do what is needed to reach our price stability target and support sustained growth and job creation. But monetary policy cannot be the only active player in the field. Other policy areas should contribute more decisively to raising the long-term growth potential and reducing vulnerabilities.

Tommaso Padoa-Schioppa warned monetary policy makers not to confuse the independence of the central bank with isolation. As he put it, “strong currency requires a strong economy and a strong polity, not only a strong and credible central bank”.<sup>1</sup> There is much room for enhancing coordination, each policy maker working within the perimeter of its mandate. With limited policy spaces this is ever more important.

Sound fiscal and economic policies at the national level are the first line of defence to deal with economic shocks. Implementation of structural reforms needs to be substantially stepped up to increase resilience, boost productivity, and reduce unemployment in a lasting way. Automatic stabilisers should play their full role. All countries can reinforce their efforts to achieve a more growth-friendly composition of public finances.

Why is that important? Because productivity growth is critical to rising living standards. Sustainable growth requires more investment, research and innovation. To accomplish this, sufficient public sector contribution is necessary. We need to be able to secure investment in public infrastructure, including digital infrastructure, not least in countries that are lagging behind in 5G, or even more regrettably, sometimes even in 4G.

A large and integrated single market is the cornerstone of the EU, but the member states also benefit from open global markets. At the same time, the transformation brought about by globalisation and the digital revolution has resulted in winners and losers. This, in turn, has helped to promote populist policies promising easy answers to difficult questions.

Protectionism, however, is not an answer. Isolation is not possible without great losses in citizens' living standards. We should continue to work for a Europe that pursues growth also from beyond its own borders through free-trade agreements; for a Europe that combines a strong entrepreneurial drive and a stability culture; and for a Europe that guarantees civil rights and social justice in the digital age.

These are concrete goals for sustainable growth and job creation – and fundamentally for human development – that really matter to the citizens in Europe, which should always be our key yardstick. Next, let me turn to key policy priorities in the financial sector.

A well-functioning financial system is fundamental for growth. It is a well-known and regrettable fact that we are still missing a genuine pan-European financial market. It is a fact that the post-crisis trend of financial reintegration has been weak, which is partly explained by the initially slow recovery of Europe after the crisis.

Yet, the key underlying factor is that there are still too many shortcomings in the EMU financial architecture. While we have made good progress in reinforcing economic governance and strengthening the regulatory framework, there still remain too many obstacles for further integration. That's why the completion of the Banking Union and enhanced efforts towards the Capital Markets Union are critical building blocks of both the integrated single market and a more resilient monetary union.

With regard to the Banking Union, we need to implement the remaining measures to ensure an effective and credible resolution framework, set up the common deposit guarantee scheme, and address remaining regulatory obstacles that unnecessarily penalise cross-border integration. To accomplish this, we need to ensure that greater risk-reduction will go hand in hand with greater risk-sharing.

The Capital Markets Union aims to break down barriers that block cross-border investments. Although we have had successful EU initiatives to boost investment – with the Juncker Plan having triggered some EUR 400 billion of investments – we need significantly more private financial risk sharing to support innovation and efficient allocation of capital.

There has been good progress in taking CMU-related EU legislation forward, but major further steps are still needed to create a well-functioning CMU. Many initiatives will be discussed during the Forum, including a more harmonised insolvency framework and enhanced transparency of company financial data that is critical for investment decisions.

I would like to highlight one particular issue – the need for a European safe asset. We have frequently underlined this need within the Eurosystem. I am not taking any stand on any specific, concrete proposal to this effect. But if well-designed, a European safe asset would contribute to both financial integration and financial stability. Namely, the CMU would genuinely benefit from a common safe asset against which newly issued securities can be priced, including in the green bond markets. It would also offer financial stability benefits by lowering risks on banks' balance sheets.

The non-existence of a European safe asset also contributes to an excessively unipolar global financial system and the vulnerabilities it creates. It would not be about challenging the dollar – it would be about building a more stable global financial system. It would also be about providing an additional channel for foreign investors to invest in Europe, including into sustainable finance and the green bond markets.

There are major challenges involved in taking the CMU forward. For that, we need a clear vision and persistence. We need to revitalise the action plan. With this in mind, in my view it would be useful to reassess the narrative attached to the CMU. A new concept – “Growth and Investment Union” for

example – might put a more positive drive on the project.

Dear colleagues,

The current global headwinds underline the importance of boosting the economic revival of Europe through structural reforms, public and private investment in research and innovation, and a revitalisation of the Single Market. We need to complete the EMU financial architecture to enhance capital allocation and improve private risk sharing. Only in this way can we reap full benefits of the Single Market.

And, crucially, Europe's economic revival needs to be combined with the greatest challenge of our generation: tackling and mitigating climate change. It calls for a consistent strategy from the EU on how to pursue economic and ecological transformation of our societies and enterprises. In this challenging task, the financial system will need to play an important role in managing risks and mobilising capital for green investments.

Let me wish you most productive discussions and enjoyable days in Helsinki! – Many thanks for your attention.

1 See Padoa-Schioppa (2004)

# Pääjohtaja Olli Rehn: Kriisin jälkeen – miten optimoida finanssi- ja rahapolitiikka matalan inflaation ja alhaisten korkojen oloissa?

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Helsingin yliopiston valtiotieteellisen tiedekunnan avajaisluento 3.9.2019

[Esityskalvot](#) (pdf)

[Presentation slides](#) (pdf)

## Kriisin jälkeen: miten optimoida finanssi- ja rahapolitiikka matalan inflaation ja alhaisten korkojen oloissa?

Arvoisat valtiotieteellisen tiedekunnan opiskelijat, opettajat, tutkijat ja muu henkilökunta, hyvät entiset työtoverit,

Kiitos kutsusta pitää Helsingin yliopiston valtiotieteellisen tiedekunnan lukuvuoden avajaisluento 2019. Tämä on senkin vuoksi kovin mieluisa tehtävä, että omasta valmistumisestani valtiotieteen maisteriksi tuli keväällä kuluneeksi tasan 30 vuotta. Valtiotieteellinen koulutus ja tutkimustyö antoivat asialliset eväät yhteiskunnan, päätöksenteon ja talouden ymmärtämiselle, mikä lienee alan yliopistollisen opetuksen keskeinen tavoite. Ammatillisiakin eväitä se on siinä ohessa tarjonnut. Dosentiksi sain tiedekunnalta nimityksen tasan 20 vuotta sitten. En ole viime vuosina muilta työkiireiltäni tosin juurikaan ehtinyt toimia ”päivystävänä dosenttina”, viitatakseni meitä dosentteja rahtusen verran halveeraavaan taannoiseen ilmaisuun, mutta tarkoitukseni on elvyttää poliittisen talouden dosenttiluennot mahdollisesti vielä nyt alkavan lukuvuoden aikana. Ajattelen niin, että sivistysyliopiston henkeen kuuluu paitsi vankka luottamus tieteeseen ja tutkimukseen – ”in science we trust” – myös yhteys ympäröivään yhteiskuntaan ja käytännön päätöksentekoon, miltä osin toivon voivani antaa jotain opiskelijoille.

Käsittelen tässäkin luennossani poliittista taloutta. Nyt alkavana syksynä ja talvena tulee kuluneeksi kymmenen vuotta euroalueen velkakriisin alkamisesta. Se oli osa globaalia finanssikriisiä, tuon ”Pohjois-Atlantin finanssijärjestelmän kokeman valtavan maanjäristyksen massiivinen jälkishokki, joka velloi ja vyöryi viiveellä Euroopan unionin poliittisen labyrintin läpi”, kuten taloushistorioitsija Adam Tooze on eurokriisiä kuvannut.<sup>1</sup> Maailmantaloudessa – samoin kuin taloustieteessä ja talouspolitiikassa – on sen jälkeen tapahtunut paljon. Kenties tärkeimpänä, rahoitusvakauden merkitys on ymmärretty ja noussut taloudellisen päätöksenteon keskiöön. Se on synnyttänyt oman politiikka-alansa eli niin sanotun makrovakauseräpolitiikan, josta on tullut rahapolitiikan ohella toinen keskuspankkipolitiikan pääpilari.

Mutta talouspolitiikan toimintaympäristö on muuttunut myös muutoin hyvin olennaisesti.

Yhteiskuntatieteilijänä tekisi mieli sanoa rakenteellisesti, joskin tarkemmin ajatellen ja analysoiden kyse lienee sekä rakenteellisten että suhdanneluontoisten tekijöiden yhdistelmästä. Viittaa erityisesti siihen, että elämme tätä nykyä ja mitä ilmeisemmin vielä pitkään matalan inflaation ja alhaisten korkojen maailmassa, millä on olennaista merkitystä talouspolitiikan tekemisen näkökulmasta. Esimerkiksi reilu viikko sitten pidetty Yhdysvaltain keskuspankin Federal Reserven vuosittainen tutkimuskonferenssi Jackson Holessa Wyomingissa keskittyi nimenomaan tähän problematiikkaan. Etenkin kyse on alhaisesta tasapainokorosta, jonka taustalla on monia rakenteellisia tekijöitä, kuten hidas talouden ja tuottavuuden kasvu vuodesta 2008 lähtien, väestön ikääntyminen kehittyneissä maissa (mikä nostaa säästämisastetta) ja myös talouden globalisaatio ja työvoiman liikkuvuus (mikä pitää palkkapaineita ja siten inflaatiopaineita alhaisina kehittyneissä maissa).

Tarkastelenkin luennossani tänään näiden muutosten vaikutuksia talouspolitiikan toimintaympäristöön ja kysyn, mikä olisi optimaalinen finanssi- ja rahapolitiikka näissä alhaisen

korkotason oloissa.

## **1. Rahoitusvakaus ja finanssipolitiikka eurokriisin eri selityksinä**

### *Kalvo 2. Euroalueen velkakriisin syistä ja ratkaisuista*

Kun analysoidaan euroalueen velkakriisin syitä, rahoitusjärjestelmän rooli oli suuri. Ongelmien siemenet itivät makrotalouden tasapainottomuuksissa jo 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä. Kriisi lamaannutti pankkien välisen luotonannon ensin vuosina 2008–2009 ja uudelleen vuosina 2011–2012. Seurauksena oli myös vaikeuksiin joutuneiden euromaiden lainanottokustannusten jyrkkä kasvu. Jälkiviisaasti voidaan myös todeta, että oma osansa oli ekonomistien älyllisellä laiskuudella, minkä ammattikunta on itse tunnustanut. Kuten IMF:n silloinen pääekonomisti Olivier Blanchard totesi pisteliäästi vuonna 2013: ”On tullut kliseeksi sanoa, että makrotaloudellisessa ajattelussa aliarvioitiin rahoitustekijöiden vaikutus talouden suhdannevaihteluihin.”<sup>2</sup>

Jos euroalueen vuosien 2011 ja 2012 heikkouden katsotaan johtuneen finanssipoliittisista tekijöistä, selitystä voisi etsiä finanssipolitiikan kerroinvaikutusten vaihtelusta. Kerroinvaikutus kuvaa sitä, kuinka suuri vaikutus finanssipolitiikan kiristämällä tai keventämällä on talouskasvuun lyhyellä aikavälillä. Finanssipolitiikkaa kiristettiin tunnetusti eniten euroalueen reunamaissa, joilla ei ollut finanssipoliittista liikkumavaraa, kun taas ydinmaissa kiristystoimet olivat huomattavasti vähäisempiä. Ei ole yllättävää, että kun rahoituksen välityksen kanava ei toimi asianmukaisesti – kuten kävi reunamaissa – finanssipoliittinen kiristys voi vaikuttaa kysyntään enemmän kuin aikoina, jolloin rahoitusmarkkinat toimivat normaalisti. Toisaalta voidaan kysyä, voiko tämä yksistään selittää koko euroalueen hitaamman kasvun Yhdysvaltoihin nähden vuosina 2011–2012.

Tästä syystä kriisille olisi hyvä etsiä lisäselityksiä muista tekijöistä. Samaan aikaan kun euroalueen kasvu Yhdysvaltoihin nähden alkoi tuntuvasti heiketä vuoden 2011 jälkipuoliskolla, suureni euroalueen ja Yhdysvaltain pitkien korkojen välinen ero. Osaksi korkoeron kasvu johtui EKP:n ohjauksen nostosta. Tärkeämpi tekijä oli kuitenkin euroalueen pankki- ja velkakriisin syveneminen, mikä näkyi valtionlainojen markkinoilla korkoerojen kasvuna euroalueen reuna- ja ydinmaiden välillä. Valtionlainojen korkeat korot vaikuttivat haitallisesti ongelmamaiden talouskasvuun. Pankkien jälleenerahoituskustannukset nousivat ja varallisuusarvot laskivat, mikä heikensi vakuuksien saatavuutta, kasvatti pyrkimyksiä velkaantuneisuuden vähentämiseen ja vaikeutti rahoituksen saatavuutta yksityisellä sektorilla. Lisäksi julkiseen talouteen kehkeytyi noidankehä: korkeat korot kasvattivat julkisen talouden velkataakkaa, mikä nostatti pelkoja maksukyvyttömyydestä ja huolta siitä, että valtiot eivät kykenisi varmistamaan pankkisektorin toimintakykyä, mikäli se ajautuisi maksukyvyttömyysongelmiin.

Tämä kuulostaa hyvin paljon ”rahoituskaasuttimelta” (the ’financial accelerator’) eli käsitteeltä, jonka kehitti professori Ben Bernanke 1930-luvun talouslaman johtavana tutkijana jo kauan ennen kuin hänestä tuli Yhdysvaltain keskuspankin pääjohtaja. Käsitteen ydin on ajatuksessa, että ”taantumilla on taipumus kiristää luotonantoa, mikä puolestaan pahentaa taantumia entisestään”. Tämä tarkoittaa, että taantumassa pankit antavat lainaa varovaisemmin, koska niiden tappiot kasvavat, ja samaan aikaan lainanottajien luottokelpoisuus huononee, koska heidän taloustilanteensa heikkenee. Seurauksena on luotonsaannin vaikeutuminen, mikä vaimentaa kulutus- ja investointikysyntää. Tämä puolestaan vahvistaa laskusuhdanteita entisestään. Kaikki nämä tekijät johtavat siihen, että talouskasvu siirtyy peruutusvaiheelle.<sup>3</sup>

Empiiriset havainnot tukevat käsitystä, jonka mukaan rahoitusjärjestelmällä oli suuri merkitys euroalueen talousvaikeuksien taustalla. Vastaavasti rahoitusjärjestelmän toimintakyvyn palauttamisella on ollut tärkeä rooli euroalueen talouksien elpymisessä kriisin jälkeen.

Yksi keskeinen tekijä on ollut EKP:n rahapolitiikka. Sen nopea keventäminen esti rahoitusjärjestelmän kriisin jyrkkemisen vuosina 2008 ja 2009, mutta euroalueen velkakriisin syntymistä seuraavina vuosina se ei estänyt. Käännös kohti parempaa tapahtui heinäkuussa 2012, kun EKP:n pääjohtaja Mario Draghi piti kuuluisaksi tulleen puheensa, jossa hän lupasi ”mandaattimme puitteissa tehdä mitä tahansa euron pelastamiseksi – ja uskokaa minua, se tulee riittämään”. Pian tämän jälkeen EKP:n neuvosto päätti suorien rahapolitiittisten ostojen ohjelmasta (OMT). Ankarin kriisi hellitti, vaikka ohjelman mahdollistamia ostoja ei ole missään vaiheessa ollut tarve toteuttaa.

Yksi tulkinta EKP:n OMT-ohjelmasta ja muista epätavanomaisista rahapolitiikan keinoista on ollut,

että valtiolainamarkkinoille tarvitaan ”viimekätinen lainoittaja” eli ”lender of last resort”. Sen rooli olisi tarvittaessa rahoittaa valtioita, joilla on vaikeuksia saada rahoitusta markkinoilta mutta joiden vakavaraisuus ei ole kyseenalainen.

Todellisuudessa EKP:n rooli ei ole minkä tahansa heikon valtion tukeminen. EKP:n rahapolitiikan ensisijainen tavoite on hintavakaumus, ja EKP:n osto-ohjelmatkin ovat välineitä sen saavuttamiseksi. Eurojärjestelmän keskuspankit eivät rahoita euroalueen valtioita suoraan, vaan ostavat valtionlainoja jälkimarkkinoilta. Osto-ohjelmien ansiosta rahoitusolot ovat pysyneet euroalueella keveinä ja korot alhaalla deflaation uhan estämiseksi ja hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi.

EKP:n toimet joka tapauksessa tukivat euroalueen jäsenvaltioita velkakriisin voittamisessa ja vaikuttivat ratkaisevasti finanssipolitiikan toimintaympäristöön. EKP:n toimet mahdollistivat osaltaan sen, että aiemmin velkojensa takia vaikeuksiin joutuneet valtiot pystyivät suunnittelemaan finanssipolitiikkaansa keskipitkän aikavälin näkymien perusteella eivätkä vain selviytyäkseen akuuteista rahoitusongelmista.

## **2. Finanssipolitiikan uusia näkökulmia: moderni rahateoria ja Blanchardin aloittama keskustelu julkisesta velasta**

Viime vuosina matalien korkojen ympäristö ja nimellisen korkotason efektiivinen alaraja ovat rajoittaneet rahapolitiikan toimintaa. Korkojen efektiivinen alaraja tarkoittaa sitä, että lainanantaja tai tallettaja ei ole valmis hyväksymään suurta negatiivista tuottoa, vaan sijoittaa ennemmin varallisuutensa vaikkapa käteiseen rahaan. Huomio onkin kiinnittynyt enenevässä määrin finanssipolitiikkaan ja sen mahdollisuuksiin elvyttää talouksia, joissa talouskasvu on vaimeaa ja selvästi potentiaalista kasvua hitaampaa. Samalla on haastettu finanssipolitiikan ja rahapolitiikan nykyistä työnjakoa.

### *Kalvo 3. Uusia näkökulmia finanssipolitiikkaan*

Yksi keskusteluun rantautuneista koulukunnista on moderni rahateoria (Modern Monetary Theory, MMT), joka tarjoaa finanssipolitiikan dominanssia ratkaisuksi potentiaalista vaimeamman kasvun ongelmaan. Modernin rahateorian kannattajien mukaan omaa rahaa painavat valtiot voivat aina hoitaa velkojaan, joten niiden ei tarvitse kantaa huolta julkisen talouden alijäämistä. Ne voivat ottaa lainaa ja rahoittaa julkisia menoja miten paljon tahansa. Jos tämä johtaisi inflaatioon, voisi veroja aina nostaa tai menoja leikata. Ajattelutapa muuttaisi ratkaisevalla tavalla finanssi- ja rahapolitiikan työnjakoa, koska modernin rahateorian kannattajat laittaisivat finanssipolitiikasta vastaavan viranomaisen vastuuseen paitsi julkisten menojen ja verojen mitoituksesta myös hintavakaudesta. Vaikka olen aina valmis kyseenalaistamaan vallitsevan paradigman ja kannustamaan väärästä tietoisuudesta vapautumiseen, ja vaikka hyväksyn sen, että moderni rahateoria on ”pyrkimys luoda yhtenäinen ajatuskehikko laajemmalle jälkikeynesiläiselle kirjallisuudelle”, se ei silti ole yhtenäinen, empiirisesti testattu talousteoria. Kuten New York Timesin kolumnisti Josh Barro on oikein todennut, ei ole olemassa mitään maagista rahapuuta. ”Taloutta ei rajoita sen kyky hankkia dollareita, vaan reaaliset tuotantokapasiteetin rajoitteet.”<sup>4</sup>

Lisäksi, ja kuten valtaviiran taloustieteessä käsitetään, finanssipolitiikalla on aina oma roolinsa vakaan talousympäristön luomisessa. Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että keskuspankin tulisi rahoittaa valtion velkaa rahan arvon kehityksestä piittaamatta. On vaikeaa nähdä, että yksikään vastuuntuntoinen päättäjät olisi valmis altistamaan maansa kansalaiset ja talouden modernin rahateorian mukaiseen kokeiluun. Ostaisitko sinä sellaisen maan velkakirjoja?

Toinen äskettäinen keskustelunavaus on Olivier Blanchardin aloittama keskustelu julkisen talouden velkarahoituksesta alhaisten korkojen ympäristössä. Olivier Blanchard on esittänyt, että alijäämien ja velkojen hyvinvointikustannukset ovat yleisesti ajateltua pienempiä.<sup>5</sup> Hänen mukaansa historialliset aikasarjat osoittavat, että korko on hyvin usein ollut talouden kasvuvauhdin tasoa matalampi ( $r-g < 0$ ). Tämä pitäisi hänen mielestään tulkita mahdollisuudeksi rahoittaa julkisia menoja velaksi niin, että velan suhde talouden kokoon pysyy kuitenkin ennallaan tai pienenee.

Blanchardin ajatuksille on kuitenkin melko painavia vastaväitteitä. Professori Charles Wyplosz on esittänyt kaksi sellaista empiiriseen analyysiin pohjautuvassa tutkimuspapereissaan ”Olivier in Wonderland”.<sup>6</sup> Ensinnäkin, koron ja kasvuvauhdin erotus ( $r-g$ ) ei ole vakio, vaan vaihtelee voimakkaasti. Ja kun erotus muuttuu positiiviseksi, velan kasvu muuttuu nopeasti vakaasta epävakaaksi. Tämä muistuttaa julkisen talouden tutkimuksen ns.

alijäämähypoteesista, jonka mukaan valtiot eivät kiinnitä tarpeeksi huomiota julkisen talouden



alijäämien pitkän aikavälin vaikutuksiin. On myös syytä huomata, että monessa maassa Yhdysvaltain ulkopuolella – kuten Suomessa – valtionlainojen korko on tuskin ollut tyypillisesti talouden kasvuvauhdin alapuolella.

Toiseksi, jos julkisen talouden alijäämä on huomattavan suuri (ja/tai velan määrä on suuri), velan kasvu on todennäköisesti nopeaa, sillä sekä velanhoito että alijäämä vaikuttavat negatiiviseen suuntaan. Lisäksi näiden tekijöiden seurauksena ja sen myötä, että poliittiset päätöksentekijät voivat ottaa vaarin neuvosta lisätä julkisia menoja, lopputulos on todennäköisesti suhdannevaihteluja jyrkentävä finanssipolitiikka.

Reilusti on myönnettävä, että Blanchardin itsensä mukaan hänen tarkoituksensa ei ollut puoltaa julkisen velan lisäämistä sinänsä, vaan saada aikaan nykyistä monipuolisempaa keskustelua velan kustannuksista ja finanssipolitiikasta.<sup>7</sup>

Moderni rahateoria ja alijäämien rahoittaminen velanotolla eivät näin ollen ole mitään ihmeläkkettä. Tarvitsemme enemmän tutkimusta finanssipolitiikan vaihtoehdoista, ennen kuin päätöksentekijät ovat valmiita hyppäämään tuntemattomiin vesiin.

Joka tapauksessa on selvää, että finanssipolitiikan rooli on kasvanut nykyisessä matalien korkojen ympäristössä, minkä vuoksi euroalueella tarvitaan aiempaa parempaa talouspolitiikan keinojen yhdistelmää.

Nykyisessä tilanteessa euroalueen varovaisen elvyttävä finanssipolitiikka tukee talouskasvua. Niiden maiden, joilla on liikkumavaraa julkisessa taloudessa, on hyvä varautua taantumien kohdatessa käyttämään sitä investointien ja kysynnän tukemiseen. Automaattiset vakauttajat, kuten taantumassa lisääntyvät työttömyysturvamenot, joka tapauksessa toimivat tähän eli elvyttävään suuntaan. Niissä maissa, joiden julkisen talouden velka on suuri, on silti edelleen syytä kerryttää julkisen talouden puskureita. On tärkeää, että julkisessa taloudessa on liikkumavaraa euroalueen kaikissa jäsenmaissa, jotta niiden finanssipolitiikka voi tarvittaessa tukea talouskasvua tilanteen niin vaatiessa. Näin ei ole joka vaiheessa tapahtunut viimeisten 10 vuoden aikana.

Tämä korostaa finanssipolitiikan ja rahapolitiikan oikeanlaisen yhdistelmän – 'policy mix' – merkitystä. Se ei missään nimessä ole vastakkainen keskuspankin itsenäisyydelle – sitä kyllä varjelemme! Mutta keskinäistä vuoropuhelua ja kummankin toimijan itsenäisyyttä kunnioittavaa koordinaatiotakin tarvitaan, jotta finanssi- ja rahapolitiikalla saadaan paras mahdollinen vaikutus niin kestäväen kasvun ja korkean työllisyyden kuin vakaan inflaationkin kannalta. Kuten edesmennyt eurooppalainen talousvaikuttaja Tomaso Padoa-Schioppa jo totesi keskuspankkitoiminnasta, "itsenäisyys ei suinkaan tarkoita yksinäisyyttä".

*Kalvo 4. Walking the Highwire – Rebalancing the European Economy in Crisis*

Käsittelen näitä kysymyksiä ja eurokriisin opetuksia seikkaperäisemmin kirjassani *Walking the Highwire – Rebalancing the European Economy in Crisis* (Palgrave Macmillan, helmikuu 2020), joka ilmestyy suomeksi käännettynä lokakuun puolivälissä nimellä *Kuilun partaalta* (Docendo).

### **3. Rahapolitiikan haasteet ja rajoitteet**

Nykyisessä taloudellisessa tilanteessa rahapolitiikasta vastaavat joutuvat väistämättä tekemään päätöksiä erilaisten epävarmuustekijöiden vallitessa. Tämän päivän konkreettiset epävarmuudet juontuvat kaupan jännitteiden jatkumisesta, nousevien talouksien haavoittuvuuksista sekä korkojen ja osakehintojen vaihteluista. Näitä vahvistavat analyyttiset epävarmuudet, joissa on kyse talouden toiminnan ymmärtämisestä ja rahapolitiikan päätöksenteossa käytettävien talousteorioiden toimivuudesta. Nämä epävarmuudet liittyvät mm. mahdolliseen pitkittyneen hitaan kasvun aikaan eli ns. sekulaariseen stagnaatioon ja luonnollisen koron tason arviointiin. Lisäksi ne liittyvät inflaation ja taloudessa olevan vapaan kapasiteetin väliseen yhteyteen, joka ekonomistien keskuudessa tunnetaan Phillipsin käyränä.<sup>8</sup> Näistä tekijöistä seuraa lisäkysymys: mikä on näiden epävarmuuksien vaikutus keskuspankkien strategioihin?

#### **Luonnollinen korko**

Euroalueella ja muissa kehittyneissä talouksissa korot ovat tällä hetkellä alempana kuin ennen vuonna 2008 kärjistynyttä finanssikriisiä. Tämä ilmiö on osittain seurausta rahapolitiikasta. Mutta on myös todennäköistä, että ns. pitkän aikavälin tasapainokorko on laskenut.

Luonnollinen korko voidaan määritellä reaalisena korkona, joka on yhdenmukainen makrotalouden tasapainon kanssa. Kyseessä on se reaalikoron taso, joka vallitsisi, jos taloudessa olisi täystyöllisyys, tuotanto potentiaalisella tasolla ja inflaatio olisi vakaa – ei nopeutuva, eikä hidastuva.

Luonnollinen korkotaso on tärkeä kiintopiste rahapolitiikalle, sillä se määrittelee rahapolitiikan ”neutraalin” mitoituksen kunakin ajankohtana. Tasapainokorkojen alhainen taso vaikuttaa itsessään rahapolitiikan mitoitukseen, ja tasapainokoron alhainen taso vähentää aina ohjauskoron elvyttävää vaikutusta.<sup>9</sup> Jos rahapoliittisten toimien seurauksena lyhyt reaalikorko on korkeampi kuin luonnollinen korko, rahapolitiikka on kasvua rajoittavaa.

Merkittävä analyttinen ongelma on se, että luonnollinen korko ei ole vakio, ja teoreettisena käsitteenä se ei ole myöskään havaittu muuttuja. Toisin sanoen sitä ei voida mitata suoraan, vaan se pitää arvioida tilastollisesti käyttäen eri menetelmiä.

Eri tutkimuksista johdetut arviot luonnollisen koron tasosta viittaavat siihen, että luonnollinen korko on laskenut suurimmissa kehittyneissä talouksissa noin 20 viime vuoden aikana ja että euroalueella se on tällä hetkellä merkittävästi alempi kuin ennen finanssikriisiä. Arvioihin luonnollisen koron tasosta liittyy huomattavaa epävarmuutta. Seuraavassa kuviossa esitetään arvioita luonnollisen koron tasosta euroalueella.

#### *Kalvo 5. Arvioitu luonnollinen korkotaso on laskenut*

Luonnollisen koron lasku johtuu säästämisen ja investointien välisen tasapainon muutoksista kehittyneissä talouksissa, sekä Euroopassa että maailmanlaajuisesti. Säästämisalukkuuden lisääntyminen tai investointikysynnän väheneminen johtaa luonnollisen koron tason laskuun. Säästämis- ja investointikäyttäytymisen muutosten taustalla on syvempiä, talouden suhdanteisiin tai rakenteisiin liittyviä tekijöitä. Rakenteelliset tekijät viittaavat pysyvään muutokseen ja ovat potentiaalisesti merkittävämpiä. Ne liittyvät mahdollisuuteen, että talous on pitkittyneen hitaan kasvun vaiheessa. Tämä saattaa johtua väestön ikääntymisestä (mikä näkyy säästämisasteen nousuna) tai tuottavuuden kasvun yleisestä hidastumisesta (mikä näkyy investointien vähenemisenä) tai näistä molemmista tekijöistä.

Jos luonnollinen korko on todellakin laskenut, rahapolitiikkaa normalisoitaessa rahapolitiikka kiristyy aiemmin kuin korkojen historiallisesta kehityksestä voisi päätellä. Saman logiikan mukaisesti nykyinen ohjauskorkojen alhaisuus ei merkitsekään yhtä elvyttävää rahapolitiikkaa kuin mitä pelkästään ohjauskorkojen tasoa tarkasteleva analyttikko tai keskuspankkiiri voisi odottaa.

Jos luonnollinen korko on pysyvästi alentunut, sen huolestuttava seuraus pidemmällä aikavälillä on, että korot laskevat taloudessa nollakorkorajalle aiempaa useammin ja jopa aiempaa pienempien negatiivisten (kysyntä)sokkien seurauksena. Tämä vähentäisi tavanomaisen rahapolitiikan tehokkuutta ja heikentäisi sen kykyä hillitä taantumia ja deflaatoriskiä.

Nämä pitkän aikavälin trendit viittaavat siihen, että epätavanomaisten rahapoliittisten toimien ja välineiden, joita käytettiin finanssikriisin vuosina ja joita esimerkiksi EKP yhä käyttää, tulisi jäädä pysyvästi rahapolitiikan välineistöön, tai ainakin reserviin.

#### **Phillipsin käyrä ja inflaatio-odotukset**

Euroalueen inflaatiopaineiden jatkuva ja jopa yllätyksellinen heikkous tilanteessa, jossa talouden elpyminen on ollut pitkäaikaista ja merkittävää ja työttömyyden väheneminen huomattavaa, on yksi niistä tekijöistä, jotka aiheuttavat epävarmuutta rahapolitiikan harjoittamiseen. Kuinka kauan kestää, ennen kuin tämänhetkinen talouskasvu johtaa inflaatiovahdin palautumiseen kestävästi nopeammalle tasolle? Kuinka kauan tarvitaan ainakin jonkinasteista rahapoliittista elvytystä, ennen kuin EKP:n hintavakausmääritelmän ehdot täyttyvät?

Nämä kysymykset kytkeytyvät Phillipsin käyrään, joka kuvaa inflaation ja talouden vapaan kapasiteetin välistä yhteyttä. Kriisin aikana ja sen jälkeen Phillipsin käyrä näyttää käyttäytyneen aiemmasta poikkeavasti. Inflaatio ei ole merkittävästi nopeutunut huolimatta talouden ja työllisyyden kasvusta.

#### *Kalvo 6. Phillipsin käyrä ei ole vakaa*

Toisin sanoen Phillipsin käyrä on saattanut loiventua, mikä on pysynyt ekonomistien ja keskuspankkiirien dilemmana koko kriisin jälkeisen ajan. Tässä kuviossa Phillipsin käyrä on merkitty eri väreillä eri ajanjaksoilla. Nähdään, että v. 1999–2003 pohjainflaation ja työttömyysasteen välillä on melko selkeä negatiivinen yhteys, kuten talousteoria olettaakin. Phillipsin käyrä loivenee kuitenkin jo vuosina 2004–2008. Kun tarkastelemme puolestaan vuosia 2010–2017, Phillipsin käyrä on jo lähes vaakasuora. Edellä mainittu inflaation ja työttömyyden välinen yhteys ei siten ole enää tällä jaksolla pätenyt.

Jos tämä muutos jäisi pysyväksi, mitä siitä seuraisi hintavakaudelle? Loogisesti se, että tuotannon

kestävästäkin kasvusta ja työttömyyden vähenemisestä huolimatta inflaatio ei nopeutuisi odotetusti. Edellä kuvatussa yksinkertaistetussa kuvassa Phillipsin käyrä kytkee inflaatiovauhdin tämänhetkiseen talouden vapaaseen kapasiteettiin. Nykyaikaisten taloustieteellisten mallien mukaan inflaatio riippuu myös odotetusta talouden suhdanteesta. Kun talouden aktiivisuus riippuu osin harjoitetusta rahapolitiikasta, tarkoittaa tämä sitä että inflaatio reagoi paitsi nykyiseen myös odotettuun rahapolitiikkaan. Taloustieteilijät viittaavat tässä yhteydessä niin sanottuun odotuksilla täydennettyyn Phillips-käyrään, missä inflaatiota selitetään paitsi nykyisellä talouden tilanteella, myös odotetulla inflaatiolla. Tämä odotuksilla täydennetty Phillips-käyrä on matemaattinen muotoilu ajatukselle, että odotukset vaikuttavat keskeisesti yritysten ja kotitalouksien hinnoittelupäätöksiin.<sup>10</sup> Viime vuosina inflaatio-odotukset ovat laskeneet euroalueella huomattavasti ja ovat nyt melko kaukana EKP:n hintavakauden määritelmästä, jonka mukaan inflaation tulisi olla lähellä, mutta alle kaksi prosenttia. Nykyaikaisen taloustieteen valossa yksi mahdollinen ja huolestuttavakin mahdollisuus on, että yksityisen sektorin luottamus keskuspankin kykyyn elvyttää taloutta on heikentynyt. Tämä voi liittyä edellä käsittelemääni luonnollisen koron alenemiseen.

*Kalvo 7. Rahoitusmarkkinahinnoista lasketut inflaatio-odotukset ovat laskeneet uudelleen*

Mitä johtopäätöksiä tästä voidaan tehdä rahapolitiikan suhteen? Sekä luonnollisen korkotason lasku että inflaatio-odotusten heikkous edellyttävät rahapolitiikalta sen instrumenttivalikoiman laajaa käyttöä, jotta voidaan välttää inflaatio-odotusten painuminen entistä alemmas.

Samalla korostuu tarve rahapolitiikan vaikutusten arviointiin ja etenkin ennakoimattomien negatiivisten seurausten välttämiseen. Rahapolitiikan on myös varmistettava, että inflaatio-odotukset ovat ankkuroituneet hintavakaustavoitteen mukaisesti.

EKP:n neuvosto viesti kokouksessaan 25.7.2019, että vahvasti kasvua tukevaa rahapolitiikkaa tarvitaan vielä pidemmän aikaa, koska sekä toteutunut että odotettu inflaatio ovat olleet pitkään EKP:n neuvoston tavoitetta hitaampia.<sup>11</sup> Samalla EKP:n neuvosto vahvisti sitoutumistaan tavoitteeseen selventämällä, että inflaatio voi vaihdella lyhyellä aikavälillä 2 prosentin molemmin puolin keskipitkän aikavälin hintavakaustavoitteen saavuttamiseksi. Tämä tukee inflaatio-odotusten ankkuroitumista.

Entä rahapolitiikan pidemmän aikavälin haasteet?

Useat keskuspankit arvioivat nyt rahapolitiikan strategioitaan. Näin ovat tekemässä Yhdysvaltain keskuspankki sekä Kanadan keskuspankki, joka arvioi rahapolitiikan strategiaansa säännöllisin väliajoin.

Olen osaltani esittänyt, että EKP:n rahapolitiikan strategiaa tulisi arvioida uudelleen. Tälle on useita perusteluja. Ensiksikin, rahapolitiikkaa harjoitetaan tilanteessa, jossa korot ovat matalat, inflaatio on hidasta, ja jopa kasvu on hidasta. Tämä ympäristö poikkeaa huomattavasti olosuhteista vuonna 2003, jolloin EKP edellisen kerran arvioi rahapolitiikan strategiaansa. Keskuspankkiyhteisön on ymmärrettävä paremmin näiden rakenteellisten muutosten vaikutuksia talouden toimintaan, jotta ne voivat hoitaa tehtäviään tehokkaasti. Toiseksi, rahapolitiikan välineet ovat aivan erilaiset kuin 16 vuotta sitten. Ja kolmanneksi, on hyvä käytäntö tuoda säännöllisin väliajoin yhteen akateemisen yhteisö ja rahapolitiikan päättäjät arvioimaan rahapolitiikan strategiaa ja käydä systemaattista vuoropuhelua kansalaisyhteiskunnan kanssa.

Hyvät kuulijat,

Olen tässä luennossa kuvannut keskuspankin ponnisteluja talouskriisien voittamiseksi ja hintavakauden ylläpitämiseksi. Miten keskuspankki näissä tehtävissä onnistuu, riippuu pitkälti siitä, kuinka hyvin se ymmärtää talouden tilaa ja omien toimimensa vaikutuksia. Taloustieteellä ja sen soveltamisella on tässä keskeinen merkitys. Se ei kuitenkaan yksin riitä.

*Kalvo 8. Tutkimustieto ja osaaminen*

Eturivin taloustieteilijä ja keskuspankkiiri Stan Fischer totesi hiljattain eräällä luennollaan seuraavasti: "Uskoakseni olen oppinut aivan yhtä paljon opiskelemalla keskuspankkitoiminnan historiaa kuin sen teoriaa. Niinpä kehotan kaikkia keskuspankkiireiksi haluavia joukossanne lukemaan historiankirjoja". Syvällisempi talous- ja rahoitushistorian tuntemus olisikin luultavasti inspiroinut talouspolitiikan päätöksentekijöitä ottamaan luottosykliä vakavammin ja oppimaan vuoden 1929 romahduksen ja suuren laman kokemuksista. Sitä paitsi, kuten professori Kevin O'Rourke on huomauttanut, taloushistorian avulla opiskelijat ja päätöksentekijät kykenevät "ymmärtämään, että talouskehityksessä ja talouspolitiikassa on historian saatossa ilmennyt useita merkittäviä

epäjatkuvuuskohtia, ja siten niitä saattaa tulla myös tulevaisuudessa”.<sup>12</sup>

Miten keskuspankit ovat onnistuneet tieteellisen tiedon hyödyntämisessä?

Tuskin täydellisesti, mutta usein konservatiivisiksi koettuina instituutioina ne ovat silti näyttäneet kykynsä reagoida sangen nopeasti muuttuvaan ympäristöön ja pystyneet luomaan uusia välineitä tavoitteidensa saavuttamiseksi. Keskeinen vahvuutemme on, että henkilökuntamme on talous- ja yhteiskuntatieteissä hyvin koulutettua ja että tarjoamme innostavat työskentelyolosuhteet nuorille ja kunnianhimoisille ajattelijoille.

Pyrimme aina hyödyntämään parasta saatavissa olevaa teoreettista ja empiiristä tutkimustietoa, ja olemme avoimia uusille lähestymistavoille. Tässä ajattelu- ja toimintatavassa meillä lienee paljonkin yhteistä akateemisen tutkijayhteisön kanssa.

<sup>1</sup> Adam Tooze: Crashed, How a Decade of Financial Crises Changed the World. Allen Lane 2018, s. 14.

<sup>2</sup> Olivier Blanchard, Rethinking Macroeconomic , 2013. <https://voxeu.org/article/rethinking-macroeconomic-policy>.

<sup>3</sup> Ben S. Bernanke, The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath. W.W: Norton 2015, s. 35–36. Ks. myös Ben S. Bernanke, Essays on the Great Depression, Princeton University Press 2000, s. 5–38; 70–160.

<sup>4</sup> Inês Goncalves Raposo, On Modern Monetary Theory, Blog, Bruegel, 22.2.2019.

<sup>5</sup> Olivier Blanchard, Public Debt and Low Interest Rates, the AEA Presidential Address, tammikuu 2019. [https://www.aeaweb.org/aea/2019conference/program/pdf/14020\\_paper\\_etZgfbDr.pdf](https://www.aeaweb.org/aea/2019conference/program/pdf/14020_paper_etZgfbDr.pdf).

<sup>6</sup> Charles Wyplosz, Olivier in Wonderland, Vox CEPR Column, 17.7.2019.

<sup>7</sup> Blanchard 2019.

<sup>8</sup> Michaela Schmöller, Secular stagnation: a false alarm in the euro area? Euro ja talous 4/2018.

<sup>9</sup> Peter Praet, Economic policymaking under uncertainty. Puhe Caixa, Madrid, 17.10.2018.

<sup>10</sup> Phillipsin käyrää, talouden vapaata kapasiteettia ja inflaatio-odotuksia tarkastellaan lähemmin mm. artikkelissa. <https://www.bofbulletin.fi/fi/2018/1/huhut-phillipsin-käyrän-kuolemasta-ovat-vahvasti-liioiteltuja/>.

<sup>11</sup> Eurojärjestelmän asiantuntijoiden kesäkuun 2019 arvioissa euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti on 1,3 % vuonna 2019 ja 1,4 % vuonna 2020 sekä 1,6 % vuonna 2021.

<sup>12</sup> Kevin O’Rourke, Why economics needs economic history, 2013 <https://voxeu.org/article/why-economics-needs-economic-history>

**Pääjohtaja Olli Rehn: Kriisin jälkeen – miten optimoida finanssi- ja rahapolitiikka matalan inflaation ja alhaisten korkojen oloissa?** from **Suomen Pankki**

# Governor Olli Rehn: Opening remarks at the Bank of Finland Seminar on ‘Technological Upheaval and Labour Markets’

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

[The Bank of Finland seminar on Technological Upheaval and Labour Markets](#)

Helsinki, 2 September 2019

## OPENING REMARKS AT THE BANK OF FINLAND SEMINAR ON ‘TECHNOLOGICAL UPHEAVAL AND LABOUR MARKETS’

Ladies and Gentlemen,

It is a great pleasure to welcome all of you to this seminar at the Bank of Finland. Today we are addressing a very timely subject: technological upheaval and the labour markets.

Let me point out that this seminar has two parallel origins: popular demand and substantive importance. By popular demand I am referring to our seminar last December with trade unions and employers’ associations, when these issues were raised in many interventions, calling for further research and dialogue on them – rightly so. So we are now responding to this well-justified popular demand.

By substantive importance I am referring to the fact that these issues are indeed at the heart of the ongoing transformation of work and the labor markets. They have a profound impact on the everyday lives of our citizens – thus, what could more important than studying them?

Against this backdrop, let me outline a few questions I hope and trust that this seminar will be analyzing and even providing some answers.

First of all, in recent years it seems that technological change has shifted gears. Many of our daily activities have moved online, we are talking about the platform economy, while artificial intelligence and robotics seem to be on the minds and agendas of companies and policymakers.

Digitalization and automation have been around for decades, and there have been many waves of technological change that have caused disruptions in various industries and professions.

Nevertheless, it seems that there are some important differences between what has happened in the past and what is happening today.

Most importantly, it would appear that information technology is having a more widespread effect across all sectors of the economy. Also, the ongoing process of digitalization may be affecting a larger share of jobs than the general purpose technologies of the past.

This has also raised ‘automation anxiety’, with predictions that machines will displace jobs and cause mass unemployment. However, there is a long history of such predictions. Let me give you a few examples.

Already 25 years ago, in 1995, American economic and social theorist Jeremy Rifkin warned “Now for the first time, human labor is being systematically eliminated from the production process.

Intelligent machines are replacing human beings in countless tasks, forcing millions of blue and white collar workers into unemployment, or worse still, breadlines.”<sup>1</sup>

A few decades earlier, in 1962, President John F. Kennedy declared that “the major domestic challenge of the sixties” was to “maintain full employment at a time when automation is replacing men.”<sup>2</sup> President Lyndon B. Johnson followed in his footsteps by appointing a national commission to assess these issues in 1964.

Even before that, in 1930, John Maynard Keynes declared that the world was suffering from “technological unemployment”, meaning “unemployment due to our discovery of means of economizing the use of labor outrunning the pace at which we can find new uses for labor”.

Well... as history tells us, none of these predictions turned out to be accurate. Employment as a

share of population has remained remarkably stable in the long run. I think it is important to keep this sober, perhaps 'structurally optimistic' fact in mind.

But it won't happen automatically. Policy choices do matter, and in order to make right choices from the public policy standpoint – I am thinking of high level of employment and sustained, inclusive growth of real incomes – we need solid evidence-based analysis.

That is one main reason, why we are here today. In other words, we need research-based answers to the question, should we expect – in the era of digitalization, robotics and artificial intelligence – that machines will displace jobs on a massive scale?

In the academic literature on the effect of technological change on the labour markets, the hypothesis of skill-biased technological change dominated the scene for a long time.<sup>3</sup>

In recent decades, however, employment growth has not been concentrated only on the highly skilled, but also on the least skilled workers, while employment has declined among middle-skilled workers. This phenomenon has been referred to as job polarization.<sup>45</sup>

Job polarization arises from the development of information and communication technologies and their ability to replace tasks formerly performed by human labour. The key issue is that all tasks are not equally prone to computerization.

Computers have increasingly displaced workers in 'routine' tasks that are characteristic of many middle-skilled activities, such as clerical and administrative work, and repetitive production tasks. But as David Autor, one of the leading scholars in this field, importantly points out, the fact that a task cannot be computerized does not imply that computerization has no effect on that task. On the contrary: tasks that cannot be substituted by computerization are generally complemented by it. This is evident in many highly skilled jobs where information technologies increase the productivity of workers.

But this may also be the case in many manual jobs. David Autor uses the example of contemporary construction workers, who by historical standards are akin to cyborgs. Augmented by cranes, excavators, power tools and pneumatic nail guns, there has been a staggering increase in the output of these workers. Many tasks of both high- and low skilled-workers have been complemented by automation, which has resulted in strong employment growth for both groups of workers.<sup>6</sup>

There is also a close interaction between technological change, globalization and the polarized job structure of developed countries.<sup>7</sup> Today, many mid-level tasks are most prone to relocation (e.g. programming, accounting or payroll services). In contrast, many other jobs cannot be offshored because they require personal contact (e.g. elderly care, security, public transport).<sup>8</sup>

\* \* \*

With the reduction of middle-paid jobs, the second key question is what kind of jobs those workers can move to and what kind of frictions are involved. The prerequisite for the growth of a highly educated and knowledge-intensive economy, such as that of Finland, can be improved, especially by supporting the creation of highly-skilled jobs.

At the same time, it is also important for the labour market institutions to support the creation of low-productivity jobs, even if the aim is to keep up the share of high value-added jobs. This is particularly important for young people entering the labour market for the first time. The alternative would seem to be accepting a higher level of unemployment.

Wage formation is a key factor. Job polarization in itself is already widening the pay gap: the rise in the share of low-paid and, above all, high-paid jobs inevitably increases the income gap. However, the absence of wage polarization in Finland suggests that wages have hardly responded to the declining demand for mid-wage labour. This may have further decreased the number of middle-wage tasks. Job polarization will increase the demand for low-wage jobs, like many services, but will only create jobs if they are not priced out of the market.<sup>9</sup>

Last but not least, Nordic comprehensive social security is an important part of our growth policies, since it makes structural change more socially acceptable. It is important to aim for economic growth that is distributed fairly across society and create opportunities for all.

So that's our agenda today. I look very much forward to listening to the presentations and your views about technological upheaval and its impact on the working life and labour markets this afternoon.

With these words, welcome to all of you to this seminar!

Ladies and Gentlemen,

Let me now introduce to you our first key-note speaker, Professor Laura Tyson.

Laura is an influential and well-known scholar of economics and public policy, specializing on trade and competitiveness. Today, Laura Tyson is the Faculty Director of the Berkeley Haas Institute for Business and Social Impact, which she launched in 2013. In addition, she has also served as Dean of London Business School from 2002 until 2006.

As many of you certainly well remember, she has also served as a presidential adviser. She served as Chair of President Clinton's Council of Economic Advisers from 1993 to 1995, and as Director of the White House National Economic Council from 1995 to 1996.

Laura is the author of numerous publications on competitiveness, industrial policy, international trade, and sustainable business practices.

She is also regular contributor to Project Syndicate, and is a frequent media commentator, for instance, on issues of U.S. and global trade and economics, competition, and women's economic empowerment.

Much of Prof. Tyson's recent research focuses on the effects of automation on the future of work. I'm sure we are going to hear more of her thoughts on those issues today.

Without further ado, Prof. Tyson, Dear Laura, the floor is yours, please.

<sup>1</sup> Jeremy Rifkin (1996): *The End of Work: Decline of the Global Labor Force and the Dawn of the Post-market Era*. Warner Books.

<sup>2</sup> James Bessen (2015): *Learning by Doing, The Real Connection between Innovation, Wages and Wealth*. Yale University Press.

<sup>3</sup> E.g. Lawrence F. Katz & David Autor (1999) Changes in the wage structure and earnings inequality, *Handbook of Labor Economics*, in: O. Ashenfelter & D. Card (ed.), *Handbook of Labor Economics*, edition 1, volume 3, chapter 26, 1463-1555 Elsevier., Daron Acemoglu & David Autor (2011): *Skills, Tasks and Technologies: Implications for Employment and Earnings*, *Handbook of Labor Economics*, Elsevier.

<sup>4</sup> Maarten Goos & Alan Manning, 2007. "Lousy and Lovely Jobs: The Rising Polarization of Work in Britain," *The Review of Economics and Statistics*, vol. 89(1), 118-133.

<sup>5</sup> Maarten Goos & Alan Manning & Anna Salomons, 2009. "Job Polarization in Europe," *American Economic Review*, vol. 99(2), 58-63, May.

<sup>6</sup> David H. Autor (2015): *Polanyi's Paradox and the Shape of Employment Growth*. Federal Reserve Bank of Kansas City: Economic Policy Proceedings, Reevaluating Labor Market Dynamics. 2015. 129–177.

<sup>7</sup> Maarten Goos & Alan Manning & Anna Salomons, 2014. "Explaining Job Polarization: Routine-Biased Technological Change and Offshoring," *American Economic Review*, vol. 104(8), 2509-26.

<sup>8</sup> Juuso Vanhala (2008): [Miten globalisaatio näkyy työmarkkinoilla?](#) BoF Online 5/2008, 27 March 2008 (In Finnish)

<sup>9</sup> Meri Obstbaum & Juuso Vanhala (2016): [Työmarkkinoiden polarisaatio Suomessa](#) Euro & Talous 12/2016 (in Finnish).

# Governor Olli Rehn: Global economic outlook: a European perspective

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

[Federal Reserve Bank of Dallas](#), August 19, 2019

[Slides](#) (PDF)

## Global economic outlook: a European perspective

I would like to thank the Dallas Committee on Foreign Relations and the Federal Reserve Bank of Dallas for your kind invitation to give a talk here today. It is a great pleasure to have the chance to discuss the economy and monetary policy in such company.

I will start with some thoughts about life in a monetary union that is something that unites us, as Texas is a classic case study in the US dollar union, and my country Finland is a founding member of the European Monetary Union.<sup>1</sup> I will then present a European view on the near-term global economic outlook. Finally, I will discuss euro area monetary policy.

One relevant perspective on the economics of a monetary union is provided by the well-known theory of optimum currency area. This emphasizes the significance of asymmetric shocks, normally country-specific, which can cause costly adjustment problem for an individual member state when the interest rate is set for the entire currency area and the exchange rate towards the other member countries is fixed. Within currency unions, labour mobility and income transfers have been regarded as key elements for adjusting to asymmetric shocks.

Generally, an economy living on a single commodity and its refining industry, and therefore exposed to cyclical fluctuations of this particular commodity, is assumed to be particularly vulnerable to asymmetric shocks. In economics, this is often called the 'Texas phenomenon', since the difficulties of the oil-rich state of Texas in adjusting to the often large fluctuations in crude oil prices in the US dollar union (i.e. in the absence of a state-level Texan currency of its own) has been considered a classic example of an economy susceptible to asymmetric shocks.

It may surprise you, although it should not, but the Texas phenomenon was widely discussed in Finland in the 1990s when European Monetary Union was being developed. I am not sure how relevant the Texas phenomenon still is here, as I have understood that the Texan economy is today well diversified, with many thriving industries.

But for a small economy in a monetary union, in the presence of large asymmetric shocks, the Texas phenomenon certainly is relevant. Oil has not been found in Finland, but we do have industries that have experienced large swings in fortunes, such as the forest and electronics industries – including what was, for a period of time, the very successful mobile phone business of Nokia Corporation.

In order to adjust to the shocks to above mentioned industries, together with the global financial crisis, we eventually had to restore our cost competitiveness through an internal devaluation, as an external adjustment was no more possible. Following difficult negotiations with the trade unions and employers, the social partners agreed on a 'competitiveness pact' in 2016. Together with some other measures, it has helped to reduce unit labour costs by 6.5% in 2014-17, and our economy has recovered from zero growth to 2-3% growth in the last years. Employment rate has increased from 68% to over 73%.

Today, the production of mobile phones does not play a major role in the Finnish economy anymore, and the role of traditional paper production has also diminished. The sustainable bio-economy has, however, given the Finnish forest industry a new lease of life. Various branches of technology-intensive industries have become more important in Finland, including healthtech, as well as various forms of cleantech.

It is a fact of life that asymmetric shocks are always a feature of a monetary union. They are one important reason to reform and improve the structures of European Monetary Union.

The euro was introduced twenty years ago in order to insulate the Single Market of the European



Union from exchange-rate crises and competitive devaluations. The most difficult moments of European Monetary Union followed the Great Recession, when the European sovereign debt crisis ran wild in 2010–12. The roots of the crisis lay in the systemic weaknesses of the monetary union, which were not recognized in the first two decades of the euro in 1990–2010.

A lot has been learned from the crisis and done to strengthen European Monetary Union since then. The most important steps still to be taken concern the financial system. The European Banking Union needs to be finalised, and progress is needed in building the Capital Markets Union. At the same time, every member state of EMU should work to strengthen the structures of its economy, pursue growth-enhancing reforms and ensure the sustainability of its public finances.

Ladies and Gentlemen,

[SLIDE 2]

Let me now turn to recent developments in the global economy. We are experiencing a widespread slowdown. Growth has slowed in basically all major economic areas during the past year.

I would identify three main reasons for this subdued global growth. The first reason is trade tensions. Tariffs and other trade barriers have been raised. And even if the direct effects of the actions taken so far may be limited, they have already increased uncertainty about the future of international trade. Looking ahead, there is a risk that protectionism becomes the norm. This would be very harmful for the world economy, not to mention economic areas like Texas or Finland.

[SLIDE 3]

Trade barriers have a negative impact on investments and purchases of durable goods, in particular. They explain part of the recent stagnation in the volume of global trade. Pervasive uncertainty has hit its growth, which has fallen from +4-5% event to below zero.

Secondly, the many twists and turns of Brexit have increased uncertainty about under what terms the EU will trade with the UK in the future. This has already affected euro area trade with the UK. If a so-called hard Brexit materializes, it would certainly have a negative effect on euro area growth. For euro area exports, the UK is the second largest destination, almost as large as the United States. In addition to the disturbances related to international trade, we can also ask whether the long upswing after the Great Recession is maturing. The United States economy is experiencing the longest period of growth in its history and seems to be enjoying almost full employment.

The third reason for the deteriorating global outlook is the slowdown in China. This has been going on for a while already and seems to be partly structural in nature. But trade tensions and vulnerabilities in China's domestic economy have also contributed to the slowdown. Alternative estimates of China's GDP already suggest significantly lower growth rates.

[SLIDE 4]

Overall, many risks have materialized in the global economy recently. The change in the global economic outlook has also been felt on the financial markets, not least in the expected path of policy interest rates. Earlier expectations of a gradual normalization of monetary policy have recently been replaced by expectations of further policy easing, including rate cuts. Long-term interest rates have declined significantly.

The global slowdown has also been felt in the euro area. While in 2017 euro area GDP still grew by 2.4%, the economy began to cool in the second half of 2018. Current macroeconomic projections for the euro area foresee annual real GDP increasing by 1.2% in 2019.

[SLIDE 5]

As in many other developed economies, recent developments in the euro area have been especially weak in manufacturing. The Purchasing Managers' Index for the manufacturing sector has declined significantly. Recently, manufacturing output has declined in Germany.

During 2018, it was thought that the headwinds for the euro area economy were mostly coming from idiosyncratic factors related, in particular, to the auto industry. In the course of this year it has become more likely that we are witnessing a more lasting deterioration.

However, all this recent gloom in international trade and manufacturing does not necessarily mean a serious slump in the euro area economy as a whole. Domestic demand has remained quite robust, supported by an accommodative monetary policy and strong labor markets.

[SLIDE 6]

The unemployment rate in the euro area stood at 7.5% in June, close to an all-time low. The labor

force participation rate has risen from 59% to 67%, the highest level ever recorded. Moreover, since reaching the trough of the business cycle over six years ago, euro area employment has increased by about 10.5 million persons. So, the strong labor market development is supporting domestic demand in the euro area and partly compensating for the decline in external demand.

[SLIDE 7]

However, despite the stronger labour market and accelerating wages, inflationary pressures remain muted and indicators of inflation expectations have declined with the weakening economic outlook. Therefore, a significant degree of monetary stimulus continues to be necessary to ensure that financial conditions remain very favourable and to support euro area growth and domestic price pressures.

In its meeting in July 25, the ECB Governing Council communicated the need for a highly accommodative monetary policy stance for a prolonged period, as inflation rates, both realised and projected, have been persistently below levels that are in line with our aim.<sup>2</sup>

If the medium-term inflation outlook continues to fall short of our aim, the Governing Council is determined to act, in line with its commitment to symmetry in the inflation aim. With the symmetric approach, inflation may vary around 2% in the short-term, to reach our target in the medium term, thus supporting the anchoring of inflation expectations.

We stand ready to adjust all of our instruments, as appropriate, to make inflation converge towards its aim in a sustained manner. We are currently examining options, including ways to reinforce our forward guidance on policy rates, mitigating measures related to the negative deposit facility rate – such as the design of a tiered system for reserve remuneration – and options for the size and composition of potential new net asset purchases. Key to success here is that the measures form a package of complementary and mutually reinforcing elements.

It is noteworthy how much we have in common with the central banks of most developed countries. We have independence, as well as clearly defined mandates. We aim at price stability and have floating exchange rates. We have not adopted any fixed monetary policy rule. Accountability and transparency ensure public confidence. We understand the importance of expectations and communication. We have used non-standard monetary policy measures and have included them in our regular toolboxes.

At the same time, many central banks are reviewing their monetary policy strategies. The Fed is conducting such a review, as you well know. So is the Bank of Canada, which does it regularly. I have personally been advocating a review of the ECB's monetary policy framework.

The ECB – much like other central banks – operates in an environment where long run trends, such as population aging and lower long-term interest rates, as well as concerns about inequality and climate change can have important societal effects. It is acknowledged that the central banking community needs to understand better the implications of these structural changes for growth, employment and inflation dynamics, so as to deliver more effectively on our mandates.

There are other pertinent arguments for a strategy review. In the first place, monetary policy is conducted in an economic environment with low interest rates, inflation and even growth. This environment is very different to that of 2003, when the ECB last conducted a review of its strategy. Secondly, monetary policy is done with very different tools from those of 16 years ago. And thirdly, it is good practice to periodically bring the brightest minds in the academic community together with practical decision-making to evaluate our monetary policy strategies and conduct a systematic dialogue with civil society.

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

Regarding the economic outlook in general, a major challenge concerns the prospects for international trade and more generally various forms of international cooperation – not least the battle against climate change.

A multilateral approach to decision-making may sometimes be cumbersome and slow. However, we can ask whether it is at all possible to deal with the current global challenges without a multilateral approach.

Here, global institutions play an important role. It is essential to maintain them, but at the same time to reform them to face new challenges. While the IMF has been able to adapt itself successfully to the post-crisis era, the World Trade Organisation is in great need of reform today. That could be one

important transatlantic project for the coming years.

When we join forces, we are stronger. I am always happy to see Europe and the United States acting together and improving the multilateral system. I'd like to see more of that.

Thank you very much for your attention!

1 The official name is Economic and Monetary Union (EMU), but I use European Monetary Union here to adapt to a U.S. audience.

2 The June 2019 Eurosystem staff forecast for the euro area foresees annual HICP inflation at 1.3% in 2019, 1.4% in 2020 and 1.6% in 2021.

[Governor Olli Rehn: Global economic outlook – a European perspective](#) from [Suomen Pankki](#)

# Pääjohtaja Olli Rehn: Suomen työllisyys ja tuottavuus hidastuvan kasvun oloissa

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Suomen työllisyys ja tuottavuus hidastuvan kasvun oloissa

Suomen Leipuriliiton vuosikokous ja kesäpäivät, Mikkeli 10.8.2019

[\(Ppt-esitys: Suomen työllisyys ja tuottavuus hidastuvan kasvun oloissa\)](#)

## Suomen työllisyys ja tuottavuus hidastuvan kasvun oloissa

Hyvät naiset ja herrat,

Kiitos kutsusta käyttäen avauspuheenvuoro tässä Suomen Leipuriliiton vuosikokouksessa – ja tervetuloa Mikkeliin. Täältä Mikkelistä parin korttelin päästä löytyy muuten yhteys leipomotoiminnan ja oman sukuni välillä: isäni Tanu toimi mikkeliläisen leipomon lähettinä 1940-luvun puolivälissä, mikä oli sodan aikana orvoksi jääneelle isälleni mieluisa työpaikka noina pulavuosina, kun leipomossa sai aina vatsansa täyteen!

Tuoreempiakin muistoja leipomotoiminnasta on. Siiskosen Leipomolla, etenkin sen voimahahmolla Sirkka Siiskosella, oli erityisen läheinen yhteys perheyrikykseemme Mikkelin Autotarvikkeeseen, ja niinpä Siiskosen Leipomo toimitti 70- ja 80-luvuilla Autotarvikkeen alakerran kahvioon aina perjantai-iltaisina mittavan erikoistilauksen, josta varaosamyymälämme ja muu henkilökunta aina noutivat tilaamansa uunilämpimät leivät viikonlopuksi. Noilta ajoilta muuten on lähtöisin Siiskosen kauraleivän legendaarinen maine – tosin minä kuulun kyllä siihen koulukuntaan, ettei ole lämpimän aidon rukiisen leivän voitanutta.

Nykyisin Mikkelissä ja lähiympäristössä on useita menestyviä leipomoita, kuten varmasti tiedätte: Suur-Savon leipomo, Haapasen kotileipomo, Ramin konditoria, Moilasan leipomo ja monia muita. Tuotekehittelyyn on panostettu, mikä näkyy laadussa ja tuntuu maussa.

Siirrytään seuraavaksi valtakunnan tasolle ja yhteiseen historiaamme.

Suomen Leipuriliiton ja Suomen Pankin pääjohtajien tiet kun ovat kohdanneet aiemminkin, joskin hieman myrskyisemmissä merkeissä. Leivän, tarkemmin sanottuna leipäviljan, hinnalla oli suuri merkitys Suomen Pankin entiselle pääjohtajalle Rainer von Fieandtille hänen toimiessaan pääministerinä 1950-luvulla.

Suomen Pankin historiategoksessa kerrotaan, kuinka von Fieandtin mukaan hänen hallituksensa teki ”saituuden Suomen ennätyksen” koettaessaan erilaisin säästötoimin parantaa valtiontalouden huonoa tilaa. Kun hallitus päätti lopettaa leipäviljan hinnan tukemisen valtion varoista, sekä maalaisliitto että sosialidemokraatit tekivät asiasta eduskunnassa välikysymykset, joista viimeksi mainittuun von Fieandtin hallitus kaatui huhtikuussa 1958.[1] Keväällä 1958 Leipuri-lehti kirjoittikin sitten otsikolla: ”Leivän hinta kaatoi hallituksen”.[2]

Leivän hinta on ollut yhteiskunnallisesti tärkeä kysymys laajemminkin. Leivän hinnan raju nousu kesällä 1789 oli yksi Ranskan vallankumouksen sytyttäneistä kipinäistä. Matalamman tulotason maissa ruoan ja viljan hintakriisit aiheuttavat edelleen levottomuutta.

Leivän hinta ei ole enää Suomessa poliittinen kysymys, mutta leipomoala on merkittävä toimiala Suomen taloudessa. Vaikka leipomoalan kysyntä on pitkälti kotimaista ja suhteellisen vakaata, ala ei ole eristyksissä Suomen ja maailmantalouden käänneistä.

Suomen taloudessa leipomoala on suhteellisen suuri työllistäjä, ainakin paikallisesti, joten esimerkiksi kotimainen työmarkkinakehitys vaikuttaa leipomoalaan. Toisaalta kansainvälinen taloudellinen ympäristö vaikuttaa leipomoalaan mm. raaka-aineiden hintojen, tuontikiilpailun ja kansainvälisten trendien kautta (mm. kulutustrendit, ekologisuus, teknologia). Myös ilmastonkysymysten merkitys kasvanee edelleen mm. raaka-aineiden hintojen ja kulutustottumusten muutosten kautta.

Hyvät kuulijat,

Jatkan muutamalla sanalla Suomen ja euroalueen talousnäkymistä.

Suomen taloudella on mennyt muutaman viime vuoden aikana suhteellisen hyvin. Talous on kasvanut, työllisyys kohonnut ennätysvauhtia ja yritysten kannattavuus on parantunut. Kansainvälinen suhdannetilanne ja elvyttävä rahapolitiikka loivat suotuisat lähtökohdat kasvulle. Kotimaiset talouspoliittiset toimet auttoivat osaltaan taantumasta ulos mm. rapautunutta kilpailukykyämme korjaamalla.

Kasvun nopein vaihe on kuitenkin ohi.

Kalvo 1. Maailmankaupan kasvu notkahti vuoden vaihteessa

Suomen Pankin kesäkuisen ennusteen mukaan talouden kasvu hidastui viime vuonna sekä euroalueella että muualla maailmassa. Maailman tavarakaupan määrä notkahti selvästi vuodenvaihteessa.

Kansainvälisen talouden näkymiä varjostaa epävarmuus muun muassa Yhdysvaltain ja Kiinan kauppakiistojen kärjistymisen, Kiinan talouskasvun hidastumisen ja Britannian EU-eron vuoksi. Epävarmat tulevaisuuden näkymät voivat lykätä yritysten päätöksiä investoinneista ja työpaikkojen luomisesta eri puolilla maailmaa.

Rahapolitiikka jatkuu edelleen kevyenä. Siten kotitalouksien ja yritysten rahoitusolosuhteet pysyvät suotuisina, mikä tukee investointeja ja kulutusta ja siten kasvunäkymiä niin Suomessa kuin koko euroalueella.

Myös Suomen talouden näkymät ovat heikentyneet. Kasvu jatkuu, mutta hitaampana kuin aiemmin. Tämä johtuu sekä kansainvälisistä että kotimaisista tekijöistä.

Kalvo 2. Kasvu hidastuu kansainvälisen epävarmuuden varjossa

Epävarmuus kansainvälisessä taloudessa heijastuu Suomeen varsinkin siinä, että yritykset vientimaissamme eivät uskalla tehdä uusia investointeja. Kone- ja laiteviennin kasvu hidastuu, kun investoinnit tärkeimmissä vientimaissamme vähenevät.

Epävarmuuden lisääntyminen näyttää tehneen myös suomalaiset kotitaloudet aiempaa varovaisemmiksi. Suomalaiset säästävät aiempaa enemmän ja kotitalouksien kulutuksen kasvu vaimenee. Myös yritysten investointien kasvu hidastuu ja vilkas asuntorakentaminen on vähentymässä.

Vaikka Suomi on vientivetoinen talous, kotimaisella tekijöillä, kuten tai etenkin talouspolitiikalla, voidaan vaikuttaa talouskehitykseen.

Työmarkkinat olivat viime hallituskaudella talouspolitiikan keskiössä ja tulevat olemaan sitä nykyyhallituksenkin aikana. Leipuriliiton jäsenyrityksille työmarkkinoiden toiminnalla ja palkkaratkaisuilla on tärkeä rooli alan työvoimavaltaisuuden vuoksi.

Kalvo 3. Työvoimakustannusten kehitys Suomessa

Edellisellä hallituskaudella yksi keskeinen saavutus työmarkkinoilla oli kilpailukykysojimus, jolla suomalaisen työn ja tuotannon rapautunutta kilpailukykyä korjattiin. Kikyn ja myös sitä seuranneen maltillisen littokierroksen aikana työmarkkinaosapuolet kykenivät tekemään talouskasvua ja työllisyyttä tukevia ratkaisuja. Vastuullisen – nyt hidastuvaan kasvuun sopivan – palkanmuodostuksen soisi jatkuvan.

Uuden hallituksen keskeisenä tavoitteena on työllisyysasteen nostaminen 75 prosenttiin, mikä on perusteltua.[3] Korkea työllisyysaste ja alhainen työttömyys ovat sellaisenaan arvokkaita, koska ne auttavat ihmisiä kiinnittymään yhteiskuntaan ja vähentävät pitkäaikaisen köyhyyden ja syrjäytymisen riskejä. Tämän lisäksi työllisyyden kehityksellä on oleellinen merkitys myös julkisen talouden tasapainon kannalta. Suuren hyvinvointivaltion menojen rahoittaminen voi osoittautua vaikeaksi ilman pitkäaikaisesti korkeaa työllisyysastetta.

Työllisyysasteen nostaminen nykyisestä 72 prosentista on haastavaa. Vuodesta 2017 ennätysvauhtia kohentunut työllisyys ei ole enää viime kuukausina kohentunut yhtä vauhdikkaasti kuin aiemmin. Tämä johtuu yhtäältä heikentyneestä suhdannetilanteesta ja toisaalta siitä, että nykyisten työttömien joukossa on enemmän vaikeasti työllistettäviä.

Työllisyyttä voidaan tuskin parantaa ratkaisevasti millään yksittäisellä talouspolitiikan toimenpiteellä. Sen vuoksi tarvitaan kokoelma erilaisia, samaan suuntaan vaikuttavia keinoja: osa työn teon kannustimia lisäävistä toimenpiteistä voi olla ikäviä, mutta kylläkin välttämättömiä.

Kalvo 4. Työmarkkinoiden toimenpiteet ovat vuorovaikutuksessa

On syytä painottaa, että työmarkkinauudistuksia ei tulisi tarkastella vain eristyksissä toisistaan. Erilaisten toimien teho perustuu niiden vuorovaikutukseen, joten toimien yhdistelmällä on suuri

merkitys.[4] Sillä, minkälainen kokonaisuus työttömyysturvasta, irtisanomissuojasta ja työvoimapolitista muodostetaan, on ratkaiseva vaikutus.

Tästä seuraa se, että jonkin matalan työttömyyden saavuttaneen maan yksittäisen toimen valitseminen ei luultavasti johda toivottuun tulokseen. Esimerkiksi Tanskan matalan työttömyyden sanotaan usein perustuvan suureen panostukseen työvoimapolitiikkaan ja henkilökohtaiseen tukeen – toisaalta samalla sekä työn haku- ja vastaanottovelvoitteet että työttömyysturvan ehdot ovat suhteellisen tiukat.

Varsinaisten työmarkkinainstituutioiden, kuten työttömyysturvan, irtisanomissuojan ja aktiivisen työvoimapolitiikan, ohella tutkimustiedon perusteella tuntuja vaikutuksia voidaan saada mm. perhevapaisiin ja sosiaaliturvaan tehtävillä uudistuksilla.

Koulutusjärjestelmän onnistuminen on tärkeää sen kaikilla tasoilla. Tässä yhteydessä voisi mainita lähempänä yrityksiä olevana kehityskohteena oppisopimuskoulutuksen, joka toimii myös leipomoalalla yhtenä tapana suorittaa perustutkinto. Oppisopimuskoulutus on tunnetusti toiminut hyvin Saksassa ja useissa muissa Euroopan maissa. Se on havaittu hyväksi väyläksi työmarkkinoille eritoten niille, joille perinteinen koulutus on syystä tai toisesta hankalaa. Myös aikuiskoulutuksen ja uudelleen koulutautumisen väylänä se tarjoaa mahdollisuuksia.

Todettakoon vielä, että kaikki työpaikat eivät kohenna julkisen talouden tasapainoa saman verran. Vaikutus voi jäädä vähäiseksi, jos työpaikan luomiseen käytetään runsaasti julkisia varoja. Tällainenkin työpaikkojen luominen voi olla muista syistä perusteltua, mutta julkisen talouden vahvistamisen keinona se ei ole tehokas.

\* \* \*

Työllisyyden tulevan kehityksen ohella kannan huolta siitä, että tuottavuuskasvu on Suomessa ollut heikkoa jo vuosikymmenen ajan.

Vaikka talouskasvu saatiin Suomessa käyntiin, noususuhdanne poikkeaa aiemmista. Kasvu ei ole noususuhdanteessa yltänyt entisille tasoille ja työn tuottavuuden kehitys on ollut hyvin vaatimatonta.

Kalvo 5. Tuottavuuskasvu on ollut hyvin vaatimatonta

Pitkällä tähtäimellä talouskasvu ja hyvinvointi syntyvät nimenomaan tuottavuuden paranemisesta.

Tuottavuuskasvu edistää yritysten kilpailukykyä ja luo palkanmaksuvaraa.

Tuottavuuskasvu edellyttää yrityksiltä uusiutumista ja yhteiskunnalta tämän uusiutumisen edellytysten turvaamista. Yrityskentällä uusiutuminen voi tapahtua joko uusien yritysten markkinoilletulon kautta tai markkinoilla jo olevien yritysten uudistumisella.

Uusien yritysten markkinoille tulo on kuitenkin suhteellisen vaisua Suomessa. Tämä luo vähemmän painetta markkinoilla jo oleville yrityksille omaksua eturintaman teknologiaa ja kohottaa tuottavuuttaan. Myös investoinnit ovat laahanneet: yrityssektorin kannattavuus on hyvä ja rahoitusolot kevyet, mutta epävarmuus hillitsee investointeja.

Leipomoala uudistui 1990-luvun ja 2000-luvun alun aikana ennen muuta toimialan teollistumisen kautta. Tuotantoa on kyetty olennaisesti lisäämään, vaikka työntekijämäärä alalla on puolittunut.[5]

Nyt monet alan yritykset ovat digitalisaatiohaasteen edessä. Leipomoalallakin voidaan ajatella digitalisaation tehostavan toimitusketjun ja tuoteketjun hallintaa tai verkottumista muiden yritysten kanssa ja viestintää asiakkaiden kanssa.

Tutkimuksissa havaitut suuret erot kaikista tuottavimpien ja muiden yritysten välillä viittaavat siihen, että tuottavuuden paranemisen esteet yrityksille ovat saattaneet tulla aiempaa suuremmiksi, kun esimerkiksi siirtymiskustannukset tuotantoon perustuvasta taloudesta tietoyhteiskuntaan ovat kasvaneet.

Esimerkiksi kun yrityksen pitäisi ottaa digiloikka, vaikkapa investoimalla automatisoituihin tuotantoprosesseihin (robotti-investointi) tai siirtämällä myynti nettikauppaan, niin tällaisen muutoksen vaatimissa taidoissa ja osaamisessa voi olla puutteita niin yritysjohdossa kuin työntekijöilläkin.

Myös suoranaiset rahalliset kustannukset ja liiketoiminnan epävarmuus saattavat olla suuret, kun toimintatapoja ryhdytään uusimaan. Vanhassa pysyminen saattaa lyhyellä tähtäimellä tuntua houkuttelevammalta, ja uudistuminen jää tekemättä.

Yritykset ovat kuitenkin kirjava joukko, ja niiden edellytykset ja tarpeet ovat erilaiset. Leipomoalalla toimii harvoja hyvin suuria yrityksiä ja toisaalta monilukuinen määrä hyvin pieniä yrityksiä.

Merkittävää vaihtelua on myös koneiden ja käsityön suhteen välillä. Yritykset ovat lisäksi

erikoistuneet erilaisiin tuotteisiin.

Uudistuminen on kuitenkin kaikille yrityksille tärkeää. Yhtäältä se parantaa kilpailukykyä ja kannattavuutta. Toisaalta se avittaa vastaamaan kotimaisiin ja kansainvälisiin muutoksiin niin kilpailun, raaka-aineiden hintojen, kulutustrendien ja teknologian suhteen.

Hyvät ystävät,

Palaan vielä päätteeksi yritystasolta kansantalouteen. Suomen talous on nyt kasvanut useamman vuoden. Kasvun nopein vaihe on kuitenkin ohi – se on nyt hidastumassa kansainvälisen epävarmuuden varjossa.

Suuria haasteita ovat nyt työllisyysasteen nostaminen kestäväällä tavalla tulevinakin vuosina sekä tuottavuuskasvun kiihdyttäminen.

Työllisyysasteen kohottaminen on nyt avainasemassa julkisen talouden tasapainon ja hyvinvointivaltion rahoittamisen kannalta. Työllisyysasteen nostaminen 75 prosenttiin edellyttää useita uudistuksia, joista osa voi olla ikäviäkin. Erityishuomiota on syytä kiinnittää eri toimenpiteiden vuorovaikutukseen.

Pitkällä tähtäyksellä talouskasvu ja hyvinvointi syntyvät tuottavuuden kasvusta. Tuottavuus, talouskasvu ja hyvinvointi syntyvät yritystasolla. Menestyminen ja kilpailukyky säilyttäminen muuttuvassa taloudellisessa ympäristössä vaatii jatkuvaa panostamista uuteen, niin leipomotoiminnassa kuin muillakin toimialoilla.

Näillä sanoilla toivotan teille oikein hyvää ja antoisaa vuosikokousta!

---

[1] Kuusterä, Antti ja Juha Tarkka (2012): ”Suomen Pankki 200 vuotta – Parlamentin pankki”. Suomen Pankki - Finlands Bank ja Kustannusosakeyhtiö Otava.

[2] Uljas, Päivi (2014): ”Demokraattisen pienviljelyvaltion sosiaalipolitiikka toisen maailmansodan jälkeisinä vuosina”, teoksessa Työväestö ja hyvinvointi (toim. Matti Hannikainen). Työväen historian ja perinteen tutkimuksen seura.

[3] Työllisyysasteella tarkoitetaan työllisten osuutta työikäisestä (15-64-vuotiaat) väestöstä.

[4] Esimerkiksi professori Olivier Blanchard on korostanut tätä. Blanchard on MIT:n emeritusprofessori ja IMF:n entinen pääekonomisti, joka on tehnyt laaja-alaisesti tutkimusta työmarkkinoihin liittyen. Nykyisin hän työskentelee Peterson Institute’issa.

[5] Laine, Jaana, Susanna Fellman, Matti Hannikainen & Jari Ojala (toim.) (2019): ”Vaurastumisen vuodet”. Gaudeamus, 160–161.

# Governor Olli Rehn: Challenges of Monetary Policy – Past, Present, Future, 1 July 2019

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Opening remarks at the Bank of Finland Conference on Monetary Policy and Future of European Monetary Union

Helsinki, 1 July 2019

## **Challenges of Monetary Policy – Past, Present, Future**

Dear Colleagues and Friends, Ladies and Gentlemen,

It is my great pleasure to welcome all of you to Helsinki and the Bank of Finland, and to our Conference on Monetary Policy and the Future of European Monetary Union. I am delighted to welcome our distinguished speakers from different continents, many of them straight from Basel-BIS. I would also like to welcome you to the Presidency of the European Union. Today, as we meet, Finland has just taken over the baton of EU Presidency for the next six months, now for the third time already. This fits well with today's theme, as monetary integration has been at the heart of Finland's relationship with Europe already for one and a half centuries.

The Bank of Finland, founded in 1811, is the fourth oldest existing central bank in the world. It is closely linked to the history of nation-building and independence of Finland: for instance, during the Winter War, the Finnish Government convened in the Bank and, during air raids, in its gold vault, partly because the then Governor Risto Ryti served as Prime Minister and later as President. Since the mid-19<sup>th</sup> century, the Bank of Finland has striven for monetary stability through international integration, which was the way to attract foreign capital to boost investment and growth in our capital-poor country. One might even find historical parallels to the euro, as the Finnish markka was from the 1870s until the First World War pegged to the Gold Standard through the Latin Monetary Union and its key currency, the French franc.

For 36 years, the markka was equal to the gold franc, one to one. The monetary stability provided by this association was paramount to enable Finland to get the required capital, mainly through the financial markets in Frankfurt and Paris, for the large investments in the railroad network and rapid industrialisation in the last decades of the 19<sup>th</sup> century. This development was consequential for the economic catching-up by Finland and her joining the democratic, inclusive Nordic path of development.

Fast-forward to the late 20<sup>th</sup> century. Finland joined the European Union in the aftermath of the Cold War in 1995. Just prior to that we experienced a deep recession. The cumulative decline in real GDP from its peak in 1989 to the trough in 1993 was over 12%. The pre-crisis level of GDP was reached only in 1996. The unemployment rate peaked at close to 20%.

The crises was an amalgam of an overly leveraged banking sector, due to badly managed financial deregulation, and of overly loose and pro-cyclical fiscal and income policies. These domestic policy failures were amplified by the virtually overnight collapse of the Finnish-Soviet trade in 1991.<sup>1</sup>

Our lessons of the booming 1980s and busting early 1990s underline the capacity of a small open economy to adjust to both idiosyncratic and global shocks. They also underline the need for economic renewal. These years saw large swings on interest rates and the external value of the markka.

In her search for monetary stability, Finland joined the euro as of 1 January 1999, among the first eleven countries. Over the past two decades, the euro has brought us price stability and a stable currency. Its public support is very high. As many as 80% of the Finns support EMU and the euro. After joining EMU, unfavourable demand and supply shocks have tested our ability to adjust, when the nominal exchange rate has no more been available to smooth out the ramifications to the real economy.

As a case in point on how a small open economy can adjust in a monetary union, a social pact was agreed in 2016 to correct the serious loss of cost-competitiveness. After concluding that the rise of Finland's labour costs had outpaced that of her peers, an agreement was reached with the social



partners to narrow the gap of cost competitiveness to our main competitors. Mostly due to the Competitiveness Pact, relative unit labour costs were reduced by 6½% in the period of 2014–17. Supported by strong global demand and the ECB's monetary stimulus, the pact was essential for Finland's rebound from zero growth to 2½ % growth in 2017–18.

Ladies and Gentlemen,

Let me turn to the current and future challenges of monetary policy and the topics we will discuss in-depth today in our conference.

*SLIDE 2. Agenda of the BoF 2019 monetary policy conference*

Right now, central banks must pay attention on the short term due to the current headwinds. The Governing Council of the ECB recently responded to the prolonged uncertainty by amplifying the accommodative monetary policy stance. With the symmetric approach underlined by President Mario Draghi in Sintra, inflation may vary around 2% in the short-term, to reach our target in the medium term. Looking ahead, the Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, so that inflation continues to converge towards our inflation aim in a sustained manner.<sup>2</sup> But we must also take a longer perspective. The ECB – much like other central banks – operates in a new environment where long-run trends, such as population aging, lower long-term interest rates and climate change have become key policy issues. The central banking community needs to better understand their implications for growth, employment and inflation dynamics, so that we can deliver more effectively within our mandates. Several central banks, including the Federal Reserve, are currently reviewing their monetary policy frameworks.

Would it be useful for the ECB to do a strategy review as well? We may find pertinent arguments for that. Firstly, monetary policy is done in an economic environment that looks very different from that of 16 years ago, when the ECB last reviewed its strategy. Secondly, monetary policy is done with very different tools from those of 16 years ago. And thirdly, it is a good practice to periodically bring the brightest minds in the academic community together with practical policymakers to evaluate our monetary policy strategies. This process can, once successful, enhance our common understanding of the goals and tools of monetary policy.

Some of these questions revolve around the Phillips curve, which describes the relationship between inflation and economic slack. It seems that during and after the crisis, the behaviour of the Phillips curve has diverged from its past. The rate of inflation has not picked up significantly despite higher economic growth and employment.

*SLIDE 3. Euro area Phillips curve in three periods in 1999–2017, as a correlation between core inflation and unemployment*

In other words, the Phillips curve may have 'flattened' – a possibility, which has haunted economists and central bankers throughout the post-crisis years. But we may also consider non-linearity of the Phillips curve. Below, this is illustrated through the relationship between wage growth and the broad measure of unemployment (= U6).

*SLIDE 4. Euro area Phillips curve 2005-17, as a correlation between the wage growth and broad unemployment*

In the graph a possibility of a non-linear empirical relationship between wage inflation and broad unemployment is illustrated.<sup>3</sup>

So, this is an example of the puzzles that merit to be analysed further. I am delighted we have professor and Fed Vice-Chair Richard Clarida with us today, to share the Federal Reserve System's insights of their strategy review. I am likewise delighted to have my close colleague and now ECB chief economist Philip Lane to discuss the ECB's various instruments of monetary policy, and Governor Yi Gang to provide his take on the global economy and China's monetary policy.

Ladies and Gentlemen,

Let me conclude my opening remarks with a few words on the future of Economic and Monetary Union, the other subject of today's conference.

The sovereign debt crisis revealed serious design problems in EMU. Substantial reforms were enacted to reinforce economic governance and thus resilience of the Eurozone, and its ability to secure financial stability, sustainable growth and opportunities for employment. The European Stability Mechanism was established. The Banking Union was launched, and the euro area banking system is already much more resilient. During the economic recovery since 2013, over 11 million

new jobs have been created, and the unemployment rate is down from 12% to around 8%. But our Economic and Monetary Union is still very much unfinished business. Many questions remain. How to complete the Banking Union? What kind of fiscal capacity will best serve strong, sustained growth? How to make the fiscal rules more counter-cyclical? What kind of safe assets could fly in decision-making, to have liquid financial markets and pave the way for the euro's global role? – We will devote much of the afternoon, including the panel, to discuss these and other challenges of EMU.

With these words, Ladies and Gentlemen, let me welcome you again to Helsinki and the Bank of Finland – and wish you a very intensive and productive day, by discussing the often complicated, but at the same time fascinating issues related to the challenges of monetary policy and the future of European Monetary Union. – Thank you!

<sup>1</sup>Gulan, A., Haavio, M. and Kilponen, J. (2019): *Can large trade shocks cause crises? The case of the Finnish-Soviet trade collapse*, Bank of Finland Research Discussion Papers 9/2019

<sup>2</sup>An empirical analysis of the ECB's past reaction function can be found in Maritta Paloviita – Markus Haavio – Pirkka Jalasjoki – Juha Kilponen, *What does "below, but close to, two percent mean? Assessing the ECB's reaction function with real-time data*, Bank of Finland Research Discussion Papers, 29/2017.

<sup>3</sup>For further discussion on the state of the Phillips curve, slack in the economy and inflation expectations, see e.g: <https://www.bofbulletin.fi/en/2018/1/reports-of-the-phillips-curve-s-death-are-greatly-exaggerated/>

Presentation slides ([PDF](#))

[\*\*Governor Olli Rehn: Challenges of Monetary Policy – Past, Present, Future, 1 July 2019\*\*](#) from [\*\*Suomen Pankki\*\*](#)

# **Pääjohtaja Rehn: EKP:n elvyttävä rahapolitiikka tukee euroalueen talouskasvua ja hintavakaustavoitteen saavuttamista**

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Euro ja talous -tiedotustilaisuus, Helsinki 11.6.2019

## **EKP:n elvyttävä rahapolitiikka tukee euroalueen talouskasvua ja hintavakaustavoitteen saavuttamista**

EKP:n neuvosto päätti viime torstaina ylläpitää ja voimistaa rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta. EKP:n päätösten taustalla olevasta taloudellisesta analyysistä voidaan tehdä kaksi keskeistä johtopäätöstä.

Ensinnäkin maailmantaloudessa ja -politiikassa vallitsee pitkittynyt epävarmuus, mikä johtuu etenkin laajentuneesta ja kärjistyneestä kauppasodasta erityisesti Yhdysvaltain ja Kiinan välillä. Tämä kauppasota tuskin laukeaa nopeasti, koska sen taustalla piilee näiden kahden kamppailu teknologisesta ja taloudellisesta johtajuudesta.

Toiseksi euroalueen talouden kasvu on hidastunut ja markkinoiden inflaatio-odotukset laskeneet verrattuna alkuvuoden ennusteisiin. Inflaatio-odotukset ovat jääneet alhaiselle tasolle, mikä vaikeuttaa EKP:tä saavuttamasta hintavakaustavoitettaan, joka on alle mutta lähellä 2 prosenttia. EKP:n hintavakaustavoitteen saavuttaminen keskipitkällä aikavälillä edellyttäisi, että euroalueen inflaatio voi lyhyellä aikavälillä vaihdella 2 prosentin molemmin puolin.

Viime torstaina päätetyillä rahapoliittisilla toimilla pidetään rahoitusolot erittäin suotuisina ja tuetaan euroalueen talouskasvua. Ohjaukorot pidetään nykyisillä tasoillaan vuoden 2020 alkupuoliskon ajan. Ostettujen omaisuuserien uudelleensijoituksia jatketaan sitäkin pidempään. Uusi kohdennettujen pitempiäikaisten rahoitusoperaatioiden sarja käynnistetään syyskuussa. Näillä toimilla pyritään kasvattamaan euroalueen sisäisiä hintapaineita ja tukemaan siten inflaation kehitystä keskipitkällä aikavälillä.

Jos euroalueen talouden kehitys heikkenee edelleen ja muuttuu epäsuotuisaksi, EKP:n neuvosto ryhtyy päättäväisiin toimiin ja on valmis käyttämään kaikkia välineitään tarpeen mukaan sen varmistamiseksi, että inflaatiovauhti palautuu edelleen kestävästi kohti EKP:n neuvoston tavoitetta. EKP:n neuvosto voi talouskehityksen niin vaatiessa vahvistaa ennakoivaa viestintää, sen yhteyttä hintavakaustavoitteen saavuttamiseen, laskea ohjaukorkoja ja lieventää niihin mahdollisesti liittyviä sivuvaikutuksia ja/tai käynnistää uudelleen arvopapereiden netto-ostot.

Seuraavan kerran EKP:n neuvosto kokoontuu päättämään rahapolitiikasta 25.7.2019.

# Pääjohtaja Rehn: Euroalueen rahoitusolot säilyvät kasvua tukevana – Suomen julkista taloutta syytä vahvistaa

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Euro ja talous -tiedotustilaisuus, Helsinki 11.6.2019

Euroalueen rahoitusolot säilyvät kasvua tukevana – Suomen julkista taloutta syytä vahvistaa

[\(pdf\)](#)

[Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn: Euroalueen rahoitusolot säilyvät kasvua tukevana – Suomen julkista taloutta syytä vahvistaa](#) from [Suomen Pankki](#)

# Pääjohtaja Olli Rehn: Tervehdyspuheenvuoro Teollisuusliiton valtuuston juhlaseminaarissa 4.6.2019

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Tervehdyspuheenvuoro Teollisuusliiton valtuuston juhlaseminaarissa

Helsinki Congress Paasitorni, Helsinki, 4.6.2019

## tervehdyspuheenvuoro Teollisuusliiton valtuuston juhlaseminaarissa

Arvoisat Teollisuusliiton valtuuston jäsenet, hyvät naiset ja miehet,

Lämmin kiitos kutsusta tähän kunniakkaan Teollisuusliiton 100-vuotisjuhlaan. Kiitän myös mahdollisuudesta esittää valtiovallan tai pikemminkin ”parlamentin pankin” eli Eduskunnan valvoman Suomen Pankin kunnioittavan tervehdyksen juhlihan liiton jäsenistölle.

Suomi on noussut sadassa vuodessa melkoisen köyhästä ja syrjäisestä maasta yhdeksi maailman vauraimmista ja tasa-arvoisimmista yhteiskunnista, joidenkin selvitysten mukaan myös onnellisimmista, mitä sillä sitten itse kukin tarkoittaaakin. Teollisuusliiton rautakourat ja muut edeltäjät ovat olleet keskeisesti tekemässä tätä Suomen menestystarinaa. Ammattiliiton tehtävä on jäsentensä etujen ajaminen, mutta niinkin merkittävä liitto kuin Teollisuusliitto on aina myös merkittävä kansallinen tekijä koko kansantalouden ja yhteiskunnan kannalta. Sekin käy hyvin ilmi tohtori Eino Ketolan kirjoittamasta, ansiokkaasta liiton historiiteksesta.

Osaltani havaitsin tämän konkreettisesti kilpailukykysovimuksen neuvotteluissa. Tiedän hyvin, miten vaikea ratkaisu oli palkansaajaliikkeelle, myös teille. Tämän päivän valossa se oli kuitenkin onnistunut: Suomen nousu nollakasvusta kahden-kolmen prosentin talouskasvuun viime vuosina on seurausta kolmesta tekijästä eli maailmantalouden vedosta, Euroopan keskuspankin elvyttävästä rahapolitiikasta sekä suomalaisen työn ja tuotannon kilpailukykyyn korjaamisesta sopimusyhteiskunnan periaatteita noudattaen.

Muistan hyvin oman ensikosketukseni liittonne jäseniin. Se tapahtui 1970-luvulla Mikkelin Autotarvikkeen korjaamolla, jonka sähkö- ja diesel- ja muut auton asentajat olivat pääosin Metalliliiton jäseniä. Pienyrityksessä työt tehtiin ja asiat hoidettiin mutkattomasti ja samalta silmien tasalta.

Yrittäjän poikana opin arvostamaan työtovereitani, osaavia työntekijöitä, ja sisäistin sen, että motivoitunut henkilöstö todellakin on yrityksen tärkein voimavara. Samaa reilun pelin henkiä on yritetty johdonmukaisesti soveltaa myös pienyritystä isommissa neuvotteluympyröissä.

Koska Teollisuusliitto on niin tärkeä toimija koko kansantalouden kannalta, sillä on merkitystä, miten te näette tulevat haasteet. Onko julkinen talous kestävällä pohjalla? Miten pidetään huolta kasvavasta vanhusten joukosta? Miten varmistetaan, että nuoret eivät syrjäydy työelämän ulkopuolelle? Kuinka selätetään ilmastonmuutos? Isoja ja vaikeita kysymyksiä – ja sellaisia, joihin te voitte vaikuttaa.

Lähiaikojen päätöksenteon kannalta tärkeä kysymys on, millaista talouskehitystä tullaan näkemään tänä ja ensi vuonna. Viimeisen vuoden – puolentoista aikana maailmantalouden kasvu on vaimentunut. Kansainvälisen kaupan ja teollisuustuotannon kasvu on ollut kehittyneissä maissa jotakuinkin pysähdyksissä viime vuoden lopulta lähtien.

Näkymiä varjostaa epävarmuus tulevasta. Kuinka vakavaksi Yhdysvaltain ja Kiinan välinen kauppasota – vai pitäisikö sanoa taloudellinen ja teknologinen valtakamppailu – lopulta laajenee, ja kuinka suuri on riski sen leviämisestä Eurooppaan? Jatkaako Kiinan talouskasvu hidastumisestaan? Mitä tapahtuu Britannian EU-erolle? Nämä kysymykset vaikuttavat nyt monen kansainvälisillä markkinoilla toimivan yrityksen päätöksiin investoinneista ja työpaikoista. Jos tulevaisuus on hyvin epävarma, yritykset voivat lykätä investointeja ja työllistämispäätöksiä.

Myös Suomessa kehitys on nyt heikompaa kuin vuosi – pari sitten. BKT:n kasvu kyllä jatkuu yhä, mutta vaimenee, samoin viennin ja teollisuuden. Pian aloittava uusi hallitus ei siten ole saamassa

yksioikoisen auvoisaa lähtötilannetta talouden suhteen. Näin siitä huolimatta, että tilanne on toki monessa suhteessa parempi kuin vielä muutama vuosi sitten.

Kannan huolta siitä, että tuottavuuskasvu on Suomessa ollut heikkoa jo vuosikymmenen ajan. Tuottavuuden kasvuun kun lopulta perustuu myös yritysten palkanmaksuvara. Siksikin tarvitaan investointeja koulutukseen ja tutkimukseen. Toisaalta julkista taloutta on yhä tarve vahvistaa. Varautuminen kannattaa etenkin silloin, kun talous ei ole taantumassa. Näin saadaan pelivaraa niitä tilanteita varten, kun tarvitaan elvytystä.

Työllisyysasteen nostaminen pohjoismaiselle tasolle, vähintään 75 prosenttiin, on pian syntyvän uuden hallituksen ohjelman ytimessä. Myös julkisen talouden kannalta on olennaista, kuinka suuri osa työikäisistä on töissä. Mikään yksittäinen uudistus tuskin nostaa ratkaisevasti työllisyysastetta. Ilman päätöksiä useiden uudistusten muodostamasta kokonaisuudesta on 75 prosentin työllisyysaste vaikea saavuttaa.

Hyvät kuulijat,

Mainitsin puheenvuoroni alussa kilpailukyky sopimuksen. Sitä tarvittiin siksi, että Suomen kustannuskilpailukyky oli heikentynyt tuntuvasti. Osin tästä syytä Suomessa oli lyhyessä ajassa menetetty melkein 100 000 teollisuuden työpaikkaa. Kustannuskilpailukyvyyn heikkeneminen johtui monesta tekijästä, kuten teollisuutemme takaiskut maailmanmarkkinoilla ja palkkojen nousun hidastuminen Suomen ulkopuolella.

Kustannuskilpailukyvyyn heikkenemisen taustalla tuolloin oli myös palkkakehitys Suomessa, ja erityisesti epäonnisesti ajoittunut työehtosopimuskierron runsaat 10 vuotta sitten. Silloin sovittiin toimialakohtaisesti työehdoista kahdeksi vuodeksi eteenpäin – juuri ennen kuin kansainvälinen finanssikriisi iski.

Työkustannukset nousivat teollisuudessa. Samaan aikaan teollisuuden kustannuksia kasvatti myös työkustannusten nousu kotimarkkinatoimialoilla. Suomessa toimivat tehdasteollisuuden yritykset ostavat tuotantopanoksia kotimaasta laajasti eri aloilta, mm. tukkukaupan, liikenteen, varastoinnin, liikkeenjohdon, tietojenkäsittelyn ja markkinoinnin palveluita. Palkkojen nousu kotimarkkinatoimialoilla merkitsee tyypillisesti niiden myymien tuotteiden hintojen kallistumista. Vaikutus, joka kotimarkkinatoimialojen kustannuskehityksellä on teollisuuden kustannuksiin, voi helposti jäädä huomaamatta.

Tämä vaikutus on kuitenkin mittaluokaltaan merkittävä. Suomen Pankissa laaditun tuoreen laskelman mukaan palkkojen nousu yhdellä prosentilla tehdasteollisuuden ulkopuolella tuottaa tehdasteollisuudelle suunnilleen yhtä suuren lisäkustannuksen kuin tehdasteollisuuden omien palkkojen nousu samaisella yhdellä prosentilla.<sup>[1]</sup>

Kun kerran eri sopimusalat ovat näin riippuvaisia toisistaan, on selvää, että koordinaatiolla – tai sen puuttumisella – on suuri merkitys suomalaisessa palkanmuodostuksessa. Kilpailukyky sopimus ja palkkamalli sitä ennen ja sen jälkeen ovat merkittävästi kohentaneet kustannuskilpailukykyä. Myönteisen työllisyyskehityksen edellytykset ovat parantuneet. Voi kysyä, miten tämä olisi onnistunut ilman koordinaatiota. Tässä Suomen ratkaisut ovat – myös myönteisiltä vaikutuksiltaan – linjassa kansainvälisten työmarkkinatutkimusten tulosten kanssa.<sup>[2]</sup>

Viime neuvottelukierroksella puhuttiin paljon ”Ruotsin mallista” ja viriteltiin sen pohjalta ”Suomen mallia”. Mielestäni ei ole väärin sanoa, että tuolloin Suomen malli syntyi kyllä käytännössä, vaikka ei ehkä ennalta teoriassa. Asiat vain lutviutuivat siihen suuntaan prosessiin kuluessa, liike vei eteenpäin. Näin syntyneitä hyvää käytäntöä ei kannata jatkossa hukata.

Tulevaisuudessakin tarvitaan koordinaatiota. Suomi on rahaliiton pieni jäsenmaa. Yhteisvaluutta euro tuo Suomen talouteen vakautta mm. korkotason suhteen. Toisaalta se merkitsee sitä, että valuuttakurssia muuttamalla ei jatkossakaan kyetä korjaamaan tilannetta, jos Suomen kustannuskilpailukyky syystä tai toisesta heikkenee. Jos näin pääsee käymään, ulkomaisen kilpailun suoraan kohtaava teollisuus on se osa taloutta, joka ensimmäisenä kärsii. Siksi on perusteltua, että teollisuuden työehtosopimukset asettavat kustannuskehitykselle raamin, jota muiden kotimaisten alojen ei normaalisti ole syytä ylittää.

Hyvät kuulijat,

Teollisuusliitolla on suuri merkitys suomalaisessa palkanmuodostuksessa myös tulevaisuudessa. Vastuun kantaminen ei ole aina helppoa, mikä on viime vuosina jälleen nähty. Koordinaation tarve korostaa vastuun kantamisen merkitystä, ja jonkun se on tehtävä, jotta talous voi kasvaa kestävästi,

palkansaajien reaalitytulot kehittyä suotuisasti ja työllisyyden edellytykset vahvistua. Nämä lienevät yhteisiä tavoitteitamme.

Näillä sanoilla toivotan kunniakkaan historian omaavalle 100-vuotiaalle Teollisuusliitolle lisää menestyksen vuosia, sekä omien jäsentensä etujen ajamisessa että suomalaisen yhteiskunnan kehittämisessä!

[1] Aino Silvo: Palkkojen nousun vaikutus tuotannon kokonaiskustannuksiin eri toimialoilla. Eurojatalous.fi 17.5.2019

[2] Koordinaation vaikuttavuudesta, ks. OECD Employment Outlook 2017, luku 4 "Collective bargaining in a changing world of work", OECD Employment Outlook 2018, luku 3 "The role of collective bargaining systems for good labour market performance". Koordinaation eduista ja haitoista talouden suhdannevaihteluissa, ks. Petteri Juvonen: Essays on labour market institutions and macroeconomic dynamics, University of Jyväskylä, 2019.

# Governor Olli Rehn: Building an Enabling Environment for Circular Businesses, 3 June 2019

Governor Olli Rehn  
Bank of Finland  
World Circular Economy Forum  
Helsinki, 3 June 2019

## Building an Enabling Environment for Circular Businesses

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

Many thanks to Sitra for the invitation to the World Circular Economy Forum. While this is the third such event, the things we talk about here are actually not that new. But what is new is that the talks have started to materialise in actions taken by companies. And not only by individual companies, but they are becoming increasingly mainstream. That's the good news.

Historically economic growth has gone hand in hand with emissions growth and resource usage. The problem is that in order for our planet to survive, we need to separate economic growth from greenhouse gas emissions growth. Another piece of good news is that this is not impossible, as the case of reduced emissions from production in the Nordic countries proves. But it is not easy either. Especially in the developing countries economic growth is badly needed to reduce poverty.

Last autumn the IPCC released a new report detailing why we should target a 1.5 degrees increase in temperature, instead of the Paris target of 2 degrees. It is no simple feat, as our current path would lead to an increase of more than 3 degrees. And we have only about a decade to take the right bold actions to meet the 1.5 degree target.

There is no single tool that would enable mitigation and adaptation to climate change. The European Commission is currently creating legislation to increase funding for the green economy. This supplements the EU Emissions Trading Scheme and the EU CO<sub>2</sub>-emission targets. This is also good news, but not enough.

What we need is action at the global level. In an ideal world, a unified global carbon tax would be the first-best solution, as it would make companies internalize the externalities of emissions. While economists have advocated such a carbon tax, in the real world where we live in, this is being challenged by issues in measuring emissions and by the *realpolitik*.

Taxation can be used to create the right incentives even without a unified global carbon tax. Sitra has recently published a report detailing how an environmental tax reform could reduce emissions, while creating many benefits for the economy. The new government programme of Finland, released today, is based on these principles. Globally several ministries of finance have joined their forces in The Coalition of Finance Ministers for Climate Action to consider issues such as environmental tax reforms.

Likewise, a number of central banks and supervisors have joined their hands in the Network for Greening the Financial System. In the EU, and also globally, the financial sector still lacks adequate instruments for mainstreaming green finance. The EU Commission, through its plans for a capital markets union and sustainable finance action is working on this. Climate-related criteria should be better reflected in the key tools used for decision-making by market actors, such as benchmarks and credit ratings.

Apart from the simple carbon footprint, we also need to look beyond that. In addition to the production and life-cycle of things, it is becoming more important to consider what happens to products in their afterlife.

Many things considered green are not that, if we do not reuse and recycle the resources. Electric cars is one of the prime examples. Similarly, many things considered brown might be less so, if the product lifetimes are long enough and resources can be recycled in afterlife.



Looking at what the financial sector can do for the circular economy, in my view the financial industry does acknowledge the problem, and there are ample amounts of capital looking for sustainable companies.

More work needs to be done on how companies can cost-effectively and reliably indicate the sustainability of their operation. But for all companies planning their future, now it's the time to think deep about how to transform their business models sustainable, and turn that into concrete actions. Not least because there is a paradigm shift going on in the sentiment of the investor base, and it is starting to affect the selection of companies that attract investments and funding in the future. I know this first-hand, because this is what we do in the investment policy of the Bank of Finland.

Ladies and Gentlemen,

Let me conclude. As I said, environment- and climate-conscious business models are becoming increasingly mainstream. That is fine, but the transition should be much speedier. Hence, I want to encourage us all to recognize the urgency of concrete climate action, and build a timely and consistent transition path to the sustainable circular economy.

# Pääjohtaja Olli Rehn: Avaussanat BOFIT Venäjä-tietoiskussa 27.5.2019

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki  
Avaussanat BOFIT Venäjä-tietoiskussa  
Rahamuseo, Helsinki, 27.5.2019

## Avaussanat BOFIT Venäjä-tietoiskussa

Arvoisat kuulijat, hyvät naiset ja herrat,

Tervetuloa Suomen Pankin siirtymätalouksien tutkimuslaitoksen – BOFITin – Venäjä-tietoiskuun. Tämä tilaisuus järjestetään jo 18. kertaa, mikä kertoo osaltaan Suomen Pankin pitkäaikaisesta ja laajasta panostuksesta itäisen naapurimme talouden ja talouspolitiikan ymmärtämiseen sekä ennakkointiin.

Tämän vuoden tietoiskun teemana on ”**Venäjä osana maailmantaloutta**”. Joskus asioiden merkitykset kirkastuvat, kun niitä tarkastelee laajemmassa perspektiivissä, kuten tänään on tarkoitus. Venäjän talous on myös hyvinkin riippuvainen kaupasta ulkomaiden kanssa: Ilman öljyn ja kaasun myyntiä ulkomaille olisi julkisia menoja hyvin vaikea rahoittaa. Tällä hetkellä energiaveroja tietenkin kertyy valtion kassaan hyvinkin joutuisasti.

Huolimatta siitä, että Venäjän kansan- ja yritystalouden rakenteisiin menevä modernisaatio on melko lailla pysähdyksissä, Venäjällä on tässä suhteessa positiivinen ongelma: Mitä tehdä suurilla budjettilyijäämillä? Myös tätä aihetta käsitellään tänään tietoiskussamme.

Venäjän makrotaloutta onkin hoidettu monin tavoin erittäin hyvin. Keskuspankin uskottavuus on vahvistunut, ja inflaatio pysynyt suhteellisen alhaisena. Valtiovarainministeriö on selvästi pystynyt hillitsemään julkisten menojen kasvua, vaikka verotulot ovatkin kasvaneet.

Historian harrastajana tekee mieli pohtia, onko tässä havaittavissa jonkinlaista talousajattelun ja -politiikan pitkää linjaa. Edellä kuvaamassani vakauden ja varovaisen politiikan yhdistelmässä on nimittäin jossain mielessä seurattu Venäjän keisarikunnan ehkä tunnetuinta virkamiestä, pitkäaikaista valtiovarainministeriä Sergei Witteä. Hänen kaudellaan toteutettiin mm. vuoden 1897 rahauudistus, jonka tarkoituksena oli nimenomaan vakauden ja ennustettavuuden lisääminen. Tosin Witte oli reformistina kunnianhimoisempi kuin Venäjän nykyinen hallitus.

Tässä voitaneen mainita, että Suomen Pankin entinen pääjohtaja ja presidentti Mauno Koivisto arvosti Witteä erittäin paljon. Tärkeässä Venäjän idea –kirjassaan (2001) Koivisto toteaa, että ainoastaan Väinö Tanner nousee hänen arvostusasteikollaan korkeammalle. Mielenkiintoinen rinnastus: vakautta vaaliva reformisti ja tarkan taloudenpidon menshevikki. Miksipä ei.

Muutenkin Venäjän talouden kehitys on viime aikoina ollut vakaata. Kasvua on, vaikka se ei olekaan järin nopeaa. Suurin osa suomalaisista Venäjällä toimivista yrityksistä on siellä myös pysynyt. Suomalais-Venäläisen kauppakamarin toimitusjohtaja Jaana Rekolainen kertoo omassa alustuksessaan yritysten Venäjällä kohtaamasta liiketoimintaympäristöstä. Haasteita on, mutta todistettavasti Venäjällä voi toimia, ja toimia voitollisesti.

Talous ei ole kuitenkaan pelkkää kaupankäyntiä. Tietoiskussa käsitellään myös esimerkiksi venäläisten yritysten ja pankkien mahdollisuuksia saada ulkomaista rahoitusta pakotteiden rajoittamassa toimintaympäristössä, joka on seurausta Venäjän geopolittisista pyrkimyksistä ja voimapolitiikasta.

Maailmantalouden painopiste on viime vuosina siirtynyt entistä selvemmin itään – ei kuitenkaan Venäjälle, vaan etenkin Kiinaan ja Itä-Aasiaan. Venäjälle Kiina on nopeasti kasvava vientimarkkina, mutta myös ajoittain kilpailija talouden ja politiikan saroilla. Kiinan nouseva mahti näkyy myös sen suurissa investointihankkeissa esimerkiksi Keski-Aasiassa. Venäjän ja Kiinan syveneviä taloussuhteita käsitellään myös tänään, samoin kuin Venäjän asemaa Kiinan ja Euroopan välille syntyvissä liikenneyhteyksissä.

Hyvät kuulijat,

Joiltakin osin maailman ja maailmantalouden kehityksen voidaan katsoa olevan syklistä. Aasia on 21. vuosisadan nouseva maanosa. Myös tsaarinvallan viimeiset vuosikymmenet merkitsivät Venäjän suuntautumista Kaukoitään. Siinäkin toiminnassa Sergei Witte oli mukana. Hän oli esimerkiksi mukana perustamassa kiinalais-venäläistä pankkia. Aika näyttää, miten Kiinan ja Venäjän yhteistyö nyt käynnissä olevassa syklissä lopulta onnistuu.

Kuten huomaatte, tilaisuudessamme on tarjolla erilaisia, mutta toisiaan täydentäviä näkökulmia Venäjän ja koko maailmantalouden toimintaan.

Toivonkin Bofitin ja Suomen Pankin puolesta, että esitykset ja keskustelut tänään ovat hyödyllisiä ja antoisia kaikille osallistujille – niin täällä Rahamuseossa kuin internetin välitykselläkin tilaisuutta seuraaville.

Tervetuloa tietoiskuun!

# Governor Olli Rehn: Impact of structural economic changes on monetary and macroprudential policies, 24 May 2019

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Keynote at 2019 RiskLab/BoF/ESRB Conference on Systemic Risk Analytics

Helsinki, 24 May 2019

## Impact of structural economic changes on monetary and macroprudential policies

Ladies and Gentlemen,

Welcome to the Bank of Finland. I want to thank the co-organisers, the European Systemic Risk Board and RiskLab, for the opportunity to share my thoughts at this Conference on Systemic Risk Analytics – not least because in the aftermath of the Global Financial Crisis, the maintenance of financial stability has regained its original position as the second key pillar of central banking policy. This comeback stems from certain permanent features of our economies and their development. Modern economies are in constant change. Some changes are cyclical. Economic variables like GDP, housing prices and the volume of lending often increase strongly in upturns and decrease equally strongly in downturns. At times, economies are hit by booms. At other times, they are hit by downturns and recessions.

Economies are also subject to more fundamental, longer-term changes. In economic history, major changes in technology, population growth and economic systems have had sweeping effects on economic growth, the welfare of citizens and the birth and death of occupations and industries. It is our task – as economists, social scientists and other scholars – to try to identify the key short-term and long-term economic changes and to weigh their consequences, benefits and risks. The policymakers' challenge, in turn, is to make proper adjustments in their economic and other policies when old policies become outdated for the new world.

In this keynote, I try to identify some major ongoing economic changes that in my view require a rethinking of current monetary policy strategies and macroprudential policies.

### **Structural economic changes and monetary policy**

Let us start from the monetary policy, in general and in the euro area.

Before addressing the longer-term issues, it may be worthwhile to remind ourselves of the major economic recovery that has taken place in the euro area since 2013. In five years, more than 10 million new jobs have been created. Unemployment – although still too high – has declined by 4 percentage points to below 8 per cent.

The accommodative monetary policy of the European Central Bank has substantially contributed to the recovery. Recently, the global growth outlook has been shadowed by significant uncertainty. The trade tensions between the US and China have escalated, China's growth has been decelerating and Europe has its own problems. As a consequence, most of the major central banks have had to put on hold their long-awaited monetary policy normalisation. This is the case for the ECB as well. Against the backdrop of the current economic outlook, the ECB Governing Council is maintaining an ample degree of monetary accommodation through our forward guidance on the key ECB interest rates, reinvestments of a sizable stock of acquired assets, and the new series of targeted long-term refinancing operations.

Moreover, the Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, so that inflation converges with our aim of below but close to 2% in a sustained manner. And as President Draghi has said, the ECB's inflation target is symmetrical: our inflation goal does not imply a ceiling at 2%, since inflation can deviate from our target in both directions. The measures taken by the

Governing Council reflect the Council's position that it is equally important to act effectively on inflation levels that are above or below the price stability objective.

In addition to current cyclical headwinds, monetary policy-makers are faced with at least three longer-term developments that challenge their current monetary policy strategies.

First, despite years of highly expansionary monetary policies, inflation has got stuck at a low level. The long-lasting low inflation may have reduced inflationary expectations on a longer-term basis. Alternatively, market participants may have in general lost their faith in central banks' ability to raise inflation closer to the target.

Second, related to low inflation, the equilibrium interest rate – or the so-called natural rate of interest – has declined to a historically low level. In the current low interest rate environment, the scope for conventional monetary policy easing is limited. The probability of hitting the zero lower bound might be elevated also in the longer term.

Third, the trade-off between economic activity and inflationary pressures seems to have loosened. In economic parlance, the Phillips curve seems to have become flatter. If this is the case, the effect of monetary policy on inflation is now weaker than it used to be.

And, needless to say, the forthcoming ecological and societal transformations caused by climate change, population aging and concerns about inequality need to be taken into account in all economic policy fronts, including monetary policy.

I am convinced that central banks should thoroughly explore the potential impacts of these deep structural changes on monetary policy. For this reason, I have been advocating a review of the ECB's monetary policy strategy, without prejudice as to where it should lead. If such a review were undertaken, the ECB would be in the good company of the Federal Reserve Board, the Bank of Canada and Riksbanken, among other central banks, who also are currently reviewing their monetary policy strategies.

### **Structural economic changes and macroprudential policy**

Turning to financial stability and macroprudential analysis and policy, let me congratulate the organisers of this conference for compiling such a topical and wide-ranging programme for this event. The selection of topics reflects very well the substantial progress that is taking place in analysis regarding financial stability and macroprudential policies.

As mentioned, I regard financial stability as the second key pillar of central banking today.

Meanwhile, I find the debate on whether it should be formally part of our mandate as mostly theological – it is *de facto* the second pillar now, and *de jure* this fact has been anchored in the EU's secondary legislation. "Form follows function", as we functionalists tend to say.

However, the broadening range of macroprudential analysis has not yet been fully mirrored in actual macroprudential *policies*. These policies have focused relatively narrowly on strengthening the resilience of systemically important banks and setting caps on new housing loans to contain excesses in mortgage lending and household indebtedness.

For a new and evolving policy field, this rather focused approach has been justified. It has been sensible to first address the most imminent systemic risks and vulnerabilities. To my mind, it is clear that the various macroprudential measures taken in different countries have overall been necessary for preventing serious imbalances building up once again in banking systems and housing markets. I am thinking of my fellow Nordics, for instance, where macroprudential tools are at work.

However, in the pursuit of preventing financial crises, there is always a risk of fighting the past war. Financial systems change, and the changes bring new risks.

Let me point out some ongoing structural changes to which macroprudential policy-makers should pay increasing attention.

First, the role of banks as providers of finance has started to erode in Europe and some other parts of the world. In continental Europe and Scandinavia, financial systems have traditionally been much more bank-based than in Anglo-Saxon countries, where securities markets have played a larger role. Now, the different systems may finally have started to converge.

The growth of the non-bank finance sector has taken different speeds and forms in different countries and regions. A notable example is of course China, where the size of the non-bank finance sector was about 10% relative to annual GDP a decade ago. Now the figure is over 100%.

In Europe, an increasing share of lending is provided by investment funds, insurance companies and

the providers of consumer loans. For example, the total assets of the euro area investment fund sector grew by about 170% between 2008 and 2017.

An expanding investment fund sector enhances cross-border risk sharing and deepens the bond and equity markets in Europe. However, according to different metrics, investment funds have started to take more credit risk and invest in less liquid assets. Although the developments in the investment fund sector may not pose immediate financial stability concerns, they require close monitoring.

Second, in parallel with the increasing importance of non-banks, the relative importance of traditional loan products has decreased, at least in some countries. Let me take Finland as an example. In Finland, the composition of the household loan stock is rapidly changing as a result of the slow growth in traditional housing loans and a much quicker increase in consumer loans and especially housing company loans.

Without going into details, housing company loans are, in essence, housing loans in disguise with less transparent risks for the borrower. Consumer loans, in turn, are easily available and aggressively marketed to vulnerable customers with poor credit records.

Despite the strong increase in non-bank lending and non-traditional loan products, macroprudential tools in Finland can currently only be targeted at traditional housing loans and credit institutions' capital buffers. Macroprudential toolkits are insufficient in many other countries as well.

The Bank of Finland has strongly advocated – latest very recently in the ongoing coalition talks to form a new government – the introduction of new macroprudential tools in Finland for containing household debt accumulation. The new instruments should ideally cover all loans and all lenders. For example, a cap on the loan applicant's debt-to-income ratio at loan origination – the DTI-cap – would be a welcome addition to the Finnish macroprudential toolbox.

Every country has its own macroprudential risks and needs to find a policy mix that is suitable for its own specific circumstances. However, many macroprudential policymakers share the Finnish view that their macroprudential toolkits should be more comprehensive than today.

Finally, we should not neglect the effects of some global megatrends on macroprudential risks. For example, rapidly expanding urbanisation is already widening the regional differences in local housing markets and creating house price bubbles in some of the fastest growing cities. And one of the even too "hot" topics also in the macroprudential field is the long-term impact of global warming on financial stability.

### **Strengthening the financial architecture of the euro area**

According to a recent speech by the Governor of Bank of England, Mark Carney, in 800 years of financial history, financial crises have occurred roughly once in a decade. Given this history, we cannot realistically expect to fully eliminate the risk of financial crises, despite our best efforts in developing monetary and macroeconomic analyses and policies.

Therefore, to prepare for crises, we should try to make our economies and financial systems sufficiently "anti-fragile", using a term made familiar by the author Nassim Nicholas Taleb. One task is to strengthen the resilience of financial institutions, markets and infrastructures, which is, as you are well aware, one of the key objectives of macroprudential policy.

In the EU, a critical reform in improving the resilience of the financial system has been the creation of the Banking Union, with its single banking supervision and crisis resolution. The Banking Union is up and running, but needs to be finalized to fully reap its benefits.

Creating a common European Deposit Insurance Scheme would reduce the risk of bank runs and their cross-border contagion. A credible back-stop for the Single Resolution Fund would, in turn, ensure that even large bank resolutions might be financed without resorting to bail-outs at the taxpayers' expense.

Ultimately, both financial stability and the welfare of European citizens depend on Europe's ability to create sustainable economic growth. To speed up growth, the EU should aim at becoming a true "Investment and Financing Union" with deep and liquid capital markets, where the availability and cost of funding for firms would depend more on their inherent qualities and less on their size, nationality and location.

To mobilise cross-border financing, it is critical that the EU's Capital Markets Union initiatives are accelerated and the barriers to the integration of European capital markets dismantled in a more determined way. This is ever more paramount in the Europe of today and tomorrow, as we are in the

middle of the climate- and energy-related economic transformation, with very substantial needs of sustainable finance and investment.

All in all, the enhancement of financial stability and economic growth should continue to be key priorities in developing the Economic and Monetary Union. The future of EMU is too broad a subject to be covered here in depth, but I see a lot of merit in the manifesto of 14 German and French economists, published last year. The manifesto is essentially a synthesis of “German” and “French” economic thinking, aiming at creating a genuine stability union by uniting sound incentives and rules with a sufficient dose of insurance and stabilization.

To wrap up, modern economies are indeed in perpetual change. Economics, as a science, provides tools for understanding these changes. Policymakers, in turn, need to have the wisdom to adapt their strategies and policies if and when their old ways turn out to be inadequate.

And – as always in economic history – economic changes will bring new, unforeseen systemic risks. We should make our economic systems and architectures resilient enough to withstand the realisation of such risks. And as central banks, we need to keep our powder dry, just in case if some known or unknown risks nevertheless start to materialise.

With these thoughts, I thank you for your attention.

# Pääjohtaja Olli Rehn: Miten pidetään oma talous ja kansantalous kestäväällä pohjalla?

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Luento Tampereen yliopistolla

Tampereen yliopisto, Tampere, 17.5.2019

Miten pidetään oma talous ja kansantalous kestäväällä pohjalla? Esityskalvot ([pdf](#))

[Pääjohtaja Olli Rehn Miten pidetään oma talous ja kansantalous kestäväällä pohjalla](#) from [Suomen Pankki](#)



# Pääjohtaja Olli Rehn: Uudistuva kansantalous, uudistuva yritys

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki  
Perheyriyten liiton kevätkokous  
Helsinki, 16.5.2019  
[Esityskalvot](#) (pdf)

## Uudistuva kansantalous, uudistuva yritys

Suomen taloudella on mennyt muutaman viimevuoden aikana suhteellisen hyvin. Talous on kasvanut, työllisyys kohonnut ennätysvauhtia ja yritykset ovat tehneet hyvää tulosta. Monet teistä ja edustamistanne yrityksistä ovat olleet luomassa tätä kasvua ja päässeet nauttimaan sen luomasta hyvinvoinnista.

Taloutemme näyttää nyt jokseenkin erilaiselta kuin vuosituhanen alkuvuosina. Talouden moottorina toiminut sähkö- ja elektroniikkateollisuus on muuttanut muotoaan, metsäteollisuudessa puhaltavat uudet tuulet, telakkateollisuus on kokenut uuden nousun ja autoja rakennetaan ihmisten ja robottien yhteisvoimin.

Samalla palvelujen rooli taloudessamme on kasvanut niin kokonaistuotannon, viennin, työpaikkojen kuin hyvinvoinninkin tuottajana. Teollisuuden rooli taloudessamme on suhteellisesti supistunut, mutta ei missään nimessä ole vähäpätöinen nykyäänkään.

Suomi mateli kuitenkin pitkään, lähes vuosikymmenen, paikallaan ennen kasvun käynnistymistä, kaipasi uutta suuntaa. Kansainvälisen finanssikriisin ohella Suomen taloutta kuritti sähkö- ja elektroniikkateollisuuden alamäki, paperiteollisuuden ongelmat, Venäjän kaupan supistuminen ja ikääntyvä väestö.

Kuva 1. Suomen talouskasvu lähti myöhään liikkeelle.

Paluu kasvu-uralle syntyi monen tekijän summana. Kansainvälinen suhdannetilanne ja elvyttävä rahapolitiikka loivat hyvät lähtökohdat kasvulle. Suomi ei kuitenkaan lähtenyt nousuun muiden maiden mukana, vaan taantuma jatkui usean vuoden muita maita pidempään. Uudistumisen tarpeessa oleva tuotantorakenne ja rapautunut kilpailukyky olivat taloutemme rasitteena. Näihin ongelmiin kuitenkin tartuttiin niin yrityksissä kuin talouspolitiikan toimin.

Yllä mainitut esimerkit muutoksista teollisuudessa kertovat uudistumisesta yrityksissä. Samalla taloudellemme keskeisen viennin mahdollisuuksia parannettiin kilpailukykysojimuksella.

Vaikka talous nousi pitkään kestäneestä taantumasta ja taloudessa menee nyt monien mittarien mukaan hyvin, noususuhdanne poikkeaa aiemmista. Kasvu ei ole noususuhdanteessa yltänyt entisille tasoille.

Kuva 2. Tuottavuuskasvu on ollut hyvin vaatimatonta

Finanssikriisin jälkeisinä vuosina tuottavuuden kasvutrendi on pysähtynyt. Tuottavuuden kasvu on tärkeää, sillä pitkällä aikavälillä elintason kasvu johtuu pääosin teknologisen kehityksen aikaansaamasta työn tuottavuuden kasvusta. Tuottavuuskasvu tarkoittaa, että samoilla panoksilla saadaan tuotettua enemmän ja laadukkaampia tavaroita ja palveluita. Suomessa elintason kasvutrendi on perinteisesti seurannut hyvin läheisesti tuottavuuden kasvua.

Taloutemme palveluvaltaistuminen on osaltaan hidastanut tuottavuuden kasvua. Tuottavuuskasvu on perinteisesti ollut huomattavasti nopeampaa teollisuudessa kuin palveluissa, joten palveluiden suhteellisen osuuden kasvu taloudessamme heijastuu tuottavuuskehitykseen.

Yritysten tuotannolliset investoinnit ja tuotekehitykset jäivät taantumana aikana vähäisiksi, eikä investointiaste ole korkeasuhdanteen aikanaan yltänyt sellaisiin lukemiin joilla pääomakanta olisi pysynyt työllisten määrän nopean kasvun perässä.

Hyvät kuulijat,

Koko kansantaloutta tai toimialoja kuvaavat luvut eivät kuitenkaan välttämättä kerro mistä tuottavuuskasvun heikkous johtuu. Tuottavuuskehitystä on syytä tarkastella myös yritystasolla. Katse

makrolukujen alle kertookin monia asioita.

Kansantalouden tuottavuuden kehitys riippuu keskeisesti kahdesta seikasta. Ensinnäkin siitä, kuinka menestys eriytyy yritysten välillä. Suhteellisen pieni joukko yrityksiä menestyy hyvin, samalla kun valtaosa yrityksistä menestyy keskinkertaisesti, ja osa sinnittelee kannattavuuden ja henkiinjäämisen rajalla.

Toiseksi, tuottavuuden kasvu riippuu siitä, kuinka talouden uusiutuminen tapahtuu yrityksissä. Tämä voi tarkoittaa luovaa tuhoa yritysten välillä tai uudistumista yritysten sisällä.

Yritysten menestys vaikuttaa paitsi niihin itseensä, myös muihin yrityksiin. Viime vuosina paljon huomiota ovat saaneet niin nopeasti kasvavat ”gasellirytykset” ja hyvin menestyvät eturintaman yritykset kuin heikosti menestyvät ”zombie-yritykset”, joiden vaikutuksia koko talouden tuottavuuteen ja talouskasvuun on pyritty arvioimaan.

Nostan esiin kolme esimerkkiä kasvun ja tuottavuuden eriytymisestä yritysten välillä.

Ensinnäkin sen seikan, että tyypillisesti varsin pieni joukko hyvin nopeasti kasvavia ”gasellirytyksiä” vastaa suuresta osasta uusien työpaikkojen syntymisestä ja arvonlisän kasvusta, kun taas keskivertoyrityksellä on vain vähäinen vaikutus koko talouden työllisyyden tai arvonlisän muutoksiin. Suomessa erittäin nopeasti – eli kolmen vuoden aikana keskimäärin yli 20 % vuodessa – kasvavien gasellirytysten osuus yrityksistä on 5 prosentin tuntumassa. Tämä varsin pieni osuus yrityksistä luo hieman yli kolmanneksen talouden työllisyyden ja arvonlisän kasvusta.

Gasellit ovat yleensä nuoria yrityksiä. Ne ovat olleet viime vuosina aiempaa pienempiä, jolloin niiden vaikutus kasvuun myös on aiempaa pienempi.

Kuva 3. Eturintamalla tuottavuuskasvu jatkuu, muut eivät pysy perässä

Otetaan toinen esimerkki. Tuottavuuskasvun hidastuminen on usein liitetty tuottavuutta kasvattavien innovaatioiden puutteeseen ja teknologisen eturintaman etenemisen hidastumiseen.

Viimeaikaisessa kansainvälisessä tutkimuksessa on kuitenkin havaittu, että eturintaman yrityksissä tuottavuuskasvu on jatkunut kriisivuosien aikana ja niiden jälkeen vahvana, mutta muissa yrityksissä tuottavuuskasvu on ollut varsin heikkoa. Tämä herättää kysymyksen siitä, onko ongelmamme uusien innovaatioiden ja teknologioiden syntymisen sijaan niiden vähäinen leviäminen eturintamalta muihin yrityksiin.

Tarkempi Suomen talouden yritystason analyysi viittaa siihen, että Suomessa erkaantumiskehitys ei ole koko taloutta koskeva ilmiö, vaan toimialat eroavat sen suhteen toisistaan merkittävästi.

Tuottavimpien yritysten erkaantumista muista yrityksistä havaitaan lähinnä valmistavassa teollisuudessa sekä informaatio- ja viestintäalalla. Näitä aloja lukuun ottamatta Suomen ongelma on pikemminkin se, ettei edes yritysten parhaimmistossa nähdä nopeaa tuottavuuskasvua.

Otetaan kolmas esimerkki asteikon toisesta päästä. Kannattamattomien eli ns. zombie-yritysten määrä ja osuus ovat kasvaneet koko 2000-luvun ajan. Pahimmillaan noin 10 prosenttia Suomen koko yrityskannan työvoimasta ja pääomasta on ollut näissä yrityksissä.

Pitkään kannattamattomina pysyviin yrityksiin liittyy useita markkinoiden toimintaa vääristäviä piirteitä ja riskejä. Zombiet hidastavat talouskasvua, koska niiden tuottavuus on usein muita yrityksiä huonompi ja voimavarat ovat tehottomassa käytössä. Ne myös tukahduttavat kannattavien yritysten toimintaedellytyksiä, kilpaillesaan samoilla markkinoilla ja samoista voimavaroista (työvoimasta, rahoituksesta). Nämä tekijät puolestaan heikentävät tuottavuutta ja kasvuedellytyksiä koko kansantalouden tasolla.

Edellä mainitut gasellit, eturintaman yritykset ja zombiet kuuluvat samaan tuottavuustarinaan: ne kertovat yrityskentän toiminnasta ja kyvystä uudistua.

Palataan eturintaman yritysten erkaantumiseen muista yrityksistä ja ilmiön liittymiseen tuottavuuskasvuun. Tuottavuuskasvu syntyy innovaatioiden ohella myös niiden leviämisestä innovaattoriyrityksistä muihin yrityksiin. Eturintaman menestyminen ja erkaantuminen muista yrityksistä voi viitata siihen, että uusimman teknologian hidas leviäminen ja käyttöönotto ovat yhtä suuri tai jopa suurempi ongelma kuin innovaatioiden puute.

Tuottavuuden kasvun esteet muille yrityksille ovatkin mahdollisesti kasvaneet, kun esimerkiksi siirtymiskustannukset tuotantoon perustuvasta taloudesta tietoyhteiskuntaan ovat kasvaneet. Taidot ja osaaminen niin yritysjohdolla kuin työntekijöillä voivat olla puutteelliset, kun yrityksen pitäisi ottaa digiloikka, esimerkiksi investoimalla automatisoituihin tuotantoprosesseihin (robotti-investointi) tai siirtämällä myynti nettikauppaan.

Myös rahalliset kustannukset ja epävarmuus saattavat olla suuret kun toimintatapoja ryhdytään uusimaan. Vanhassa pysyminen saattaa lyhyellä tähtämellä tuntua houkuttelevammalta ja uudistuminen jää tekemättä. Oireena tästä on vähemmän todennäköistä, että yritys tuottavuusjakauman yläviidenneksen ulkopuolelta nousee eturintamalle, etenkin aloilla joissa tietointensiivisyys on korkea.

Yrityssektorin koostumuksesta voidaan tehdä joitakin sen dynamiikkaan liittyviä havaintoja.

Tarkastellaanpa seuraavaa kuvaa, jossa on kolmenlaisia yrityksiä.

Kuva 4. Yrityssektorin uudistuminen on hidastunut

Havaitsemme että edellä mainittuja heikosti kannattavia zombeja on aiempaa enemmän. Tämä voi tarkoittaa että sitä, että on suhteellisesti aiempaa helpompaa pysyä markkinoilla vanhallakin tuotantotavalla, ilman uudistumista. Kannustimet omaksua uusia teknologioita näyttäisivät heikentyneen, kun markkinat toimivat siten että matalallakin tuottavuudella voi sennitellä markkinoilla. Havaitsemme myös, että nuorten yritysten osuus on laskussa. Kun uusien yritysten markkinoille tulo on vaisua, on markkinoilla jo olevilla ”vanhoilla” yrityksillä vähemmän painetta omaksua eturintaman teknologiaa ja kohottaa tuottavuuttaan. Zombien on helpompi sennitellä markkinoilla. Nuoret yritykset luovat myös suuren osan arvonlisän kasvusta, joten niiden vähäisyys haittaa talouden uusiutumista. Nämä havainnot viittaavat siihen, että yritysten (sisäisessä ja niiden välisessä) uusiutumisessa on esteitä ja ne ovat mahdollisesti kasvaneet. Yhtäältä uusiutumisen esteet liittyvät osaamiseen ja kustannuksiin, toisaalta markkinoiden kilpailu ei pakota uusiutumaan (vrt. mm. OECD viimeaikaiset tutkimukset), jolloin luovan tuhon prosessi ei pääse kasvattamaan tuottavuutta täysimääräisesti.

Hyvät ystävät,

Suomen talous on nyt kasvanut useamman vuoden ajan ja taloutemme ja yrityksemme ovat monella tapaa erinäköisiä kuin vuosituhannen alussa. Myös ympäristö jossa toimimme on muuttunut.

Vaikka taloudessa on tehty rakenteellisia uudistuksia, pitkän taantuman jälkeistä talouskasvun käynnistymistä avitti moni tilapäinen tai suhdanneluonteinen tekijä. Pitkällä tähtämellä talouskasvu ja hyvinvointi syntyvät kuitenkin tuottavuuskasvusta. Tuottavuuskasvu edistää yritysten kilpailukykyä ja luo palkanmaksuvaraa. Tuottavuuskasvun elvyttämiseksi on talouden jatkuvasti uudistuttava – paikalleen jääminen hydyttää tuottavuuskehityksen. Tuottavuuskasvu edellyttää yrityksiltä uusiutumista ja yhteiskunnalta uusiutumisen edellytysten turvaamista.

Kuva 5. Tuottavuuskasvu edellyttää uudistumista

Pidemmällä aikavälillä tuottavuuskasvua ajavat pitkälti erilaiset innovaatiot ja niiden käyttöönotto. Koulutus, tutkimus ja tuotekehitys ovat keskeisiä tekijöitä innovaatioiden edellytysten taustalla. Siten niitä koskevilla talouspoliittisilla päätöksillä on tärkeä rooli työn tuottavuuden kasvun kannalta. Työn tuottavuuden kasvun edellytyksiin voidaan vaikuttaa myös laajemmin sellaisilla politiikkatoimilla, jotka parantavat talouden voimavarojen kohdentumista. Tässä tärkeä rooli on kilpailun edistämisellä ja työmarkkinoiden toiminnalla.

Yrityksissä uudistuminen ja tuottavuuden kasvu vaativat investointeja tuotannolliseen toimintaan, tuotekehitykseen ja osaamiseen. Investointien ja tuottavuuden kasvattamisen merkitys korostuu osaltaan siksi, että kasvavien työvoimakapeikkojen ja ikääntyvän väestön vuoksi kasvu ei voi jatkossa perustua työpanoksen lisäämiseen. Vaikka taloudessa on epävarmuustekijöitä, kevyen rahapolitiikan ansiosta rahoitusolot ovat suosiolliset investoinneille. Yritysten taantuman jälkeen parantunut kannattavuus luo myös tilaa investoinneille.

Tuottavuus, talouskasvu ja hyvinvointi syntyvät ennen muuta yritystasolla. Menestyminen ja kilpailukykyyn säilyttäminen muuttuvassa taloudellisessa ympäristössä vaatii jatkuvaa panostamista uuteen. Jos etäisyys eturintamalle päse kasvamaan suureksi, on kiinniottaminen vaikeaa. Vain uudistumalla luomme pitkän aikavälin edellytykset hyvinvoinnin kasvulle jatkossakin. Tämä on Suomelle kansallinen haaste, jonka kohtaamisessa perheyrietykset ovat aivan eturintamassa. Toivotan teille hyvää kevätkokousta ja kykyä jatkuvaan uudistumiseen!

[Pääjohtaja Olli Rehn: Uudistuva kansantalous, uudistuva yritys](#) from [Suomen Pankki](#)

# Pääjohtaja Olli Rehn: Digitalisaatio muovaa finanssipalveluiden kenttää – pelisääntöjä on tarkasteltava kriittisesti, 14.5.2019

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki  
Avauspuheenvuoro Maksufoorumissa  
Maksufoorumi, Helsinki, 14.5.2019

## Digitalisaatio muovaa finanssipalveluiden kenttää – pelisääntöjä on tarkasteltava kriittisesti

Arvoisat Maksufoorumin osanottajat, hyvät ystävät,  
Tervetuloa historian 13. Maksufoorumiin. Päivän teemat ovat *Reaaliaikainen maksaminen* sekä *Maksamisen turvallisuus*. Nämä molemmat liittyvät Suomen Pankin lakisääteiseen tehtävään varmistaa osaltaan maksu- ja selvitysjärjestelmien luotettava ja tehokas toiminta. Luotettava ja turvallinen maksaminen onkin mitä olennaisin osa toimivia rahoitusmarkkinoita. Maksaminen on meitä kaikkia koskettava, arkipäiväinen mutta samalla elintärkeä toiminto. Usein otamme sujuvasti toimivan maksamisen liiankin itsestäänselvyytensä: se on kuin juokseva vesi, jonka tärkeyden huomaamme vasta vedentulon katketessa. Maksamisen luotettavuus ja turvallisuus ovatkin avainalueita, joiden varmistamiseksi me kaikki tänne Maksufoorumiin kokoontuneet teemme päivittäin työtä. Maksujen kulkiessa normaalisti emme kovinkaan usein kiitosta saa, mutta syytöksiä kyllä tulee silloin, kun maksut eivät kulje. Kokonaisuutena tarkastellen suomalainen maksaminen on toiminut hyvin ja luotettavasti. Kuitenkin on syytä muistaa, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tämä viisaus pätee erityisen hyvin maksamisen markkinoihin, jotka ovat nopeassa murroksessa. Uusien teknologioiden ja liiketoimintamallien myötä markkinoille on tullut kokonaan uudenlaisia finanssituotteita ja -palveluita. Käyttäjiltä vaaditaan riittävää ymmärrystä uusien palveluiden toimintalogiikasta ja mahdollisista riskeistä. Näin ollen vaatimustaso digiajan talousosaamiselle on kasvanut. Tämän vuoksi eri toimijoiden tulisikin entisestään tiivistää yhteistyötään talouslukutaidon ja talousosaamisen parantamiseksi. Talousosaamisen kansallisen strategian laatiminen olisi tässä tärkeä työkalu.

### Maksamisen murroksen kolme päätrendiä

Digitalisaatio etenee vauhdilla maksamisen markkinoilla. Uusia tuotteita ja sovelluksia lanseerataan kiihtyvää tahtia. Tulevaisuuden kehityspolkujen hahmottamiseksi Suomen Pankin vetämä maksuneuvosto julkaisi pari vuotta sitten e-kirjansen [”Millä tavoin maksamme 2020-luvulla? Näkökulmia tulevaisuuden maksamistapoihin”](#). Tuon kirjansen kolme keskeistä löydöstä maksamisen trendeistä olivat seuraavat:

- 1) maksamisen markkinat pirstaloituvat;
- 2) maksaminen reaaliaikaistuu; ja
- 3) maksaminen muuttuu aiempaa huomaamattomammaksi ja sulautuu ostoprosessiin.

Kuluneina kahtena vuonna nämä trendit ovat entisestään voimistuneet. Maksamisen markkinoiden pirstaloituminen on jatkunut: markkinoille on tullut paljon uusia toimijoita ja lisää on tulossa. Toisaalta on hyvä huomata, että vaikka maksamisen käyttöliittymät ovat uudistuneet, niin varsinainen maksujenvälitys tapahtuu edelleen perinteisten korttimaksu- ja tilisiirtojärjestelmien kautta. Reaaliaikaistumisen saralla tilisiirtopohjainen pikamaksaminen mahdollistaa nyt rahan siirtymisen maksajalta saajalle sekunneissa, 24 tuntia vuorokaudessa, 7 päivänä viikossa, vuoden jokaisena päivänä, asiakkaan pankista riippumatta. On odotettavissa, että pikamaksaminen yleistyy vauhdilla, kun palveluntarjoajat yhä useammin liittyvät niitä välittäviin järjestelmiin. Odotukset ovat, että

pikamaksamisesta tulee maksamisen ”uusi normaali” eli yleisesti käytetty maksutapa. Kolmas trendi, maksamisen sulautuminen huomaamattomaksi toiminnoksi ostotapahtuman taustalla, on saanut seurakseen lisäpiirteitä, kuten luoton noston kytkennän suoraan ostotapahtumaan. Maksamisen häviäminen ostotapahtuman sisään toki helpottaa ja sujuvoittaa ostamista. Toisaalta suoraan luotolla ostaminen hämärtää kuluttajan ymmärrystä budjettirajoitteistaan. Samanaikaisesti on syytä huomata, että hiljalleen yleistymässä olevat digitaaliset taloudenhallinnan työkalut helpottavat oman talouden seurantaan.

Ostamisen helppous ja vaivattomuus voivat rohkaista ylikuluttamiseen. Viime aikoina maksutapavalikoimiin on lisätty runsaasti vaihtoehtoja suoraan luotolla ostamiseen. Vaikuttaa siltä, että maksamisen ja luotolla ostamisen rajat ovatkin osittain jo hämärtyneet. Kolikon kääntöpuoli onkni se, että helpottunut luotolla ostaminen voi johtaa huomaamattomasti tapahtuvaan ylivelkaantumiseen.

Vahvistettuna vielä pikavippien valitettavan aggressiivisella mielikuvamarkkinoinnilla velkaantumisongelmat voivat helposti laajentua koskemaan entistä suurempaa kuluttajajoukkoa. Tässä tilanteessa meidän kaikkien – ml. viranomaiset – täytyy olla hereillä.

Pikavippien aggressiivinen markkinointi houkuttelee lainanottoon varsinkin nuoria, joilla on puutteita oman taloutensa hallinnan kanssa. Vakuudettomien kulutusluottojen markkinoinnin ylilyönnit tulisikin saada kuriin. Kulutusluottojen valvontaa on ylipäänsä tarve merkittävästi tiukentaa. Näin on jo tehty useassa maassa ml. Ruotsi, Norja, Tanska, Viro ja Iso-Britannia. Myös Alankomaissa on vireillä lainsäädäntöuudistus kuluttajamarkkinoinnin kieltämiseksi tai rajoittamiseksi.

Kulutusluotonannon nopea kasvu on ensi sijassa sosiaalinen ongelma, mutta jossain määrin huolestuttavaa myös rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta, koska se osaltaan ylläpitää kotitaloussektorin suurta velkaantumista. Velkaantumistilastot kertovatkin karua kieltä. Suomalaisten kotitalouksien velkaantuneisuus on yli kaksinkertaistunut kahdessakymmenessä vuodessa. Suurin osa veloista on asunto- ja taloyhtiöluottoja, mutta kulutusluottojen osuus on viime vuosina kasvanut. Suuri velkaantuneisuus kasvattaa Suomen talouden ja rahoitusjärjestelmän haavoittuvuutta. Jos kansantalous ajautuu vakaviin vaikeuksiin, esimerkiksi monet työstään lomautetut tai irtisanotut velalliset voivat joutua rajusti supistamaan kulutustaan selvitäkseen veloistaan. Vähentynyt kulutus taas pienentää kokonaiskysyntää, lisää työttömyyttä ja hidastaa talouden toipumista kriiseistä. Historian valossa luotonannon liian nopea kasvu ja liiallinen velkaantuminen ovat johtaneet useisiin suuriin finanssi- ja talouskriiseihin, kuten Suomen pankkikriisiin 1990-luvun alussa ja globaaliin finanssikriisiin kymmenen vuotta sitten. Finanssikriisi iskee aina reaalityöelämään. Osalla paikallaolijoista saattaa olla omakohtaisia kokemuksia siitä, miten valtavia finanssikriisien taloudelliset ja inhimilliset kustannukset voivat olla. Seuraukset ulottuvat pahimmillaan yli sukupolvien.

### **Makrovakaupolitiikka**

Pitkälti globaalin finanssikriisin opetusten pohjalta luotiin uusi talouspolitiikan osa-alue, makrovakaupolitiikka. Makrovakaupolitiikan nimenomaisena tavoitteena on pienentää finanssikriisien todennäköisyyttä ja syvyyttä. Makrovakaupolitiikasta päättävälle viranomaisille on kautta maailman annettu uusia keinoja – ns. makrovakaupvälineitä – muun muassa luotonannon ja velkaantumisen vaarallisen nopean kasvun hillitsemiseksi.

Suomessa makrovakaupvälineiden käytöstä päättää Finanssivalvonnan johtokunta. Suomen Pankki, valtiovarainministeriö sekä sosiaali- ja terveysministeriö osallistuvat päätösten valmisteluun. Laeissa säädetään, mitä makrovakaupvälineitä Suomessa saa käyttää ja missä rajoissa.

Suomessa on käytettävissä vähemmän makrovakaupvälineitä kuin monissa naapurimaissamme. Finanssivalvonnan johtokunnan ainoa suora keino hidastaa luotonantoa ja velkaantumista on asuntoluottojen enimmäisluottotussuhde, eli ns. lainakatto.

Lainakatolla varmistetaan, etteivät kotitalouden asuntolainat ole kohtuuttoman suuria suhteessa lainalla hankittavan asunnon ja muiden vakuuksien arvoon. Lainakatto on kylläkin tarpeellinen, mutta yksin käytettynä liian kapea-alainen väline luotonantoon ja velkaantumiseen liittyvien moniulotteisten riskien patoamiseksi.

Lainakatto kohdistuu vain asuntolainoihin, mutta ei nopeasti kasvaviin ja riskeiltään monin tavoin suurempiin kulutusluottoihin ja taloyhtiölainoihin. Lisäksi lainakatto ja muut Suomen makrovakaupvälineet kohdistuvat ainoastaan luottolaitoksiin, eivät muihin luotonantajiin.

Suomeen tarvittaisiinkin sellainen luotonantoa ja velkaantuneisuutta jarruttava makrovakausväline, joka kohdistuu **kaikkiin** luotonantajiin ja kaikkiin kotitalouksille myönnettäviin luottoihin, mukaan luettuna kulutusluottoihin. Muissa maissa tehokkaaksi osoittautunut väline on esimerkiksi kotitalouksien *enimmäisvelan suhde tuloihin* (DTI; debt-to-income cap), eli lyhemmin sanottuna kotitalouksien ”velkakatto”.

Jos Suomessa olisi tällainen (kokonais)velkakatto, lainanantaja joutuisi mitoittamaan myöntämänsä uuden luoton suuruuden siten, ettei lainansaajan kaikkien yhteenlaskettujen velkojen ja vuosittaisten tulojen suhde luotonmyöntöhetkellä ylittäisi suhdeluvulle asetettua ylärajaa. Velkakatto vahvistaisi Suomen kotitaloussektorin lainanhoito- ja kulutuskykyä, loiventaisi luotonannolle tyyppillisiä voimakkaita heilahteluja ja tasaisi kilpailun edellytyksiä lainanantajien välillä.

Kotitalouksien kokonaisvelkaantumisen seurantaan ja hallintaan tarvitaan suunnitteilla oleva positiivinen luottorekisteri, johon kerättäisiin tiedot kotitalouksien kaikista veloista ja velkaosuuksista.

### **Yhteenveto**

Yhteenvetona voidaan todeta, että digitalisaatio on jo muovannut ja tulee entisestään muovaamaan finanssipalveluiden pelikenttää uusien tuotteiden ja toimintamallien myötä. Siksi myös rahoituspalveluita ja niitä tarjoavia yrityksiä koskevia pelisääntöjä tulee tarkastella kriittisesti. On ensiarvoisen tärkeää, että ylivelkaantumisen kärjistyneeseen ongelmaan puututaan riittävän järeillä toimenpiteillä. Pikavippien villinä rehottavat markkinat on saatava kuriin: korkosääntelyn lisäksi tarvitaan rajoituksia myös niiden markkinointiin, kuten monissa maissa on jo tehty. Samalla satsauksia talouslukutaidon ja -osaamisen eteen yhteistyössä kaikkien alueen toimijoiden kanssa tulee voimistaa. Talousosaamisen kansallisen strategian laatiminen antaisi tälle vankemman pohjan. Toivottavasti nämä asiat löytyvät uudesta hallitusohjelmasta.

Myös Suomessa käytettävissä olevan makrovakausvälineistön täydentäminen on tarpeen.

Lainakaton lisäksi Suomeen tarvitaan ”velkakatto” (debt-to-income), joka monissa maissa on jo käytössä. Velkakatto kohdistuisi kaikkiin luotonantajiin ja kaikkiin kotitalouksille myönnettäviin luottoihin, ml. kulutusluottoihin, ja täydentäisi siten nykyisiä, kapeammin kohdistettuja makrovakausvälineitä.

Lisäksi kotitalouksien kokonaisvelkaantumisen seuranta ja hallintaa tulee vahvistaa. Positiivinen luottorekisteri antaisi viranomaisille nykyistä yksityiskohtaisempaa tietoa kotitalouksien velkojen määrästä ja jakautumisesta.

\* \* \*

Lopuksi palaan vielä lyhyesti tämänpäiväisen – järjestyksessään jo kolmannentoista – Maksufoorumin juoksutukseen.

Päivän ensimmäisen osion teema on pikamaksaminen. Kuulemme alkuun esityksen tänään julkaistun maksuneuvoston pikamaksamisraportin keskeisistä löydöksistä ja toimipidesuosituksista, jota seuraavat tiiviit esitykset meneillään olevista hankkeista ja ratkaisuista. Osion päättää paneelikeskustelu teemalla ”*Miltä pikamaksamisen tulevaisuus näyttää?*”.

Toisen osion alkuun kuulemme EKP:n näkemyksiä yleiseurooppalaisten maksamismarkkinoiden kehityksestä. Tämän jälkeen vuorossa on valvojan ajankohtaiskatsaus uusista maksupalveluista sekä poliisin tarjoama tilannekuva maksupetoksista verkkoympäristössä. Päivän päätteeksi Foorumin keskeisimmän annin vetää yhteen maksuneuvoston ja Maksufoorumin puheenjohtaja Tuomas Välimäki.

Toivotan kaikille osallistujille aktiivista ja antoisaa Maksufoorumi-päivää!

# Governor Olli Rehn: Living with populism: reflections on the economy and democracy in Europe

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

“Waiting for Populism? Problems of Interpretation and Policy Issues: Four Lectures and a Conversation”,

Central Bank of Malta

Valletta, 9 May 2019

[Slides](#) (pdf)

## Living with populism: reflections on the economy and democracy in Europe

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

Let me first wish you a very good Schuman Day – or Europe Day. It is a great pleasure and honour to meet and talk with you today.

It is indeed appropriate that precisely on the Schuman Day 2019 we discuss one of the major political developments in Europe of our time, the rise of political populism. All over Europe we are currently living with populism, which calls for broader reflections on the economy and democracy, and I will discuss these matters today in my talk.

These issues are also of paramount importance for central banking. That’s why I want to warmly thank the Central Bank of Malta for organising this conference and Governor Mario Vella for taking the initiative to create an interdisciplinary European research network to look into the notion of populism in central bank communication. Populism has become a normal part of the democratic process in today’s Europe, and as democratically-minded people we have to recognise the role it plays.

Why does this matter for central banking? Because the central banks, including the ECB and euro area central banks, do not live in a vacuum, but are reflections of the society at large – independent reflections and actors, I should add. In this context, let me refer to Joseph Schumpeter, one of the greatest economists of all time, who wrote: "The condition of the monetary system of a nation is a symptom of all its conditions."<sup>1</sup>

SLIDE 2. Schumpeter’s Triangle

What Schumpeter said about a nation, goes today as well for Europe as a whole, for our Economic and Monetary Union. What happens to our money, is a reflection of the state of our union and its economy, of the society and the democracy. So we have to take a broad view.

1. Let me start by pondering the root causes of populism. Pinpointing a single underlying reason for this development is impossible. However, there seems to be broad agreement that a combination of increased economic insecurity, perceived threats to identity i.e. identity politics, and failures of the political decision-makers to address citizens’ concerns, all these have acted as a key trigger for populist surges in recent years.

Many countries have faced a host of challenges in the decade following the global financial crisis. The euro area was particularly hard hit following the sovereign debt crises in several member states. On top of all economic hardship, a refugee crisis exploded in Europe. Nowhere else were these impacts felt as strongly as here in the Southern Europe.

SLIDE 3. Economic recovery of the Eurozone from 2013 onwards

With the help of a strong policy response by member states and EU institutions, not least the European Central Bank, and by reforming the Eurozone economic governance and institutional set-up, Europe eventually managed to overcome the financial and economic crisis.

However, the institutional response has not yet been completed. More remains to be done to complete the job with the banking union, and the EU fiscal framework needs to be amended to better

protect against the highs and lows of the economic cycle, and support economic reforms.

Apart from the economic and financial policies, it is particularly regrettable that the EU has been unable to decide on and implement sufficient measures to address the refugee crisis, which you know only too well here in Malta and more broadly in Southern Europe. This is a policy area where more consequential joint European efforts are critically needed.

2. Populism is a multidimensional phenomenon and difficult to define. There is no single definition of populism. That is probably because the roots of populist parties and their political agendas vary by country. Let's look at some varieties of definitions of political populism.

SLIDE 4. Timo Soini's Pro Gradu

On this, the views of the present Finnish foreign minister, Mr. Timo Soini, are particularly worth reading, as he has for long time combined both the theory and practice of populism: he wrote his master's thesis on populism some 30 years ago<sup>[2]</sup>, and was a party leader for the True Finns for over 20 years, before leaving the party in 2017 – so he very much practiced what he preached, and indeed preached what he had studied!

Soini wrote in his 1988 thesis that “populism is an ideology of the people, but it requires almost always a charismatic leader and a group of intellectuals to lead it.” He regards the nationalist ideology as the basis of populism and as the common denominator of all populist parties in Europe. The distinguished historian of the world economy, Professor Barry Eichengreen comes in fact very close to this definition, having written in his recent book *The Populist Temptation* as follows:

“[populism] involves the reaction of voters against the political establishment, nationalist and racist sentiment directed against foreigners and minorities, and a yearning for forceful, charismatic leadership”.

In line with Eichengreen and Soini, populism typically focuses on a handful of ideas with anti-elite, authoritarian, and usually nationalist tendencies in appealing to their base of supporters. Both rightly point out that populist movements have been part and parcel of the democratic political landscape for a long time, from the United States to Finland.

3. What about the relationship of populism to economic hardship? Does economic crisis breed populism? One can make an interesting observation that the recent rise of populism is widespread, and not just contained in the countries experiencing the biggest economic difficulties.

The country I know best, Finland, is a case in point. Finland was recently named – for what is worth, I don't know how much – in the World Happiness Report the “happiest country in the world”, for the second year in a row. In this ranking, all Nordic countries have fared well over the years. I should add that, instead of happiness, we should in my view really speak about life satisfaction in this context. The Report's results suggest that it is not just high national income, but supportive social systems and institutions that play a big role in creating ‘happy’ societies.

The good performance of Finland and its Scandinavian neighbours in these rankings is largely explained by the so-called Nordic model. This is a system that combines a market economy with highly inclusive social policies – strong safety nets, universal health care and free education.

SLIDE 5. Vote for populist parties over time in advanced democracies

The average share of vote for the populist parties in advanced democracies has substantially grown over the past decades, as seen from this slide: from below 5% in the 1980s to 10–15 % in this millennium, and it has been growing in recent years, as we know.

You may find it then a bit surprising that populist political forces have fared so well in Finland and the other Nordic countries. In the Nordic countries, support for populist parties has ranged between 15–20 percent in recent years. In Finland, the (True) Finns Party has scored between 17–19 percent of the vote in the last three national elections in 2011–19.

So why is it so that even the “happiest people in the world” are so prone to populist temptations? As mentioned, the combination of economic insecurity and threats to national identity appear to trigger populist surges. This is amplified if the political system fails to address citizens' concerns.

In fact, the economic argument about populism seems to be as much about distribution as aggregate growth – a favourable macro-economic development may mask big differences across different groups.

The distributional impacts of a key driver of today's changes – especially technological development, such phenomena as artificial intelligence, automatization, digitalisation, robotics – have been widely



recognised for some time. Initially, technological development mainly crowded out low-skilled labour. But more recently, with the latest advances in artificial intelligence, it is many medium-skilled jobs that are being threatened, thus placing an even bigger premium on high-skilled jobs and education. One very relevant and realistic recent book that relate to populism is by Torben Iversen and David Soskice called *Democracy and Prosperity – Reinventing Capitalism through a Turbulent Century*. They refute the crisis of democracy, and rather call the present state of affairs as a challenge for democracy. As comparative or international political economists, their point of departure is the ongoing economic transformation into a fully-fledged knowledge economy, which is very skill-intensive.

For them, the question is how the majority of the people – or voters – can feel that they have a place, stake and future for their children in the society. The key intervening variable is education. Not primarily as a civilizational project, but rather as a way of maintaining one's position in the reasonable prosperous middle class, or at least keeping up the aspiration for one's children. They underline the 'aspirational vote' of the middle class.

Iversen and Soskice also counter the argument that states are powerless in the face of international capitalism. For them, location matters, and it is the clusters of industries that drive the economy and the thriving cities that attract people. Again, education and training are critical to keep the people on board. And the democratically elected governments can decide on the policies for competitiveness and on the nature of the welfare state. As political economists Iversen and Soskice coin their argument as follows:

"We suggest that the essence of democracy is not redistribution or equality, as so commonly assumed, but the advancement of middle class interests, and we capture this idea as the "fundamental equality of democracy" (to distinguish it clearly from Piketty's (2014) "fundamental inequality of capitalism").<sup>[3]</sup>

Likewise, in two recent books, Paul Collier and Raghuram Rajan highlight the role played by the widening geographic divide and the loss of shared identity between the thriving metropolis and the declining provinces.<sup>[4]</sup> This is related to technological development. In particular, the rapid evolution of the knowledge economy has significantly boosted specialisation to harness productivity gains. Thus, specialists need to work near other specialists with complementary skills to maximise their productivity – and cities provide an opportune environment for close connections.

For the firms eager to harness economies of scale, cities offer large pools of both workers and customers. As the economies of scale have become more important, many provincial towns find it hard to keep up with the competition. At the same time, increased global competition has led to the demise of traditional manufacturing industries in the advanced economies, many of which have been situated in these provincial towns.

4. The geographic redistribution of growth is also associated with the diminished role of local communities and the decline in different forms of belonging to society. This case is particularly strongly made in Raghuram Rajan's recent book "The Third Pillar": the three key pillars of society – the state, the market, and the community – need to be in balance for strong, sustainable and inclusive growth and development. If any of the pillars weakens too much relative to the others, the society suffers. According to Rajan, this is exactly what has happened to the community pillar due to the centrifugal pull of global markets and new technologies.

In the populist agenda, localism matters and any actual or perceived transfer of power to a more distant elite is viewed with suspicion. This was clearly a key factor behind the Brexit vote, and many others. The regional reaction to rapid urbanisation has been called "the revenge of the regions". Finally, two significant shocks coincided with the rapid changes driven by globalisation and technological development. First, the 2008 global financial crisis, followed by the economic recession; second, the European refugee crisis. These amplified citizens' fears and frustrations towards the elites and the immigrants, thus further feeding to populist tendencies.

Overall, I see three stages in the development of populism. The first stage is recognition of protest or issues. In the second stage, there are increasing demands for policy change. And in the third stage, there are actions for a regime change – for more illiberal and authoritarian. In many advanced liberal democracies, we are normally in stage two.

5. Since economic policies of populist parties seldom provide real solutions, and the impact of

populists on political institutions can be erosive, the liberal democracies need to find ways to contain the rise of populism. Otherwise, we face both fragmentation and un-governability.

SLIDE 6. Vote for the broad political centre in Finland

To illustrate this, in Finland the combined share of votes for the three main centre-left and centre-right parties has declined from a steady 65–70% up until the global financial and economic crisis to below 50 per cent in the most recent elections. At the same time, the share of votes for the largest party has declined from roughly 25 percent to less than 20 percent.

More generally in the advanced liberal democracies, the rise of populism has led to an increased fragmentation of the political system. It has made governing effectively harder, and also made it more difficult to form functioning coalition governments and to carry out structural reforms.

Another notable consequence of the rise in populism is its impact on the policies pursued by the mainstream parties. In some/many cases, the mainstream parties have shifted their policies towards the populists' agenda in fear of losing many more of their voters.

So what can the liberal democracies do to curb or accommodate populist pressures? In theory, the required policies are simple, but modern societies have shown little capacity to be able to respond in the correct way.

SLIDE 7. Agenda for reform in Europe

First step, reinvigorate economic growth. Second, and equally important, ensure that fruits of growth are widely shared. This includes not only that individuals displaced by technological progress and international competition are assured sufficient social support but also assistance to seek alternative ways to fulfil a meaningful role in society.

As underlined e.g by the IMF, the big changes affecting our economies and labour markets may require a new social contract to provide citizens with a greater sense of security and confidence in the face of imminent changes. This also involves making choices about the division of responsibilities between the community, the market, and the state.

In economic policy, it needs to be asked whether a more even balance between monetary and fiscal policy stances would be desirable in order to sustain the growth momentum. In our view it is important to underline that, in order to reap the full benefits from the ECB's monetary policy measures, other policy areas should contribute more decisively to raising the growth potential and reducing vulnerabilities. For the longer term, implementation of structural reforms is key for boosting euro area productivity and growth potential. In this way, one would enable a more balanced macroeconomic policy mix. Monetary policy should not be the only active player in town.

FT's Martin Wolf recently presented a list of issues to be tackled in order to contain a new wave of populism. These include leadership, citizenship, inclusion, economic reform, local communities, public services, and better management of globalisation. It is a long and challenging list and needs to be adapted to country-specific circumstances.

There are fundamental value judgements to be made in this process and it is up to the democratic political system to come up with them. On some controversial issues, we need to be able to take a pragmatic approach. Immigration is a case in point – a balance needs to be found between addressing the demographic headwinds by work-based immigration, while avoiding populist backlashes in the advanced economies.

Ladies and Gentlemen,

6. As we have seen, populism is here to stay and pose a challenge to liberal democracies and the rules-based international system, which has been pivotal in the global economic development and helped to lift a vast number of people from poverty over the last century. Nowhere else are the benefits felt more strongly than in small, open economies like Malta and Finland. The gains of commerce and free trade have been immensely important for both countries' catching-up process and prosperity.

The values that underpin our economic and political models in advanced liberal democracies are being challenged both politically and socially, from inside and outside. It is a common challenge for all of us to defend the values of liberty and democracy and the rules-based world order. I do hope that we realise the urgency of this effort, especially now as the role of Europe as the standard-bearer for liberal democracy is even more crucial.

In my view, the best and most effective way to defend liberal democracy is simply by finding and

enacting such policies that solve practical problems of our citizens – be they related to employment, environment, immigration, climate change, or other things. We certainly need bolder joint efforts to steer our societies towards a more sustainable future.

Many thanks for your attention.

References:

[1] "Der Zustand des Geldwesens eines Volkes ist ein Symptom aller seiner Zustände."

[2] Timo Soini, Populismi – Poliittikka ja poltinmerkki. Yleisen valtio-opin pro gradu -tutkielma. Helsingin yliopisto, Valtiotieteellinen tiedekunta, huhtikuu 1988. The University of Helsinki.

[3] Iversen – Soskice, Democracy and Prosperity Reinventing Capitalism through a Turbulent Century, Princeton University Press 2019, p. 20.

[4] Paul Collier, "[The Future of Capitalism](#)" and Raghu Rajan "[The Third Pillar](#)".

# Pääjohtaja Olli Rehn: Kestävä talouskasvu –maailma ja Suomi, hallitusohjelmaneuvoitteluiden aloitusseminaari

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Hallitusohjelmaneuvoitteluiden aloitusseminaari

Säätytalo, Helsinki, 8.5.2019

Kestävä talouskasvu – maailma ja Suomi

Esityskalvot ([pdf](#))

[Pääjohtaja Olli Rehn: Kestävä talouskasvu –maailma ja Suomi, hallitusohjelmaneuvoitteluiden aloitusseminaari, Helsinki 8.5.2019.](#) from [Suomen Pankki](#)

# Governor Olli Rehn: European Economic and Monetary Policy Outlook, 2 May 2019

Governor Olli Rehn  
Bank of Finland

Dinner speech at the symposium organized by Riksbanken of Sweden and the U.S. National Association of Business Economics (NABE) on *Global Economics at the Crossroads: Growing Together While Growing Apart*  
Operaterassen, Stockholm, 2 May 2019

## European Economic and Monetary Policy Outlook

Mina damer och herrar, bästa vänner,

Ett stort tack för inbjudan till Stefan Ingves och Riksbanken. Det är alltid jättestort att besöka Stockholm, särskilt för en gammal nordist som mig.

Ladies and Gentlemen,

Good evening to everybody. Many thanks to Riksbanken and NABE for the invitation to give a dinner talk at your symposium. I have been asked to focus my remarks on the European side of things by looking at the economic outlook and monetary policy in Europe. I will do so, and it is a great honour and pleasure to discuss these matters with you today.

Let me begin by highlighting our joint Nordic and American societal heritage, which is fundamentally linked to economic liberalism and the market economy. This is the basis for us 'growing together', as the conference title starts, which I, frankly, much prefer to 'growing apart'.

Our joint legacy can be illustrated by a person who is relatively unknown outside the Nordic countries, but who played an important role in paving the way for economic and also social liberalism. I am referring to a chaplain from western Finland, Anders Chydenius, who was politically active during the second half of the 18<sup>th</sup> century. He lived at the time when Finland was an organic part of Sweden. He still holds an important place in our common Swedish-Finnish history. Chydenius spent a short period of his long life as a Member of Parliament (or 'Diet') here in Stockholm.

The parliamentary work and writings of Chydenius during the years 1765 and 1766 left a permanent imprint on society in Sweden and Finland. Among other things, he wrote about the importance of the stable value of money, an issue very dear to us central bankers, and warned about the deflationary consequences of a forced massive revaluation of the then Swedish currency, on which he was right, but for which he was in fact expelled from the Diet – there were limits to the freedom of speech then!

Chydenius also wrote about 'the wealth of the people' a decade before Adam Smith published his milestone 'The Wealth of Nations'[\[1\]](#). Making productive activity and the stock of labour the basis of a nation's wealth, Chydenius took a distance from the mercantilists and instead emphasized the gains of commerce and free trade. This was immensely important for the catching-up process in the 19<sup>th</sup> century, first by Sweden and later by Finland, and their subsequent growth and prosperity.

As an example, at that time Finland had only three towns with staple rights that allowed the townspeople to export produce on their own ships directly to foreign ports. This 'Bothnian Trade Prohibition' meant that Finnish west-coast merchants and those of Swedish Norrland were forced to transport and sell their produce in Stockholm before shipping abroad. The decades-long struggle ended in 1765, as staple rights were granted to four towns in Ostrobothnia and two in Norrland, largely thanks to the work of Chydenius. This was essential for the rapid growth of those regions. And it is no wonder that free trade became a core part of the Nordic DNA.

A more recent example of the Nordic path of development relates to labour rights, an issue driven also by Chydenius. We have major achievements in the free movement of labour, which today is one of the freedoms guaranteed by the European Union. The Common Nordic Labour Market was formed already in 1954 by Denmark, Norway, Finland and Sweden. The catalyst for the arrangement was post-war reconstruction.

Today it is not only people who move across the borders, but also companies and businesses.

Almost all countries participate in the world economy. Isolation is not possible anymore without great losses in citizens' living standards. At the same time, perceived negative side-effects of globalisation have stimulated a large-scale movement against it, and, in fact, against modernity. Protectionism, however, is not an answer.

We in the Nordic countries tend to believe that the benefits of globalization can be realized in full only with a sustainable and inclusive growth agenda at the national level. The Nordic model is based on the combination of entrepreneurial dynamism and free trade with strong safety nets, universal health care and free education. We like it – and we don't call it socialism, but welfare society, or the social market economy.

While an inclusive national agenda is necessary, many critical challenges are global, and hence our pressing economic and political challenges can be properly addressed only through effective international cooperation.

This symposium explores both common and diverse trends shaping the United States' and European economies. It is worth underlining that the impact of Euro-Atlantic cooperation since the Second World War has been enormous and positive in all walks of life. Current developments, described by the organizers as 'growing together while growing apart', could have equally far reaching consequences for US and European businesses and citizens, but to the reverse direction. It is essential to maintain our current global institutions, but at the same time to reform them to face new challenges. While the IMF has been able to adapt itself successfully in the post-crisis era, it is the World Trade Organisation that is in the greatest need of reform today. As has been rightly said by EU Commissioner Cecilia Malmström, we should make the WTO reform a cornerstone of the next transatlantic project. I very much endorse this.

International cooperation, and policy coordination, also played a critical role in firefighting the global financial crisis. From the start of the crisis, an intensive co-operation emerged between central banks to safeguard the functioning of the global financial system after the collapse of Lehman.

As global markets started to collapse, the demand for liquidity by the banks increased, not only in domestic currency, but also in foreign currency, most of all in US dollars. Suddenly, the demand for dollars exceeded the supply on the wholesale market. Subsequently, the swaps between the Fed and the ECB began in December 2007. The ECB borrowed dollars from the Fed, which took euros in exchange. By October 2008, the Fed had decided on swaps with the ECB, Bank of England and the Swiss and Japanese central banks to provide as many dollars as needed, thus fulfilling its role as the lender of last resort in dollars. Importantly, the central banks had the necessary insight and determination to back words with deeds.

Ladies and Gentlemen,

After tough times and difficult decisions, Europe was able to overcome the rock-bottom of the debt crisis by the end of 2012. During the euro area recovery since 2013, over 10 million net new jobs have been created. Unemployment has fallen from its peak of over 12 per cent to below 8 per cent. The banking sector is now more resilient: capital buffers have been doubled, non-performing loans reduced considerably, and lending to households and enterprises increased. The ECB's accommodative monetary policy has been very important in supporting the recovery.

During the first months of 2019, global economic activity slowed down, which has been felt also in the euro area. Prevailing uncertainty, which stems from the US-China trade tensions, slowdown of growth in China and Europe's internal problems, has weakened the outlook for the economy.

Growth forecasts for this year have globally been revised downwards. Incoming data, however, is moving sideways. Some very recent indicators hint at stabilization – I am referring to last week's growth figures for the United States that were rather strong, and to this week's Eurostat flash estimate that the Eurozone GDP growth in the first quarter of this year accelerated to 0.4 percent, up from 0.2 in the last quarter of 2018.

This is good news, of course. But in my view we should not jump the gun after the first green shoots and change the course. In policy-making, it is often better to be safe than sorry. This goes certainly for monetary policy.

As a consequence of the slowdown, (almost) all major central banks needed to put monetary policy normalisation on hold and instead maintain an accommodative policy stance. This holds true for the ECB as well.

The ECB Governing Council is maintaining an ample degree of monetary accommodation through our forward guidance on the key ECB interest rates, reinvestments of a sizable stock of acquired assets, and the new series of targeted long-term refinancing operations.

Moreover, as President Mario Draghi has said, the Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, so that inflation converges with our aim of below but close to 2% in a sustained manner. It is worth noting that our inflation aim does not imply a ceiling at 2%, since inflation can deviate from our target in both directions.

Before concluding, let me say a word on the longer term. The ECB – much like other central banks – operates in an environment where long run trends, such as population aging and lower long-term interest rates, as well as concerns about inequality and climate change can have important societal effects. The central banking community needs to understand better the implications of these structural changes for growth, employment and inflation dynamics, so as to deliver more effectively on their mandate.

That's why it is important to assess systematically how these transformations affect our longer-term monetary policy strategy. Many central banks are reviewing their monetary policy strategy and some do it regularly. For instance, the Bank of Canada and Riksbanken have done so recently, and the Federal Reserve System has just launched one.

The Fed review was announced to be wide-ranging, without prejudging where it will lead. The Federal Reserve Board has outlined questions for the review that focus on the symmetry of its inflation objective, the adequacy of its policy tools and the enhancement of communication.<sup>[2]</sup> If I have understood it correctly, the strategy review is best seen as an important research program, but also as an inclusive dialogue with the academia and the civil society, important for legitimacy.

Every central bank must operate under its own mandate. The mandate defines the scope of the strategy review. I have also been advocating for a review of the European Central Bank's monetary policy strategy. The last time Eurosystem has done a comprehensive strategy review was 15 years ago in 2003. That was before the financial crises and low inflation, before our forward guidance and the large-scale asset purchases.

My motivation for a review stems from the previously mentioned structural changes, which seem to have lowered the long term real natural rate of interest. The natural rate of interest is one of the key concepts for understanding monetary policy. Its modern usage in fact dates back to the Swedish economist Knut Wicksell, who in 1898 defined it as the interest rate that is compatible with a stable price level – a still valid definition.

Why is a low natural rate of interest a problem? Because it increases the risk of monetary policy hitting the zero lower bound, making monetary policy ineffective. This in turn would prevent the necessary easing of monetary policy stance, as well as eventually lead into permanently too low inflation expectations compared to our definition of price stability.

I wish that the outcome of a strategy review, if and when launched, will lead to more effective and timely monetary policy that fulfills our primary objective of price stability – and, “without prejudice to the objective of price stability”, supports “the general economic policies in the Union, with a view of contributing to the achievement of the objectives of the Union”, which include, inter alia, “full employment” and “balanced economic growth”.

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

On a final note, let me come back to our common heritage of liberty and Anders Chydenius. His era was still characterized by mercantilism and clericalism, yet, Chydenius wrote about and fought for the freedom of speech and the press, for the freedom of religion and labour, and for the freedom of trade and industry. Democracy, equality and respect for human rights were, for him, the only way towards progress and the pursuit of happiness for the entire society. That was ten years before Patrick Henry and the Declaration of Independence of the Thirteen Colonies.

Those Enlightenment values, which still underpin our economic and political models on both sides of the Atlantic, are now being challenged both politically and socially, from inside and outside.

Politically, a populist and nationalist agenda appears tempting to many people. Socially, the values of tolerance, liberalism and inclusion are increasingly under threat.

To my mind, it is a common challenge for both of us, as Americans and Europeans, to defend the values of liberty and democracy, and the rule of law and rules-based world order. On this side of the

pond, we realize the urgency of this effort, especially now as the role of Europe as the standard-bearer for liberal democracy has become even more crucial.

As the international system is built not only on rules and institutions, but also on trust and confidence, current policy uncertainty and the erosion of international cooperation are damaging to everyone. We need bolder joint efforts to steer the global economy towards a more sustainable future.

In Europe we want to keep the flame of global multilateralism alive. I hope our American friends will rejoin us and stay on board.

Many thanks for your attention, and enjoy the evening and Stockholm.

[1] *Anticipating the Wealth of Nations: The selected works of Anders Chydenius (1729–1803)*: Edited by Maren Jonasson and Pertti Hyttinen with an Introduction by Lars Magnusson, Routledge Studies in the History of Economics, 2012.

[2] The Federal Reserve Board has coined three questions: 1. "Can the Federal Reserve best meet its statutory objectives with its existing monetary policy strategy, or should it consider strategies that aim to reverse past misses of the inflation objective?"; 2. "Are the existing monetary policy tools adequate to achieve and maintain maximum employment and price stability, or should the toolkit be expanded?", and 3. "How can the FOMC's communication of its policy framework and implementation be improved?".



# Pääjohtaja Olli Rehn: Avaussanat Juha Tarkan läksiäisseminaarissa 26.4.2019

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki  
Juha Tarkan läksiäisseminaari  
Rahamuseo, Helsinki, 26.4.2019

## Pääjohtaja Olli Rehn: Avaussanat Juha Tarkan läksiäisseminaarissa 26.4.2019

Hyvät naiset ja herrat, hyvät ystävät,

Tervetuloa johtokunnan neuvonantaja, valtiotieteen tohtori Juha Tarkan läksiäisseminaariin Suomen Pankin rahamuseoon. Haluamme tällä seminaarilla Suomen Pankin puolesta kunnioittaa Juhan pitkää päivätyötä pankissa ja erinomaisen arvokasta panosta laajemminkin keskuspankkitoiminnan kentällä.

Ohjelmamme tänään on tutkimuspainotteinen, mikä kuvastaa osuvasti Juhan pitkää uraa keskuspankissa. Hän tuli töihin Suomen Pankkiin nimenomaan tutkijaksi, tuoreena maisterina 1. tammikuuta 1980, lähes neljäkymmentä vuotta sitten. Pääjohtajana oli Mauno Koivisto, joka tosin tuolloin toimi tasavallan pääministerinä.

Ensimmäiset 15 vuotta, vuodet 1980–1995, Juha toimi tutkijana ja tutkimusohjaajana tutkimusosastolla. Vuonna 1995 tapahtui paljon: Suomi voitti jääkiekon maailmanmestaruuden ja liittyi Euroopan unionin jäseneksi – Juha puolestaan väitteli tohtoriksi tutkielmalla *Approaches to Deposit Pricing: A Study in the Determination of Deposit Interest and Bank Service Charges* eli ”Näkökulmia talletusten hinnoitteluun: tutkielma talletuskorkojen ja pankkien palvelumaksujen määräytymisestä”.

Seuraava pidempi jakso Juha Tarkan keskuspankkiuralla oli yhdeksän vuotta kestänyt osastopäällikön tehtävä tutkimusosastolla vuosina 1996–2004. Tänä aikana Suomen rahayksikkö muuttui markasta euroon ja pääjohtaja vaihtui Sirkka Hämäläisestä Matti Vanhalaan, Erkki Liikanen puolestaan aloitti pääjohtajana kesällä 2004.

Vuosien mittaan Juha profiloitui vahvasti tutkijana, tutkimusohjaajana ja Suomen Pankin tutkimustoiminnan osastopäällikönä.

Noina aikoina minäkin tutustuin Juhaan, tosin en usko hänen sitä noteeranneen. Osallistuin Juhan rahateorian ja rahapolitiikan luennoille 1980-luvun lopulla. Niiden pohjalta hän käsittääkseni kirjoitti teoksensa *Raha ja rahapolitiikka*, joka ilmestyi vuonna 1993.

Vuoden 2005 jälkeen Juhan toimenkuva laajeni entisestään. Hän toimi johtokunnan neuvonantajana ja pankkivaltuuston nimittämänä johtokunnan jäsenten ensisijaisena sijaisena. Voi sanoa, että Juha on yhdistänyt tutkijan identiteetin ja käytännön vaikuttajan identiteetin. Hän on toiminut tieteellisten periaatteiden puolesta – ”in science we trust” – ja niiden luomalle vankalle pohjalle rakennetun modernin keskuspankkitoiminnan puolesta.

Suomen Pankissa kuulee monta tarinaa Juhan monipuolisuudesta. Hiljattain Juha osallistui akateemiseen iltajuhlaan, jossa eräässä puheessa viitattiin suomalaisen historioitsijan Gunnar Mickwitzin 1930-luvun väitöskirjaan rahatalouden ja luontaistalouden suhteesta Rooman valtakunnassa 300-luvulla. Juhlan muille osallistujille kyseessä oli täysin tuntematon teos, mutta Juhan kirjahyllyltä se tietysti löytyi. Hän osasi jopa arvioida, mitkä ovat kyseisen tutkimuksen hyviä ja vähemmän hyviä puolia. En olisi yllättänyt, jos tutkielmaan *Geld und Wirtschaft im römischen Reich des vierten Jahrhunderts n. Chr* – ja vastaaviin teoksiin – viitataan seminaarissamme tänään. Juha Tarkan monipuolisuus käy ilmi myös Suomen Pankin johtokunnan pöytäkirjoista. Lista on hengästyttävä ja aika ei riitä kaiken mainitsemiseen. Mukana on ollut, edellä mainittujen lisäksi, muun muassa keskuspankin taserakenteen ja tulonmuodostuksen tarkastelua, rahapolitiikan tavoiteasetantaa, organisaation kehittämistä, rahoitustarkastuksen ja finanssivalvonnan järjestämistä, makroteoriaa, EKPJ-strategioita, painopiste- ja resurssianalyysiä, poolaushankkeita, vakuuskäytäntöjä, sijoitustoimintaa, talousosaamista, viestintää, Venäjä-yhteistyötä,

makrovakaussvälaineitä, tavoite- ja tulosmittareita, viitekorkojen tulevaisuutta, myös rahamuseon kehittämistä.

Listaa voisi jatkaa vaikka kuinka pitkään. Esimerkiksi viimeksi eilen Juha osallistui Norjan keskuspankin historiateoksen suunnittelukokoukseen Oslossa.

Tammikuussa 2003 puolestaan käynnistyi Suomen Pankin suuri historiaprojekti, jota toteuttamaan johtokunta kutsui dosentti Antti Kuusterän ja määräsi tohtori Juha Tarkan. Alkoi pitkä ja hedelmällinen yhteistyö, jonka tuloksena syntyi vv. 2011-12 julkaistu Suomen Pankin kaksiosainen, laaja ja kiitetty, historiateos.

Osaltani luin sen heti tuoreeltaan ja sittemmin uudelleen, kun valmistauduin nykyisiin tehtäviini. Oiva käsikirja Suomen Pankin toiminnasta ja johtamisesta!

On hienoa, että Antti Kuusterä osallistuu alustajana myös tänään tähän läksiäisseminaariin.

Odotamme mielenkiinnolla Antin esitystä, joka on otsikoitu *Juha Tarkan panos suomalaisen pankkitutkimuksen pitkässä linjassa*.

Saamme myös kuulla Juhan oman esityksen nimeltään *Real Bills -doktriini ja pankkilikviditeetin normit*.

Iltapäivän loppuksi Vesa Vihriälä vetää paneelikeskustelun, jossa pohdimme rahahistorian merkitystä rahapolitiikan suunnittelussa.

Minäkin osallistun mielelläni paneeliin. Tosin vieläkin mieluummin, jos Juha olisi yhä meillä töissä – olisin pyytänyt häneltä nuotteja puheenvuoron aineksiksi. Ei mahda mitään – nyt on pärjättävä omillaan.

Yhtä kaikki: Iso kiitos Juha valtavasta työstäsi – ja tervetuloa kaikille!

Toivotan antoisaa iltapäivää seminaarin osallistujille!

# Pääjohtaja Olli Rehn: Kestääkö Suomen ja euroalueen kasvu epävarmuuden maailmassa?

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Suomen Pankin vuosikertomuksen 2018 julkaisutilaisuus

Helsinki, 26.4.2019

[Esityskalvot](#) (pdf)

[Vuosikertomus](#)

## Kestääkö Suomen ja euroalueen kasvu epävarmuuden maailmassa?

Arvoisat kutsuvieraat, hyvät ystävät,

Lämpimästi tervetuloa tähän vuosikertomuksen julkaisutilaisuuteen.

Keskuspankkitoiminnasta on tullut entistä avoimempaa ja entistä enemmän joukkuepeiliä. Toisin kuin joskus taannoin, keskuspankki ei voi enää onnistua tehtävässään yksin, eristäytymällä norsunluutorniin.

Ei vähiten siksi, että finanssikriisin seurauksena Suomen Pankki ja koko eurojärjestelmä ovat saaneet uusia tehtäviä mm. rahoitusvakauden ja pankkivalvonnan saralla. Näiden uusien tehtävien onnistunut hoitaminen edellyttää entistä laaja-alaisempaa yhteistyötä eri toimijoiden kanssa. Te, hyvät kutsuvieraat, edustatte meille tärkeitä yhteistyökumppaneita, joiden kanssa pyrimme tekemään tuloksellista yhteistyötä myös jatkossa.

Kuten Elisa Newbyn äsken esittelemästä [vuosikertomuksesta](#) käy ilmi, Suomen Pankin toimintakenttä on melko monipuolinen niin kotimaassa kuin kansainvälisestikin. Toimintaamme ohjaa silti yksi kantava päämäärä: vakauden vaaliminen. Vakaudella en tarkoita vain hintavakautta, joka on kyllä ensisijainen tavoitteemme. Finanssikriisi opetti, että hintavakauden rinnalla on huolehdittava myös rahoitusjärjestelmän vakaudesta. Rahoitusvakauden turvaamisesta onkin tullut rahapolitiikan rinnalle modernin keskuspankkitoiminnan toinen pääpilari.

Miksi vakaus on sitten niin tärkeää juuri Suomelle?

Vakaus ja kestävä talouskasvu kulkevat käsi kädessä. Taloushistorian valossa tämä on erityisen totta ja tärkeää Suomelle, joka on pieni, viennistä ja siten kansainvälisistä suhdanteista riippuvainen avotalous. Kehityksemme on vakaalla ja kestäväällä pohjalla silloin, kun suhdanteet eivät heilauta taloutemme kehitystä kohtuuttomasti ja suojaverkkomme ovat riittävän vahvat auttamaan meitä sopeutumaan maailmantalouden muutoksiin. Nämä suojaverkot voivat olla vahvat vain silloin, kun julkinen taloutemme on kestäväällä pohjalla.

*[Kalvo 2. Maailmantalouden kasvu on hidastunut]*

Elämme epävarmuuden maailmassa, jossa Suomen talouskehityksen kestävyyttä koetellaan niin lyhyellä kuin pitkälläkin tähtäyksellä. Globaalit kauppapolitiikan jännitteet, Kiinan talouskasvun hidastuminen ja Euroopan omat ongelmat ovat viime aikoina lisänneet epävarmuutta ja sumentaneet talouden näkymiä. Viennistä riippuvaisen Suomen talouteen epävarmuuden lisääntyminen ja euroalueen näkymien heikkeneminen on heijastunut nopeasti. Pitkällä sihdillä tarkastellen taas väestön ikääntyminen, ilmaston lämpeneminen ja hidas tuottavuuskasvu ovat ilmiöitä, jotka haastavat kestäväen talouskehityksen kaikissa kehittyneissä maissa, myös meillä.

Tänään keskityn puheenvuorossani työllisyyteen ja siihen, kuinka sitä kasvattamalla voimme vahvistaa julkisen talouden tilaa. Arvioin myös kotitalouksien velkaantumista, joka Suomessa on kasvanut historiallisen korkeaksi. Lopuksi tarkastelen elvyttävää rahapolitiikkaa ja sitä, kuinka rahapolitiikan strategian uudelleentarkastelu mahdollistaisi keskuspankkeja varautumaan pidemmän aikavälin haasteisiin.

Kotimainen talouspolitiikka on luonnollisesti erityisen ajankohtainen teema uuden hallituksen muodostamisen pian käynnistyessä.

Kun Suomen Pankin suunnalta tarkastelemme kotimaan talouspolitiikkaa, lähtökohtamme on aina lakisääteinen tehtävämme, jonka nojalla tavoitteeksemme on hintavakauden lisäksi asetettu kestävä kehitys, tasapainoinen talouskasvu sekä täystyöllisyyteen tähtäävä, kilpailukykyinen sosiaalinen markkinatalous.<sup>[1]</sup>

Lakisääteinen lähtökohta on myös Suomen Pankin itsenäinen asema. Vastaavasti kunnioitamme vaaleilla valittujen päättäjien toimivaltaa. Suomen Pankki voi arvioida eri vaihtoehtojen vaikutuksia, mutta emme valitse näitä vaihtoehtoja tai määrittele yhteiskunta- ja talouspolitiikan täsmällisiä tavoitteita. Sen sijaan pyrimme edesauttamaan yhteisen tilannekuvan syntyä kansantaloutemme tilasta ja siten tukemaan kestävien ratkaisujen syntymistä.

### **Työllisyyden parantaminen vahvistaa julkisen talouden kestävyyttä**

*[Kalvo 3. Julkinen velka on saatu käännettyä lievään laskuun]*

Tässä kuussa loppui yksi eduskuntavaalikausi ja eilen alkoi toinen. Julkinen talous ja työllisyyskehitys olivat talouspolitiikan ydinkysymyksiä päättyneellä vaalikaudella. Sitä ne ovat myös alkaneella.

Suomen julkisen talouden tila on viime vuosina kyllä tuntuvasti kohentunut: alijäämä ja velan suhde bruttokansantuotteeseen ovat nyt tuntuvasti pienempiä kuin muutama vuosi sitten. Alijäämä oli viime vuonna 0,6 % BKT:sta ja velka vuoden lopussa 58,9 % BKT:sta eli niukasti alle 60 prosentin tason. Julkisen talouden tilaa on kohentanut sekä nopeutunut talouskasvu että julkisissa menoissa tehdyt säästöt suhteessa verotulojen kehitykseen. Työllisyysasteen nousu 72,5 prosenttiin on osaltaan supistanut alijäämää.

*[Kalvo 4. Julkinen talous yhä alijäämäinen]*

Mutta vielä ei olla voiton puolella. Julkinen talous on pysynyt sitkeästi alijäämäisenä. Kun viimeaikaisesta suotuisasta suhdannetilanteesta huolimatta julkinen talous ei ole noussut ylijäämäiseksi, voi olla huolissaan siitä, mitä tapahtuu, kun suhdannetilanne heikkenee. On tärkeää, että hyvinä aikoina kerätään puskureita. Niitä tarvitaan vakauttamiseen silloin, kun talouden kehitys kääntyy huonompaan suuntaan.

Julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyyttä ei olekaan vielä varmistettu. Arviomme mukaan kestävyysvaje on noin 3 prosenttia BKT:sta.

On hyvin tiedossa – niin päättäjillä kuin kansalaisillakin – että väestön ikääntyminen heikentää julkisen talouden näkymiä. Eläkemenot ovat jo kasvaneet, kun sodan jälkeen syntyneet suuret ikäluokat ovat tulleet eläkeikään. Seuraavaksi alkavat nopeasti kasvaa terveydenhoitoon ja pitkäaikaishoivaan liittyvät menot. Lisäksi julkisen talouden näkymiä painavat syntyvyyden pieneneminen ja yleisen eliniän piteneminen.

*[Kalvo 5: Julkisen talouden kestävyysvaje Suomessa verraten suuri]*

EU:n komission tuorein arvio Suomen julkisen talouden kestävyysvajeesta on 2,7 % suhteessa bruttokansantuotteeseen. Komissio laatii arvionsa eri maille karkeasti ottaen yhtenäisillä menetelmillä. Verrattuna muihin EU:n perinteisiin teollisuusmaihin Suomen kestävyysvaje ei ole suurin, mutta kylläkin suuremmasta päästä.

Väestön ikääntyminen painaa julkisen talouden näkymiä laajasti likimain kaikissa EU-maissa. Kestävyysvajeiden takana on osin erilaisia tekijöitä eri maissa. Joissain maissa keskeinen tekijä on ikääntymisen odotetut vaikutukset, kun taas toisissa lähtötilanteen alijäämä on tärkeämpi. Suomessa kestävyysvaje on seurausta näistä molemmista.

Kun otetaan huomioon julkisen talouden kestävyysvaje ja Suomen yhä melko suotuisa suhdannetilanne, julkista taloutta olisi yhä perusteltua vahvistaa. Nopeasti vaikuttavien toimien lisäksi julkisen talouden näkymiä on tarpeen kohentaa rakenteellisilla uudistuksilla, joiden vaikutukset usein tuntuvat pidemmällä aikavälillä. Vasta näillä eväillä alamme olla voiton puolella julkisen velan trendin kääntämisessä.

*[Kalvo 6. Tarvitaan useita työllisyyttä parantavia uudistuksia]*

Julkisen talouden tilaa voidaan siis kohentaa erilaisilla toimenpiteillä, joiden keskiössä on väistämättä ja luonnollisesti työllisyyden kehitys.

Työllisyysaste on viime vuosina noussut alle 69 prosentista yli 72 prosentin – osin suotuisan suhdanteen, osin hallituksen ja työmarkkinajärjestöjen päätösten seurauksena. Kilpailukykysojimus korjasi suomalaisen työn ja tuotannon kilpailukykyä 6½ % yksikkötyökustannuksilla mitattuna, mikä osaltaan loi tukevaa pohjaa talouskasvun ja työllisyyden elpymiselle.

Kestävyyssvajeen kurominen umpeen näyttää silti lähes mahdottomalta, ellei työllisyysastetta kyetä tuntuvasti nostamaan nykyiseltä tasoltaan. Pohjoismaisen tason eli vähintään 75 prosentin työllisyysasteen pitäisi olla Suomelle aivan realistinen tavoite, johon tähdätä vaalikauden mittaan. Se ei kuitenkaan tule itsestään.

Miten tämä voidaan saada aikaan? Työllisyysaste tuskin nousee enää kovin paljon lähivuosina, ellei sen edellytyksiä paranneta uudistuksilla. Tieteellisen tutkimusnäytön pohjalta mahdollisten uudistusten vaikutuksista voidaan tehdä arvioita.

Mikään yksittäinen toimenpide tuskin yksin nostaa työllisyysastetta ratkaisevasti. Tarvitaan useita. Mahdolliset toimenpiteet koskevat perhevapaita, niin sanottua eläkeputkea sekä työttömyysturvaa ja laajemminkin muuta sosiaaliturvaa. Merkitystä on myös asuntopolitiikalla ja kilpailun esteiden purkamisella. Samaan aikaan koulutusjärjestelmän ja aktiivisen työvoimapolitiikan pitää onnistua tehtävissään.

Uudistuksiin liittyy väistämättä arvovalintoja. Ne kuuluvat vaaleilla valituille edustajille.

Virkamiesvalmistelijoiden näkökulmasta voidaan yhtä kaikki todeta, että meillä on julkisen talouden tilaan ja työllisyyteen liittyvä vakava ongelma, joka uhkaa pahentua ajan kuluessa. Voidaan myös todeta, että ilman useita rinnakkaisia uudistuksia tämä ongelma tuskin ratkeaa.

Toki yksi vaihtoehto on luottaa hyvään onneen. Aina on mahdollista, että tuleva kehitys osoittautuu, ei nyt arvioitua huonommaksi, eikä nykyisten arvioiden mukaiseksi, vaan paljon nykyisiä arvioita paremmaksi. Yllätyksiähän tapahtuu. Talouskehityksessä varsinkin.

Mutta jos päädytään siihen, että uudistuksia ei tehdä ja luotetaan hyvään onneen – ainahan lotossakin joku voittaa – sekin on päätös. Ja se on päätös, joka sisältää merkittävän yhteiskunnallisen arvovalinnan.

### **Kotitalouksien velkaantuneisuudesta ei saa tulla vakaan talouskehityksen jarrua**

Julkisen talouden kestävyys ei yksin riitä turvaamaan kansantalouden tasapainoista kehitystä. Myös jokaisen suomalaisen oman talouden olisi syytä pysyä kestävällä pohjalla. Suomen Pankki on jo pitkään esittänyt huolensa suomalaisten kotitalouksien velkaantuneisuudesta. Se on kahdessa vuosikymmenessä yli kaksinkertaistunut. Veloista suurin osa on asuntolainoja. Kulutusluottojen ja varsinkin taloyhtiölainojen osuus on kuitenkin nopeassa kasvussa.

*[Kalvo 7: Velkaantumisen noidankehä]*

Miksi kotitalouksien velkaantuminen sitten on ongelma? Suuret velat ovat riskejä niin kotitalouksille itselleen kuin koko kansantaloudelle. Omaan talouteen kohdistuvat iskut – kuten korkojen nousu, työttömyys tai vakavat sairaudet – koettelevat etenkin maksukykynsä nähden velkaantuneimpia kotitalouksia. Jos velkaisen kotitalouden tulot äkillisesti supistuvat, kotitalous voi joutua kovalla kädellä karsimaan kulutustaan pystyäkseen lyhentämään lainojaan ja maksamaan niiden korkoja. Valitettavasti kansantalous ajautuu vakaviin vaikeuksiin, jos monet velkaantuneet kotitaloudet ovat pakotettuja leikkaamaan muita kuin välttämättömiä menojaan. Kulutuksen supistuminen vähentää erityisesti kotimarkkinayritysten tuotteiden ja palveluiden kysyntää. Se nakertaa yritysten kannattavuutta ja voi johtaa pahenevaan noidankehään: irtisanomisiin, konkurssisiin ja syvenevän taantuman kierteeseen.

Pankeille ja niiden myöntämille luotoille on vuodesta 2015 alkaen voitu asettaa erityisiä vaatimuksia, joita kutsutaan makrovakaussäädöksiksi. Finanssikriisi opetti, että näitä välineitä tarvitaan liiallisen luotonannon ja velkaantumisen riskien suitsimiseksi ja kriisien ennalta ehkäisemiseksi.

Suomessa makrovakaussäädösten käyttöä johtaa Finanssivalvonnan johtokunta. Suomen Pankin ja Finanssivalvonnan asiantuntijat vastaavat yhdessä päätöksentekoa tukevasta analyysistä.

Valtiovarainministeriö sekä sosiaali- ja terveysministeriö osallistuvat päätösten valmisteluun. Laajan valmistelun ansiosta päätökset perustuvat parhaaseen tietoon rahoitusjärjestelmän ja reaalityökalouden tilanteesta ja riskeistä.

Laeissa säädetään, mitä makrovakaussäädöksiä Suomessa voidaan käyttää ja millä edellytyksillä.

Makrovakaussäädöksiä on Suomessa vaiheittain laajennettu, ja Finanssivalvonnan johtokunta on tarpeen vaatiessa käyttänyt sille annettuja välineitä. Se on muun muassa asettanut lisäpääomavaatimuksia rahoitusjärjestelmän kannalta merkittävälle pankeille ja pankkien asuntolainavastuulle.

Rahoitusmarkkinat kehittyvät nyt digitalisaation vauhdittamina nopeasti. Tarvitaanko Suomeen uusia välineitä kotitalouksien kasvaneeseen velkaantuneisuuteen liittyvien riskien vähentämiseksi?

Uusien asuntolainojen kokoa suhteessa lainan vakuuksiin rajoittava enimmäisluototussuhde – eli lainakatto – ei tähän yksin riitä. Lainakatto voi olla riittämätön etenkin asuntomarkkinoiden ylikuumentessa, jolloin asuntoluotonanto ja asuntojen hinnat ruokkivat toisiaan ja vaarallisimmillaan puhaltavat talouteen myöhemmin puhkeavia kuplia.

Kotitalouksien velkaantumisen jarruttamiseksi Suomi voisi harkita muitakin välineitä, kuten kotitalouden velkojen kokonaismäärän rajoittamista suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin. Toinen keino olisi luottojen enimmäispituuden rajoitus, jolla lainojen pituudet pysyisivät nykyisillä terveillä tasoillaan.

Uudet keinot tulisi kohdistaa muihinkin lainanantajiin kuin pankkeihin, sillä rahoituspalveluiden monipuolistuminen ja digitalisoituminen on lisännyt uusien lainanantajien, kuten pikavippiyhtiöiden, merkitystä. Kotitalouksien kokonaisvelkaantumisen hallintaa ja seurantaa tukisi suunnitteilla oleva positiivinen luottotietojärjestelmä, johon tulisi koota tiedot kotitalouksien kaikista veloista ja velkaosuuksista.

### **Runsas rahapolitiikan elvytys yhä välttämätöntä**

Viime kuukausina maailmantaloudesta saadut tiedot ovat vahvistaneet arviota siitä, että hitaampi talouskasvu jatkuu kuluvana vuonna. Maailmantalouden vastatuulet jarruttavat myös euroalueen talouskasvua.

#### *[Kuvio 8: Pohjainflaatio]*

Maaliskuussa meillä oli EKP:n neuvostossa käytössä uusimmat ennusteet. Energian ja ruoan hinnasta puhdistettu ns. pohjainflaatio on yhä noin yhden prosentin tuntumassa, jo kuudetta vuotta. Inflaatio-odotukset, jotka kuvaavat markkinoiden odotuksia euroalueen inflaatiosta, ovat laskeneet viime aikoina entistä alemmaksi. Tämä voi olla tilapäistä, mutta odotusten laskuun voivat vaikuttaa myös pitempikestoiset syyt. Siksi EKP:n neuvosto teki uusia keventäviä rahapoliittisia päätöksiä, jotta inflaatio palautuu kestävästi kohti hieman alle kahta prosenttia keskipitkällä aikavälillä.

#### *[Kuvio 9: Markkinoiden odotukset koron nostoista]*

Kuviosta 9 nähdään, miten EKP:n korko-ohjaus on toiminut, kun rahapolitiikkakorkoja koskevien odotusten ura aleni markkinoilla. EKP:n koron noston odotettu ajankohta on siirtynyt myöhäisemmäksi ja ensimmäistä koronnostoa odotetaan nyt markkinoilla vuodenvaihteessa 2020 – 21. Tämä muutos ohjauskorkoja koskevissa odotuksissa on osaltaan jo keventänyt rahoitusoloja euroalueella.

Miksi inflaatiokehitys jatkuu niin vaimeana? Tähän on useita syitä. Ensinnäkin pitkään jatkunut hidas inflaatio on saattanut alentaa inflaatio-odotuksia pitkäkestoisesti ja vieläpä niin, että ne liikkuvat herkästi alaspäin. Toiseksi markkinoilla saatetaan arvioida, että rahapoliittiset keinot eivät nykyoloissa ole riittävän tehokkaita inflaation kiihdyttämiseksi.

Edelleen inflaatio-odotusten laskuun saattaa olla syynä se, että EKP:n hintavakauden määritelmä tulkitaan epäsymmetriseksi. Pääjohtaja Mario Draghi täsmensi pari viikkoa sitten hintavakauden tavoitetta toteamalla, että EKP:n neuvosto on täysin sitoutunut inflaation palauttamiseen kahteen prosenttiin ilman tarpeetonta viivytystä. Lisäksi hän muistutti, että hintavakauden määritelmä ”alle mutta lähellä 2 prosenttia” ei ole katto inflaatiolle, vaan inflaatio voi poiketa tästä molempiin suuntiin, kunhan se on polulla kohti tavoitetta keskipitkällä aikavälillä.

#### *[Kuvio 10: Rahapolitiikan strategian uudelleenarviointi]*

Olen esittänyt EKP:n strategian uudelleenarviointia. Rahapolitiikan lyhyen ja keskipitkän aikavälin mitoitus ja rahapolitiikan strategiaa koskeva tarkastelu on tärkeätä pitää erillään. Strategian muutokset tulee valmistella pidemmällä jäniteellä, karttuneeseen tutkimustietoon perustuen, koska olosuhteiden muuttumisella voi olla pysyviä vaikutuksia rahapolitiikkaan ja sen harjoittamiseen. Rahapolitiikan toimintaympäristö on viimeisen 10 vuoden aikana olennaisesti muuttunut mm. finanssi- ja velkakriisin vaikutusten ja väestön ikääntymisen seurauksena. Myös kokemukset epätavanomaisesta rahapolitiikasta sekä karttunut tutkimustieto haastavat keskuspankit tarkastelemaan rahapolitiikan strategiaansa. Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve aloitti äskettäin oman strategia-arvionsa.

#### *[Kuvio 11: Luonnollisen korkotason arviota euroalueella]*

Strategian uudelleenarviointiin on useita syitä. Yksi niistä – ja hyvin keskeinen – on lyhyiden riskittömien nimelliskorkojen painuminen hyvin alas. Jos nykyinen hyvin matalien korkojen ympäristö osoittautuu pitkäaikaiseksi ilmiöksi, mihin useat tutkimukset viittaavat, perinteisen korkopolitiikan

liikkumatila varsinkin elvyttävään suuntaan jää pienemmäksi kuin mihin ennen finanssikriisin aikaa totuttiin.

*[Kuvio 12: Phillips-käyrä kolmella jaksolla]*

Toinen rahapolitiikan kannalta merkittävä seikka on, että taloudellisen aktiviteetin ja inflaatiopaineiden välinen riippuvuus on viime vuosina heikentynyt. Puhutaan ns. Phillipsin käyrän loivenemisestä. Jos tämä ilmiö osoittautuu pysyväksi, se merkitsisi, että rahapolitiikan vaikutus kokonaiskysynnän kautta inflaatioon olisi heikentynyt.

*[Uudelleen à Kuvio 10: Rahapolitiikan strategian uudelleenarviointi]*

Kolmanneksi, kuten edellä todettiin, inflaatio-odotukset ovat viime vuosina euroalueella laskeneet. Yksi selitys tälle on se, että edellä mainituista syistä luottamus keskuspankkien kykyyn vaikuttaa inflaatiovauhtiin nykytilanteessa voi olla heikentynyt.

Nämä kolme seikkaa yhdessä puoltavat myös EKP:n rahapolitiikan strategian uudelleenarviointia. Jos se johtaisi täsmennyksiin, jotka lisäävät rahapolitiikan tehoa ja uskottavuutta, olisi se saavuttanut tarkoituksensa.

Hyvät ystävät,

Suomen ja euroalueen kasvu kestää, jos talouden pohja on vakaa. Haasteita ja työtä riittää. Työllisyysasteen nostaminen, julkisen talouden kestävyysvarmistaminen, kotitalouksien velkaantumisen hillitseminen, rahapolitiikan oikeaan osuun virittäminen – nämä ovat kestävän talouskasvun aineksia.

Pidemmällä sihdillä hyvinvointimme nojaa osaamiseen ja osallistumiseen. Korkea koulutustaso ja yritysten innovaatiokyky sekä kansalaisten aktiivinen osallistuminen työmarkkinoille pitävät yllä pitkäjänteistä kilpailukykyämme ja turvaavat tulevien sukupolvien hyvinvoinnin. Näillekin kestävä julkinen talous luo pohjaa.

Vakauden turvaaminen on joukkuepeliä. Suomen Pankki tarvitsee yhteistyökumppaneita maailmalla ja euroalueella, mutta ennen kaikkea kotimaassa. Eikä vähiten, tarvitsemme osaavia ja motivoituneita työntekijöitä. He tekevät Suomen Pankista kokoaan suuremman vaikuttajan eurojärjestelmässä. Haluankin vielä kiittää kaikkia töihinsä sitoutuneita kollegoitani erinomaisesta työpanoksesta täällä pankissa.

Kiitoksia huomiostanne – ja nyt olen valmis vastaamaan kysymyksiinne.

[1] Vrt. Laki Suomen Pankista, § 1-2, sekä EU:n perussopimus, § 3.

[Pääjohtaja Olli Rehn: Kestääkö Suomen ja euroalueen talouskasvu epävarmuuden maailmassa?](#) from [Suomen Pankki](#)

# Governor Olli Rehn: Economic outlook and monetary policy – a European perspective, 17 April 2019

Governor Olli Rehn  
Bank of Finland  
Council on Foreign Relations  
New York, 17 April 2019

## Economic outlook and monetary policy – a European perspective

Ladies and Gentlemen,

Good morning to everybody. Many thanks for the invitation to give a talk at the Council on Foreign Relations, which does immensely valuable work to keep the flame of rules-based multilateralism and the liberal international order alive, in a rather challenging political environment. Hence it is a great honor and pleasure to address and discuss with you today.

In my opening remarks I will focus on the economic outlook and monetary policy in Europe. After that I am glad to take questions and comments.

Let us recall what has happened since we tamed the crisis. During the euro area recovery since 2013, over 10 million new jobs have been created, and unemployment has fallen from its peak of over 12 percent to below 8 percent. The banking sector is now more resilient, the amount of non-performing loans in banks have decreased significantly, and lending to households and non-financial corporations have increased. The ECB's accommodative monetary policy has been very important in facilitating and supporting the recovery.

Following the economic recovery and the then positive economic outlook, the discussion on monetary policy normalization began to proceed in the euro area in 2018. In June 2018, the ECB Governing Council expected to end the net purchases of monetary policy at the end of 2018. At that time, the decision was still conditional and dependent on inflation.

At its meeting in December 2018, the Governing Council of the ECB decided to end net purchases in the asset purchase program at the end of the year. At the same time, the Governing Council announced that it will continue to invest the maturing bonds fully for an extended period of time after the ECB Governing Council has raised the ECB's key interest rates, and in any case as long as it is necessary to maintain a favorable liquidity situation and accommodative monetary policy that supports growth and converges inflation to the ECB's goal of close but below 2 percent. The policy rates were expected to remain at their current levels through the summer of 2019.

Since then, the incoming data during the first months of 2019 have confirmed that global economic activity has slowed down, which is now felt also in the euro area. Prevailing uncertainty, stemming from the US-China trade tensions, slowdown of growth in China and Europe's internal problems, have all weakened the outlook for the economy. The growth forecasts for the current year have broadly been revised downwards, also for the euro area by the ECB staff in March. While some indicators hint for stabilization, much of the recent data continue to be weak, especially for the manufacturing sector. There are both country- and sector-specific factors, and the impact of these factors is turning out to be somewhat longer-lasting, slowing down growth momentum during the current year.

The slowdown of growth has been accompanied with moderating inflation. In March 2019, the ECB staff forecasted inflation to slow down to 1.2 percent in 2019 and then reaching 1.6 percent by 2021. Consistently with the weaker outlook, the market-based inflation expectations have declined.

As a consequence of the slowdown, (almost) all major central banks have had to put monetary policy normalisation on hold and instead to maintain an accommodative policy stance. This holds true for the ECB as well.

On the back of the weakened economic outlook, the ECB Governing Council in March and again last



week, on April 10<sup>th</sup>, took a number of decisions in the pursuit of its price stability objective. First, a commitment to keep the key policy interest rates at their present low levels at least until the end of 2019. Second, a commitment to continue reinvesting maturing securities under the asset purchase programme for an extended period of time, beyond the first rate increase – thus we apply chained forward guidance on these two policy instruments. And third, launching a new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO-III), starting in September 2019.

Hence, the ECB Governing Council maintains an ample degree of monetary accommodation to support the economic expansion. Significant monetary policy stimulus is indeed being provided by our forward guidance on the key ECB interest rates, reinvestments by a sizable stock of acquired assets, and the new series of targeted long-term refinancing operations.

Moreover, as President Draghi said, the Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, so that inflation converges to our aim, which is below but close to 2% in a sustained manner. It is worth noting that our inflation aim does not imply a ceiling at 2%, since inflation can deviate from our target in both directions.

At the same time, it needs to be asked whether a more even balance between monetary and fiscal policy stances would be desirable in order to sustain the growth momentum in the current conjuncture. In our view it should be underlined that, in order to reap the full benefits from the ECB's monetary policy measures, other policy areas must contribute more decisively to raise the growth potential and reduce vulnerabilities. For the longer term, implementation of structural reforms is key to boost euro area productivity and growth potential. Regarding fiscal policies, the mildly expansionary euro area fiscal stance today and the operation of automatic stabilisers are already providing support to economic activity.

If the slowdown is judged more stubborn, any further fiscal easing should be undertaken within the limits of debt sustainability and be differentiated according to fiscal space available. In other words, while countries with elevated public debt levels should focus on consistent consolidation of public finances, those with available fiscal space could use it to increase growth-enhancing public investment. In this way, one would enable a more balanced macroeconomic policy mix. Applying the already worn saying, monetary policy should indeed not be the only active player in town.

Finally, a word on the longer-term. The ECB – much like other central banks – must operate in an environment where long run trends, such as population aging, lower long term interest rates, climate change and concerns about inequality, can have important societal effects. The central banking community needs to understand the implications of these phenomena to growth, employment and inflation dynamics, in order to deliver more effectively what is in their mandate. That's why we need to systematically assess how these transformations affect monetary policy strategy.

Many thanks for your attention, and I am ready to take your questions.

# Governor Olli Rehn: Remarks at the Panel Discussion on “Bretton Woods @ 75 – What Is New with the International Monetary System?” in the context of the IMF Spring Meetings

Governor Olli Rehn  
Bank of Finland

Remarks at the Panel Discussion on “Bretton Woods @ 75 – What Is New with the International Monetary System?” in the context of the IMF Spring Meetings

Washington DC, 12 April 2019

[Slides](#) (pdf)

## Remarks at the Panel Discussion on “Bretton Woods @ 75 – What Is New with the International Monetary System?” in the context of the IMF Spring Meetings

Your Excellencies, Ladies and Gentlemen,

1. As we are celebrating the 75-year anniversary of the Bretton Woods system, let me start by noting that fostering economic and financial stability has been and will continue to be the key objective in developing the International Monetary System – as reflected in the establishment of the Bretton Woods system in 1944, and, more recently, underlying the adoption of Europe’s single currency, euro.

My home country, Finland, is a case in point of a small, open economy in search of a stable monetary regime. Throughout the 20<sup>th</sup> century, Finland had just one currency, markka, but several changes in its monetary regime – ranging from frequent devaluations to literally cutting large value banknotes in halves. Eventually, we decided to join the European single currency, euro, 20 years ago. This has greatly enhanced stability, but also brought challenging adjustment needs.

Learning by doing, in 2016, after realising that Finland’s labour cost growth had significantly outpaced that of our peers, an agreement was reached with the social partners that helped to narrow the gap of price competitiveness to our main competitors. The Competitiveness Pact reduced unit labour costs by 6½ % in the period of 2014-17. Assisted by strong global demand, the pact was an important factor underlying Finland’s rebound from zero growth to 2-3 % growth in 2017-18. One might say, it’s small-country open-economy macroeconomics in action!

2. In the international monetary system, the US dollar has been the most important international currency since the birth of the Bretton Woods system. While we have moved to a more multipolar currency system, with the euro gaining ground since 2000 in international trade and currency markets, and the renminbi making headway as well, the central scenario is still that the US dollar continues to play the dominant role, and retain its exorbitant privilege as the global reserve currency. When the financial crisis hit with full force, the dollar swap-lines of the Fed with e.g. the ECB were crucial in rapidly restoring confidence in the money markets and in the financial system.

Looking ahead, the outlook for continued growth in emerging Asia in the 21<sup>st</sup> century will probably promote the role of the renminbi. On the other hand, the still limited degree of openness in China’s financial markets works for now to the opposite direction.

The euro’s international role looks set to remain relatively strong. Let me underline that the ECB does not take a policy view on the global role of the euro, but we see it as a market-driven process. The euro’s role will essentially depend on the strength and dynamics of the euro area economy, as well as on developments in international trade.

As this year, 2019, is the first centennial of his sacking from the post of Austrian finance minister, it is probably appropriate to quote Joseph Schumpeter, one of the greatest economists of all time, who once wrote: "The condition of the monetary system of a nation is a symptom of all its conditions."<sup>[1]</sup>

What Schumpeter said about a nation, goes today as well for Europe and for our Economic and Monetary Union. What happens to our money, is a reflection of the state of our union and its economy.

In line with Schumpeter's unbeatable logic, such policies that make the euro area more robust and its growth stronger will strengthen the euro's global role. The most pressing institutional reform is the completion of the Banking Union and creating a single capital market for investment, not least for sustainable finance. This should be supported by economic reforms in the EU member states. I also think there is a need to strengthen the external representation of the euro, as evidenced by the developments in the wake of the global financial crisis. These are, of course, issues to be solved between the European capitals, but there is a sense of urgency to make progress.

3. When posing the question "What is new in the international monetary system?", we must dig deeper. During the past decade, the operating environment of central banks has changed in profound ways.

The key lesson of the financial crisis is how vital financial resilience is for the real economy. Financial stability, including macroprudential policy, has become the other key pillar of central banking, alongside monetary policy. The main policy implication is to develop financial regulation consistently at the global level. Given the remarkable progress so far, a comprehensive impact assessment is appropriate before taking big new steps forward. However, it is imperative that we safeguard the progress achieved and avoid rollbacks.

4. Equally important, the operating environment of monetary policy proper has been substantially transformed. In a way, monetary policy has to live in two different timelines. In the immediate and short-term, it has to deal with the economic slowdown. In the medium-to-long term, it has to deal with many analytical puzzles to stay effective.

First, the short-term. After two years of robust expansion, global growth is waning. As a result, (almost) all major central banks have had to put monetary policy normalisation on hold and instead to maintain an accommodative policy stance. This holds true for the ECB as well.

On Wednesday, the ECB Governing Council concluded that an ample degree of monetary accommodation remains necessary to support the economic expansion. Significant monetary policy stimulus is indeed being provided by our forward guidance on the key ECB interest rates, reinvestments by a sizable stock of acquired assets, and the new series of targeted long-term refinancing operations.

As President Draghi said, the Governing Council stands ready to adjust all of its instruments, as appropriate, so that inflation converges to our aim, which is below but close to 2% in a sustained manner. It is worth noting that our inflation aim does not imply a ceiling at 2%, since inflation can deviate from our target in both directions.

5. Second, the long-term. There are major economics-related analytical puzzles in the operating environment of monetary policy.

It is clear from the economics research that **the natural rate of interest**, or the equilibrium interest rate, has declined to a historically low level. If this turns out to be long-lasting, the room for manoeuvre for traditional interest rate policies, especially in the accommodative direction, remains limited. Equally problematic, **the interdependence of economic activity and inflationary pressures** seems to have weakened, causing a flattening of the Phillips curve and implying a weaker impact of monetary policy on inflation via aggregate demand. Moreover, **inflation expectations** have remained low in recent years, thus deviating from central banks' definition of price stability.

Because of these developments, it is reasonable to assume that the unconventional monetary policy instruments will stay permanently in the central banks' toolbox, at least in reserve.

In my view, a review of monetary policy strategy is a sound way to prepare for these longer-term challenges. Last November, the Federal Reserve announced it would launch such a review. The latest update of the ECB's monetary policy strategy took place in 2003 – before the global financial crisis and its ramifications and policy changes. I am glad this option is now discussed and assume that the ECB will conduct a review at an opportune time, in the relatively near future.

6. On a final note, let me just say one thing. As the international monetary system is built on trust, current policy uncertainty and the erosion of international cooperation are damaging to everyone. We

need bolder joint efforts to steer the global economy towards a more sustainable future, be it ecological, economic or social sustainability.

On Europe's part, I can only say that we keep the flame of global multilateralism alive. I hope others will stay, or join, on board.

Thank you so much for your attention!

[\[1\]](#) "Der Zustand des Geldwesens eines Volkes ist ein Symptom aller seiner Zustände."

# Governor Olli Rehn: Interview with Welt, 25 March 2019

Governor Olli Rehn  
Bank of Finland

“Printing money alone does not create prosperity”

The original article was published in German in Welt newspaper on 25 March 2019.

The interview was conducted by Anja Ettel and Holger Zschäpitz

## “Printing money alone does not create prosperity”

**WELT:** You are the only member of the ECB Board who actively tweets. Why is that so important to you?

**Olli Rehn:** I had already been tweeting even before I became a member of the Governing Council of the ECB. But I really find it important that thanks to Twitter or Facebook, we as a central bank also have the possibility to address those target groups which we wouldn't have been able to reach otherwise. Therefore, I actively encourage my team in the Bank of Finland to tweet actively.

**WELT:** But don't you fear the negative sides of social media?

**Rehn:** Of course, we must be aware of the risks and know how to deal with trolls and bots. But so far, we haven't had any problems with that. However, there is also one clear rule: We do not discuss politics. Doing so would not be fitting for an independent central bank. On the other hand, private tweets are absolutely allowed. I myself like to tweet about football. And try to follow people from all walks of life on Twitter as much as I can. Otherwise, you quickly run the risk of ending up in your own filter bubble. Social media is prone to link you with like-minded people, while ignoring other voices and opinions.

**WELT:** Would it then be appropriate for the next ECB President to be on Twitter?

**Rehn:** (laughs) Let me put it this way: It would at the least be no obstacle if he or she were to be active on Twitter.

**WELT:** In fact, you are considered to be one of the hot candidates to succeed Mario Draghi when he leaves the ECB in October due to the end of his term. Would you dare to take on the position?

**Rehn:** At the moment, I'm fully focused on my responsibilities as President of the Finnish Central Bank, and as an active and constructive member of the ECB Board. My function allows me to combine national and European competences, which I find very fulfilling.

**WELT:** How important is it then to have the next ECB President coming from northern Europe, after having a Frenchman and an Italian at the helm?

**Rehn:** You surely are aware that Germany is not a northern European country either, right? (laughs) But seriously: The next ECB President should be selected only on the basis of how qualified he or she is for this European responsibility, and not what passport he or she has.

**WELT:** Nevertheless, this would contradict with all the experiences to date regarding the wheeling and dealing of European positions.

**Rehn:** I trust that the European state and government heads will choose a person who will contribute the competency needed for this position and enjoy the trust of the general public.

**WELT:** Which office is more important then: the office of ECB President or President of the European Commission?

**Rehn:** I know that this matter is the subject of intense discussion here in Germany. But I will not take it upon myself to make a judgement on this. Both offices are important for Europe.

**WELT:** You yourself are a veteran in European matters - for ten years, you were the EU Commissioner for enlargement issues, as well as for the economic and monetary affairs, among other roles. Does it not frustrate you that the EU has such a bad reputation with many people?

**Rehn:** I am probably a structural optimist, because I always remember the positive aspects of my jobs and suppress the frustrating experiences. It's certain that as EU Commissioner, my experiences were more intense than now, when I am a central banker. But as far as the issues in Europe are

concerned: Quite honestly, things have never been easy for Europe, and we've had to overcome many a crisis. The most important thing is that the European partners continue to stand together in spite of it all to maintain their position in the era of globalisation. We are small when compared to large blocks, even powerful Germany makes up a mere one percent of the world's population.

**WELT:** Despite that, the EU has up till now not necessarily won the hearts of people. How would you explain to our children that the Union and the euro are important?

**Rehn:** Europe makes it easier for its citizens to conduct cross-border transactions, and to work and pay across borders.

**WELT:** That statement is still rather abstract for our children.

**Rehn:** On the whole, we've been living in peace for the past 70 years here in Europe. We are united by a similar approach - we decide on key economic and political matters in a democratic manner. It is important that we maintain this particular liberal basic order.

**WELT:** Was it a mistake to have let so many countries into the EU?

**Rehn:** We could philosophise about that for hours on end. But I would like to put it this way: All the countries have benefited from the enlargement. Neither the accession countries nor the original EU states would be better off if we hadn't enlarged the EU.

**WELT:** You have only recently become a member of the Governing Council, but you've already initiated a small revolution: You want to put the ECB strategy to the test. There hasn't been anything like that for over 15 years. What specifically are you proposing?

**Rehn:** Definitely not a revolution, but rather an evolution. By no means revolution, but gradual development, steps towards the goal. In 2014, the ECB had successfully combated the risk of deflation. At the same time, the world has been rapidly changing: Ageing population and advancing digitisation of the world are for example two effects which have a tendency to have a curbing impact on inflation, as well as lower inflationary expectations in the markets. My intention is that we discuss these issues and look into the ECB strategy to see where it would possibly need to be adapted to them. Since the 1980s, inflation expectations have been playing a key role in monetary policy. And when these expectations deviate too far off from the self-defined two percent target, it might hamper the effectiveness of monetary policy and ultimately the credibility of the ECB.

**WELT:** So you are in favour of lowering the current two percent target?

**Rehn:** Please do not misunderstand me here. Price stability is the priority, we may not move away from that. The aim of the ECB to allow for an inflation rate of close to, but below two percent in the medium term further on applies. We should not question the mandate of the ECB. The effects that demographics and digitisation have on inflation cannot be precisely evaluated, but we must understand the phenomenon and draw our conclusions based on that.

**WELT:** But what does that mean?

**Rehn:** Perhaps a look back into central bank history will help to make my intention clear. In the 1970s, the central banks were surprised by the oil price crisis. A decade later, monetary policy was successfully adapted to these types of shocks following the idea that inflation expectations are formed rationally and reflect the central bank's monetary policy.

In the 1990s, the inflation target of two percent became widely accepted. Now we need to make sure that the expectations are not decoupled from the inflation aim. Based on this possibility, a review of the strategy would be welcome.

**WELT:** What do you actually invest your own money in?

**Rehn:** I am a very conservative investor.

**WELT:** So as a saver, you rather come away empty-handed given the current interest rate situation?

**Rehn:** There really isn't much out there for conservative savers currently. Yet as a central banker, I need to follow restrictive rules in any case. They were by the way even more restrictive when I was an EU Commissioner.

**WELT:** The economic situation within the Euro zone has deteriorated dramatically. Are we falling into a new recession now?

**Rehn:** Indeed, growth has weakened considerably, and we need to worry about the economy. The situation is due to the numerous uncertainties inside and outside the Euro zone. Above all, the trade disputes between Washington and Beijing are a concern. The economy in China has already considerably cooled down as a result of the uncertainty. Our analysis suggests that the official

growth figures presented by the Communist Party have been embellished. China has become a major global economic player. Anything that happens there in terms of the economy affects Europe as well. Nevertheless, I am not expecting a recession in the Euro zone. This is because the EU has been playing its cards well so far in its own trade conflicts and has avoided bigger tensions with China and the USA, and has even signed a new agreement with Japan.

**WELT:** And what about Brexit?

**Rehn:** Brexit is certainly the greatest risk in the short term. The financial markets seem to be too relaxed here and have been underestimating the risk.

**WELT:** What provisions have you made as a central bank?

**Rehn:** As the ECB, we must make sure that Brexit will not bring about any heavier turbulence, even if Great Britain leaves the EU without a deal, which I hope it won't. As a precautionary measure, we have ensured liquidity arrangements with the Bank of England. The so-called Swap Line Agreements should make sure that financial institutes are supplied with sufficient amounts of euros and pounds, even if the money markets would collapse. Think of the financial crisis of 2008. At that time, the money markets were frozen in one go. A catastrophe did not occur most of all because we had such an agreement with the US Federal Reserve at the time, and the banks were able to withdraw enough dollars when the markets suddenly ran out of money.

**WELT:** Central banks have pumped trillions into the markets in the past decade, yet inflation has remained low. That has raised discussion. In the USA, supporters of the so-called modern monetary theory want to finance large-scale stimulus programs with billions from the Federal Reserve.

**Rehn:** I do not think much of such theories. These ideas contradict any monetary policy philosophy and would probably lead to disaster.

**WELT:** In Europe, ECB chief Mario Draghi referred to helicopter money, or money which a central bank dropson economy, as an "interesting idea".

**Rehn:** I can't recall that Mario Draghi was supposed to have said that. Printing money alone will not create prosperity. As an entrepreneur's son, I learned an important lesson early on: Only hard work leads to economic success.

# Pääjohtaja Olli Rehn: Avaussanat Generation Euro -finaalissa 2.4.2019

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki  
Generation Euro -kilpailun finaali  
Helsinki, 2.4.2019

## Avaussanat Generation Euro -finaalissa 2.4.2019

Tervetuloa Generation Euro Students Award -kilpailuun! Erityisesti haluan toivottaa tervetulleeksi Suomen loppukilpailuun osallistuvat joukkueet, jotka edustavat seuraavia kouluja: Helsingin suomalainen yhteiskoulu, Lahden yhteiskoulun lukio ja Ålands lyceum.

Varmt välkomna till den nationella finalen i tävlingen Generation Euro Students Award. Speciellt vill jag välkomna våra finalister från SYK i Helsingfors, från Lahden yhteiskoulun lukio i Lahtis och från Ålands lyceum i Mariehamn.

Kilpailuun osallistuvat koulut ja myös opettajat ovat meille tuttuja: Harri Korpisaari SYK:stä, Lauri Tervakangas LYK:stä ja Anders Casén Ålands lyceumista ovat kaikki aikaisemmin olleet mukana Generation Euro -kilpailun finaalissa, ja voittaneiden joukkueiden kanssa palkintomatalla Frankfurtissa.

Det är trevligt för arrangörerna att återse lärarna Harri Korpisaari, Lauri Tervakangas och Anders Casén, som alla tidigare har varit med och coachat vinnande lag.

Rohkenen otaksua, että opettajien rooli joukkueiden valmistelussa on merkittävä. Tänään opiskelijat ovat kuitenkin yksin podiumilla, ja opettajat saavat seurata kilpailua yleisön joukossa. Lisäksi meillä on finaalista suora lähetys netissä. – Välkommen till alla tittare som följer med vår live stream webbsändning från Myntmuseet.

Suomen Pankki on Suomen rahaviranomainen ja eurojärjestelmän jäsen. Tässä kilpailussa joukkueiden toimeksianto on sama kuin eurojärjestelmällä eli käytännössä Euroopan keskuspankin neuvoston jäsenillä: päättää euroalueen rahapolitiikasta ja tehdä päätöksen taustalle ja perustaksi laaja makrotaloudellinen analyysi, joka pureutuu sekä reaali- että rahatalouteen.

Kilpailu muistuttaa siinä mielessä keskuspankin ekonomistin päivittäistä työtä: makro- ja rahatalouden laaja-alaista seurantaa ja analysointia, omien ja kollegoiden näkemysten haastamista sekä näkemysten perustelemista muille. Tänään on teidän vuoronne.

Joukkueet ovat saaneet Suomen Pankista vinkkejä, mistä hakea tietoa analyysin taustalle. Lopullisen valinnan käyttämistään lähteistä jokainen joukkue on kuitenkin tehnyt itse.

Talouden lainalaisuuksien ymmärtäminen ja Suomen roolin hahmottaminen kansainvälisen talouden ja politiikan ympäristössä auttavat tulevaisuuden opinnoissa ja työtehtävissä. Nyky-yhteiskunnassa rahapolitiikan ymmärrystä tarvitaan paitsi keskuspankissa myös yritys-elämässä ja kansalaisten keskuudessa laajemmin. Oman talouden hallinta on jokaiselle yksilölle välttämätön kansalaistaito. Sen lisäksi kansantalouden lainalaisuuksien ja toimintatapojen ymmärtäminen on tärkeää teille tulevissa tehtävissänne ja demokraattisen yhteiskunnan jäseninä.

Tämä vuosi on monessa mielessä tärkeä Suomelle, demokraattisena maana ja EU:n jäsenenä. Eduskuntavaalien ennakkoonestys alkaa jo huomenna ja ns. varsinainen vaalipäivä on 11 päivän päästä. Osa teistä pääsee nyt ensimmäistä kertaa äänestämään. Heti perään toukokuussa on eurovaalit, ja kuluvan vuoden toisella puoliskolla Suomi toimii Euroopan unionin puheenjohtajamaana. Aikamoinen EU-supervuosi siis, riippumatta siitä, mitä Iso-Britannian EU-jäsenyydelle loppujen lopuksi tapahtuu. Ja ainahan on syytä muistaa, että euro on sekä EU:n että jäsenmaiden yhteinen valuutta.

Suomen Pankki haluaa korostaa talousosaamisen merkitystä monella tasolla. Kansallisen strategian laatiminen talousosaamisen vahvistamiseksi olisi luonteva tehtävä uudelle, oikeusministeriön asettamalle taloudenhallinnan neuvottelukunnalle. Strategialla tarkennettaisiin talousosaamiseen liittyvät tavoitteet ja niiden seuranta sekä eri toimijoiden vastuut ja työnjako.



Tärkeää olisi saada nuoret itse ja heidän edustajansa mukaan strategiaa laatimaan. Nuorten syrjäytymisen estämiseksi kansallisen talousosaamisen strategian soisi saavan merkittävän ja ennen muuta vaikuttavan sijan myös seuraavassa hallitusohjelmassa.

Ni ungdomar som är på plats i dag här i Finlands Banks myntmuseum har goda bakgrundskunskaper i ekonomi. Det skulle vara bra om ännu flera studerande och hela befolkningen skulle ha bättre kännedom om ekonomin. Vi får hoppas att den regering som bildas efter nästa riksdagsval beaktar detta, och att man utarbetar en nationell strategi för förbättrad ekonomiskunskap. Generation Euro-tävlingen ger deltagarna en god möjlighet till att studera hur penningpolitiken påverkar ekonomin i euroområdet och en god allmän inblick i centralbankernas verksamhet. Tävingen går inte ut på att hitta ett enda rätt svar. Avgörande är hur väl och konsekvent laget kan motivera sina beslut.

I framtiden blir det allt viktigare att hitta olika källor och veta hur man tillämpar den information som källorna ger. Generation Euro uppmuntrar ungdomar att fördjupa sig i ekonomiska frågor. I stället för att bara läsa läroböcker får de studerande sig ta en titt bakom kulisserna och se vad beslutsfattarna måste ta hänsyn till i sina beslut.

Tänään päivän teema on siis rahapolitiikka. EKP ja eurojärjestelmä on viime vuosina toiminut uudessa tilanteessa matalan korkotason vuoksi. Mitä EKP:n rahapolitiikassa viime aikoina on tapahtunut?

Kokouksessaan vajaa kuukausi sitten EKP:n neuvosto arvioi euroalueen talousnäkymien heikentyneen nopeasti, kuten varmasti olette kuulleet. Tuoreimman ennusteen mukaan talous kasvaa hitaammin kuin aikaisemmin ennustettiin. Epävarmuus maailmantalouden kehityksestä on lisääntynyt ja euroalueen viennin kasvu on hidastunut. Euroalueen inflaatiopaineet ovat edelleen vaikeita. EKP:n ennusteen mukaan inflaatio on jäämässä hintavakaustavoitetta hitaammaksi. Analyysin perusteella EKP:n neuvosto päätti vahvistaa rahapoliittisen elvytyksen vaikutusta, jotta inflaatio palautuisi tavoitteen mukaiseksi.

Mitä oikein päätimme?

För det första meddelade ECB-rådet att vi räknar med att styrräntorna ligger kvar på nuvarande nivåer åtminstone 2019 ut. Tidigare väntades styrräntorna ligga kvar på denna nivå över sommaren. För det andra beslutade rådet inleda en tredje serie av riktade långfristiga refinansieringstransaktioner.

För det tredje bekräftade ECB-rådet sitt tidigare beslut att fortsätta att fullt ut återinvestera kapitalet från förfallande värdepapper som förvärvats inom programmet för tillgångsköp ännu en längre tid efter det att rådet har inlett höjningen av styrräntorna, och i vilket fall som helst så länge som det är nödvändigt för att upprätthålla ett gynnsamt likviditetsläge och en mycket ackommoderande penningpolitik.

Kaiken kaikkiaan EKP:n neuvoston uudet päätökset vahvistavat rahapolitiikan elvyttävää vaikutusta entisestään. Ne ylläpitävät kevyitä rahoitusoloja, tukevat luotonantoa yrityksille ja kotitalouksille ja kohentavat talouskasvua ja työllisyyttä.

Rahapolitiikan toimintaympäristö on eittämättä muuttunut kriisin aikana ja sen jälkeen. Luonnollinen korkotaso on laskenut ja inflaatio-odotukset ovat jääneet aikaisempaa alhaisemmalle tasolle. Inflaatio-odotukset ovat olleet EKP:n hintavakaustavoitetta alempia niin pitkään, että niistä on tullut itseään toteuttavia.

Olen ehdottanut, että neuvosto arvioisi EKP:n rahapoliittista strategiaa uudelleen uusimman taloustieteellisen tutkimuksen ja muuttuneen rahapolitiikan toimintaympäristön valossa. Tarkastelu tukisi sitä, että EKP:n rahapolitiikka on tehokasta ja uskottavaa myös talouden muuttuneessa ympäristössä.

Arvoisat opiskelijat ja kilpailijat,

Tänään on kuitenkin teidän vuoronne tehdä perusteltu päätös koroista ja mahdollisesti muista rahapoliittisista toimenpiteistä. Odotamme suurella mielenkiinnolla ja jopa innolla esityksiänne. Suomen Pankille aktiivinen vuorovaikutus kansalaisten ja yhteiskunnan kanssa on tärkeätä. Tästäkin syystä olen iloinen, että tämä kilpailu järjestetään, ja että se järjestetään nimenomaan rahamuseossa, joka toimii myös Suomen Pankin vierailukeskuksena.

Loppukilpailuun päässeitä opiskelijoita yhdistää varmasti yksi asia: kaikki ovat valmiita näkemään vaivaa enemmän kuin mitä lukion suorittaminen vähimmillään edellyttäisi. Uteliaisuus ja kysymysten

esittäminen ovatkin aivan ratkaisevia avaimia uuden oppimiseen.

EKP:n neuvoston jäsenet matkustavat jopa kahdesti kuussa Frankfurtiin neuvoston kokoukseen. Myös tämän kilpailun voittajajoukkue pääsee tutustumaan Euroopan keskuspankkiin paikan päälle. Också det segrande laget i dagens tävling får bekanta sig med Europeiska centralbanken på ort och ställe i Frankfurt, och får där träffa bland andra chefdirektör Mario Draghi och andra medlemmar i ECB-rådet.

Innan Richard Brander från Finlands Banks kommunikation berättar mera om dagens program och reglerna, så ska jag presentera medlemmarna i vår jury:

toimistopäällikkö / byråchef **Niko Herrala**

tutkimusneuvonantaja / forskningsrådgivare **Mikael Juselius**

vanhempi ekonomisti / senior ekonom **Mika Kortelainen**

toimistopäällikkö / byråchef **Meri Obstbaum**.

Toivotan joukkueille onnea ja menestystä kilpailussa. Jag önskar samtliga deltagande lag lycka och framgång i dagens tävling!

# Governor Rehn: Counter-cyclical burden-sharing of fiscal and monetary policy

Governor Olli Rehn

Opening remarks at the Bank of Finland Seminar on the 2018 Annual Report of the European Fiscal Board, 18 March 2019

## **Counter-cyclical burden-sharing of fiscal and monetary policy**

Professor Thygesen, Dr Szczurek,

Ladies and Gentlemen,

Let me welcome you to this Bank of Finland Seminar on euro area fiscal policy, more specifically on the Annual Report 2018 of the European Fiscal Board. We are honoured and glad to have Professor Thygesen and Dr Szczurek present the report to us today.

Let me open this seminar with brief remarks on the interaction between fiscal and monetary policy, which also explains the Bank of Finland's strong interest on the issue.

GDP growth in the euro area turned out to be unexpectedly sluggish in the fourth quarter of 2018, and recent indicators point to substantially weaker than expected activity also in 2019. A combination of global uncertainties and adverse domestic factors in some euro area countries are likely to continue to weigh on euro area activity in the short term.

On the back of the weakened economic outlook, the ECB Governing Council recently took a number of important decisions in pursuit of its price stability objective: first, a commitment to keep the key policy interest rates unchanged for an extended period of time; second, a commitment to continue reinvesting maturing securities under the asset purchase programme for an extended period of time; and third, launching a new series of targeted longer-term refinancing operations (TLTRO-III), starting in September 2019.

In the press conference on 7 March, President Draghi underlined that to reap the full benefits from the ECB's monetary policy measures, other policy areas must contribute more decisively to raise the growth potential and reduce vulnerabilities. For the longer term, implementation of structural reforms is key to boost euro area productivity and growth potential. Regarding fiscal policies, the mildly expansionary euro area fiscal stance today and the operation of automatic stabilisers are providing support to economic activity.

However, the prolonged low interest rate environment, as well as the available alternatives to the interest rate as a monetary policy instrument, pose their particular challenges for monetary policy design and transmission. Therefore, it may be asked whether a more even balance between monetary and fiscal policy stances would be desirable in order to sustain the growth momentum in the current conjuncture.

This point has been brought up, among others, by the IMF in its advice on the optimal policy mix for the euro area. While countries with elevated public debt levels should focus on consistent consolidation of public finances, those with available fiscal space should use it to increase growth-enhancing public investment.

In its global policy agenda, the IMF has underlined the added value of coordinated action, helping to address challenges related to constrained policy space at national level. The same point was recently raised by Reza Moghadam, former Director of the IMF's European Department, arguing for a more widespread coordinated fiscal easing in the euro area in order to prevent a slowdown from slipping into a recession.

While several caveats must be taken into account, any such fiscal easing should, if the slowdown is judged persistent, be undertaken within the limits of debt sustainability and be differentiated according to fiscal space available. In this way, one would enable a more balanced macroeconomic policy mix. That's why there are obvious merits in the idea. As the saying goes, monetary policy should indeed not be the only game in town.

Without further ado, or say, let me again welcome Prof. Thygesen and Dr. Szczurek, and now give the floor to them!

# **Euro area outlook and monetary policy: ECB monetary policy strategy needs to be reviewed**

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Euro area outlook and monetary policy: ECB monetary policy strategy needs to be reviewed

Press conference 15 March 2019

Slides ([pdf](#))

[Bank of Finland Bulletin 2/2019 Editorial](#)

# Pääjohtaja Olli Rehn: Ilmastopolitiikka, vakaus ja hyvinvointi

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Ilmastopolitiikka, vakaus ja hyvinvointi

STTK:n talouspoliittinen seminaari ”Ilmastokestävän talouspolitiikan aika – riittääkö Suomessa työtä ja hyvinvointia 2035?”

Helsinki, 27.2.2019

[Esityskalvot \(pdf\)](#)

## Ilmastopolitiikka, vakaus ja hyvinvointi

Hyvät kuulijat,

Kiitos STTK:lle kutsusta tähän tilaisuuteen ja ennen muuta tämän seminaarin järjestämisestä, jonka teema on kovin merkittävä Suomen ja maailmankin tulevaisuuden kannalta. Yhteiskuntapolitiikassa yleensä ja etenkin pitkäjänteisyyttä vaativassa ilmastomuutoksen vastaisessa työssä on tärkeää asettaa sihti yhtä vaalikautta pidemmälle. Näin kyetään säätämään jo lyhyellä sihdillä tai välittömästi vaadittavat toimet oikein ja kokoamaan niiden taakse riittävää tukea.

Kun katsotaan Suomen taivalta viime vuosina, on talouden ja työllisyyden kehitys ollut myönteistä: jätimme näivettymistaudin taaksemme, korjasimme suomalaisen työn ja tuotannon kilpailukykyä ja pääsimme kiinni muun euroalueen kasvuun, vaikkakin viiveellä. Parin viime vuoden aikana työllisyys on kohentunut nopeasti.

Silti huomisen huolenaiheita riittää. Miten varmistetaan julkisen talouden kestävyys, kun väestö ikääntyy? Miten huolehditaan siitä, että liian moni nuori ei jää koulutuksen ja työelämän ulkopuolelle? Miten luodaan työpaikkoja, kun työelämä on nopeassa murroksessa globalisaation ja robotisaation myötä? Miten estetään kotitalouksien liiallinen velkaantuminen? Miten hillitään ilmastomuutosta? Nämä ongelmat eivät ole yksinkertaisia, eikä niihin myöskään ole yksinkertaisia lääkkeitä. Kestävä kehitys on kolmiyhteys, joka pitää sisällään sekä taloudellisen, sosiaalisen että ekologisen ulottuvuuden. Ilmastokestävän talouspolitiikan tulee olla myös sosiaalisesti ja taloudellisesti kestävä. Ratkaisuja voidaan löytää, kunhan tukeudutaan tasapainoisesti näihin kestäväen kehityksen periaatteisiin ja tehdään päätökset tutkimustietoon ja asialliseen, analyttiseen keskusteluun nojautuen. Näillä eväillä meillä suomalaisilla on hyvät eväät löytää ratkaisuja mittaviinkin ongelmiin, joita siis riittää.

Näistä ongelmista ilmastomuutos on kuitenkin sellainen, että sitä emme voi pysäyttää yksin.

Olennaista on, että teemme oman osuutemme ja toimimme aktiivisesti kansainvälisten ratkaisujen eteen.

\* \* \*

Kansainvälisen ilmastopaneelin IPCC:n tuoreen raportin mukaan ilmaston lämpeneminen pitäisi pysäyttää 1,5 asteeseen verrattuna esiteolliseen aikaan. Maailman maiden nyt voimassa olevat sitoumukset päästöjen vähennyksistä tarkoittavat kuitenkin yli kolmen asteen lämpenemistä. Tämä on selvästi tavoiteltua enemmän. Tarvitaan siis lisää kunnianhimoa ja tavoitteellisuutta.

Myös taloustieteilijät ovat analysoineet jo pitkään talouden ja ilmaston välistä vuorovaikutusta – esimerkiksi viime vuoden talousnobelisti William Nordhaus, joka alkoi tutkia ilmastopolitiikkaa 1970-luvulla.

Ilmastomuutos onkin tyyppiesimerkki siitä, mitä taloustieteessä kutsutaan ulkoisvaikutukseksi: saastuttajat eivät ole joutuneet maksamaan toimintansa vahingollisista seurauksista.

Kasvihuonepäästöillä ei siis ole ollut hintaa. Markkinat eivät kuitenkaan ratkaise tällaista ongelmaa ilman julkisen vallan toimia.

Ilmastopolitiikassa on paljon ratkaisemattomia ja vaikeita kysymyksiä, mutta taloustieteen piirissä vallitsee varsin laaja yhteisymmärrys hyvän politiikan peruseriaatteista. Ilmastopolitiikan tulisi olla taloudellisesti ja vaikutuksiltaan tehokasta ja oikeudenmukaista. Lisäksi järjestelmä pitäisi rakentaa

siten, että kaikilla mailla olisi kannustimet osallistua siihen. Tarkastelen näitä seuraavaksi:  
(KALVO 2.)

**1. Tehokkuus:** Ilmastonmuutos on globaali ongelma, ja siihen tarvitaan globaaleja ratkaisuja. Tehokkainta olisi, jos kasvihuonepäästöille saataisiin yksi maailmanlaajuinen hinta. Globaali hiilivero tai kaupattavien päästölupien järjestelmä kannustaisi vähentämään päästöjä siellä, missä se on halvinta.

Globaali hiilivero olisikin ideaaliratkaisu, ainakin taloustieteilijän ideaalimaailmassa, jossa päätöksenteko on globaalisti rationaalista ja jossa kansalliset ja yhteiskunnalliset eturistiriidat eivät jarruta päätöksiä. Emme kuitenkaan elä tällaisessa ihannemaailmassa, joten on löydettävä sellaisia ratkaisuja, jotka myös voidaan toteuttaa pian ja jotka tuottavat konkreettisia tuloksia. Palaan tähän hetken päästä.

**2. Oikeudenmukaisuus.** Kasvihuonepäästöjen vähentäminen aiheuttaa taloudellisia kustannuksia, eikä köyhillä mailla ole tähän välttämättä varaa tai halua. Lisäksi nykyiset kehittyneet maat ovat tuottaneet valtaosan historiallisista kasvihuonepäästöistä. Globaalien ratkaisujen rinnalle tarvitaankin tulonsiirtojärjestelmää, esim. ilmastorahastoa, joka tukee kehittyviä maita. Tällainen, joskin toistaiseksi pieni, on rakennettu YK:n alaisuudessa.

Ilmastorahasto on maittain eriytettyjä hiiliveroja tehokkaampi tapa oikeudenmukaisuuden toteuttamiseen. Jos vaikkapa kehittyville maille sallittaisiin väljemmät päästötavoitteet tai alhaisempi hiilivero, tämä johtaisi helposti ei-toivottuihin vaikutuksiin, kuten hiilivuotoon. Hiilivuoto tarkoittaa sitä, että yritykset siirtävät saastuttavaa, hiili-intensiivistä, tuotantoa maihin, joissa ilmastopolitiikka on sallivampaa.

**3. Kannustimet osallistua.** Ilmastopolitiikan hyödyt ovat maailmanlaajuisia ja kustannukset yleensä paikallisia. Kannustimet vapaamatkustamiseen ovat ilmeisiä. Kunkin maan kannalta houkutteleva vaihtoehto olisi, että muut vähentäisivät päästöjään ja oma maa voisi jatkaa kuten aiemminkin. Sopimusten lisäksi tarvitaankin kannustinjärjestelmiä, jotka saavat valtiot noudattamaan sitoumuksiaan. Osan näitä kannustinjärjestelmiä voivat muodostaa edellä mainitut ilmastorahastot. Rahastosta saatavan tuen ehdoksi voidaan asettaa sitoumusten noudattaminen.

**4. Siirtymäkauden ratkaisuista.** Vaikka tavoitteena on maailmanlaajuinen ilmastopolitiikka, ei ole realistista olettaa, että kaikki maailman maat lähtevät heti mukaan. Alueelliset ratkaisut, kuten Euroopan unionin päästölupakauppa, voivat ovat hyödyllisiä siirtymäkaudella – joka voi olla pitkäkin siirtymäkausi.

Olin Euroopan komission jäsenenä tekemässä ja päättämässä vuosien 2008 ja 2013 eurooppalaisia ilmasto- ja energialinjauksia. Ne määrittävät tänäkin päivänä Euroopan unionin ja sen jäsenmaiden päätöksentekoa ja todellisuutta. Molemmat olivat isoja edistysaskelia, jotka tekivät EU:sta globaalin edelläkävijän ilmastonmuutoksen hidastamisessa. Mutta valuvikojakin niihin jäi, kuten EU:n päästölupakauppaan alun perin: esimerkiksi ensimmäisen päästölupakauden lopulla lupien hinta romahti ja lupajärjestelmän ohjaava vaikutus siten lakkasi väliaikaisesti. Kun matkalla on opittu, osa näistä valuvioista on sittemmin korjattu.

Taloustieteilijöiden piirissä hiiliveroa pidetään nykyisin ehkä hieman paremmin ilmastopolitiikkaan sopivana välineenä kuin kaupattavien päästölupien järjestelmää: kun veron taso ja tuleva ura on tiedossa, yrityksillä ja kotitalouksilla on selkeämmät hintakannustimet. Kuvaavaa on, että jopa 3419 amerikkalaista ekonomistia, ml. 27 talousnobelistia ja keskuspankki Fedin kaikki elossa olevat entiset pääjohtajat, vaati äskettäin ensi vaiheessa hiiliveron – ensi vaiheessa kansallisen – toteuttamista. Tämä tuskin toteutuu presidentti Trumpin aikana.

(Kalvo 3.)

Tämän hetken ja lähivuosien realiteetti lieneekin, että päästölupakaupalle voi olla helpompi saada yleinen, poliittinen, hyväksyntä, ja se on toteuttamiskelpoisempi, kuten EU on osoittanut. EU:n ilmastopolitiikassa päästökaupalla onkin tärkeä merkitys.

\* \* \*

Periaatteessa tiedämme siis sängen hyvin sen, mitä ilmastonmuutoksen hillitsemiseksi pitää tehdä. Kasvihuonepäästöjä on vähennettävä ja energiataloudessa siirryttävä fossiilisista uusiutuviin. Viime aikojen kotimaista keskustelua seuratessa tulee kuitenkin välillä jopa sellainen käsitys, että olisimme vielä lähtöruudussa, eikä meillä olisi mitään kansallista toimintalinjaa ilmastopolitiikassa. Tämä on väärä käsitys – onneksi. Emme ole enää lähtökuopissa.

(Kalvo 4.)

Suomen linja on viimeksi määritelty eduskunnan vajaan pari vuotta sitten hyväksymässä kansallisessa energia- ja ilmastostrategiassa, joka viitoittaa Suomen ratkaisuja vuoteen 2030. Strategian ytimessä on uusiutuvan energian osuuden nostaminen puoleen energian loppukulutuksesta, kun se vuonna 2017 oli runsaat 40 %. Kivihiilen käytöstä energiantuotannossa luovutaan viimeistään vuonna 2029.

Näistä tavoitteista on pidettävä kiinni. Samalla on tärkeää, että Suomi ajaa kansainvälisillä foorumeilla kunnianhimoisia ratkaisuja ilmastonmuutoksen hillitsemiseksi.

Suomi tekee ilmastoasioissa omaa osuuttaan. Kasvihuonepäästömme ovat olleen laskevalla trendillä jo noin 15 vuoden ajan. Vuonna 2017 ne vähenivät enemmän kuin yhdessäkään toisessa EU-maassa.

Jos katsotaan välitavoitteita, niin Suomelle uusiutuvan energian tavoite vuodelle 2020 on EU:n asettama sitova 38 %. Tämä tavoite on jo ylitetty, ja osuus oli 41 % vuonna 2017.

Kun tarkastellaan erikseen sähköenergian tuotantoa, siellä uusiutuvien osuus on nyt vähän yli 35 prosenttia, mutta päästöttömien energialähteiden osuus (ml. ydinvoima) on peräti noin 80 prosenttia. Euroopan unionin osalta kokonaisuutena näyttää, että EU on saavuttamassa uusiutuvan energian tavoitteensa, mutta jäsenmaakohtaiset erot ovat suuria. Osa jäsenmaista on jo nyt ylittänyt tavoitteensa, ja osa ei tule tavoitettua saavuttamaan. Suomi on tällä hetkellä Ruotsin jälkeen toisena uusiutuvan osuudellaan.

Liikenteessä kaikkia jäsenmaita koskeva tavoite vuodelle 2020 on 10 prosentin osuus. Suomi on kansallisesti nostanut tämän 20 prosenttiin. Vuonna 2017 uusiutuvien polttoaineiden osuus Suomen liikenteessä oli jo 19 % eli lähes tavoitteen mukainen. Liikennesektorilla vain Ruotsi ja Suomi ovat saavuttaneet EU:n yhteisen 10 prosentin tavoitteen.

Yksi läpileikkaava teema ilmastopolitiikassa on kiertotalouden hyödyntäminen. Sen ympärillä Suomessa on käynnissä useita tutkimus- ja kehityshankkeita.

Näin ollen Suomi on kokonaisuutena katsoen edennyt erittäin hyvin kunnianhimoisissa tavoitteissaan uusiutuvan energian lisäämiseksi.

\* \* \*

Hyvät kuulijat,

Energiapolitiikassa olemme siis kestäväällä uralla ja saavuttamassa tavoitteitamme – minkä myötä olemme kiistatta ja selkeästi globaalien edelläkävijöiden joukossa, osa ratkaisua.

Jatkossa on varmasti tarvetta uudistaa ja jalostaa tavoitteitamme. Kun uudistamme kansallista ilmasto- ja energiastrategiaamme – mikä voi olla seuraavan hallituksen työlistalla, jos se niin päättää – niin oletan, että uskottavasti kunnianhimoiset tavoitteet kohtaavat myötäk aikua suomalaisissa ostajissa ja kuluttajissa. Pitkäjänteisyys, käytännönläheisyys ja tavoitteiden tinkimätön toteuttaminen käyvät kyllä ilmastopolitiikan ohjenuoraksi jatkossakin.

\* \* \*

Kasvihuonepäästöjä määrätietoisesti vähentämällä voidaan välttää ilmastomuutokseen liittyvät suuret uhat. Mutta mitkä ovat ilmastopolitiikan sivuvaikutukset? Heikentävätkö ne työllisyyttä? On selvää, että kaikki eivät tässäkin muutoksessa ole voittajia. On aloja, joilla tuotanto ja työllisyys vähenevät. Toisaalta tuotanto ja työllisyys kasvavat toisilla aloilla, kunhan uusiin tuotantotapoihin investoidaan ja niitä aktiivisesti yrityksissä innovoidaan.

Jos muutokset ovat nopeita, on olemassa uhka, että uusista työpaikoista ja investoinneista huolimatta jotkut jäävät jälkeeseen. On pidettävä huoli, ettei näin käy. Tämä on työelämän murroksenkin takia iso kansallinen haaste. Muutoksiin voidaan vaikuttaa mm. elinikäisen oppimisen sekä täydennys- ja muuntokoulutuksen kautta ja avulla.

Hyvät ystävät,

Ilmastonmuutos on maailmanlaajuinen ilmiö, ja me suomalaiset emme voi hillitä sitä yksin. Meidän on syytä olla jatkossakin osa ratkaisua eikä osa ongelmaa. Ja me voimme hyvin tehdä sen niin, että samalla työllisyys kohenee ja talouskehitys on kestävä ja vakaata.

Kiitos.

[Pääjohtaja Olli Rehn: Ilmastopolitiikka, vakaus ja hyvinvointi](#) from [Suomen Pankki](#)

# Pääjohtaja Olli Rehn: Euroopan ja Suomen talouden näkymät

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Euroopan ja Suomen talouden näkymät

Väylä 2019 -sidosryhmätilaisuus,

Finlandia-talo, Helsinki 8.2.2019

[\(pdf\)](#)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Euroopan ja Suomen talouden näkymät](#) from [Suomen Pankki](#)



# Pääjohtaja Rehn: Miten euro pärjää epävarmuuden maailmassa?

Pääjohtaja Rehn

Suomen Pankki

Miten euro pärjää epävarmuuden maailmassa?

Työeläkevakuuttajat TELA:n seminaari ”Minne menet, Eurooppa?”

Helsinki, 5.2.2019

[\(Pdf\)](#)

## Miten euro pärjää epävarmuuden maailmassa?

Hyvät kuulijat,

Talouksenäkymien ylle on nyt kerääntynyt synkkiä pilviä – tai ainakin aiempaa harmaampia. Vielä vuosi sitten talouden suunta näytti hyvältä sekä maailmalla että Suomessa. Ennusteita tarkistettiin parempaan suuntaan.

Vuoden 2018 mittaan talouskehitys osoittautui kuitenkin odotettua vaimeammaksi, ja näkymiä on jouduttu tarkistamaan huonompaan suuntaan. Epävarmuus on lisääntynyt: Yhdysvaltain ja Kiinan välinen kauppakiista on kärjistynyt, kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla tunnelma on heikentynyt ja Kiinan talouden näkymät ovat vaimentuneet. Lisäksi Ison-Britannian EU-eroproessiin ja sen talousvaikutuksiin liittyy suuria epävarmuuksia. Suomessa talouskasvu ja työllisyystilanteen koheneminen ovat toistaiseksi jatkuneet, mutta näkymät ovat meilläkin vaimentuneet.

Onko syytä odottaa uutta taantumaa maailmantaloudessa? Kääntyykö kasvu supistumiseksi?

Alkaako Suomessa työttömyys taas lisääntyä?

Taantuma ei nyt näytä todennäköiseltä. Vaikka kasvu on aiempaa hitaampaa, ei hidastuminen ole ollut jyrkkää. Esimerkiksi kansainvälinen valuuttarahasto IMF arvioi tammikuun ennusteessaan, että kehittyneiden maiden talouskasvu jatkuu, mutta vaimenee.

Maailmantalouden heikkenemiseen on yhtä kaikki syytä varautua. Jos kehitys osoittautuu nyt odotettua huonommaksi ja inflaationäkymät vaimenevat, keskuspankit ottavat tämän huomioon rahapolitiikassaan.

Myös finanssipolitiikan on syytä odottaa reagoivan. Jos taantuma uhkasi, voitaisiin julkisia menoja lisätä ja verotusta keventää niissä maissa, joissa tällaiselle finanssipolitiikan keventämiselle on tilaa. Tilaa finanssipolitiikan keventämiselle on sitä enemmän, mitä paremmassa kunnossa julkinen talous on lähtötilanteessa: elvytysvaraa on siis sitä enemmän, mitä pienempi on alijäämä, mitä pienempi on velka ja mitä parempi on julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys.

Onkin tärkeää, että hyvinä aikoina varaudutaan huonompiin. Tärkeää on myös korostaa pitkän aikavälin näkymien merkitystä. Jos julkinen talous varautuu väestön ikääntymiseen, sen odotetaan kykenevän hoitamaan velkojaan tulevaisuudessakin. Tällöin sillä on enemmän tilaa reagoida tarvittaessa suhdannekehityksen väliaikaiseen heikkenemiseen keventämällä finanssipolitiikkaa. Talouskehityksen vaimenemisen vaikutukset riippuvat myös rahoitusjärjestelmän toiminnasta. Jos yleinen talouskehitys heikkenee jyrkästi, rahoituslaitosten toiminta saattaa pahentaa tilannetta edelleen, jos niiden toiminta ei ole vakaalla pohjalla.

Tähän haasteeseen vastaa Euroopan pankkiunionin rakentaminen. Se on jo vahvistanut pankkien sääntelyä ja valvontaa. Pankkiunionin viimeistely onkin erittäin tärkeää euroalueen rahoitusvakauden ja siten koko kansantalouden ja työllisyyden kannalta.

\* \* \*

Euroopan keskuspankki ylläpitää rahapolitiikan elvyttävää mitoitusta. EKP on pitänyt korkotason matalana ja tukenut likviditeettiä. Kotitalouksien ja yritykset pankkilainojen korot ovat hyvin matalat. Keveän rahapolitiikan syy on hintanäkymissä. Inflaatiopaineet ovat pysyneet vaimeina, vaikka tilanne on kohentunut tuntuvasti verrattuna siihen, mikä se oli muutama vuosi sitten deflaation uhatessa. EKP:n rahapolitiikassa tärkeä rooli on ennakoivalla viestinnällä tulevista toimista. Kun rahapolitiikan strategia tuodaan selkeästi esiin, sillä on vaikutusta inflaatiota koskeviin odotuksiin.

Rahapolitiikan kannalta on tärkeää, että inflaatio-odotukset eivät ankkuroidu liian hitaan inflaation mukaiselle tasolle. Jos näin kävisi, se vaikeuttaisi merkittävästi keskuspankin tehtävää tavoitteen mukaisen inflaation saavuttamisessa. Samalla heikkenisivät vakaan talouskasvun ja suotuisan työllisyyskehityksen edellytykset.

Olen esittänyt omana näkemyksenäni, että EKP:n neuvoston olisi syytä arvioida säännöllisesti rahapolitiikkansa strategiaa. EKP:n rahapolitiikan ensisijainen tavoite on hintavakaus. Tämä tehtävä on perussopimukseen ankkuroitu, mutta tavoitteen saavuttamisen edellyttämä strategia ei ole kiveen hakattu. Sitä tulisi muovata taloudellinen ympäristö huomioon ottaen. EKP:n rahapolitiikan strategia muodostuu niistä taustaoletuksista, periaatteista ja välineistä, joita EKP hyödyntää pyrkiessään hintavakauden ylläpitämiseen.

EKP:n rahapolitiikan strategiaa tarkennettiin vuonna 2003 eli noin 15 vuotta sitten. Tuolloin nojaututtiin sen hetkiseen taloustieteelliseen tutkimukseen ja noin viiden vuoden mittaiseen kokemukseen yhteisestä rahapolitiikasta.

Rahapolitiikan toimintaympäristö ja välineistö ovat kuitenkin muuttuneet merkittävästi edellisen, vuoden 2003 arvion jälkeen. Rahapolitiikan kannalta keskeinen reaalin tasapainokorko on laskenut, ja todennäköisyys, että rahapolitiikka törmää uudestaan nollakorkorajaan, on lisääntynyt. Lisäksi euroalue on sitten vuoden 2003 kohdannut finanssikriisin, valtioiden velkakriisin, likviditeettiloukun ja häiriöitä rahapolitiikan välittymisessä.

Aloittamalla strategian säännöllisten arvioiden laatimisen olisimme hyvässä seurassa. Yhdysvaltain, Kanadan, Ison-Britannian ja Ruotsin keskuspankit tarkastelevat säännöllisesti strategiaansa.

Mahdollisimman onnistuneen rahapolitiikan kannalta olisikin hyödyllistä katsoa tuorein silmin niitä tekijöitä, jotka muodostavat strategiaamme. Uuden arvion tekeminen olisi hyödyllistä myös riippumatta siitä, tuottaisiko se muutoksia rahapolitiikan strategiaan.

\* \* \*

Edellä toin esiin, että rahoitusjärjestelmän toiminta vaikuttaa siihen, kuinka herkkä euroalueen talous on tulevien häiriöiden suhteen. Laajemminkin rahaliiton rakenteiden kehittäminen on ratkaisevan tärkeää sen vakauden ja sen jäsenmaiden taloudellisen hyvinvoinnin kannalta. Tämä on tullut hyvin selväksi euroalueen talouskehityksessä viimeisten 10 vuoden aikana koettujen ongelmien myötä. Myös Suomen talouskehityksen kannalta rahaliiton rakenteiden kehittäminen on tärkeää. Suomen talous on verraten pieni ja riippuvainen ulkomaankaupasta sekä muusta kansainvälisestä taloudellisesta kanssakäymisestä. Jos euroalueen talous menestyy ja kehittyy vakaasti, tämä tukee talouskasvun ja suotuisan työllisyyskehityksen edellytyksiä myös Suomessa.

Kun keskustelua rahaliiton rakenteiden kehittämisestä käydään, kysytään usein, miten varmistetaan jäsenmaiden talouspoliittisten päätösten yhteensopivuus rahaliiton vakauden kanssa. Onko syytä luottaa markkinapaineeseen ja -kuriin vai sopimukseen ja sääntöihin?

Pitääkö esimerkiksi luoda olosuhteet, joissa julkisen velan liiallinen kasvu johtaa varmasti ja nopeasti valtionvelan korkojen nousuun? Päätöksiä ohjaisi vahvasti markkinapaine.

Vai onko finanssipolitiikan sääntöjen käyttäminen parempi keino? Tällöin kukin jäsenmaa sitoutuu sääntöihin, jotka on suunniteltu varmistamaan julkista velkaa koskevien päätösten kestävyys.

Jos halutaan eri olosuhteissa mahdollisimman hyvin toimiva kehikko, tarvitaan molempia. On realismia, että tarvitaan sekä markkinapainetta että yhdessä sovittuja sääntöjä.

Kunkin euroalueen maan talouden tasapainoinen kehitys on ensi sijassa maan omalla vastuulla.

Näin on syytä ollakin. Samanaikaisesti tasapainoista kehitystä voivat lisäksi tukea yhteiset vakauttavat rakenteet koskien julkisen talouden hoitamista ja rahoitusjärjestelmää.

Näissä yhteisissä vakuutusluonteisissa järjestelyissä voi aina piillä vapaamatkustamiseen tai liialliseen riskiottoon liittyviä riskejä. Nämä riskit on otettava tarkasti huomioon, kuin yhteisiä rakenteita kehitetään.

Millaisia päätöksiä rahaliiton kehittämiseksi olisi syytä tehdä? Edellä toin esiin pankkiunionin loppuunsaattamisen. Onnistuessaan se pienentäisi pankkijärjestelmän vakautta uhkaavien häiriöiden todennäköisyyttä ja niiden vaikutuksia veronmaksajille.

Pankkiunionin puitteissa on jo luotu yhteinen pankkivalvonta ja yhteinen kriisinratkaisumekanismi. Seuraavia askelia tarvitaan yhteisen talletustuojan luomisessa ja kriisinratkaisumekanismiin vahvistamisessa. Reilun pelin hengessä tässä on toki lähdettävä riittävän puhtaalta pöydältä koskien niitä pankkien taseissa olevia riskejä, jotka periytyvät pankkiunionia edeltävältä ajalta.

Rahaliiton kehittämisessä tärkeällä sijalla on myös Euroopan vakauserämekanismin vahvistaminen. Sille tulee varmistaa tehokkaat päätöksentekomenettelyt ja toimintaedellytykset kaikissa olosuhteissa.

Nykyisen järjestelmän puitteissa päätöksiä, jotka koskevat tiukasti ehdollisen rahoitustuen myöntämistä, voidaan tehdä vain yksimielisesti. Olisi perusteltua, että ne vastedes voitaisiin tehdä vahvistetulla määränemmistöllä. Nykyinen yksimielisyyden vaatimus tarkoittaa, että mikä tahansa 19 jäsenmaasta voisi omista, jopa asiaan suoraan kuulumattomista syistä pysäyttää päätöksenteon.

\* \* \*

Talouskehityksen vakauden ja menestyksen kannalta vähintään yhtä tärkeitä kuin yhteiset rakenteet ovat myös talouden rakenteet jokaisessa rahaliiton jäsenmaassa. Yksi mahdollinen rakenteellisten uudistusten kohde monessa maassa on eläkejärjestelmä.

Väestön ikääntyessä eläkejärjestelmän rahoituksen kestävyys on varmistettava samalla, kun turvataan eläkkeiden riittävä taso. Yksi keino on eläkkeellejäämisiän sitominen eliniän odotteeseen. Suomen eläkejärjestelmässä tällainen kytkös jo onkin.

Yksi huolestuttava piirre euroalueen viimeaikaisessa kehityksessä on rakenneuudistusten tahdin hidastuminen euroalueen maissa – koskien myös eläkejärjestelmiä. On jopa peruttu sellaisia aiemmin päätettyjä tai suunniteltuja eläkeuudistuksia, jotka olisivat parantaneet järjestelmien kestävyttä. Näin ei onneksi ole käynyt Suomessa.

\* \* \*

Kansainvälisen talouden kehitys on siis nyt heikkenemässä. Miten voimme varautua tuleviin laskusuhdanteisiin ja kenties torjua niitä? Tänään olen tuonut esille useampia keinoja. Kiteytän ne vielä.

Ensinnäkin ehdottamani rahapolitiikan strategian säännöllinen arviointi voisi parantaa edellytyksiä jyrkkien ja pitkäaikaisten suhdannelaskujen välttämiseksi. Tulisi säännöllisesti varmistettua, että rahapolitiikan strategia on aina ajan tasalla, hintavakauden ja kasvun tähden.

Toiseksi julkisen talouden puskureiden luominen hyvinä aikoina antaa tilaa finanssipoliittiselle elvytykselle taantumien uhatessa.

Kolmanneksi rahaliiton rakenteiden vahvistaminen auttaisi vakauttamaan talouskehitystä mm. vähentämällä uhkaa siitä, että rahoitusjärjestelmän haavoittuvuudet voimistaisivat laskusuhdanteita. Viimeisenä vaan ei vähäisimpänä, rakenteelliset uudistukset jäsenmaissa voivat pienentää talouskehityksen herkkyyttä erilaisille häiriöille. Eläkejärjestelmä tarjoaa tästä tärkeän esimerkin. Jos eläkejärjestelmän rahoituksellinen kestävyys ja eläkkeiden riittävä taso on varmistettu, kotitaloudet voivat luottaa tulevaisuuteen. Edes talouskehityksen heikentyessä niiden ei tarvitsisi varmuuden vuoksi pienentää rahankäyttöään ja siten syventää laskusuhdannetta.

Kun rahoitusmarkkinat voivat puolestaan luottaa eläkejärjestelmän rahoitukselliseen kestävyteen, säilyy luottamus julkisen talouden kykyyn hoitaa velkojaan. Tällöin finanssipoliitikalla on tarvittaessa liikkumavaraa laskusuhdanteen vaimentamiseen.

Kaiken kaikkiaan, kun vahvistetaan rakenteita ja varaudutaan tulevaan, ei mahdollinen kansainvälinen laskusuhdanne ole yhtä suuri huolenaihe. Kun Eurooppa ja Suomen talous ovat vakaalla pohjalla, talouskehityksen ja työllisyyden heikkeneminen voidaan välttää.

Arvoisat kuulijat, hyvät ystävät,

Kun puhutaan rahaliiton vahvistamisesta, joudutaan väistämättä tekemisiin monimutkaisten teknisten ja juridisten kysymysten kanssa. Rahaliiton vahvistaminen ei kuitenkaan ole luonteeltaan tekninen harjoitus, vaan liittyy läheisesti koko Euroopan unionin tulevaisuuteen.

EU tarvitsee rahaliiton, joka toteuttaa kansalaisten legitiimin, perustellun odotuksen talouden vakaudesta, kestävästä kasvusta ja työllistymisen mahdollisuuksista. Tämä on ensisijainen tavoite. Samalla Euroopan rooli demokratian ja sääntöperusteisen kansainvälisen järjestyksen lipunkantajana on viime aikoina tullut vielä tärkeämmäksi kuin mitä se ehkä oli joitakin vuosia sitten. Kun näin on, on hyvä nähdä metsä puilta. Sen sijaan, että kulutettaisiin poliittista energiaa kynnyskysymysten asettamiseen, joiden kuvitellaan miellyttävän kotimaista yleisöä, kannattaa ajaa myönteisiä uudistuksia ja keskittyä eurooppalaiseen sillanrakentamiseen. Siinä on tulevalle EU-puheenjohtajamaallekin rutkasti työsarkaa.

Kiitos.

[Pääjohtaja Rehn: Miten euro pärjää epävarmuuden maailmassa?](#) from [Suomen Pankki](#)

# Talouselukutaito korostuu maksamisen murroksessa

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Opettajien talousosaaminen – tutkimuksen ja raportin julkistus

Suomen Pankin rahamuseo 31.1.2019

## Talouselukutaito korostuu maksamisen murroksessa

Osa keskuspankin tehtävistä tuntuu jokapäiväisessä elämässä helposti etäisiltä. Näin ei kuitenkaan ole ainakaan maksamisen suhteen, joka kytkeytyy hyvin tiiviisti kuluttajien ja yritysten arkeen: meistä jokainen maksaa useita kertoja viikossa, eri paikoissa, eri tavoilla. Suomen Pankki osaltaan varmistaa sen, että maksu- ja selvitysjärjestelmät toimivat luotettavasti ja tehokkaasti. Lisäksi seuraamme ja analysoimme maksamisen kehittymistä aktiivisesti.

Maksamisen käytännöt ovatkin nyt nopeassa murroksessa. Tulevaisuuden maksamiselle tunnusomaista on pirstaloituminen, kun uusia toimijoita ja maksusovelluksia tulee lisää ja vaihtoehdot lisääntyvät entisestään. Maksaminen myös reaaliaikaistuu. Tilisiirtopohjainen pikamaksaminen mahdollistaa rahan siirtymisen maksajalta saajalle sekunneissa, 24 tuntia vuorokaudessa, 7 päivänä viikossa, vuoden jokaisena päivänä, asiakkaan pankista riippumatta. Iloinen maksaja lienee yhtä harvinainen olento kuin iloinen veronmaksaja. Maksamisen tuskaa on kuitenkin alkanut lievittää se – ehkä liiksikin – että maksaminen on sulautunut osaksi ostoprosessia ja häipynyt taustalle. Maksutiedot voidaan tallentaa sovellukseen kerran, ja sen jälkeen ostamisen yhteydessä maksaminen onnistuu ilman, että ihminen edes huomaa maksaneensa ostosta. Tämä maksamisen näkymättömyys helposti hämärtää kuluttajan tietoisuutta käytettävissä olevasta rahan määrästä ja voi siten osaltaan lisätä ylivelkaantuneisuutta. Näin on syntynyt tarve uudelle talouselukutaidolle.

Erityisen tärkeää talouselukutaito on elämän nivelvaiheissa, kun tulotaso laskee, esimerkiksi eläköidyttyessä. Maksuhäiriömerkintöjä saaneiden henkilöiden määrä on kasvanut, viime vuonna heitä oli jo yli 380 000. Eläkeläisten osuus tässä joukossa on kasvanut reippaasti, kun taas nuorten alle 25-vuotiaiden osuus on laskenut.

Toisaalta ihmisellä saattaa olla näennäisesti rahaa koko ajan taskussa – ainakin jonkin aikaa – mutta silti talous on epätasapainossa, koska entistä velkaa hoidetaan uusilla luotoilla. Nuorten suurinta velkataakkaa ei enää muodostakaan asuntolaina, vaan kulutusluotot, osamaksusopimukset ja muut pikkulainoilta tuntuvat luotot, usein moniin eri paikkoihin. Kokonaiskuva velkaantumisesta hämärtyy entisestään, kun kulutusluottojen tarjonta monipuolistuu.

Puutteellisesta oman talouden hallinnasta johtuvien ongelmien niin taloudelliset kuin sosiaalisetkin kustannukset ovat yhteiskunnalle huomattavan korkeat. Tämän vuoksi omaan talouteen liittyviä ongelmia tulee pyrkiä ehkäisemään jo ennen niiden syntymistä ja kumuloitumista. Ainoa tapa pysyä mukana muutoksessa on hankkia riittävä perusosaaminen taloudesta, jonka avulla ihminen voi hallita omaa talouttaan. Oma budjettirajoite on pystyttävä tiedostamaan, vaikka se ei enää olisikaan niin näkyvä.

Hyvä talouselukutaito kuuluu kaikille ja koskettaa aivan jokaista kansalaista – iästä, tuloista ja asemasta riippumatta. Talouselukutaito, tai laajemmin talousosaaminen, onkin välttämätön kansalaistaito, jonka on oltava riittävällä tasolla läpi koko yhteiskunnan, lapsista vanhuksiin. Kyse on tietysti yleisemminkin terveen kriittisen ajattelutavan omaksumisesta elämänasenteena.

Talouselukutaiton opetusta tulee tarjota kaikilla oppiasteilla, peruskouluista lukioihin ja ammatillisista oppilaitoksista aikuiskoulutukseen. Näin talouselukutaito syvenee matkalla lapsuudesta aikuisuuteen. Perusoppien lisäksi aikuisväestö tarvitsee tietojen päivitystä, vanhukselle puolestaan erityistä tukea.

Kansalaisten kannalta on tärkeää, että talouselukutaitoa edistetään monien eri kanavien ja

toimijoiden kautta. Niin koululla, kodilla, finanssialalla kuin viranomaisillakin on tässä oma toisiaan tukeva roolinsa. Myös tänään täällä rahamuseossa monet tätä arvokasta työtä tekevät tahot ovat läsnä.

Koululla on keskeinen rooli talouslukutaidon perusteiden opetuksessa lapsille ja nuorille. Vieraillessani Oulussa viime vuonna opettajaksi opiskelevat pohtivat parhaita tapoja opettaa lapsille ja nuorille talouslukutaitoa. Tulevat opettajat kaipasivat helppokäyttöistä oppimateriaalia talousosaamisen opettamisen tueksi. Tässä myös meillä viranomaisilla on tehtävää. Suomen Pankki osallistuu opettajille suunnattuihin Talous Tutuksi -tilaisuuksiin. Asiantuntijamme käyvät säännöllisesti luennoimassa yliopistoissa, ammatillisissa oppilaitoksissa ja lukioissa, toisinaan myös ala-asteilla.

Tänään olemme rahamuseossa, joka on keskiössä Suomen Pankin työssä talousosaamisen kasvattamiseksi. Viime vuonna rahamuseossa vieraili yli 100 oppilasryhmää. Ala-asteryhmien määrä kasvoi eniten ja niitä olikin kaikista ryhmistä jo lähes viidennes. Rahamuseossa järjestetään lisäksi kaikille avoimia yleisötilaisuuksia. Tämä tila on meille tärkeä kanava viestiä yleisölle niin keskuspankista kuin taloustaidoista.

Suomen Pankin koordinoiman maksuneuvoston tavoitteena on tukea edistyksellisiä ja koko yhteiskunnan kannalta tehokkaita maksutapoja. Digitalisaation ja sääntelyuudistusten vauhdittama maksamisen murros näkyy myös maksuneuvoston työssä.

Viime vuonna maksuneuvoston asettama talouslukutaidon työryhmä kartoitti keinoja vastata taloudenhallinnan haasteisiin toimittamassaan e-kirjasessa "Talouslukutaito 2020-luvulla", jota on käytetty lähteenä myös tänään julkaistavassa "Opettajien talousosaaminen" -raportissa. E-kirjaseen yksi painava johtopäätös oli talousosaamisen parissa työskentelevien tahojen yhteistyön suuri merkitys.

Yhteistyötä eri toimijoiden välillä tulee jatkamaan oikeusministeriön alaisuuteen suunniteltu taloudenhallinnan, tai talousosaamisen, neuvottelukunta, jolle Suomen Pankki on valmis antamaan asiantuntija-apua.

Ottaen huomioon maksamisen murroksen aiheuttama haaste suomalaisten, etenkin nuorten, taloudenhallinnalle, olisi kansallisen strategian laatiminen talousosaamisen vahvistamiseksi luonteva tehtävä neuvottelukunnalle, ja toivon, että se voisi sellaista ryhtyä valmistelemaan. Strategialla tarkennettaisiin talousosaamiseen liittyvät tavoitteet ja niiden seuranta sekä eri toimijoiden vastuut ja työnjako.

Erityisen tärkeää olisi saada nuoret ja heidän edustajansa mukaan strategiaa laatimaan. Nuorten syrjäytymisen estämiseksi kansallisen talousosaamisen strategian soisi saavan sijan myös seuraavassa hallitusohjelmassa.

Strategia ei tietenkään voi olla mikään itsetarkoitus, tulokset ratkaisevat, mutta siinä strategiatyö varmasti auttaa.

Näillä mietteillä toivotan teidät Suomen Pankin puolesta tervetulleiksi tähän Opettajien talousosaaminen -tutkimuksen ja raportin julkistustilaisuuteen.

# The Euro Beyond 20: Monetary Policy in the Real Economy

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Keynote speech at the Conference on financial market policy

The Economic Council (CDU Wirtschaftsrat Deutschland)

Berlin, 29 January 2019

Slides ([pdf](#))

See Bank of Finland's [news](#) on 29 Jan 2019

## The Euro Beyond 20: Monetary Policy in the Real Economy

Meine sehr geehrten Damen und Herren, Liebe Freunde,  
Berlin ist immer eine Reise wert!

Es ist schön, wieder einmal in der deutschen Hauptstadt zu sein. Ich danke dem CDU Wirtschaftsrat sehr herzlich für die Einladung. Es ist mir eine große Freude und Ehre, heute zu Ihnen sprechen zu dürfen. Als Sohn eines Kleinunternehmers liegt mir der Gedanke der sozialen Marktwirtschaft des Wirtschaftsrats sehr am Herzen.

Aber lassen Sie mich von der Muttersprache Goethes, Ludwig Erhards, sowie auch der von Gerd Müller und Franz Beckenbauer – übrigens den Helden meiner Jugend! – in die Muttersprache von Shakespeare, Adam Smith, Bobby Moore und Gary Lineker wechseln. Das ist etwas praktischer für meine Rede – und insbesondere für ihre Geduld!

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

As the euro turned twenty at the beginning of this year, it is logical to have a look at the two decades, and to prepare for the third decade of the monetary union that has now started. After all, it is our clarity of vision and sense of purpose, as Europeans, as citizens and decision-makers, which will determine how the future of the monetary union turns out.

In my remarks today, I will discuss the challenges the monetary policy makers face, with an eye on the future of the euro. I will not talk about monetary policy only in a narrow sense, as we need to discuss our monetary concerns in a broader context of economic and political developments.

In this context, let me quote Joseph Schumpeter, one of the greatest economists of all time, who wrote: "Der Zustand des Geldwesens eines Volkes ist ein Symptom aller seiner Zustände." ["The condition of the monetary system of a nation is a symptom of all its conditions."] – What Schumpeter said about a nation, goes today as well for Europe as a whole, for our Economic and Monetary Union. What happens to our money, is a reflection of the state of our union and its economy. So we have to take a broad view.

Monetary policy has its own mandate in economic life, but it cannot solve all the world's problems. However, monetary policy and economic success are interdependent: price stability is a necessary condition, although not a guarantee, for sound economic development. Simultaneously, the real economy together with political developments determines the preconditions for successful monetary policy. As Schumpeter understood, if the economic and political fundamentals are weak, that will be felt in the monetary developments as well.

The interaction of real and monetary factors brings me to the following point: Central bankers are often labelled as either hawks or doves. I don't see this as a very useful classification. It is almost a caricature of one-eyed dogmatism, not fitting to any serious central banker that I know of.

Instead, a more relevant distinction was made by the philosopher Isaiah Berlin, who divided policymakers to foxes and hedgehogs: "the fox knows many things and the hedgehog knows one big thing".

In monetary policy, pursuing the price stability objective with long-term consistency and resolve calls for the central banker to develop a personality of the hedgehog.

But monetary policy is not a mechanical exercise that can be done in a social vacuum. A strategic

sense of the interplay between the economy and politics, the markets and the media is also essential – knowing when to play offensive, when to hold on to defence, and how to combine the two. By being aware of the big picture, and capable to navigate in uncertain seas, central bankers should be foxes, as well.

So, monetary policy must always take into account the analysis of the prevailing situation in the real economy, in enterprises and the society at large, recognizing its challenges and how they relate to the commitment and responsibility that central banks have for monetary stability.

Ladies and Gentlemen,

Our present starting point has both positive and negative features.

On the positive side, the recovery of the euro area after the financial crisis has lasted for almost six years now. We should appreciate the achievements: the number of jobs in the euro area has now passed the pre-crisis peak of 2008, and the unemployment rate is continuing to fall. Over 9 million jobs have been created since 2013. There has also been a significant improvement in public finances of the euro area as a whole, and also the bank balance sheets are now stronger than before.

On the negative side, the convergence of the euro area price developments to our price stability objective is incomplete. For that reason, we still face the challenge of monetary policy normalization after a decade with non-standard measures. Hence, we continue to aim at stabilizing inflation back to the target of “below but close to 2 per cent in the medium term”, so that we would be able to ensure ourselves with “policy space”, and thus be able to react to deflationary as well as inflationary shocks, by moving our interest rates as needed.

Such policy space would require higher interest rates on average than today, which will be possible when the European economy can sustain a clearly higher real interest rate than now, or when we see sustained convergence of inflation to the ECB’s definition of price stability, or both.

The context has become more difficult recently. As you know, uncertainty about the future of the European recovery has increased in the last months – the risks to the growth outlook have moved to the downside. This is largely because of the weakening of the global economic cycle, which is felt in European exports, also in Germany. The shadow of global trade conflicts and protectionism is hanging over the European recovery.

Not all risks are external, however: political uncertainties within Europe have increased. A messy Brexit, the worries about Italian fiscal policy, and the recent French unrest, are among the sources of this uncertainty.

All in all, my analysis is that the current situation requires patience and persistence in removing the monetary policy accommodation. Perhaps paradoxically, this is necessary precisely in order to reach higher interest rates in the future in a durable way. If we were to tighten monetary policy too soon, the interest rate increases might turn out to be unsustainable, and we might end up being stuck back in the ultra-low interest rate situation for even longer time than otherwise.

Of course, we should not wait for too long either: an unnecessarily long period of inaction could trigger financial stability issues that the low interest rate environment may bring about, such over-indebtedness in some sectors; increases in real estate prices or other market segments; and the squeeze on banks’ interest rate margins.

And, of course, if we were to wait for too long, inflation might eventually accelerate too much, which would require applying the monetary policy brakes harder than otherwise would be necessary.

This patient approach is reflected in the current forward guidance of the ECB monetary policy, by which the interest rates will remain at the present levels as long as necessary to ensure the sustained convergence of inflation to levels consistent with our definition of price stability; and the reinvestment phase of our bond purchase programme will continue for an extended period beyond the first increases of the ECB policy rates.

Forward guidance has been a very important instrument in the ECB policy toolbox in the recent years. A key reason for having a clearly communicated strategy for monetary policy is the management of expectations of general price developments among economic actors. This is so on many grounds, not least because inflation expectations are the most important immediate determinant of actual inflation. The effect is so strong that it is often said that inflation expectations tend to be “self-fulfilling”.



Over the last five years, however, the connection between the ECB's price stability objective and the expectations has been weaker than it should be. I have elsewhere previously expressed my view that it would be wise to make a thorough analytical review of the monetary policy strategy of the ECB, in order to strengthen our ability to stabilize the expectations, and to improve our accountability and transparency even further. I would like to reiterate this view also here.

\*\*\*

As I pointed out at the beginning, monetary policy is not made in isolation from the rest of the economy. In particular, successful monetary policy needs financial stability and healthy economic fundamentals.

The most fundamental challenge has to do with the real economy – to revitalize investment and productivity in the euro area countries. The economic potential of our enterprises and workers must be unleashed and developed.

This is of paramount importance for the well-being of our citizens, but it is also absolutely crucial for solving the monetary and financial problems that we still have, even ten years after the financial crisis. The real interest rate that is sustainable in the long run is determined by the growth of productivity and the demand for investment in the European economy.

I would like to stress that the entrepreneurial drive and long-term orientation of the German Mittelstand sets an important example for the business life all across Europe, an example that could help to strengthen the foundations of European productivity and competitiveness.

Climate change is not only an existential threat to our planet but also reinforces the urgency of Europe's economic renewal. The transition of our economies to sustainability calls for both right incentives and plenty of investment. And turning big time to renewable energy – which is going on in Finland, in Germany and all over Europe – is also a major opportunity for businesses, which has to be enabled by consistent public policy. The central banks in the Eurosystem are committed to climate policy and support the ongoing work for removing the obstacles holding back sustainable finance and the disclosure of climate-related risks.

Another structural challenge is to improve financial stability in the monetary union. The most critical lesson of the two past decades was how important financial stability is for real economy and employment. It has become clear that financial stability was grossly disregarded when the Economic and Monetary Union was created – it was the "neglected stepchild" of Maastricht, as the economist Daniel Gros has put it.

Going forward, there are several initiatives already on the table, including those by Germany, France, and the European Commission. In my view the manifesto of 14 German and French economists, published last year, is a particularly substantive and important contribution.

The manifesto proposed a synthesis uniting the core principles of "German" economic philosophy, which calls for a stability union with sound incentives and firm rules, and those of "French" economic thinking, which emphasizes economic governance with insurance and stabilization.

In essence, such genuinely European synthesis could pave the way for a solid stability union, where the main responsibility for economic policies should rest with the member states. This responsibility can and should be balanced with the insurance provided by stronger common structures, designed especially to safeguard financial stability.

For example, the European Council of last December decided to create a credible liquidity backstop for the Single Resolution Fund, to ensure that bank resolutions could be effectively managed without recourse to the politically damaging bail-outs at taxpayers' expense.

Finalizing the banking union also calls for a common European Deposit Insurance Scheme to prevent cross-border bank runs that could be dangerously destabilizing for the banking systems. These remaining elements require convincing measures of risk reduction and possibly some co-insurance features to be feasible politically. In particular, legacy problems in the banking sector should be worked out in the member states, without shifting the risks to the euro area level.

A further area where work is needed is in the governance of the fiscal policy of the member states. There has been tension between reliance on market discipline and budgetary rules. However, the dichotomy between rules and market discipline is overstated. Both are needed. At best, rules and market discipline support and complement each other.

The obvious lesson is that the institutions and incentives have to be designed so that they help

orientate the market forces to meaningful directions – you may call it ‘market discipline by design’ – an idea that immediately brings to mind the economic thinking of Ludwig Erhard, the architect of the German social market economy.

So we need fiscal rules, and they should be well designed. The European Union fiscal framework can be amended to emphasise national ownership of fiscal rules and to avoid forced pro-cyclical fiscal policy.

\*\*\*

This analysis of the institutional challenges brings us into the realm of democratic politics and the development of the EU as an organization.

The EU is a union of democratic states. It is the citizens’ preferences and trust that count when the future of the monetary union is decided.

Today, the Enlightenment values, which underpin the European societal model, are challenged, both politically and socially, both from the inside and the outside. Politically, a populist and nationalist agenda is tempting to many. Socially, the values of tolerance, social market economy and inclusivity are increasingly under threat.

On the other hand, let us recall that the Europeans value their single currency. According to a fresh Eurobarometer survey<sup>1</sup>, as many as 77 % of euro area citizens support the Monetary Union and the euro. This is the highest figure since 2004. Only 18 % of the citizens of the area say they are against. In Finland, the percentage of those “for” was even higher, altogether 80 per cent; in Germany as high as 83 %.

This support for the common currency is of course conditional. It depends on the stability of the euro and its performance. Moreover, in any member state, the support for the euro also depends on how successful the economic policy in that particular country is in adjusting the economy to the requirements of life within the monetary union.

There is a reason why eurozone reform is anything but a technical matter. It is linked to the overall future of the EU.

First and foremost, we need a monetary union that is capable of delivering on the promises made to our citizens — promises of financial stability, sustainable growth, and opportunity for employment. As Joseph Schumpeter said, money is a reflection of the condition of our economy and our polity. Looking from that angle, reinforcing the monetary union is an integral part of a broader endeavour to strengthen Europe.

Ladies and Gentlemen,

This is of paramount importance especially today, when the international role of Europe as a key standard-bearer of democracy and the rules-based international order has become even more essential than it may have been some years ago.

For politicians, my message is: instead of using political energy for drawing red lines to agitate the home audience, we’d do better by pursuing positive goals of reform and focusing on building bridges across Europe.

A stronger Europe and a more stable monetary union are essential for both internal and external reasons. And these goals can, as in the football field, only be achieved in unity and by teamwork.

This is a vision we can only achieve in dialogue and with support of the citizens of Europe.

Meine Damen und Herren,

Europa wird nur auf einer starken Vision, durch Brückenbauen und im engen Dialog mit den Bürgern erfolgreich aufgebaut.

<sup>1</sup> The “Parlemeter” of October 2018.

# Pääjohtaja Olli Rehnin puhe Erkki Liikasen muotokuvan paljastustilaisuudessa Suomen Pankissa 25.1.2019

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Erkki Liikasen muotokuvan paljastustilaisuus 25.1.2019

Arvoisa emeritus-pääjohtaja Erkki, taiteilija Anna Retulainen ja muut kutsuvieraat, hyvät Suomen Pankin taideoppaat,

Muotokuva ei ole mikään yksinkertainen asia. E erityisen haastavaa sen tekeminen on varmasti ollut Erkki Liikasen tapauksessa. Onhan kysymyksessä persoona, joka ei ole hetkeäkään paikallaan. Ajatelkaa nyt. Juuri kun hän oli luonut uran Teiniliiton puheenjohtajana ja Mikkelin kaupunginvaltuutettuna, hän olikin jo siirtynyt kansanedustajan tehtäviin – 21-vuotiaana. Tuskin edes valokuvaa oli ehditty ottaa. Pitkäjärveltä pikavauhtia valtakunnalliseen vastuuseen.

Siitä pitäen luottamustehtäviä kertyi salamavauhtia. Varsin pian hänestä leivottiin SDP:n puoluesihteerin ja Suomen Pankin pankkivaltuusmiesten – nykyisen pankkivaltuuston – varapuheenjohtajan (1983–87). Nämä tehtävät pohjustivat tietä valtiovarainministeriksi 1987. Sen jälkeen avautuivat kansainvälisen areenan tehtävät, EU-suurlähettilään virka ja kaksi komissaarikautta, joiden jälkeen Erkki aloitti Suomen Pankin pääjohtajana kesällä 2004. Nähtäväksi jää, mihin tehtäviin reissumiehen tie vie seuraavaksi, tempaiseeko töiden ja vastuun kurimukseen. Erkin kulttuuriset harrastukset ja luottamustoimet ovat lukuisat. Muun muassa Suomen Punainen Risti ja Suomen Sinfoniaorkesterit ry ovat saaneet nauttia idearikkaan puheenjohtajansa toimeliaisuudesta.

Myös hänen kuvataideharrastuksensa on tuottanut tuloksia, ei vähiten täällä pankin piirissä, jossa taiteella on merkittävä sija meidän pankkilaisten jokapäiväisen hyvinvoinnin edistäjänä.

Erkki tunnetaan myös aktiivisena keskustelijana niin suullisesti kuin kirjallisesti. Eikä henkilökuvaa voi piirtää unohtamatta maratonjuoksua.

Saatan kuvitella, että muotokuvan tekeminen miehestä, joka on vähintään kolmessa paikassa yhtä aikaa, ei ole aivan helppoa.

Onneksi saimme tähän tehtävään loistavan taiteilijan, Anna Retulaisen, jonka harrastuksiin kuuluu maastopyöräily: hän on saanut kuvattavansa kiinni.

Anna Retulainen (s. 1969) on monipuolisesti ansioitunut taidemaalari. Koulutuksensa hän on saanut niin kotimaassa kuin Tukholmassa. Nykyisin hän työskentelee osan aikaa Berliinissä, joka on kansainvälisen taidemaailman keskeisiä kaupunkeja.

Viimeisimpiä tapahtumia Anna Retulaisen uralla on ollut presidentinlinnaan sijoitetut kaksi upeaa maalausta nimeltään ”Kaksi polkua”. Ne ovat linnan ensimmäiset nykytaideteokset, jos mukaan ei lasketa paria viimeisintä presidenttimuotokuvaa.

Anna Retulainen tunnetaan teostensa hehkuvasta kolorismista ja säkenöivästä viivankäytöstä.

Taiteilija on usein korostanut teostensa monikerroksisuutta ja huomauttanut siitä, että kuvatusta kohteesta tallentuu hänen muistiinsa paljon erilaisia havaintoja. Ne eivät ole pelkästään visuaalisia, vaan kätkevät sisäänsä moniaistisia tunnelmia ja kokemuksia.

Kun nyt kohta – ensi kertaa – katselemme Anna Retulaisen maalaamaa Erkin muotokuvaa, voimme tarkastella sitä, ei ainoastaan kohteensa kuvana, vaan myös taiteilijan ja mallin vuoropuheluna. Se tekee maalauksesta poikkeuksellisen elävän, molemmat ovat läsnä. Ja me kaikki saamme osallistua teoksen sisältämään dialogiin, joka nyt paljastettaessa alkaa muuttua dialogiksi. Todellinen taideteos on syntynyt.

Onnittelten Anna Retulaista erinomaisesta muotokuvasta. En tiedä, onko se ns. näköistaidetta, mutta ainakin siinä esiintyy Erkki liikkeessä, sellaisena kuin me hänet tunnemme reaali maailmassa ja – niin uskon – mielikuvissamme. Tämä maalaus ei ole vain muotokuva, vaan se on myös tärkeä osa pankin nykytaiteen kokoelmaa.

- [Suomen Pankin tiedote Erkki Liikasen muotokuvasta 25.1.2019](#)
- [Taiteilija Anna Retulaisen lukema statement Erkki Liikasen muotokuvan paljastustilaisuudessa 25.1.2019 \(pdf\)](#)

# Olli Rehn: Maailman ja Suomen talouden näkymät vuonna 2019, Teknologiateollisuuden hallitus 17.1.2019

Pääjohtaja Olli Rehn  
Suomen Pankki

Maailman ja Suomen talouden näkymät vuonna 2019, Teknologiateollisuuden hallitus 17.1.2019.

Diat ([pdf](#))

[Pääjohtaja Olli Rehn: Maailman ja Suomen talouden näkymät](#) from [Suomen Pankki](#)