

Governor Olli Rehn: Economic policy must live in two time frames at once

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Press conference on the outlook for the Finnish economy

Helsinki, 15 December 2020

[Economic policy must live in two time frames at once](#) (PDF)

[Governor Olli Rehn: Economic policy must live in two time frames at once](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Loputtomat kriisiviikot vai sittenkin kasvun tie?

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Tulevaisuus-seminaari 2020
Mandatum Life Oy
25.11.2020, virtuaalitapahtuma

Loputtomat kriisiviikot vai sittenkin kasvun tie?

- [PDF](#)

Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehnin puheenvuoro Mandatum Lifen järjestämässä Tulevaisuus-seminaari 2020 -virtuaalitapahtumassa.

Governor Olli Rehn: Rethinking the ECB's strategy in the world of low rates

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Bank of Finland webinar: New Challenges to Monetary Policy Strategies

24 November 2020

Check against delivery

Rethinking the ECB's strategy in the world of low rates

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

It is a great pleasure for me to welcome you all to the Bank of Finland webinar on New Challenges to Monetary Policy Strategies. We are streaming the event from our Monetary Museum in Helsinki. I would like to extend a special welcome to a large group of invited guests in Teams. I look forward to a productive debate this afternoon.

In my opening remarks, I'd like to briefly lay the ground for the two main subjects of the webinar. Firstly, as this webinar will focus on the core analytical matters in the European Central Bank's ongoing strategy review, I will say a few words on its background and key issues. Secondly, I will discuss new challenges raised by the COVID-19 pandemic, particularly the interaction between monetary and fiscal policy, which has become an increasingly strategic issue in the context of the current crisis.

Primary Objectives of the ECB

The essential rationale of the review was elegantly coined by President Christine Lagarde recently: "We need to thoroughly analyse the forces that are driving inflation dynamics today, and consider whether and how we should adjust our policy strategy in response."¹ With that in mind, and to set the scene, let me explore what has been the evolutionary road of the ECB's monetary policy strategy during its relatively short history.

As the European Union is fundamentally a community of law, it is worth reminding ourselves of the legal base of monetary policy: the EU Treaty defines price stability as the primary objective of the Eurosystem.² Clear enough, but how has price stability been defined so far? That is perhaps less clear.

In October 1998, the Governing Council announced a quantitative definition of price stability, which was defined as "a year-on-year increase in the Harmonised Index of Consumer Prices (HICP) for the euro area of below 2%". That was interpreted as a range between 0 and 2%, and the main focus was on combating too high inflation.

After reasonable success in achieving that aim, the first review of the strategy was launched half a decade later in 2003. The project was aimed at promoting public understanding of the ECB's policy goals, strategy and actions. In the end, the Governing Council confirmed the definition adopted in 1998, but supplemented it with an aim of "below, but close to, 2%" for the inflation target.

This was expected to provide a safety margin against deflation risks and an inflation buffer for the labour market, as well as enough room to facilitate relative price adjustment in the monetary union. However, setting the inflation target at the upper bound of the price stability definition generated a perception of asymmetry and ambiguity on the target. This will be discussed by Dr. Juha Kilponen in the first session today.

In a way similar to other major central banks that have adopted a framework of flexible inflation targeting, the ECB's current monetary policy strategy includes two additional key elements. The first

is that price stability is a forward-looking concept that is to be maintained over the medium term. The second is that the ECB is mandated “without prejudice to price stability” to support the general economic policies of the Union. And this is not a mere footnote, since when reading the EU Treaties (article 127 of the TFEU and 3 of the TEU), “without prejudice to the objective of price stability”, we as the Eurosystem are pledged to “work for the sustainable development of Europe based on balanced economic growth and price stability, a highly competitive social market economy, aiming at full employment and social progress”.

Hence, I find the sometimes passionate debate that every now and then pops up on the need for a ‘dual mandate’ rather pointless, almost like shadowboxing. It is already in the Treaty, unless we call it a ‘triple’ or ‘quattro’ mandate, since if we respect our legal mandate we need to aim at achieving full employment, balanced growth and sustainable development – indeed as long as price stability is not compromised.

ECB strategy review

So much for the historical and legal background. In January this year, the ECB launched a new strategy review of its monetary policy framework, but unfortunately this had to be postponed for half a year due to the COVID-19 outbreak. The review was re-launched in September this year and is expected to be completed by September next year.

The review is ongoing, and we are currently in the middle of the debate. It is not yet the time to draw definitive conclusions, and I maintain an open mind and want to look into further analysis on the way. Having said that, I would like to share my personal views on some of the key issues of the review. Why is the strategy review so important? The simple answer is ‘change’ – especially the change in the operating environment of monetary policy.

Since 2003, the euro area and the world economy have been undergoing profound structural changes. In combination, these have lowered the natural rate of interest, or the equilibrium interest rate. Declining trend growth on the back of slowing productivity and an ageing population and higher savings rate, as well as the legacy of the financial crisis, have all driven interest rates down, thus reducing the scope of monetary policy. In addition, the change in the relationship between the spare capacity of the economy and inflation – or the Phillips curve – has put enormous pressure on monetary policy and price stability, as the effective lower bound now sets the floor for cutting interest rates. Although unconventional policy measures have alleviated this constraint to some extent, inflation in the euro area has been low for a long time, and, what’s worse, inflation expectations have drifted downwards.

In the early years of its operation, the ECB was seeking to establish credibility when too high inflation was the main concern. In the current environment of low rates and mostly negative demand shocks, however, the problem of too high inflation is more remote, and the problem of “lowflation” more relevant. The question now is rather: How do we ensure that inflation expectations will not forever stay anchored at too low a level?

There are two ways to reduce the risk of too low inflation and inflation expectations. Firstly, by having a clear and genuinely symmetric definition of price stability, and secondly, by having a reaction function that delivers sufficiently forceful and equally effective policy actions to deviations from the target to both directions.

In this year’s Presidential Address to the American Economic Association, Ben Bernanke maintained that if the neutral rate is below 2% or so, the new tools will add valuable policy space but are unlikely to compensate entirely for the constraint imposed by the lower bound.³ He also added that the costs associated with a very low neutral rate, measured in terms of deeper and longer recessions and inflation staying persistently below target, underscore the importance for the central banks of keeping inflation and inflation expectations close to the target.

Bernanke also emphasised that a low neutral rate increases the relative attractiveness of alternative strategies for increasing policy space, such as raising the inflation target, or relying more heavily on fiscal policy to fight recessions and to keep inflation and interest rates from falling too low.

The Federal Reserve renewed its policy framework just recently and decided to move to average inflation targeting. The Fed has chosen a policy framework that can be characterised as flexible

without being too rigid in its parameters.

With it, the Fed emphasizes the goal of reaching maximum employment, implying that inflation could temporarily somewhat overshoot its 2 percent target, if that means more Americans stay in and join the workforce.

It is often argued that strategies that include overshooting of the inflation target are vulnerable to a time-inconsistency problem. We will today have a chance to listen to James Bullard, President of the St. Louis Fed, who will give his take on this and more broadly on the Fed's strategy review.

These lower-for-longer, or 'make-up' strategies also include variants of price-level targeting. In the model simulation exercises, make-up strategies turn out to be effective in reaching inflation targets in the medium term, as they take past deviations from the target into account – in other words, this time "bygones are not bygones". In my view, we in the Eurosystem should be open not only to a genuinely symmetric price stability target, but also to considering make-up strategies as a way to strengthen the commitment to symmetry.

Consequently, while a symmetric inflation target and a reaction function, preferably with a make-up strategy, would help us in achieving our price stability mandate, it would, of course, be no silver bullet alone. Rather, it would be one key building block of how the review can enable the ECB's monetary policy to better achieve its inflation aim and to better support sustainable growth and a higher level of employment in the coming years.

Monetary and fiscal interaction

As we know, the ECB's monetary policy is now very accommodative; in parallel, the euro area Member States are providing very substantial fiscal stimulus. Importantly, monetary policy and fiscal policy now work hand in hand and reinforce each other, providing a safety net until the COVID-19 crisis phase is over, and hopefully a trampoline for stronger growth beyond it. The smart coordination this time around reminds me of what Tommaso Padoa-Schioppa used to say about central banks, "Independence does not mean isolation." It is a better policy mix that serves Europe now.

Since early March, the ECB has used a number of instruments to ensure easy financial conditions, thus securing access to finance for households and businesses. These include the Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), the targeted longer-term refinancing operations (TLTRO III), and the arrangements for securing dollar liquidity for European banks through swap lines with the US Federal Reserve.

By way of its forward guidance, the Governing Council has made it clear that it is ready to do whatever it takes, within its mandate, to support economic activity across Europe in these tough times.

An ambitious and coordinated fiscal stance remains critical, in view of the sharp contraction in the euro area economy and the reduction in private demand. While fiscal measures taken in response to the pandemic emergency should, as much as possible, be targeted and temporary in nature, weak demand from businesses and households and the delayed recovery still warrant continued fiscal support next year.

That's why the Next Generation EU package should be made operational without delay. Provided the funds are deployed for productive investments and accompanied by productivity-enhancing structural reforms, Next Generation EU could contribute to a faster, stronger and more uniform recovery and thus increase the growth potential of EU Member States' economies. Such reforms will be particularly important in addressing persistent structural and institutional weaknesses, as well as in accelerating the green and digital transition of our economies.

This unprecedented fiscal stimulus will increase the debt-to-GDP levels of euro area countries considerably. In the euro area as a whole, debt-to-GDP will exceed 100 % by the end of this year.⁴ At the same time, the size of the ECB balance sheet is expected to reach approximately €7,000 billion, of which about €3,200 billion will be composed of euro area government-issued papers.

This has raised a concern about the division of labour between monetary and fiscal policy. As Jens Weidmann, President of the Bundesbank, has said, "monetary policy has the power to accommodate high levels of public debt; however, this ability is more of a curse than a blessing."⁵ No wonder this blessing-turned-curse has raised the issue and risk of fiscal dominance, one of the fields of interest

of Professor Eric Leeper, who will also have the floor today. In a fiscal dominance regime, price level would no longer be treated as a purely monetary phenomenon, and monetary policy would be geared towards securing a favourable market value of government debt, instead of 'merely' safeguarding price stability.

An important concept here is the fiscal limit that delivers the maximum government debt-to-GDP ratio that can be sustained without appreciable risk of default or higher inflation. This is also the topic of Eric's seminal 2013 paper 'Fiscal Limits and Monetary Policy', which tells why the notion of a fiscal limit may grow increasingly relevant in advanced economies in the coming decades. It concludes that, in the end, the political process that determines fiscal choices and the distance of the economy from its fiscal limit are beyond the control of independent central bankers.

I am particularly glad to welcome Dr. Isabel Schnabel, member of the ECB Executive Board, to our webinar today. She has previously addressed the issue of fiscal dominance by saying that "The euro has been built on the principle of 'monetary dominance': the ECB's objectives are solely determined by its mandate as defined in the European Treaties. This principle is buttressed by far-reaching political independence, the prohibition of monetary financing of public debt and a comprehensive fiscal framework." This is all true, and as a member of the ECB Governing Council I fully subscribe to it. It would be very interesting to discuss this dilemma in greater depth in this webinar.

Ladies and Gentlemen,

In a world of increasing uncertainty, we must try to find certainty and stability in the areas that are still under our control. This applies to monetary policy, too, and that is why we are here today: we are here to discuss what the monetary policy landscape could look like in the coming decade, and how we can best operate in it with the aim of bringing stability and certainty to the hundreds of millions of people that our decisions affect.

With these concluding words, I look forward to our discussions, and wish you all a very productive and enjoyable webinar. Thank you!

1 'The monetary policy strategy review: some preliminary considerations'. Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the 'ECB and Its Watchers XXI' conference, 30 September 2020.

2 'The primary objective of the European System of Central Banks is to maintain price stability' (Article 127 of the Treaty on the Functioning of the European Union). The primary objective of the European System of Central Banks (hereinafter referred to as 'the ESCB') shall be to maintain price stability. Without prejudice to the objective of price stability, the ESCB shall support the general economic policies in the Union with a view to contributing to the achievement of the objectives of the Union as laid down in Article 3 of the Treaty on European Union. The ESCB shall act in accordance with the principle of an open market economy with free competition, favouring an efficient allocation of resources, and in compliance with the principles set out in Article 119.'

3 'The New Tools of Monetary Policy', American Economic Association Presidential Address, Ben S. Bernanke January 4, 2020.

4 The debt-to-GDP level of the euro area is forecast to increase by over 15 percentage points to 102% of GDP, according to the European Commission's November 2020 forecast.

5 'Too close for comfort? The relationship between monetary and fiscal policy'. Speech by Dr Jens Weidmann, President of the Deutsche Bundesbank, at the OMFIF Virtual Panel, 5 November 2020.

Governor Olli Rehn: Interview with Bloomberg, 23 November 2020

Interview with Bloomberg, by Piotr Skolimowski and Kati Pohjanpalo
23 November 2020

How big is the risk that the EU recovery fund falls apart on the rule-of-law question and what does that mean for the ECB?

Monetary policy is done on the basis of central bank independence, and the ECB acts independently based on our price stability mandate. That's a very clear principle and point of departure. Having said that, the Next Generation EU package is indeed necessary for Europe's economic recovery. Overall, this Next Generation EU package has the potential to substantially support the regions and sectors that are the hardest hit by the pandemic. It can also strengthen the single market and help build a more lasting and prosperous recovery. I urge member states to take the full benefits of the package and its favorable conditions once agreed the funds should be deployed for productive public investment and accompanied by productivity enhancing economic reforms, that would benefit Europe as a whole and the member states. I'm confident that the member states will at the end of the day agree on the Next Generation EU and overcome the current hurdles that are being put in its way.

Are you preparing in any way for a scenario in which they wouldn't?

As I said, I trust the member states will solve this issue, and I find it irresponsible that the financial framework and the Next Generation EU have been made political footballs. Monetary policy acts independently, and based on its price-stability mandate.

If you think about all the stimulus to the European economy, if the governments fail to supply this very key component, then will the stimulus that member states are providing and the ECB with its quantitative easing, is that all enough without this?

I trust the member states will finally, preferably sooner rather than later, settle this pending issue. It's been one of the lessons of the previous crisis -- I'm referring to the financial crisis and euro-area sovereign debt crisis -- that monetary policy and fiscal policy need to work in tandem in a big crisis situation. That's what's happening now, both with the monetary policy of the European Central Bank and the fiscal policy of the member states are providing very substantial stimulus. Certainly this substantial fiscal support is needed this year and next year. Not forever, but still next year as well. This would be very much positively reinforced by an early adoption of the recovery fund and its effective implementation.

How would you characterize the economic outlook for the euro area as we head into December meeting?

Currently the economic outlook is still characterized by pervasive uncertainty and the worsening of the pandemic situation. After a stronger than expected rebound in the third quarter, the current worsening of the pandemic situation in terms of the health situation has led to an economic slowdown in the euro area. The second wave of the pandemic is getting more severe than anticipated all over Europe. The worsening of economic situation and lockdowns mean that the downside risks to the ECB's September forecast have largely materialized. We can already see negative effects in some real-time data. The second wave seems to have particularly harmed the service sector and the recovery in the industrial sector is still surrounded by a lot of question marks. For instance in Finland we're really concerned that order books are rather empty or relative low for

the coming winter.

The ECB's latest forecast foresees that pandemic situation would ease by the middle of next year. Certainly, fast and successful delivery of the vaccine or effective containment measures could reduce the downside risks, but we know that there's still a lot of uncertainty around that. That's why in the grand scheme of things fiscal and monetary policies are there to support households and companies and we'll need this still for quite some time.'

When you talk about the economy, does that mean you see a bigger risk of long-term scarring now that we enter the second wave even though the lockdowns as severe as in the first wave?

'The scarring effects of the second wave are likely to be significant and it's necessary therefore to maintain ample monetary and fiscal stimulus to alleviate these possible long term effects, long-term ramifications of the crisis. It's a better to be safe than sorry and to avoid a premature tightening of financing conditions.

This is related to two discussions among the economics profession about zombie firms and hysteresis.

Our recent research paper on zombie firms in the pandemic concludes that this concern seems to be exaggerated. In fact financial support is by and large, or for the biggest part, going to companies that are viable in the medium to long term, as long as they can overcome the short term hurdles, and that's why the hysteresis effect is in my view, a more important than the potential zombification on the basis of current information.

Hysteresis refers to the scarring effects, both for individuals as employees -- their competence tends to weaken if they lose their jobs -- and the same goes for companies. We lose much of the productive and innovative capacity if companies go under. Therefore, at least now in the short term, rather than being overly worried about zombification and I would say it's rather the hysteresis effect that is dominating and we should avoid scarring effects in the economy.

There's another aspect, which is that the pandemic shock has hit different sectors and jurisdictions in the euro area asymmetrically. In the long run, the crisis may lead to a divergence across countries and sectors. Potential output may have vanished in some areas to a large extent, low-skilled workers in many service sectors have been more exposed to the crisis. Until now policy measures have responded to the acute situation. In the medium term, however, it's important to promote effective investment and implement structural reforms to minimize the long term scarring effects."

The balancing act is that we need fiscal support but in the medium term we also have to be able to reallocate resources and that requires productive investment and structural reforms.'

Given your concern about scarring effect for the economy, do you expect a significant downgrade of your September forecast?

I wouldn't like to jump the gun or second guess. Let's wait another few weeks what the incoming data is going to tell us.

What would be your preferred choice of instruments when the ECB recalibrates policy in December?

In my view in December the question for us is not whether we take measures or not, but instead which measures we should take. All policy decisions always involve a cost-benefit analysis. For me the prime candidates are PEPP and TLTROs.

If you look at the PEPP, its stabilization function is provided by its flexibility, which is crucial given the unpredictable nature of the pandemic and the uneven impact across the economies. In this context, the flexibility of the PEPP allows us to respond in a targeted way to counter fragmentation risks. This was key in reversing the tightening of financing conditions we saw in the early days of the crisis and jointly with other central banks we were able to avoid turning pandemic into a financial crisis, which was a possibility in March.

Thanks to PEPP's flexibility, the ECB is also able to provide overall monetary stimulus beyond addressing the fragmentation risks. So it has two functions: the stabilization function and monetary policy stimulus function. Both are important. For PEPP, the flexibility means both size and duration. Then if you look at TLTROs, the latest ECB bank-lending survey showed that some banks are expecting the tightening of credit standards. Therefore we may need to consider the recalibration of TLTROs.

The essential question is how we can ensure that the current financing conditions remain at the current favorable level for as long as necessary in the view of the crisis.

How could you recalibrate your TLTRO program to better address the economic situation?

By and large, TLTRO-III has been a success story. We'll analyze its effects from all possible angles and dimensions, but since the work is ongoing, let's come back to this in December.

Is a rate cut definitely off the table in December?

Both PEPP and TLTROs have proven their effectiveness in the crisis context. That's why they are the prime candidates to be recalibrated in December. That may not be an exclusive list. As we have said, we keep all options open at this point. All policy decisions involve a cost-benefit analysis.

The Governing Council has been very clear about the choice of its instruments in December.

Are you not concerned that the expectations for the package you're going to deliver might already be too high?

I'm always concerned about too-high expectations in making monetary policy. But we'll examine the incoming data, we'll carry out our economic analysis -- both top-down and bottom-up and we will have the new perspective for 2021 to 2023 that will provide us with a strong foundation to take decisions in December that are appropriate to the moment.

Along with that, we're obviously observing the developments in fiscal policy, both in the member states and in the European Union. That is a very important part of the coordinated policy response. Monetary and fiscal policy are now working hand in hand. It's important that fiscal policy continues to do its job and that's why the Next Generation EU is of paramount importance for Europe's economic recovery.

You said earlier you see a divergence in the euro area happening in the long run because of the asymmetric shock that this crisis has been. Do you think that should be taken somehow into account in the strategy review? Does that mean you have to change how you do monetary policy, if there's this long run effect?

We are already taking that into account through PEPP. Certainly PEPP will be, as it is one of the key instruments of the ECB, evaluated in the context of the strategy review. In fact, one of the forthcoming seminars is devoted to instruments, so I would expect that we will also in the context of the strategy review analyze PEPP, among other instruments, in the medium to long term. But as we make contemporary monetary policy on the daily or six-week basis we take decisions on the basis of incoming data and contemporary needs.

You held a number of listening events about the strategy review in Finland in the past couple of weeks. What was the most striking observation for you to come out of these events? What surprised you?

I would rather respond to what was the most essential observation and that's related to our core business, which is price stability. For me, the striking thing, the essential thing was that there was a broad support for such a definition of our price stability target that supports sustainable growth and job creation, even to the extent that full employment should have a stronger place among the objectives of monetary policy. That is certainly an important observation that there was support for, if not a dual mandate per se, but emphasizing full employment more in the current low inflation context.

Second, climate change and policies to contain it, to mitigate it, was quite central in these discussions. And of course, there is more divergence of views as regards specifics, but there is a

broad recognition by our national stakeholders that climate concerns and principles of responsible investment should be taken into account in the strategy review.

What is your view on the suggestion of having a much much longer timeline as you look at policy, up to 100 years, if I remember someone suggesting with regard to climate considerations?

It makes plenty of sense as a general mindset, as a general orientation of reflection and thinking. However, it's somewhat more difficult to operationalize it concretely in the monetary policy framework.

I recall, when I was Minister of Economic Affairs some years ago and I was responsible for leading the work for the preparation of the current national energy and climate strategy. What we did was we had the timeline for 2030 and we had quite specific objectives in terms of reducing our carbon gases and quite ambitious objectives, which have been adopted by the government and then by the parliament a following very open, Nordic style hearing process. What we did was we had a workshop together with Greenpeace and the Aalto University about energy trends until 2050 and we drew some conclusions, which were published as part of the broader report, but they were not as such adopted by the Parliament. I see some equivalents here, it's very useful to look at longer term trends or even the whole century -- and a century is not that long if you think of climate change, frankly -- but at the same time you have to have an operational timeframe you're your decisions. For energy policy, it's likely to be 2035, so it's about 10 to 15 year timeframe, which makes plenty of sense to me.

You've been calling to make this an exercise that happens regularly as opposed to just doing strategy reviews as a one off here and there. Are you getting support for that?

We are now in the middle of the debate in the Governing Council, so it's not the time to draw definitive conclusions. There have been discussions on this and we will see once we wrap up, various elements of the strategy review what is our collegial conclusion. My personal view is that, yes definitely it would be useful to have regular or periodic reviews, for instance, every five years. That's also because we live in a world of continuous change and you have to take these structural changes and the evolution of our economic environment into account, when making monetary policy and deciding on our monetary policy framework.

You alluded to it earlier about how the aspect of employment or more broadly social issues should also be something that the ECB could look at as part of its type of its mandate. The treaty gives you that opportunity, but in practice, how could you actually do it as part of your review so that your target reflects also the social aspect? Have you gotten any kind of feedback from your colleagues on and looking at your target and mandate more broadly as you do this strategy review?

It's important to recall the essential rationale of the review, which was very elegantly coined by Christine Lagarde recently when she said that 'we need to thoroughly analyze the forces that are driving inflation dynamics today and to consider whether and how we should adjust our policy strategy response'. That's the essential objective of the strategy view and the work is moving forward in a very positive spirit.

Last week, we had the opportunity to exchange views about the past performance of the ECB. We discussed various aspects of the definition of the price stability objective and we also had an exchange on the possible makeup approaches to help address the constraints imposed by the lower bound. The review is ongoing and we are currently in the middle of the debate, thus it is not yet the time to draw definitive conclusions and I maintain an open mind and want to look into further analysis on the way and I think this is the approach of my colleagues as well.

Having said that, let me nevertheless share some of my personal views on some of the key issues on the review. One of the key issues is that in the early years of its operation the ECB, while seeking to set up credibility when too high inflation was the main concern, and it assessed the zero lower bound problem as of relatively little concern at the time. In the current environment and in the world of low rates and mostly negative economic shocks, demand shocks, the problem of too high inflation is more remote and the problem of low inflation is clearly more relevant. So therefore the question now is rather: how do we ensure that inflation expectations will be not forever stay anchored at too low levels. That's very much the essential challenge that's of course related to the discussion on the lower level of a neutral rate of interest. In terms of analysis, that's the analytical core of the strategy review.

Concerning then, say, how we could look for solutions to these. There are two ways of reducing the risk of too low inflation and inflation expectations. The first one is by having a clear and genuinely symmetric definition of price stability -- and these are complimentary, not alternatives -- and the second is having a reaction function that underlines the commitment to symmetry and also takes into account the increased probability of monetary policy hitting the lower bound of interest rates.

In my view, a symmetric point target, is simple and easily comprehended. It would serve best our needs, since it anchors inflation expectations rather effectively and will enable clear communication on our monetary policy decision making. The current definition of price stability and inflation is perceived as asymmetric and it reduces the effect of communication and forward guidance. At the same time, the medium term orientation of monetary policy will provide us the necessary flexibility and therefore, in my view, no range is needed for that purpose either.

One more aspect is that in order to optimize our instruments and our tool box, we need to carefully analyze different makeup strategies also in the light of what the Federal Reserve has decided. We're not working in a vacuum.

As for the mandate, that's related to your question on social aspects and employment, let's recall that the ECB is mandated, without prejudice to price stability, to support to the general economy policies of the European Union. As long as we are not compromising price stability, we need to work for balanced economy growth, full employment and sustainable development.

Thus our mandate is not just dual, but rather a triple or quadruple one, including maximum employment just like in the case of Fed. In the current environment, as a problem is inflation anchoring at too low levels, the policy prescription clearly very singular for both achieving price stability and the supporting sustainable growth and the job creation.

Have your views, or your expectations, of Brexit, changed in any way? And are you making any preparations for Dec. 31?

It's a big mess, and it's mostly outside our remit. It's a big, regrettable mess. We have our contingency plans ready, we have updated them over the years, and now it's up to the British government mostly to see how they organize their relations with the European Union.

Pääjohtaja Olli Rehn: Suomen Pankin mediainfo EKP:n rahapolitiikan strategian uudistamisesta ja Suomen talouden näkymistä

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Suomen Pankin mediainfo EKP:n rahapolitiikan strategian uudistamisesta ja Suomen talouden näkymistä

Helsinki, 13.11.2020

EKP:n rahapolitiikan strategian uudistaminen ja Suomen talouden näkymät

- [Esityskalvot](#) (PDF)
- [Mediainfon yhteydessä julkaistu Suomen Pankin talouskatsaus, marraskuu 2020](#)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Suomen Pankin mediainfo EKP:n rahapolitiikan strategian uudistamisesta ja Suomen talouden näkymistä](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Rahapolitiikka Euroopassa: peruskäsitteet ja kriisien opit

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Luento Helsingin yliopistolla
4.11.2020

Rahapolitiikka Euroopassa: peruskäsitteet ja kriisien opit

[Esityskalvot](#) (PDF)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Rahapolitiikka Euroopassa: peruskäsitteet ja kriisien opit. Luento Helsingin yliopistolla 4.11.2020.](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Suomen talouden ja työllisyyden näkymät

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Pohjois-Pohjanmaan maakuntapäivä 2.11.2020

Suomen talouden ja työllisyyden näkymät

- [Esityskalvot](#) (PDF)

Kiitos kutsusta Pohjois-Pohjanmaan maakuntapäiville. On ilo ja kunnia käyttää puheenvuoro tässä tilaisuudessa. Koronapandemia rajoittaa nyt liikkumistamme, enkä minäkään tällä kertaa pääse käymään paikan päällä Oulussa, kaupungissa, jota voi hyvällä syyllä pitää Euroopan pohjoisimpien osien pääkaupunkina. Ja talouden näkökulmasta se on toki tunnettu myös maailman pohjoisimpana teknologiakeskuksena. Onneksi on kuitenkin mahdollisuus olla edes etäyhteydessä teihin kuulijoihin, jotka varmaankin osallistutte tähän tilaisuuteen eri puolilla Pohjois-Pohjanmaata, Perämeren rannoilta aina itärajalle saakka.

Viime päivien uutiset ovat kertoneet koronapandemian leviämisen lievästä hidastumisesta Suomessa. Ikävä kyllä moni tulee yhä sairastumaan, osa vakavasti tai jopa hengenvaarallisesti. Mutta jos epidemian leviäminen nyt hidastuu, se antaa toivoa. Toivoa siitä, että mahdollisimman harvan suomalaisen elämä menee tämän sairauden takia raiteiltaan ennen kuin rokote tai nykyistä tehokkaampi hoito on saatavissa.

Pandemian mahdollinen lievä hidastuminen on hyvä uutinen myös talouden kannalta. Viime keväänä epidemia supisti jyrkästi tuotantoa Suomessakin monilla aloilla. Suurimmat vaikutukset koettiin majoitus- ja ravitsemisalalla, kuljetuspalveluissa sekä kulttuuri-, viihde- ja virkistyspalveluissa. Työllisyys on kärsinyt myös monella muulla alalla, ja yritykset ovat joutuneet kamppailemaan vaikeissa olosuhteissa.

Kun kesällä ja alkusyksyllä palattiin lähemmäs normaalia, myös talous alkoi elpyä. Vahvasta elpymisestä ei kuitenkaan saatu nauttia kovin pitkään, kun pandemian uusi kiihtyminen sekä kotimaassa että ulkomailla rupesi uudelleen heikentämään tilannetta. Ikävä kyllä Suomessa viime viikkoina havaittu viruksen leviämisen lievä hidastuminen ei vastaavalla tavalla näy muissa maissa laajasti. Moni maa Euroopassa ja sen ulkopuolella kärsii nyt nopeasti pahenevasta tautitilanteesta. Tämä näkyy myös talouskehitystä koskevissa arvioissa.

Euroopan keskuspankin tuorein talousennuste julkaistiin syyskuussa. Sen mukaan euroalueen talous supistuu tänä vuonna 8 %. Seuraavina vuosina talous elpyy ennusteen mukaan niin, että vuonna 2022 tuotannon taso on lähellä koronaa edeltänyttä tilannetta. Vanhaa kasvutrendiä ei kuitenkaan silloinkaan ole vielä saavutettu, ja työttömyys on yhä koholla.

Suomen Pankki julkaisi syyskuussa oman väliennusteensa kotimaantalouden kehityksestä. Sen mukaan BKT supistuu 4,7 % tänä vuonna ja elpyy seuraavina vuosina asteittain. Suomessa talouden taantuma jäi vuoden alkupuoliskolla lievemmäksi kuin vielä kesällä arvioitiin ja myös selvästi lievemmäksi kuin Euroopassa keskimäärin.

Ennusteet nojaavat oletukseen, jonka mukaan epidemian vaimentamisessa koetaan jonkin verran takaiskuja lähineljännesten aikana. Lääketieteellisen ratkaisun oletetaan löytyvän ensi vuoden puoliväliin mennessä: nykytiedoilla koronarokote otettaneen käyttöön rajatusti ensi kevään aikana ja laajemmin vuoden 2021 edetessä.

Näiden ennusteiden laatimisen jälkeen tautitilanne on pahentunut, ja nähtäväksi jää, toteutuuko talouden vähittäinen elpyminen ennustetulla vauhdilla. Viruksen leviämisen hillintä onkin nyt ratkaisevan tärkeää talouden ja työllisyyden kannalta. Edelleen on tärkeää huolehtia käsihygieniasta, pysyä flunssaisena kotona ja noudattaa muutenkin viranomaisien suosituksia.

Päättäjien vaikeana tehtävänä eri maissa on löytää epidemian hallintaan sellaiset tehokkaat keinot, jotka haittaavat elinkeinotoimintaa ja arkielämää mahdollisimman vähän, mutta silti jarruttavat

viruksen leviämistä riittävästi. Mitä tarkemmin kansalaiset noudattavat yhteisiä pelisääntöjä ja käyttävät tervettä järkeä, sitä tehokkaammin epidemiaa voidaan hallita ilman uutta täyssulkua. Maskien käyttö ja etäisyyden pitäminen ovat juuri nyt parasta työllisyyslääkettä, myös Suomessa. Talouspolitiikka on vastannut koronakriisiin laajalla rintamalla. Aiempien kriisien oppien nojalla Euroopan keskuspankin rahapolitiikka on nyt vahvasti elvyttävää, samoin kuin valtioiden finanssipolitiikka. Euroopan tasolla suuri merkitys on myös EU:n yhteisillä toimilla ja etenkin elpymisvälineellä [jota ministeri Tuppurainen juuri omassa alustuksessaan tarkasteli]. Talouspolitiikan toimet ovat tukeneet ostovoimaa ja turvanneet kotitalouksien ja yritysten rahoituksen saatavuuden, auttaen niitä pahimman vaiheen yli. Ja tämä tuki jatkuu.

Koronakriisi aiheutti alkukevällä jopa uuden finanssikriisin vaaran, jonka keskuspankit onnistuivat torjumaan. Rahapolitiikka on tukenut vahvasti luotonantoa, tuotantoa ja työllisyyttä – ja siten hintavakautta. Vaikka euroalueen inflaatio on kääntynyt viime kuukausina lievästi hintojen alenemisen puolelle, on pystytty välttämään varsinaisen deflaation eli hintojen laskun itseään ruokkivan pidempiaikaisen kierteen uhka.

EKP:n yhteisen rahapolitiikan lisäksi Suomen Pankki on tukenut suomalaisen rahoitusmarkkinan toimintaa kansallisin toimenpitein. Suomen Pankki on ostanut kotimaisia yritystodistuksia sijoitustoiminnassaan ja tehnyt helpotuksia keskuspankkirahoituksen vakuusvaatimuksiin. Myös pankkivalvonnassa ja makrovakaustaloudessa on Suomessa tehty päätöksiä, jotka ovat tukeneet rahoituksen saatavuutta, etenkin keventämällä pankkien pääomavaatimuksia.

Euroopan keskuspankin neuvosto kokoontui viime viikolla – etäyhteyksien välityksellä – päättämään euroalueen rahapolitiikasta. Tuolloin päätimme tässä vaiheessa pitää rahapolitiikan mitoituksen ennallaan vahvasti kasvua tukevana. Totesimme, että riskit kuitenkin painottuvat nykytilanteessa selvästi odotettua heikomman kehityksen suuntaan. Joulukuun kokouksessamme meillä tulee olemaan käytössämme tuolloin julkaistava eurojärjestelmän talousennuste. Totesimme myös, että tulemme tuolloin säätämään välineitämme tilanteen kehittymisen mukaan varmistaaksemme, että rahoitusolot pysyvät suotuisina ja tukevat talouden elpymistä, hillitsevät pandemian kielteistä vaikutusta inflaationäkymiin ja edistävät siten hintavakaustavoitteen saavuttamista.

Koronapandemian vaikutukset heijastuvat voimakkaasti myös Suomen julkiseen talouteen. Ensinnäkin on tietysti hoidettu itse sairautta ja maksettu sen aiheuttamia terveydenhuollon kuluja. Riippuu pandemian kestosta, kuinka suureksi nämä menot kasvavat. Ensi vuoden budjetissa on varauduttu sekä tilanteen vaatimiin terveydenhoitomeneihin että rokotteen hankintaan. Samaan aikaan on syntynyt myöhemmin maksettavaksi lankeavaa hoitovelkaa, kun kiireittämiä hoitotoimia on lykätty.

Toiseksi on hoidettu taloutta. On tuettu yrityksiä, jotka ovat kärsineet menetyksiä kriisin aikana, sekä suurin avustuksin että lainoin ja lainatakauksin. Lisäksi työeläkemaksuja on alennettu määräaikaisesti, verojen maksusta on myönnetty lykkäystä ja lomautusmenettelyjä on helpotettu. Kotitalouksia on tuettu erilaisten sosiaalietuuksien parannuksella ja uusilla tilanteeseen liittyvillä etuuksilla.

Kolmas julkista taloutta lyhyellä aikavälillä heikentävä mekanismi on ns. automaattisten vakauttajien toiminta. Tällä tarkoitetaan sitä, että työllisyyden ja tuotannon vähentyessä julkinen talous menettää verotuloja samaan aikaan kun sosiaaliturvan menot kasvavat. Siinä suuri merkitys on työttömyyskorvausten lisääntymisellä.

Vaikka kriisi on edelleen päällä, nyt ollaan jo kohdistamassa toimia vahinkojen torjunnasta varsinaiseen talouden kysyntää tukevaan elvyttävään politiikkaan. Näitä toimia sisältyy sekä kuluvan vuoden lisätalousarvioihin että ensi vuoden budjettiin. Kyse on mm. infrastruktuuri-investoinneista sekä panostuksista tutkimukseen ja koulutukseen.

Mitä tästä sitten seuraa julkiselle taloudelle? Julkinen velka kasvaa nyt ennen näkemättömän nopeasti kaikkialla maailmassa. Jo pitkään on ollut selvää, että Suomessa on edessä suuria haasteita ikääntymisen vuoksi kasvavien julkisten menojen rahoituksessa lähivuosikymmeninä. Nyt rima nousee korkeammalle.

Julkinen velka nousee lähivuosina 70–75 prosentin tasolle. Hallitus on asettanut tavoitteeksi velkasuhteen vakauttamisen tuolle tasolle tämän vuosikymmenen aikana. Vaikka se ei vielä poista julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyysvajetta, vaatii tavoitteen saavuttaminen merkittäviä toimia. Valtiovarainministeriö on arvioinut tavoitteen edellyttävän 5 mrd. euron sopeutusta. Sopeutus

tilanteessa, jossa ikäsidonnaiset eläke-, hoiva- ja hoitomenot kasvavat jatkuvasti, on vaikeaa. Julkista velkaa tarkastellaan yleensä suhteessa velanmaksukykyyn, jota bruttokansantuote mittaa kohtuullisen hyvin. 1990-luvun lamassa kasvaneesta velkasuhteesta ehdittiin sulattamaan runsaat puolet vuoteen 2008 mennessä. Tuon velkasuhteen sulattelussa suurin merkitys oli talouskasvulla, koska sopeutuksen ja työllisyyskasvun kautta saavutetulla ylijäämällä maksettiin vasta velan korkoja. Talouskasvu onkin velkaantumisen kivuttomin hoitomuoto.

Juuri siksi Suomen talouden uudistaminen kasvua tukevaan suuntaan on niin tärkeää. Siksi tarvitaan rakenneuudistuksia ja fiksua elvytystä.

Valitettavasti voi olla niinkin, ettei talouskasvu tälläkään kertaa riitä yksinään velkaantumisen taittamiseen, vaan aikanaan myös tulojen ja menojen kautta tehtävä sopeutus tulee todennäköisesti olemaan tarpeen. Tällä hetkellä julkisen talouden tasapainottamista tukee matala korkotasoa. On syytä varautua siihen, että valtionkin velanotto tulee ajan oloon kallistumaan. Vaikka korkojen nousu ei vielä odota nurkan takana eikä ehkä häämötä horisontissakaan, on siihen silti keskipitkällä aikavälillä varauduttava. Lisäksi on syytä muistaa, että tämä kriisi tai taantuma on tuskin viimeinen. Pelivaraa ja puskuria tarvitaan myös tulevaisuudessa.

Työllisyydellä on keskeinen merkitys julkisen talouden tasapainon kannalta. Nyt työllisyystilanteessa etäisyys hallitusohjelman tavoitteisiin on kasvanut, eikä työmarkkinoiden toipuminen näytä lähitulevaisuudessa olevan nopeaa. Lomautettuja työntekijöitä on edelleen runsaasti, ja kriisin pitkittyessä yhä suurempi osa uhkaa jäädä työttömäksi. Suomen Pankin syyskuun ennusteen mukaan sekä työllisten määrä että työllisyysaste jäävät lähivuosina selvästi pandemiaa edeltäneitä tasoja matalammalle.

Päätökset kunnolla vaikuttavista työllisyystoimista ovat siten nyt entistä tärkeämpiä.

Työllisyyskehityksen kohentaminen vaatii nyt tarkasti suunnattujen elvytystoimien lisäksi yhtäältä rakenteellisia uudistuksia ja toisaalta myös sitä, ettei Suomen kustannuskilpailukyky heikkene. Koska kriisi on yhteinen, Euroopan unionin jäsenvaltioiden kannattaa korjata vaurioita myös yhteisin ponnisteluin. EU:n elpymispaketista myönnetään jäsenmaille avustuksia ja lainoja, joita käytetään kestävästä kasvua luoviin uudistuksiin ja investointeihin. EU-maat laativat parhaillaan nk. elpymis- ja palautumissuunnitelmiaan, joissa kukin maa esittää talouksilleen parhaaksi näkemänsä elvytys- ja uudistuskohteet yhdessä päätettyjen sääntöjen puitteissa. Suomessa tätä kutsutaan kestävästä kasvun ohjelmaksi, jonka painopisteinä ovat mm. vihreän siirtymän ja digitalisaation tukeminen. Yhteiseurooppalaiset elvytystoimet tarjoavat hyvän mahdollisuuden myös Suomelle ja suomalaisille yrityksille. Suomen kestävästä kasvun ohjelmaa laaditaan parhaillaan maan eri alueiden näkemyksiä kuunnellen. Alueellinen näkökulma elvytykseen onkin tärkeä.

Suomen talouden rakennemuutos on vuosikymmenten mittaan edennyt useassa aallossa.

Kehityksen myötä alkutuotannon ja teollisuuden merkitys työllistäjänä pienenee, ja yhä useammat työpaikat syntyvät palvelualoille. Kehitys ei ole ollut alueellisesti tasapuolinen. Alkutuotannon ja teollisuuden työpaikkojen väheneminen on kohdistunut suhteellisesti voimakkaammin harvemmin asuttuihin alueisiin ja pienempiin kuntiin, kun taas palvelualan työpaikat lisääntyvät keskuskaupungeissa.

Etenkin teollisuuspaikkakunnat, jotka ovat kehittyneet yhden suuren yrityksen ympärille, ovat olleet viime vuosikymmenten aikana rakennemuutoksen kourissa. Esimerkkejä on runsaasti: yhtäältä metsäteollisuuden supistukset eri puolilla Suomea mukaan lukien viimeaikaiset uutiset Jämsästä, toisaalta elektroniikkateollisuuden nousu ja tuho Salossa. Toki elektroniikkateollisuuden menestyksistä ja vaikeuksista suuremmat kaupungitkin, Oulu muiden mukana, saivat osansa. Mutta suurilla kaupunkialueilla osajille on löytynyt paremmin uusia työmahdollisuuksia.

Alueiden elinkeinorakenteen laajuus ja työvoiman osaaminen ovat alueen resilienssiä, kriisin sieto- ja palautumiskykyä, tukevia ominaispiirteitä. Tuota resilienssiä voidaan vahvistaa talouden uusiutumiskykyä parantavilla uudistuksilla.

Alueiden erot korostuvat, kun tarkastellaan Suomen kuntia. Kuntien talous kääntyi heikompaan suuntaan jo ennen koronakriisiä. Vuonna 2017 kuntatalous oli lähes tasapainossa kansantalouden tilinpidon termein, mutta sen jälkeen alijäämä on kasvanut. Vaikka tänä ja ensi vuonna valtio korvaa kunnille mm. koronaepidemiasta aiheutuneet kustannukset, kuntien pidemmän aikavälin näkymät eivät siitä parane. Väestörakenteen muutoksen haaste näkyy (väestöllisen) huoltosuhteen ennustetussa kehityksessä. Kuntien alijäämä kasvaa tulevina vuosina, kun terveys- ja hoivamenojen

kasvu ikääntymisen myötä jatkuu. Sote-uudistuksen jälkeenkin kunnilla on haasteensa. Edellä mainittujen rakennemuutosepisodien vauhdittamana joillakin kunnilla voi olla edessä näivettymisen kierre muuttoliikkeen ja veropohjan kaventumisen kautta. Mutta on kasvavillakin kunnilla omat haasteensa kasvun aiheuttamien menopaineiden hallinnassa. Koronapandemian ja sen vaikutusten hoito vie nyt suurimman huomion talouspolitiikassa ja epäilemättä myös monen kunnan päätöksenteossa. Kuntien talouden pidemmän aikavälin näkymien merkitystä ne eivät silti vie mihinkään. Toivon, että Pohjois-Pohjanmaallakaan näkymät eivät ole niin vaikeat, etteikö tulevaisuudenusko auttaisi eteenpäin mentäessä.
Kiitos!

[Pääjohtaja Olli Rehn: Suomen talouden ja työllisyyden näkymät](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Danske Bank Annual Conference
20.10.2020

Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka

[Esityskalvot](#) (PDF)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Jälleenrakennuksessa on käyttöä karjalaiselle tulevaisuususkolle

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Alustus Karjalan Liiton säätiöseminaarissa
Karjala-talo (Teams), 16.10.2020

Jälleenrakennuksessa on käyttöä karjalaiselle tulevaisuususkolle

Arvoisat Karjalan Liiton säätiöiden edustajat, hyvät ystävät, Kiitän teitä ystävällisestä kutsustanne puhua etäyhteydellä Karjalan Liiton säätiöiden seminaarissa. Kiitokseni on erityisen lämmin siitä syystä, että saimme – puolin ja toisin – toisen mahdollisuuden: jouduimme koronan takia valitettavasti perumaan tapaamisemme Suomen Pankissa viime keväänä, Karjalan Liiton huhtikuisen syntymäpäivän yhteydessä.

Tahdonkin nyt käyttää tilaisuuden hyväkseni ja onnitella teitä kaikkia osallistujia Karjalan Liiton viettäessään 80-juhlavuottaan!

Karjalan Liiton ja sen yhteydessä toimivien säätiöiden työ karjalaisen kulttuuriperinnön ylläpitämisessä, tutkimisessa ja edistämisessä on ollut erittäin arvokasta. Monilla meistä suomalaisista on karjalaisia juuria. Liiton väsymättömän työn ansiosta karjalainen kulttuuri on säilynyt elinvoimaisena tuleville polville. Karjalaisuus näkyy kaikkialla Suomessa ja siinä on jotain tuttua kaikille – niillekin joilla ei Karjalassa sukujuuria ole.

Omat karjalaiset juureni sijoittuvat Uudellekirkolle, josta Irja-mummini os. Sinkko oli kotoisin. Hän toimi Kannaksella lottana sodan aikana ja avioitui pappani, kersantti Viljo Valjakan kanssa sodan jälkeen Mikkelissä. Avioliitto oli Ville-papan toinen, mutta sotaromanssia esiintyi perimätiedon mukaan tasa-arvon nimissä myös silloisen perheen päämajakaupungin puoleisessa päässä. Irja-mummi hoiti minua nassikkana – molemmat vanhempani olivat tiiviisti työelämässä – ja muistan lämmöllä, miten huolella hän vaali karjalaista hengen- ja kulttuuriperintöä.

Hyvät ystävät,

Myöhemmin sain ilon ja kunnian tehdä tiivistä yhteistyötä toisen, vähän tunnetumman Karjalan evakon eli valtioneuvos Johannes Virolaisen kanssa. Hän muistutti siitä, että Karjalan Liittoa ei välittömästi talvisodan päättymisen jälkeen perustettu niinkään vaalimaan karjalaista kulttuuriperintöä, vaan huolehtimaan yli 400 000 siirtokarjalaisen eli evakon oloista sen jälkeen, kun he olivat menettäneet liki kaiken maallisen omaisuutensa ja joutuneet sodan vuoksi jättämään kotinsa ja kontunsa. Ponnistus oli valtava, mutta sitäkin suurempi oli onnistuminen. Karjalaiset ovat osallistuneet maamme jälleenrakentamiseen ja suomalaisen yhteiskunnan kehittämiseen kaikilla elämänoilla. Karjalaisten elämä muuttui, mutta se jatkui, itsenäisessä Suomessa.

Kuten 80 vuotta sitten, Suomi ja suurin osa maailmaa elää nyt poikkeusoloja. 80 vuotta sitten saivat karjalaiset käskyn lähteä liikkeelle, mutta nyt pitää pysytellä kotona – ja pitää vielä etäisyyttä, mikä on karjalaisille erityisen vaikeaa. Joka tapauksessa yhteistä näille kahdelle aikakaudelle on se, että monet ihmiset on erotettu sukulaisistaan ja yhteisöistään. Rajoitustoimet ovat heikentäneet hyvinvointia.

Siksi meillä ja muualla on nyt iso tarve karjalaisille arvoille: solidaarisuudelle, yhteisöllisyydelle, tulevaisuudenuskolle. Meitä yhdistää yhteinen vihollinen – virus. Epävarmuus on suurta kaikkialla. Tämä koskee perin juurin myös taloutta. Talouden kuoppa on syvä ja toipuminen tulee ottamaan aikansa. Kansainvälinen valuuttarahasto IMF julkaisi tällä viikolla (13.10.2020) uusimman maailman talouden ennusteensa. IMF:n arvion mukaan talouden kasvu ja elintason koheneminen hidastuu lähes kaikkialla maailmassa pitkäksi aikaa. Pandemian lisäksi epävarmuutta tulevasta ruokkivat myös Yhdysvaltain presidentinvaalit, Kiinan ja Yhdysvaltain väliset jännitteet kaupassa ja teknologiassa sekä Ison-Britannian ja EU:n kauppaneuvottelut.

Tiedämme jo, että euroalueen talous supistui hyvin nopeasti tämän vuoden ensimmäisellä puoliskolla. Pandemia runteli erityisen rankasti Italiaa ja Espanjaa. Tällä hetkellä näyttää siltä, että jos uutta isoa sulkua ei jouduta asettamaan, syvin kuoppa on nyt ohitettu ja elpyminen voi jatkua. Se on kuitenkin hyvin eritahtista, sekä eri maissa että eri toimialoilla. Palvelualat, kuten matkailu ja ravintolat, ovat kärsineet eniten, mutta esimerkiksi teollisuustuotanto on alkanut kasvaa pandemiasta ensiksi selvinneen Kiinan kysynnän vetämänä.

On syytä alleviivata viruksen hillinnän ratkaisevaa merkitystä talouden kehitykselle ja työllisyydelle. Pandemian toinen aalto jyllää nyt maailmalla ja meillä, ja syksyn ja talven tullen viruksen luontainen kausiliike voimistuu. Päättäjien vaikeana tehtävänä ympäri maailman on löytää epidemian hallintaan tehokkaat keinot – sellaiset, jotka haittaavat elinkeinoitoimintaa ja arkielämää mahdollisimman vähän, mutta silti jarruttavat viruksen leviämistä. Mitä tarkemmin kansalaiset noudattavat yhteisiä pelisääntöjä ja käyttävät tervettä järkeä, sitä tehokkaammin epidemiaa voidaan hallita ilman uutta täyssulkua. Maskien käyttö ja etäisyyden pitäminen ovat siksi edelleen parasta työllisyyslääkettä, myös Suomessa. Ja edelleen on tärkeää huolehtia käsihygieniasta ja pysyä flunssaisena kotona. Talouspolitiikan tärkein tehtävä pandemian aikana on ollut torjua kriisin pitkittymistä. Euroopan keskuspankki on tukenut euroalueen taloutta kriisissä elvyttävällä rahapolitiikalla heti kriisin alusta alkaen. Se on laskenut ohjaukset lattiatasolle, ostanut arvopapereita sekä vuonna 2015 alkaneessa osto-ohjelmassaan että uudessa pandemia-ajan hätäosto-ohjelmassa ja lisäksi tarjonnut euroalueen pankeille rahoitusta ennätyksellisen edullisin ehdoin. Nämä mittavat toimet auttavat sekä yrityksiä että kotitalouksia selviytymään yli vaikeimman ajan.

Euroalueen rahapolitiikan tarkoituksena on tukea vahvasti talouden elpymistä ja turvata hintavakautta keskipitkällä aikavälillä. Euroopan keskuspankin tavoitteena on maltillinen, noin 2 % inflaatio. Inflaatio on kesällä kääntynyt hiukan negatiiviseksi eli keskimääräiset kuluttajahinnat ovat laskeneet. EKP on kuitenkin elvyttävällä rahapolitiikallaan pystynyt välttämään deflaation uhan. Deflaation oloissa hintojen lasku aiheuttaa itseään ruokkivan pidempiaikaisen kierteen, joka vaikeuttaa yritysten toimintaa ja kasvattaa työttömyyttä.

Käsillä oleva kriisi on poikkeuksellinen. Koronapandemia ei ole yhdenkään maan holtittoman talouspolitiikan seuraus, vaan kriisi moukaroit niin Suomea, Eurooppaa kuin koko maailmaakin. Euroopan valtiot ovat kaupan ja rahoitusmarkkinoiden kautta kytkeytyneet toisiinsa.

Koska kriisi on yhteinen, Euroopan unionin jäsenvaltioiden kannattaa korjata vaurioita myös yhteisin ponnisteluin. Finanssikriisin opetus on, että yhteisellä talouspolitiikalla voidaan tehokkaimmin estää kriisin paheneminen pitkäkestoiseksi taantumaksi. EU:n elpymispaketista myönnetään jäsenmaille avustuksia ja lainoja, joita jäsenvaltioiden tulee käyttää siten, että niillä tuetaan kestävästä kasvua, kuten terveydenhoitoa, uusiutuvaa energiaa sekä digitaalista osaamista ja liiketoimintaa.

Hyvät ystävät,

Viime aikoina monet ovat olleet huolestuneita elvyttävän rahapolitiikan ja finanssipolitiikan seurauksista. Onhan rahan määrä nyt ennätyksellisen suuri ja valtioiden velka kasvanut nopeasti. Tämän pelätään laukaisevan hyperinflaatiota tai vaarantavan julkisten talouksien kestävyys. Kevyen rahapolitiikan sivuvaikutuksia on tärkeä seurata ja tarvittaessa on reagoitava niihin. Inflaation nopeasta kiihtymisestä ei kuitenkaan ole merkkejä. Inflaatio on ollut euroalueella jo pitkään liian hidasta ja uhkaa sellaisenaan myös jatkua. Tämän vuoksi EKP:n rahapolitiikka tulee jatkumaan elvyttävänä eli kasvua ja työllisyyttä tukevana vielä pitkään.

Lisäksi on tärkeää että euroalueen talouksia tuetaan myös muilla talouspolitiikan toimilla. Keväästä lähtien lomautukset (irtisanomisten sijasta) ja suorat yritystuet ovat auttaneet kotitalouksia ja yrityksiä yli kriisin pahimman vaiheen ja välttämään työttömyyden jyrkän kasvun.

Nyt talouspolitiikan painopiste on siis kriisin akuutissa hoidossa. Seuraava vaihe saattaa olla jopa vaativampi, sillä vähänkin pidemmällä tähtäimellä on tärkeää vahvistaa julkisen talouden kestävyttä sellaisilla rakenteellisilla uudistuksilla, jotka kohentavat työllisyyttä ja vauhdittavat tuottavuuden kasvua. Valtion velan kasvutrendin jatkuminen tekisi Suomenkin julkisesta taloudesta hyvin haavoittuvaisen tuleville kriiseille.

Moni yrittäjä ja kotitalous elää Suomessa nyt vaikeita aikoja. Vaikka Suomen talouskasvu näyttää tänä vuonna hidastuvan hieman vähemmän kuin euroalueella keskimäärin, uhkaa toipuminen toisaalta tulevina vuosina jäädä kovin vaikeaksi. Kotitalouksien ja teollisuuden luottamus talouteen on jo nyt heikentynyt kesään verrattuna.

Suomen talouden elpyminen nojaa tällä hetkellä pitkälti kotimaiseen kysyntään, jota saattaa hidastaa koronavirustartuntojen kasvu. Suomen viennin ja teollisuustuotannon elpymisen kannalta puolestaan on erittäin tärkeää kuinka euroalueen talous kehittyy. Muun maailman elpyminen kasvattaisi myös suomalaisten vientituotteiden kysyntää.

Hyvät ystävät,

Kuten tiedämme, poikkeustoimet jatkuvat edelleen. Maamme talous on kokenut kovia, ja yhteiskuntakin. Varsinkin iäkkäämmät ihmiset ovat joutuneet viettämään pitkiä aikoja eristyksessä. Rajoitustoimet ovat olleet välttämättömiä terveyden suojelemiseksi, mutta samalla ne ovat heikentäneet talouden kehitystä ja ihmisten välitöntä hyvinvointia.

Vaikka huomio on tällä hetkellä vielä kriisin akuutissa vaiheessa, jälleenrakentaminen alkaa pian.

Kun suomalaiset rakensivat sotien jälkeen hyvinvointivaltion, tarvittiin siihen muutakin kuin rahaa ja talouskasvua. Siihen tarvittiin karjalaisille ominaista solidaarisuutta ja uskoa tulevaan sekä suomalaista sosiaalista pääomaa.

Nyt on tärkeää, että tämä yhdessä toimimisen malli siirtyy tuleville sukupolville. Siinä voimme ottaa mallia karjalaisten vanhempiemme tai isovanhempiemme elämästä jälleenrakennuksen aikana.

Turnauskestävyyttä tarvitaan, mutta sitähan karjalaisilta ja kaikilta meiltä suomalaisilta löytyy.

Pahemmastakin olemme yhdessä selviytyneet!

Governor Olli Rehn: Interview with Reuters, 16 October 2020

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Interview with Reuters, by Balazs Koranyi and Francesco Canepa

16 October 2020

The second wave of coronavirus is upon us and we're seeing an increase in the number of localized restrictions. Is all this still built into the ECB's projections? How is the economy developing compared to the ECB's forecasts?

Indeed, the second wave is definitely with us now. But the situation seems to differ between countries. We have learned a lot from the spring, and we can hopefully be more effective now in balancing both public health and economic concerns. The more drastic the possible new lockdown measures, the greater the economic consequences.

As regards the projections, the incoming data have been roughly in line with the baseline scenario of the ECB's September forecast. However, some recent indicators, especially from the service sector, have been somewhat disappointing, which amplifies the downside risk to the economic recovery. What we see now in both the global and the euro area economy and even in Finland, is that the hit this year has been more moderate than originally forecast. But the recovery, the rebound is also weaker than expected. So, in a way, the shape of the recovery in my view could be best described as a truncated square root.

The euro area, we will return to the pre pandemic levels of activity sometimes towards the end of 2022.

Do you think the situation has gotten worse enough to warrant action already in October?

We always act when we deem it appropriate on the basis of economic developments in line with our mandate. October is no different.

Given that the recovery is shallower than expected and the downside risks have increased, what's the policy implication for the ECB?

That will depend on incoming data. In December we'll have new projections for 2023 as well, so we'll have to see how the inflation and the growth outlook will evolve. We're ready to adjust and use all our instruments as appropriate.

ECB board member Fabio Panetta recently said that it's better to err on the side of doing too much rather than too little. Do you agree with his view?

Inflation risks are on the downside, this is my starting point. It is better to be safe than sorry. Against this backdrop, in my view, ample monetary stimulus remains necessary. There's a very solid reason for this: large and prolonged downturns tend to have scarring effects for the economy. These effects are caused by lower investment and consumption. That's one of the lessons of the euro crisis and from the Nordic banking crisis. In the current low growth, low inflation environment, it's precisely fiscal and monetary policy together that can lift the euro area out of this low inflation, low growth trap. I find it very important that the Next Generation EU Fund is seen as a window of opportunity for enhancing a green and digital transformation.

Do you see a rising risk of deflation?

The inflation outlook is indeed subdued and inflation is currently far away from our aim. However, our policy measures have, at least so far, been effective in tackling the risk of outright deflation. It's important to continue to be vigilant but for the moment the risk of deflation is more limited than it was in March. Having said that, clearly, we have headline inflation and core inflation that are below our aim and we'll take that into account in our future decisions.

What did you mean when you recently discussed a "genuinely symmetric" target? And would you agree with your colleague Francois Villeroy de Galhau who said the ECB should tolerate inflation higher than 2% for some time?

One element is analysing how inflation targeting worked in the past. In the early years of its operation, the ECB was aiming at creating credibility in an environment when higher inflation was the

main concerns. This led to the ECB successfully capping inflation expectations. In the current environment of chronically low inflation, it's more important to ensure that inflation expectations are not anchored at too low levels. A necessary but not sufficient condition in underpinning more reasonable inflation expectations is to make sure our inflation target is both defined and understood by the public as symmetric.

Another issue is our reaction function. Researchers at the Bank of Finland concluded there has clearly been asymmetry in the reaction function of the ECB and in my view, in the current situation where inflation expectations are anchored at too low levels, it's important that our reaction function is sufficiently forceful and equally effective in reacting to deviations in both directions.

What does this mean in practical terms? What's a definition that you would consider sufficiently symmetric.

That is something we will need to discuss and subsequently take a collegial decision. In my view, we would need a clear point target and our reaction function should be equally effective in reacting to deviations in both directions. This would also imply that we would accept inflation overshooting the point target or undershooting the point target for a period of time, as long as we're on path to converging to our medium term, symmetric price stability target.

Is there an element of history in this, as in if the ECB undershoots for a period of them, then it will overshoot for a period?

The U.S. Federal Reserve recently concluded its own review and Chair Jay Powell described the conclusion of its revised monetary policy framework as a flexible form of average inflation targeting. Which, as you point out, takes into account history. While price level targeting as suggested by Ben Bernanke or average inflation targeting is open to criticism from the point of view of communication, in this context is nevertheless worth exploring in depth.

There's one essential reason for this -- and the U.S. and European economies are not that different in this -- and that's related to employment and slack. The Fed realized that the economy can run longer with low levels of unemployment, which benefits social inclusion and various minorities without inflation getting out of hand or even rising to the target. Something has happened in the labour market and we don't yet fully know what.

The Phillips curve has by and large flattened if we look at wage inflation and traditional unemployment figures. But if you look at core inflation and the broader definition of unemployment, there's a certain nonlinear correlation. The non-linearity seems to be such that the economy can stand lower levels of unemployment i.e. higher levels of employment without rapid inflation. If this is the case, from the point of view of economic and social welfare, it makes sense to accept certain period of overshooting while taking into account the history of undershooting.

When you discuss welfare, social inclusion and employment of lower-income brackets of society, that's a broad interpretation of your mandate. Do you think that's the way to go?

The ECB's mandate is defined in the Treaty of the European Union and that is taken as given. The mandate is very clear in the sense that it has both a primary mandate and other essential objectives as long as price stability is not compromised. This means that, on the basis of the EU Treaty, the ECB's task is to support the other policy objectives of the European Union such as full employment, balanced growth and sustainable development. We should support these objectives as long as price stability is not compromised.

Is there a danger that these objectives conflict with each other or with the ECB's independence? If you help governments on, say, social justice, can you ever tighten policy without being told you're going to make social injustice worse? And if you tell governments to spend more, they're going to ask in return that you keep interest rates low.

That's why the primary mandate is defined in the Treaty very clearly and that is price stability. That's in the DNA of central bankers and of the ECB's Governing Council. In the current context and in the medium-term horizon I do not see that these objectives would be in conflict with each other. But, yes, it is quite possible, and even likely, that at some point there will be a policy trade off. But as I said, and I refer to the Fed's conclusion in its strategy review, in the current low-growth, low-inflation environment we're actually quite far from this type of problems. But, and that's the second part of your question concerning fiscal dominance, we're concerned about fiscal dominance and we'll safeguard central bank independence and the price stability mandate of the ECB. This implies that

when we see that inflation is in a robust manner converging towards our price stability mandate in line with the price stability target that we'll redefine in the context of the strategic review, then we'll take policy decisions. But I'd underline that I do not see that we should at the current juncture, or in the near term, reduce our monetary policy stimulus. That moment is not around on the corner or not even on the horizon.

Do you think a digital euro is needed and that we're going to see it soon?

The ECB has taken a big step forward thanks to the work done by Fabio Panetta, Ulrich Bindseil and this high level group on CDBC (Central Bank Digital Currency). We had a conference two years ago in Helsinki organized by the Bank of Finland. One of keynote speakers was Nobel laureate Bengt Holmström who said, only half-jokingly, that it would be good if some non-systemic country like Uruguay or Sweden would first pilot the test of a CDBC. Now we see that there is much more movement also by larger central banks. The ECB has published this report and has moved from being a late comer to being, together with others, on the front row on working and analysing a digital euro or CDBC. We clearly agreed that we don't yet take any definitive decision on whether to move towards a digital euro or another kind of CDBC. But we'll first continue the analysis on whether to move into an experimental phase and only then we'll decide whether this is sufficiently reliable and mature for us to move forward.

Do you have a personal view?

My personal view is that it is very likely that we will see a digital euro sometime in the course of the coming decade in one form or another. But we will first analyse and experiment. And we will also prepare it in very close dialogue with citizens because there are plenty of question marks. And one important element is that it will not replace cash; it will be supplementary to it, which I think is important for citizens.

When you say in one form or another, do you mean that it could also come from the private sector, like a Facebook Libra pegged to the euro?

I didn't mean that. There is a perimeter of options in my mind and in the report of the working group. We will focus on a retail digital euro and we want to work together with the private sector so that we take into accounts the realities of the payment system in Europe and that we align this with the general European payment strategy, which was just recently adopted.

Do you agree that the ECB could buy more green bonds by ditching the principle of market neutrality in the corporate purchase programme?

There have been important statements about this by President Lagarde and by board member Isabel Schnabel. They go very much in the same direction as my thinking and the practice of the Bank of Finland already today. As you know, in the Eurosystem, we have monetary policy purchase programmes and then our own investment portfolios. In our investment policy we have in the past two years applied sustainability principles in line with the U.N. principles for sustainable investment. Therefore, it's only logical that I would be supportive of this in the context of the ECB's purchase programmes.

I think Isabel had a good point in that if there are clear market failures we have to look at ways and means to correct them. Having said that, the central bank alone cannot solve climate change. We'll have to do our part but in the big picture what is really important is whether the countries of the world unite and agree on measures in order to contain and mitigate climate change. Here the first-best solution would be a global carbon tax. It would require very broad agreement and we don't see that the U.S. and China would be ready for that. So, we have to work on the basis of a second-best solution which is basically a climate agreement à la Paris and then national or regional policies on how to achieve that. I think the European Union is in the avant-garde in that regard. We are the front-runners with our emission-trading schemes and other measures to combat climate change. The central banks will have to do more and do their part, but the broad picture is that governments together with civil society and businesses are key actors in this context.

How important is it to keep consensus in the Governing Council going forward?

The essence of decision-making in the Eurosystem is that the Governing Council has proven its capacity to make decisions in difficult times as has been the case also during the Covid-19 crisis. On the Governing Council, we always work based on the common mandate of the ECB and thus we share the same foundation and framework. Having said that, it is natural that sometimes there are

different opinions and those views enrich the debate and do not cause disunity. But, as it has also been stated by Christine Lagarde, once decisions have been made we need to defend our common position in a united manner, not least because we want to maximise the effect of our policy, and communication is an essential part of modern central banking.

Governor Olli Rehn: Citi Virtual Macro Forum 2020 – Eurozone: Monetary Policy and Strategy Review

Governor Olli Rehn
Bank of Finland
Citi Virtual Macro Forum
14 October 2020

Eurozone: Monetary Policy and Strategy Review

Ladies and Gentlemen,

It is a great pleasure to speak at the Citi 2020 Virtual Macro Forum today. In my opening remarks, let me focus on two topics. First, I will give you a snapshot of the ECB's monetary policy at the current juncture and, second, I will focus on the ECB's strategy review that is now underway.

According to the ECB's recent forecast, the eurozone economy will contract by 8% this year. Next year it will rebound to 5% growth, which will level off to 3% in 2022. As a consequence, economic activity is foreseen to return to pre-pandemic levels only towards the end of 2022.

The Covid-19 crisis has dampened inflationary pressures worldwide. HICP inflation in the eurozone dropped into negative territory in August, with consumer prices declining by 0.2% year-on-year. This is mainly due to temporary factors, but the elevated level of economic slack, weak energy inflation and the recent appreciation of the euro will continue to act as headwinds. Thus, our baseline projections forecast headline inflation to rise only gradually, i.e. to 1.0% in 2021 and to 1.3% in 2022.

The ECB's monetary policy is now very accommodative, and so is fiscal policy in the euro area. Importantly, monetary policy and fiscal policy now work hand-in-hand and reinforce each other. Europe's recovery fund – Next Generation EU – will support the recovery, investment and reforms towards the necessary green and digital transformation.

The ECB has used a number of instruments to ease financial conditions, thus securing access to finance for households and businesses. These include the Pandemic Securities Purchase Programme (PEPP), targeted longer-term refinancing operations (TLTROs), and securing dollar liquidity for European banks through swap lines with the US Federal Reserve.

Through its forward guidance, the Governing Council has stated that it is ready to do whatever it takes, within its mandate, to maintain price stability and support economic activity across Europe in these tough times. ECB President Christine Lagarde has called it, for good reason, a safety net that will be in place until we consider the Covid-19 crisis phase to be over.

Let me next turn to the ECB monetary policy strategy review. After being postponed due to the crisis, the review was re-launched last month, and it is expected to be completed by September next year.

The essential underlying reason for the strategy review is the profound structural changes in the euro area and in the global economy. These include, in particular, the change in the relationship between the spare capacity of the economy and inflation, as well as the long-term decline in the natural interest rate and the sluggish productivity growth. The lower natural interest rate has reduced the room for interest rate cuts, as the effective lower bound lays the floor for them. However, non-standard policy measures have alleviated this constraint to some extent.

A reassessment of the ECB's monetary policy strategy is all the more necessary given both the long-term low inflation – or 'lowflation' – and the damage wrought by the Covid-19 pandemic¹.

The strategy review will cover a wide range of subjects, including climate change and digitalization, and it is supported by in-depth analyses of the forces that drive inflation dynamics today – or rather, slow them down. One of the key issues of the review and of monetary policy today is **inflation expectations**, and how they should or could be correctly anchored.

In the early years of its operation, the ECB was seeking to establish credibility in an operating

environment in which too high inflation was the main concern. This led to the ECB successfully capping inflation expectations by aiming for inflation of “below, but close to, 2%”. However, in the current environment of chronically low inflation, it is more important to ensure that inflation expectations are not anchored at too low levels. Today, that is regrettably the case, which has been amplified by the perceived ceiling and asymmetry in the price stability definition, as demonstrated in a recent paper by Bank of Finland researchers.²

To underpin inflation expectations, the first thing to do is to make sure that our inflation target is defined as symmetric – and in particular that the public understands it as symmetric. My way of thinking is thus largely similar to that expressed by President Lagarde in her recent speech.³

In other words, what we need is, first of all, a clearly and genuinely symmetric price stability target, and secondly, a reaction function that is sufficiently forceful and equally effective in reacting to deviations in both directions. A price stability target defined in such a symmetric manner would help us recover much of the needed policy space and re-empower conventional monetary policy.

Let me conclude by saying that while a symmetric inflation target and an effective reaction function would help us in achieving our price stability mandate, it would of course be no panacea – it would be no stairway to heaven, but certainly more than only smoke on the water.

In other words, it would be one key building block in a broader construct of the strategy review, in order to enable the ECB’s monetary policy to better support sustainable growth and job creation, and also help reach its inflation target in the coming years.

I will end here and look forward to your questions.

¹On the pandemics’ generally dampening effect on inflation see especially Jordà, Òscar – Sanjay R. Singh – Alan M. Taylor (2020): Longer-Run Economic Consequences of Pandemics, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2020-09: <https://doi.org/10.24148/wp2020-09>.

²Maritta Paloviita– Markus Haavio – Pirkka Jalasjoki – Juha Kilponen – Ilona Vänni: Reading between the lines Using text analysis to estimate the loss function of the ECB. Research Discussion Paper 12/2020, 6 July 2020, Bank of Finland: https://helda.helsinki.fi/bof/bitstream/handle/123456789/17503/BoF_DP_2012.pdf?sequence=3&isAllowed=y.

³Christine Lagarde, The monetary policy strategy review: some preliminary considerations. Speech at the ‘ECB and Its Watchers XXI’ conference, Frankfurt am Main, 30 September 2020.

Pääjohtaja Olli Rehn: Taloustilanne, rahoitusvakaus ja rahapolitiikan strategiauudistus

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Julkinen kuuleminen eduskunnan talousvaliokunnassa

Helsinki, 30.9.2020

Taloustilanne, rahoitusvakaus ja rahapolitiikan strategiauudistus

[Esityskalvot](#) (PDF)

Arvoisa puheenjohtaja, valiokunnan jäsenet, tiedotusvälineiden edustajat, Kiitän mahdollisuudesta käyttää puheenvuoro tässä talousvaliokunnan julkisessa kuulemisessa. Käyn alustuksessani läpi talouden ja rahoitusjärjestelmän tilaa, Euroopan keskuspankin ja Suomen Pankin viimeaikaisia toimia sekä käynnissä olevaa EKP:n rahapolitiikan strategiauudistusta. Alustukseni ja kommenttipuheenvuorojen jälkeen vastaan mielelläni valiokunnan jäsenten kysymyksiin.¹

Kansainvälisen talouden elpyminen koronakriisistä on käynnistynyt, mutta hauraana. Talouden kuoppa on syvä, toipuminen tulee ottamaan aikansa, näkymät ovat yhä epävarmat. Suurimmat riskit aiheuttaa nyt koronapandemia, mutta epävarmuutta ruokkivat myös Yhdysvaltain presidentinvaalit, Kiinan ja Yhdysvaltain väliset kauppa- ja teknologiajännitteet sekä Ison-Britannian ja EU:n kauppaneuvottelut.

Euroalueen talous supistui vuoden ensimmäisellä puoliskolla ennennäkemättömän nopeasti ja jyrkästi (yhteensä -15 %). Elpyminen on nyt käynnistynyt, ja syvin kuoppa on ohitettu. Alkupyrahdyksen jälkeen elpymisen arvioidaan kuitenkin hidastuvan. Se on eritahtista eri maissa ja eri toimialoilla. Erityisesti palvelualojen tilanne näyttäisi euroalueella heikentyneen hieman uudestaan elo-syyskuussa.

EKP:n ennusteen mukaan euroalueen talous supistuu tänä vuonna 8,0 %. Vuonna 2021 talous kääntyy 5,0 %:n kasvuun, joka tasaantuu 3,2 %:iin vuonna 2022. Ennuste näkyy kuviossa sinisellä värillä. Vuonna 2022 euroalueen BKT:n ennustetaan siten jotakuinkin saavuttavan vuoden 2019 tasonsa, mutta jäävän kriisiä edeltäneen kasvutrendin alle.

Ennuste nojaa oletukseen, jonka mukaan epidemian vaimentamisessa koetaan jonkin verran takaiskuja lähineljännesten aikana. Lääketieteellisen ratkaisun oletetaan löytyvän ensi vuoden puoliväliin mennessä: nykytiedoilla koronarokote otettaneen käyttöön rajatusti ensi kevään aikana ja laajemmin vuoden 2021 edetessä.

Alleiviivaankin viruksen hillinnän ratkaisevaa merkitystä talouden kehitykselle ja työllisyydelle. Pandemian toinen aalto jyllää nyt maailmalla ja meillä, ja syksyn ja talven tullen viruksen luontainen kausiliike todennäköisesti entisestään voimistuu. Kun lämpö, valo ja uv-säteily eli luonnon tarjoama jarru nyt vähenee, sitäkin tukevammin tarvitaan ihmisen tekemää jarrua, eli etäisyyksiä, maskeja, testausta jne.² Edelleen on tärkeää huolehtia käsihygieniasta ja pysyä flunssaisena kotona.

Päättäjien vaikeana tehtävänä eri maissa on löytää epidemian hallintaan sellaiset tehokkaat keinot, jotka haittaavat elinkeinotoimintaa ja arkielämää mahdollisimman vähän, mutta silti jarruttavat viruksen leviämistä riittävästi. Mitä tarkemmin kansalaiset noudattavat yhteisiä pelisääntöjä ja käyttävät tervettä järkeä, sitä tehokkaammin epidemiaa voidaan hallita ilman uutta täyssulkua. Maskien käyttö ja etäisyyden pitäminen ovat juuri nyt parasta työllisyyslääkettä, myös Suomessa. Inflaatiopaineita koronakriisi on vaimentanut maailmanlaajuisesti, kun kokonaiskysyntä on vähentynyt ja raaka-aineiden hinnat pääosin laskeneet. Myös euroalueen inflaatiota koronakriisi on hidastanut.

Elokuussa euroalueen vuotuinen YKHI-inflaatiovauhti vajosi negatiiviseksi ja kuluttajahinnat laskivat 0,2 % edellisen vuoden vastaavasta ajankohdasta. Energian ja ruuan hintavaikutuksista puhdistettu ns. pohjainflaatio oli elokuussa +0,4 %.

Talouselämä on vastannut koronavirukseen laajalla rintamalla. Aiempien kriisien oppien nojalla Euroopan keskuspankin rahapolitiikka on nyt vahvasti elvyttävää, samoin kuin valtioiden budjettipolitiikka. Tämä on tukenut ostovoimaa ja turvannut kotitalouksien ja yritysten rahoituksen saatavuuden, auttaen niitä pahimman vaiheen yli.

Koronakriisi aiheutti alkukevällä jopa uuden finanssikriisin vaaran, joka onnistuttiin keskuspankkien toimilla torjumaan. Rahapolitiikka on voimakkaasti tukenut luotonantoa, tuotantoa ja työllisyyttä – ja siten hintavakautta. Vaikka inflaatio kääntyi elokuussa lievästi hintojen alenemisen puolelle, on pystytty välttämään varsinaisen deflaation eli hintojen laskun itseään ruokkivan pidempiaikaisen kierteen uhka.

EKP on käyttänyt useita välineitä kevyiden rahoitusolojen turvaamiseksi. Niihin kuuluvat pandemiaan liittyvä arvopapereiden osto-ohjelma (PEPP), pidempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä dollarimääräisen rahoituksen turvaaminen eurooppalaisille pankeille – yhdessä Yhdysvaltain keskuspankin Fedin kanssa toteutetuilla valuutanvaihtojärjestelyillä.

Ennakoivalla viestinnällä tulevasta rahapolitiikastaan EKP:n neuvosto on selkeästi ilmaissut, että se on valmis tekemään mandaattinsa rajoissa kaikkensa tukeakseen taloudellista aktiivisuutta – kotitalouksia ja yrityksiä – ympäri Eurooppaa näinä vaikeina aikoina.

Monet ovat ilmaisseet huolensa kevyen rahapolitiikan seurauksista. Pelätään inflaation lähtemistä laukalle, hyperinflaatiota. Tästä ei kuitenkaan ole merkkejä. Päinvastoin. Inflaatio on ollut euroalueella jo pitkään liian hidasta ja uhkaa jatkua sellaisenaan. Rahapolitiikan tehtävä on torjua tämä uhka. Tämän vuoksi EKP:n rahapolitiikka tulee jatkumaan elvyttävänä eli kasvua ja työllisyyttä tukevana vielä pitkään.

EKP:n yhteisen rahapolitiikan lisäksi Suomen Pankki on tukenut suomalaisen rahoitusmarkkinan toimintaa kansallisin toimenpitein.

Yritystodistusmarkkinan toiminta tyrehtyi Suomessa maaliskuun puolivälissä tavanomaisten sijoittajien vetäytyessä markkinalta, mikä vaaransi yritysten lyhytaikaisen rahoituksen saatavuuden. Reaktiona tähän aloitimme nopealla aikataululla yritystodistusten ostot osana Suomen Pankin sijoitustoimintaa. Kasvatimme sijoitukset lähes miljardiin euroon. Nyt tilanne on rauhallinen, ja sijoitustemme määrä on pienentynyt 500 miljoonaan euroon. Yritykset saavat jälleen rahoitusta laskemalla liikkeeseen yritystodistuksia tavalliseen tapaan.

Toinen kotimainen toimenpide on ollut pankkien käytössä olevan vakuusmateriaalin laajentaminen, kun pankit hankkivat rahoitusta Suomen Pankista. Näin on parannettu Suomessa toimivien pankkien rahoituksen saatavuutta ja sitä kautta niiden mahdollisuuksia rahoittaa suomalaisia yrityksiä ja kotitalouksia.

Tästä oli kyse, kun Suomen Pankki otti käyttöön oman lisälainasaamiskehikon 1.9.2020 lähtien. Lainan velallisen tai takaajan luottokelpoisuus voi olla normaalikehikkoa matalampi, ja vakuudeksi hyväksytään myös Finnvera Oyj:n takaamia pankkien kotimaisille yrityksille myöntämiä koronalainoja.

Myös pankkivalvonnassa ja makrovakauseräpolitiikassa on Suomessa tehty päätöksiä, jotka ovat tukeneet rahoituksen saatavuutta koronaviruksen aikana. Yksi tärkeä osa näitä toimia on ollut pankkien pääomavaatimusten keventäminen. Näin on luotu tilaa pankkien luotonannon kasvattamiselle.

Taantuma näyttää Suomessa jääneen lievemmäksi kuin pelättiin, kun tuotannon pudotus oli odotettua pienempi vuoden toisella neljänneksellä. Näkymä hitaasta toipumisesta ei sen sijaan ole muuttunut. Suomen Pankin syyskuun ennusteen mukaan BKT supistuu 4,7 % tänä vuonna ja kasvaa kahtena seuraavana n. 2-3 prosentin vauhtia.

Kansainvälisen talouden heikkous vaikuttaa Suomeen merkittävästi. Investoinnit kärsivät pitkittyneestä epävarmuudesta, eikä ulkomaankaupan ennusteta tukevan talouskasvua lähivuosina. Kasvu jääkin yksityisen kulutuksen varaan. Sen piristymisen edellytys on, kuten edellä painotin, että virustilanne pysyy hallinnassa.

Työmarkkinoiden nykytilanne on heikko, itse asiassa heikompi kuin miltä se tavallisesti käytettyjen kuukausittaisten työllisyys- ja työttömyyslukujen perustella näyttäisi olevan.³ Työllisyystilanteessa etäisyys hallitusohjelman tavoitteisiin on kasvanut, eikä työmarkkinoiden toipuminen näytä

lähitulevaisuudessa olevan nopeaa.

Lomautettuja työntekijöitä on edelleen runsaasti, ja kriisin pitkittyessä yhä suurempi osa uhkaa jäädä työttömäksi. Suomen Pankin ennusteen mukaan sekä työllisten määrä että työllisyysaste jäävät lähivuosina selvästi pandemiaa edeltäneitä tasoja matalammalle. Työllisyysaste on ennusteen mukaan 71 % vuonna 2022. Päätökset kunnolla vaikuttavista työllisyystoimista ovat siten nyt entistä tärkeämpiä.

Jo ennen koronakriisiä julkisessa taloudessa oli kestävyysvaje, ja kriisin aiheuttama velkaantuminen on heikentänyt julkisen talouden tilaa merkittävästi. Työllisyysastetta nostavien toimien lisäksi nyt on entistä suurempi tarve päättää myös muista julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyyttä vahvistavista toimista – kuten sellaisesta sosiaali- ja terveystalouden uudistuksesta, joka jarruttaisi julkisten menojen kasvua.

Kriisitoimet ovat auttaneet Euroopassa yrityksiä ja kotitalouksia koronakriisin pahimman vaiheen yli. Korona on kuitenkin kasvattanut eurooppalaisten pankkien luottotappiovarauksia. Näköpiirissä on valitettavasti, että niiden hoitamattomien lainojen määrä kasvaa.

EKP on tehnyt haavoittuvuusarvion, jossa tarkastellaan eurooppalaisten pankkien vakavaraisuuden kehitystä eurojärjestelmän talousennusteen mukaisessa perusskenaariossa sekä heikomman talouskehityksen stressiskenaariossa. Arvion perusteella euroalueen pankkisektori kestää perusskenaarion keskimäärin hyvin. Hajontaa eri maiden ja pankkien välillä on, ja näkymä vaikeutuu, jos talous supistuu ennustettua enemmän. Onkin tärkeää huolehtia, etteivät hoitamattomat lainat jää pankkien taseisiin pitkäksi aikaa, jotta pankkien luotonantokyky ei heikkene.

Pankkien toimintakykyä tukee nyt se, että niitä on finanssikriisin jälkeen vahvistettu järjestelmällisesti. Niiltä on vaadittu enemmän ja parempilaatuista pääomaa sekä parempaa maksuvalmiutta kuin ennen finanssikriisiä. Pankkivalvontaa on parannettu, ja ongelmiin joutuvien pankkien hoitaminen perustuu nykyisin lähtökohtaisesti sijoittajavastuuseen. Tätä tukee makrovakauseräpolitiikka, joka ehkäisee rahoitusjärjestelmän vakautteen kohdistuvia uhkia.

Suomessa luottotappiot ovat toistaiseksi jääneet kriisin alkuvaiheessa arvioitua pienemmiksi. Myös arvio luottotappioiden kasvusta on hieman pienentynyt kevääseen verrattuna. Toisaalta ympäri maailman on noussut esiin huoli siitä, että yrityssektorin ja etenkin pk-yritysten luottotappioihin on syytä varautua tulevan talven ja ensi vuoden aikana.

Suomessakin pankit ovat varautuneet luottotappioiden kasvuun tekemällä luottotappiovarauksia. Pankkisektorin pääomat pysyivät kuitenkin vuoden ensimmäisellä puoliskolla ennallaan ja verraten vahvalla tasolla.

Hallituksen esitys ns. pankkipaketin kansallisesta täytäntöönpanosta tulee eduskunnan käsiteltäväksi lokakuun aikana. Uudistusten toteuttaminen esityksen mukaisesti selventäisi ja joustavoittaisi makrovakauseräpolitiikan käyttöä Suomessa ja edistäisi rahoitusjärjestelmän vakautta. On syytä korostaa, että ehdotetut kansalliset sääntelymuutokset eivät itsessään muuttaisi pankkien pääomavaatimusten suuruutta nykyisestä. Puskureiden vahvistaminen hyvinä aikoina auttaa pankkisektoria ja kansantaloutta selviämään tulevista kriiseistä.

Tässä, kuten muussakin varautumisessa, on perusteltua toimia etupainotteisesti, ei luottaa hyvään tuuriin tai edes hyvään tahtoon. Sitten, kun pankkiirit itse alkavat huolestua luotonannon kiihtymisestä tai asuntokuplan syntymisestä, ollaan jo myöhässä.

EKP on käynnistänyt rahapolitiikan strategiansa uudelleenarvioinnin, kun se keväällä siirsi arviota puolella vuodella koronakriisin vuoksi. Arviointi odotetaan nyt saatavan päätökseen ensi vuoden puolivälissä.

Hintavakaus asetettiin EKP:n ensisijaiseksi tavoitteeksi jo Maastrichtin sopimuksessa. Sen tehtävänä on hintavakautta vaarantamatta tukea myös unionin yleisen talouspolitiikan tavoitteita. Niitä on nyt tuettava aiempaakin tehokkaammin, jotta talous toipuisi ja pitkän aikavälin kasvunäkymä kohenisi. Tämä on strategiarevision tarkoitus.⁴

EKP:n rahapolitiikan strategian uudelleenarviointi on entistä tarpeellisempi sekä pitkäaikaisen hitaan inflaation että koronapandemian vaurioiden vuoksi. Strategian uudelleenarviointiin ovat syynä muutokset talouden rakenteissa. Näitä ovat etenkin talouden vapaan kapasiteetin ja inflaation välisen suhteen muuttuminen sekä luonnollisen korkotason lasku – jälkimmäisellä tarkoitetaan sellaista korkotasoa, jolla talouden kapasiteetti kuten työllisyys on maksimikäytössä ilman inflaation kiihtymistä.

Keskuspankin kannalta hyvin tärkeä muutos talouden rakenteissa koskee juuri talouden vapaan kapasiteetin ja inflaation suhdetta. Vaikka taloudessa olisi vähän työttömiä, tämä ei johda inflaatiopaineiden kasvuun samassa määrin kuin ennen. Toisin sanoen niin sanottu Phillipsin käyrä on merkittävästi loivempi kuin aiemmin. Näin ollen nopean inflaation todennäköisyys hyvinkin työllisyystilanteen vallitessa on pienentynyt.

Toinen tärkeä muutos on mainitsemani luonnollisen korkotason aleneminen. Korkotason pitkäaikaisen laskun seurauksena rahapolitiikan liikkumavara on rajoitettu. Korkeiden korkojen laskuvaraa on vähemmän, kun tosiasiallinen nollakorkoraja luo sille lattia, vaikka rahapolitiikan epätavanomaisilla toimilla tätä rajoitetta on voitu jossain määrin lieventää.

Kolmanneksi inflaatiota ajavat alaspäin sellaiset talouden pitkän aikavälin trendit kuin väestön ikääntyminen, säästämisen kasvu ja tuottavuuskasvun hitaus. Lisäksi ilmastonmuutos, globalisaatio, digitalisaatio ja finanssialan rakennemuutos ovat ilmiöitä, joilla voi olla odottamattomiakin vaikutuksia talouden toimintamekanismeihin ja myös rahapolitiikkaan.

EKP:n strategiauudistuksessa arvioidaan sitä, miten nämä muutokset talouden rakenteissa on syytä ottaa huomioon tulevassa rahapolitiikassa.

Siksi nyt arvioidaan sitä, mitä ”hintavakaus” käytännössä tarkoittaa, eli mitä pidetään sopivana inflaatiiovauhtina. Arvioidaan, miten taloutta pitää analysoida, jotta hintavakautta uhkaavat riskit huomataan ajoissa ja päätösten vaikutus kuluttajien, yritysten, markkinoiden ja pankkien tilanteeseen ymmärretään oikein. Arvioidaan, miten työllisyys, sosiaalinen eheys, ilmastonmuutos ja rahoitusvakaus vaikuttavat hintavakauteen. Arvioidaan, miten ohjaukorkoja, omaisuuserien ostoja ja muita rahapolitiikan välineitä käytetään. Arvioidaan, miten EKP pitää yhteyttä kansalaisiin, jotta he ymmärtävät EKP:n pyrkimyksiä ja päätöksiä tavoitteidensa saavuttamiseksi – siis yhteisen edun hyväksi.

Vaikka strategia-arvio perustuu tutkimukseen ja asiantuntijatyöhön, jota tehdään EKP:ssa ja kaikissa eurojärjestelmän keskuspankeissa, sen yhteydessä haemme myös näkemyksiä euroalueen kansalaisilta ja erilaisilta toimijoilta, aina tutkijayhteisöstä ja ay-liikkeestä yrittäjä- ja ympäristöjärjestöihin. Haluamme ymmärtää paremmin, mitä meiltä odotetaan ja mikä ihmisille on tärkeää, jotta voimme hoitaa hintavakaustehtävämme hyvin ja tukea yleistä talouspolitiikkaa. Päätteeksi haluan vielä korostaa sen merkitystä, että sekä elvyttävän rahapolitiikan luoma liikkumatila että valtioiden finanssipolitiikan ja EU:n yhteisten rahoitusratkaisujen antama tuki käytetään tehokkaasti hyväksi niin, että talouksia uudistetaan EU-maissa, myös Suomessa. Kun yrityksiä ja kotitalouksia on tarve tukea talouden heikossa vaiheessa, julkisen velan kasvu on väistämätöntä. Samalla entisestään kasvaneet julkiset velat ja heikentynyt työllisyys tekevät aiempaakin tärkeämmäksi työllisyyden ja talouskasvun edellytysten sekä julkisen talouden kestäväen vahvistamisen uudistusten ja investointien avulla.

Käynnissä oleva EKP:n rahapolitiikan strategian uudelleenarviointi voi vahvistaa rahapolitiikan kykyä tukea euroalueen talouskehitystä ja työllisyyttä sekä avittaa inflaatiotavoitteen saavuttamisesta tulevana vuosina. Rahapolitiikka ei kuitenkaan voi – edes strategia-revision valmistuttua – yksin ratkaista talouden ongelmia. Yhteiskunnassa tarvitaan laajaa uudistumiskykyä. Sitä toivoisi nyt löytyvän.

Kiitos!

1 Kiitän alustukseni valmisteluavusta ja kommentteista etenkin Lauri Kajanojaa sekä Hanna Freystätteriä, Juhana Hukkista, Jarmo Kontulaista, Paavo Miettistä, Juha Niemelää ja Meri Obstbaumia ja muuta Suomen Pankin makrotalouden kriisiryhmää ja Mari Hämäläistä teknisestä avusta.

2 Professori Bengt Holmström sekä työelämäprofessori Martti Hetemäki ja Suomen Pankin neuvonantaja Juhana Hukkinen esittelevät tuoretta ekonometristä tutkimusta lämmön, valon ja uv-säteilyn vaihteluiden selitysvoimasta koronapandemian ja sen talousseurausten tulkinnaassa Princetonin yliopiston webinaarissa ”Marcus’ Academy” 22.10.2020, isäntänä Princetonin professori Marcus Brunnermeier. Linkki: <https://bcf.princeton.edu/event-directory/markusacademy/>

3 Tätä tilastointiin liittyvää kysymystä käsittelee tohtori Arto Kokkinen artikkelissaan, joka julkaistiin Suomen Pankin eurojätalous-sivuilla 14.9.2020.

4 Perusteellisempi suomenkielinen katsaus EKP:n strategiarevisioon löytyy esimerkiksi artikkelistani

”Euroopan keskuspankki arvioi uudelleen rahapolitiikan strategiaansa kriisien ja matalan inflaation maailmassa”, Kansantaloudellinen aikakauskirja, 116. vsk., 2/2020.

[Pääjohtaja Olli Rehn: Taloustilanne, rahoitusvakaus ja rahapolitiikan strategiauudistus](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä – työllisyyden näkymä silti heikko

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä – työllisyyden näkymä silti heikko

Euro ja talous -tiedotustilaisuus 17.9.2020

[Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä – työllisyyden näkymä silti heikko.pdf](#)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Rahapolitiikka tukee talouden elpymistä – työllisyyden näkymä silti heikko, Euro ja talous -tiedotustilaisuus 17.9.2020](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Maailman ja Suomen talouden näkymistä

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Budjettiriihen avaus
Helsinki, 14.9.2020

Maailman ja Suomen talouden näkymistä

[Esityskalvot](#) (pdf)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Maailman ja Suomen talouden näkymistä](#) from [Suomen Pankki](#)

Governor Olli Rehn: Opening remarks at the webinar on Monetary Policy Tools and Their Impact on the Macroeconomy

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Bank of Finland and CEPR Joint Webinar on Monetary Policy Tools and Their Impact on the Macroeconomy, 12 September 2020

Opening remarks

Distinguished Speakers, Dear Participants,

Good morning / afternoon everyone! It is a great pleasure to welcome you to this joint conference of the CEPR and the Bank of Finland. It would have been great to meet all of you here in Helsinki, but fortunately a webinar provides a decent alternative in the current circumstances. We should expect webinars, or the option to join conferences online, to become part of the new normal, as well.

The theme of this weekend's event, "Monetary Policy Tools and Their Impact on the Macroeconomy", continues the great series of annual research workshops we have organized together with the CEPR for many years. We at the Bank of Finland value this cooperation very highly and very much look forward to continuing it going forward.

Following last year's successful workshop on "Monetary Economics and Reality", we decided to focus this year on even more pragmatic issues: what are the right policy tools and how do they impact the economy. Unfortunately, COVID-19 has turned this workshop even more topical. I am happy to see that over the next two days we are going to hear about new research that has taken the challenge. For instance, I look forward to prof. Alberto Cavallo's (Harvard University) invited speech on "Covid Inflation and Stockouts", which I expect to remind us of the importance of inflation measurement.

In my opening remarks I would briefly like to discuss the current monetary policy stance following this week's ECB Governing Council policy decisions, as well as monetary policy strategy reviews that some have just completed, while others are still in the process.

We are facing an unprecedented shock in the form of the COVID-19 pandemic. In my view, it is evident that it will have long-lasting structural effects on economies, globally. What impact it will have on monetary policy in the longer term is not clear yet, though some studies point out that it is further dampening the long-term natural rate of interest, which does not make the life of a central banker any easier. Economic research shall no doubt have an important role in analyzing the consequences of the present crisis, also with a comparative-historical approach to previous economic crises.

The ECB Governing Council has adopted several monetary policy measures to ease financial conditions that were severely damaged by the corona-crisis. We responded to the pandemic with unprecedented scale and speed. Our liquidity operations were massively scaled up, and these TLTRO-III operations have ensured that credit has flowed to households and businesses, not least to SMEs. Furthermore, the establishment of the Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP, has been successful, as it has both stabilized sovereign debt markets by reducing the risk of fragmentation and prevented strong deflationary tendencies from emerging. Core inflation has in fact been very stable despite drastic swings in the real side of the economy. Unfortunately, the stability has materialized at a very low level, i.e. clearly below our target.

The novelty of PEPP is related to its flexibility across time, asset classes and jurisdictions. Flexibility has been essential in enabling the ECB to stabilize financial markets in an efficient and effective manner.

Drawing from past experience, the reaction of the ECB and other central banks has been timely. It was evident, very early on, that monetary and other economic policies needed to act together. National governments have, overall, been very determined in their actions to support their economies, and also important EU-level measures have been taken. Various EU-level initiatives

were already announced in April, and most importantly the recently agreed Next Generation EU (NGEU) instrument will be vitally important in ensuring sufficient fiscal support across EU Member States in the coming years. Macroprudential measures have also been taken to facilitate undisturbed flow of credit.

While there has been some rebound in economic activity, the amount of economic slack remains large and the outlook highly uncertain. In particular the inflation outlook is a concern.

According to the ECB staff's September Projection Exercise, both headline and underlying inflation will remain well below our inflation aim in the whole forecast horizon until the end of 2022.

It is evident that the headwinds caused by global structural economic trends and the coronavirus pandemic have created a situation where our current monetary policy measures cannot completely offset the downward drag on inflation in the short run.

Persistently low inflation and monetary policy interest rates close to the effective lower bound indicate that traditional monetary policy space has been seriously narrowed down. The long-term natural rate of interest has come down persistently, and crises like COVID-19 may push it further downwards, as pertinently demonstrated in the recent research^[1] by Oscar Jorda, Alan M. Taylor and Sanjay R. Singh, who will present their key findings here tomorrow. In other words, the relationship between economic slack and inflation is not what it used to be. As Fed Chair Jerome Powell stated in his Jackson Hole speech in late August, "The muted responsiveness of inflation to labor market tightness, which we refer to as the flattening of the Phillips curve, also contributed to low inflation outcomes."

A make-up strategy in the form of flexible average inflation targeting is clearly shaping the Fed's monetary policy reaction function in the years ahead. This is the most important outcome of the Fed's strategy review. The inflation target is more clearly symmetric – it is neither a floor nor a roof for the monetary policy. The Fed is also more explicit in explaining the role of the full employment goal of monetary policy by saying that "...going forward, employment can run at or above real-time estimates of its maximum level without causing concern, ...".

All in all, globally and especially across the advanced economies, the economic environment has changed considerably since the 1990s, when inflation targeting became a widely adopted monetary policy framework. It is well over 15 years since the ECB has last considered its monetary policy strategy. And we are not making policy in a vacuum: we are of course looking carefully at the FOMC's recently announced strategy adjustments, which evidently have implications for Europe, as well – after all, we are not that different.

I hope that when we will be reflecting on our own strategy, we can have a proper discussion on the meaning and merits of having a **symmetric** average inflation aim and how a smart monetary policy reaction function effective to both directions should be formulated.

The new Fed strategy, with its make-up policy and flexible average inflation target, might become the new normal for monetary policy, even globally. While we have our differences – Europe is more bank-based, we use refinancing operations actively, and the U.S. is a federation while we are not – this is evidently changing the context where we make our policy. As said, we are not that different, nevertheless, as the same structural forces are very much prevalent in both economies.

The other important element of any strategy review, also discussed here this weekend, is central bank communication. Everybody in the central banking community by now understands that central bank communication is important and that it serves as one pivotal policy tool. New research suggests that it is also important how the central bank talks not only to the financial markets but also to the general public.

In this context, I would like to mention the interesting research agenda of Michael Weber, Daniel Hoang, Francesco D'Acunto and Bank of Finland researcher Maritta Paloviita. Their forthcoming research may provide further evidence on which forms of communication can best affect households' expectations and their interpretation of policy in line with the aims of policy makers. We are also very happy to have professor Yuriy Gorodnichenko give an invited speech tomorrow, as he recently gave an important talk and paper in the Jackson Hole Economic Symposium about the importance of these issues.

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

To conclude, let me get briefly back to the ECB Governing Council decisions from this week.

This week the Governing Council decided to reconfirm its accommodative monetary policy stance. We also decided to carefully monitor developments in the exchange rate, especially with regard to implications to the inflation outlook. We continue to stand ready to adjust all of our instruments, as appropriate, to ensure that inflation moves towards its aim in a sustained manner, in line with our commitment to symmetry.

In spite of temporary setbacks the ECB is committed to provide the monetary stimulus needed to support the economic recovery and secure a robust convergence of inflation towards our medium-term aim. I have no doubt that we shall succeed in the end. We have previously called for Patience, Prudence and Persistence – now we need to keep a steady hand and stick with these three Ps, probably more than ever.

Finally, let me thank the scientific committee of this workshop, who in addition to my colleagues include Professors Michael Weber, Francesco D'Acunto, and Daniel Hoang, and my former colleague in the Bank of Finland Executive Board, Professor Seppo Honkapohja, who represents the CEPR in the committee. They have again put together a wonderful program.

I wish you all a very productive and enjoyable webinar. Thank you!

[1] Longer-Run Economic Consequences of Pandemics, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series, June 2020

[Bank of Finland and CEPR Joint Webinar on Monetary Policy Tools and Their Impact on the Macroeconomy \(Program\)](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Koronakriisistä kestävään kasvuun

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Pirkan päivän juhla
Tampere, 1.9.2020

Koronakriisistä kestävään kasvuun

Kiitos kutsusta Pirkan päivän juhlaan. On ilo ja kunnia käyttää puheenvuoro tässä tilaisuudessa, maakunnan nimipäivänä. Pirkanmaa ja sen suurin kaupunki Tampere tunnetaan taloudeltaan vahvana, kasvavana alueena – osaamis- ja vientivetoisena alueena, jossa investoidaan tulevaisuutta varten. Investointeja on syytä tehdä myös vaikeina taloudellisina aikoina, ja ehkä erityisesti silloin. Viimeaikaiset uutiset suurten yritysten yt-neuvotteluista ovat kova isku monelle työntekijälle ja heidän läheisilleen – myös Pirkanmaan rajanaapurissa Jämsän Kaipolassa. Samalla nämä uutiset kertovat Suomen talouskehityksen edelleen heikoista näkymistä. Vaikka kevään pahimmat uhkakuvat eivät taloudessa näytä toteutuneen, koronakriisi ei ole vielä ohi, emmekä pääse tästä kriisistä kuin koira veräjästä.

Keväällä tuotanto supistui Suomessa eniten majoitus- ja ravitsemuspalveluissa sekä taide- ja viihdealalla. Teollisuuskin on kärsinyt, mutta sen osalta pahin voi olla vielä edessä, koska epidemian toinen aalto maailmalla painaa meidänkin vientimme näkymiä.

Olisi hyvin tärkeää, että työmarkkinajärjestöt ja hallitus käyvät nyt läpi, mitä vientiteollisuuden heikentyneille näkymille voidaan tehdä. Uhkana on, että tuotanto ja työllisyys heikkenevät vientialoilla vielä huomattavasti tähänastista enemmän. Tähän uhkaan on hyvä reagoida ennakoivasti, yhteistyöllä. Nyt näyttäisi useammallakin eri tahoilla olevan valmiutta pitkäjänteiseen kansalliseen teollisuusstrategiaan – hyvä niin. Eihän tässä syyllisiä kaivata, vaan ratkaisuja. Kotimaista kysyntää tukeva finanssipoliittinen elvytys on ollut tarpeen, mutta se ei tue Suomen vientiä. Sen sijaan vientiin voidaan vaikuttaa yhteisillä EU-tason ratkaisuilla, kuten kesällä sovitulla ja paljon puhutulla EU:n elpymisrahastolla. Kasvun tueksi tarvitaan Euroopan laajuisia elvytystoimia. Niiden kohdentaminen investointeihin, kestäväen kehityksen ja digitalisaation hyödyntämiseen, olisi osattava Suomessakin tehdä oikein. Pirkanmaalla on tässä omat kiistämättömät vahvuutensa: voimakas ympäristövastuullinen toiminta on täällä kytketty tukemaan maakunnan nousua. Lisäksi Suomen viennin edellytyksiin voidaan vaikuttaa melko nopeastikin vientituotannon kustannuksia koskevilla kotimaisilla ratkaisuilla.

Tähän asti talouspolitiikka on vastannut koronakriisiin laajalla rintamalla. Aiempien kriisien oppien nojalla Euroopan keskuspankin rahapolitiikka on nyt vahvasti elvyttävää, samoin kuin valtion budjettipolitiikka. Tämä on tukenut ostovoimaa ja turvannut kotitalouksien ja yritysten rahoituksen saatavuuden, auttaen niitä pahimman vaiheen yli.

Rahapolitiikan rooli on ollut keskeinen. Koronakriisi aiheutti alkukevällä jopa uuden finanssikriisin vaaran, joka onnistuttiin keskuspankkien toimilla torjumaan. Samalla keskuspankin rahapolitiikka on tukenut voimakkaasti luotonantoa, tuotantoa ja työllisyyttä – ja siten hintavakautta. Inflaatio on ollut euroalueella jo pitkään liian hidasta ja uhkaa jatkua sellaisena. Rahapolitiikan tehtävä on torjua tämä uhka.

Talouspolitiikan toimilla on ollut suuri vaikutus siihen, että talouden koronakriisi ei ole Suomessa toistaiseksi ollut yhtä syvä kuin keväällä pahimmillaan pelättiin. Tähän on vaikuttanut Euroopan keskuspankin rahapolitiikan ja valtion tukiratkaisujen lisäksi myös työmarkkinajärjestöjen sopu lomautusjärjestelmää koskien.

Työllisyyden ja hyvinvoinnin kannalta on keskeistä, että politiikka onnistuu myös nyt vuoden jälkipuoliskolla.

Talouden kannalta ratkaisevan tärkeää on toki se, miten koronavirus leviää. Lopulta luottamus

palautuu ja talous elpyy kestävästi vasta kun pandemia on hallinnassa. Talouspolitiikan tehtävä on pehmentää kotitalouksien ja yritysten kohtaamaa iskua kunnes tauti on voitettu, rokotteella tai muilla keinoin. Raha- ja talouspolitiikka työskentelevät siis rinta rinnan sellaisten epidemian hallintakeinojen kanssa kuin testikapasiteetin lisääminen ja maskien käyttö.

Tarve tukea kotitalouksia ja yrityksiä on pakottanut valtiot ympäri maailmaa ottamaan runsaasti lisää velkaa. Velan kasvu aiheuttaa huolta, mutta on ollut välttämätöntä. Mikä olisi ollut vaihtoehto?

Yrityksiä olisi kaatunut ja työpaikkoja olisi menetetty aivan eri mitassa kuin nyt. Yhteiskunnan eheys olisi Suomessakin kovalla koetuksella.

Tämä ei silti tarkoita, etteikö julkisen talouden kestävyydellä olisi merkitystä. On syytä varautua siihen, että valtionkin velanotto tulee ajan oloon kallistumaan. Vaikka korkojen nousu ei vielä odota nurkan takana eikä ehkä häämötä horisontissakaan, on siihen silti keskipitkällä aikavälillä varauduttava.

Jotta Suomen talous saadaan kestäväälle polulle ja siihen kuntoon, että kasvu vankistuu ja velkoja pystytään hoitamaan, tarvitaan rakenteellisia uudistuksia. Uudistusten tekemätön työlista on tiedossa. Siihen kuuluvat työllisyysasteen nostaminen sekä julkisten menojen kasvua jarruttava sote-uudistus. Lisäksi on läpi linjan parannettava yrittämisen edellytyksiä ja vahvistettava osaamispääomaamme.

Oleellisiin ponnistuksiin kuuluu myös kaupunkien pitkäjänteinen kehittäminen – yhteisessä maaseudun kanssa. On tärkeää paitsi koko Pirkanmaan myös koko Suomen kannalta, että Tampere jatkaa kehittymistään dynaamisena kasvukeskuksena.

Monessa maassa, myös Suomessa, alueiden talouskehitys on vuosien mittaan eriytynyt. Joillain alueilla menee paremmin, toisilla heikommin. Yksi tekijä tämän trendin taustalla on väestön ikääntyminen. Aktiiviset ratkaisutkin silti vaikuttavat. Pirkanmaa on ollut yksi menestyjistä.

Kun yhteiskuntatieteilijät tarkastelevat alueiden menestymistä ja sen tukemista, keskeisessä roolissa ovat ihmiset ja heidän osaamisensa. Yksi Tampereen ja Pirkanmaan vahvuuksista on laatuluokan yliopisto.

Osaamisen avainmerkitys aluekehityksen tekijänä voidaan kiteyttää siihen, mitä yhdysvaltalainen poliitikko ja sosiologi Daniel Patrick Moynihan totesi 1960-luvulla. *"Jos haluat rakentaa maailmanluokan kaupungin, rakenna hyvä yliopisto ja odota 200 vuotta."*

Korkeakoulut ja yliopisto ovat tukeneet Tampereen ja Pirkanmaan kehitystä jo 60 vuoden ajan. Jos sovellamme Moynihanin kiteytystä ja hänen esittämänsä 200 vuoden aikajännettä, alueella on edessä nousukautta vielä ainakin 140 vuoden ajan. Ehkä jopa pidempään.

Näillä sanoilla toivotan hyvää Pirkan päivää ja turvallista syksynalkua kaikille pirkanmaalaisille!
Kiitos!

Governor Olli Rehn: To what extent should the State or the European Union use monetary and budgetary policies to counter the effects of crises and promote business development?

Governor Olli Rehn
Bank of Finland

Initial remarks in a panel on “State at the helm of the economy”,
“Les Rencontres Economiques 2020” webinar, 3 July 2020

To what extent should the State or the European Union use monetary and budgetary policies to counter the effects of crises and promote business development?

Ladies and Gentlemen, distinguished fellow panellists,

It is a great pleasure to participate in this year’s Les Rencontres Economiques d’Aix-en-Provence/Seine to discuss current challenges facing our societies, and the role of the state during and after the crisis.

In times of crises, the state and public authorities, both government and the central bank, typically need to step up their roles to prevent large-scale economic and social damage. The Covid-19 crisis is unprecedented both in terms of its global reach and its depth. Thus, there is a clear case for sizable public support – both to contain economic damage and stabilise the acute financial turmoil, and to lay ground for a strong, solid recovery.

However, in my view the increased role of government should, and can, only be temporary. In due course, we should return to the preferable balance of European social market economy, effectively combining entrepreneurial dynamism with social justice – or, if you like, competition and market forces with regulation and redistribution. We need sustainable, strong growth also to reduce the elevated level of public debt.

How well has Europe’s policy response so far followed such a ‘crisis manual’? One of the key lessons of the past financial and debt crises is that one must resort to an overwhelming force in monetary policy to contain financial market panic and prevent an economic collapse. As a response to the Covid-19 crisis, Europe has embarked on unprecedented monetary stimulus, while corresponding fiscal stimulus should be on its way. Hence, in monetary policy we are practicing what we have learnt.

And that is fully consistent with our price stability mandate. For now, and apparently in the medium term, the effect of the Covid-19 pandemic is disinflationary rather than inflationary. Moreover, the danger of deflation has recently re-emerged. This justifies the forceful monetary policy accommodation by the ECB, which is both proportionate and necessary.

The ECB’s strong monetary stimulus is providing plenty of breathing space for European economies that suffer from the crisis and legacy problems. Now it is essential that the EU member states use the breathing space thus provided as a window of opportunity to pursue structural reforms and improve the growth potential and resilience of their economies. This would also help pave the way for the overdue economic transformation towards a more competitive, sustainable and digitalised Europe.

Going forward, we can expect that, with the sizable monetary and fiscal support, the European economy will return to the path of growth over the coming years. This will reduce slack and create inflationary pressures again, and one day the member states and their governments should be prepared to live with less accommodation and higher rates. One should not assume that central

banks would accept becoming subject to fiscal dominance, that is, a setting where monetary policy would be determined by the fiscal situation. We are committed to our price stability objective. This is not to suggest that we should opt for an early withdrawal of monetary support. The premature rate hikes by the ECB in the midst of the euro crisis in 2011 serve as a reminder of the risks of a premature withdrawal. As monetary policy is as much art as science, it is better to be safe than sorry when considering the right timing to withdraw monetary policy support, and verify for a certain period of time that inflation indeed has solidly reached the medium-term price stability target.

In addition to monetary policy support, stronger fiscal stimulus is needed. In this regard the midsummer European Council was a disappointment. Recent diplomatic actions however give a reason to expect that leaders of the European Union can agree on a European recovery fund soon. Combined with the individual member states' fiscal stimulus, this would reinforce the recovery and better share the burden with monetary policy.

However, it is of paramount importance to use the fiscal stimulus for the intended purposes: for health care and employment, and for sustainable development and digital transformation. Using the funding on new permanent spending items, would be against its intended goals.

That is why conditionality should be reinforced by explicitly bringing in the European Semester of economic policy making. Under its method of benchmarking and verification, the national reform programmes should be scrutinised by their effect on structural reforms, innovation, and investment. Thus, policy measures can be designed so that they genuinely enhance productivity and competitiveness. That goes for every member state, from the South to the North. Europe's capacity to create economic prosperity is critical to manage our increasing public debt burden.

While the crisis is hitting the whole of Europe hard, it is also a chance to make genuine progress. This window of opportunity to enhance economic and ecological transformation should be seized, not missed.

Gouverneur Olli Rehn: Dans quelle mesure l'État ou l'Union européenne devraient-ils utiliser les politiques monétaires et budgétaires pour contrer les effets des crises et promouvoir le développement des entreprises ?

Olli Rehn, Gouverneur

Banque de Finlande

Remarques lors du panel, L'État aux commandes de l'économie, dans le cadre du webinaire Les Rencontres Économiques 2020, le 3 juillet 2020

Dans quelle mesure l'État ou l'Union européenne devraient-ils utiliser les politiques monétaires et budgétaires pour contrer les effets des crises et promouvoir le développement des entreprises ?

Mesdames et messieurs, mes distingués collègues,

C'est un grand plaisir de participer aux Rencontres Économiques d'Aix-en-Provence/Seine qui réunissent de nombreux responsables politiques, universitaires et spécialistes des affaires pour discuter les défis actuels de nos sociétés et le rôle de l'état pendant et après la crise.

En période de crise, l'État et les autorités publiques, c'est-à-dire le gouvernement et la Banque centrale, doivent généralement renforcer leurs rôles pour éviter des dommages économiques et sociaux à grande échelle. La crise du Covid-19 est inédite par son ampleur et sa portée internationale. Par conséquent, le soutien du secteur public est nécessaire, à la fois pour contenir des dommages à l'économie et stabiliser des marchés financiers et pour poser les bases d'une reprise solide.

Cependant, à mon avis, le rôle accru du gouvernement ne doit être, et ne peut être, que temporaire. Il faut, le temps venu, permettre la reprise de l'activité normale de l'économie sociale de marché européenne, tout en combinant efficacement le dynamisme entrepreneurial avec la justice sociale, - ou, si vous préférez, la compétition de marché avec la régulation et la redistribution. Nous avons besoins d'une forte croissance durable pour réduire l'endettement public élevé.

L'Europe a-t-elle réussi à gérer la crise de cette manière ? L'un des enseignements majeurs de la crise financière mondiale et de la crise de la dette est qu'il est nécessaire de recourir à une politique monétaire d'une envergure exceptionnelle pour contenir la panique sur les marchés financiers et éviter l'effondrement de l'économie. En réponse à la Crise du Covid-19, l'Europe est engagé à une relance monétaire sans précédent, et des mesures de relance budgétaire équivalentes ne devraient pas tarder. En terme de politique monétaire, nous pratiquons ce que nous avons appris.

Et cela, tout en respectant le mandat de stabilité des prix. Du point de vue de la politique monétaire, pour le moment, et apparemment à moyen terme, l'effet de la pandémie de Covid-19 est désinflationniste plutôt qu'inflationniste. En outre, le risque de déflation est récemment réapparu. Cela justifie la politique monétaire accommodante vigoureuse de la BCE, qui est à la fois proportionnée et nécessaire.

La relance monétaire vigoureuse de la BCE offre actuellement un moment de répit aux économies européennes qui souffrent de la crise et héritent des problèmes. Il est essentiel que les États membres de l'UE considèrent ce moment de répit comme une occasion de poursuivre les réformes

structurelles et d'améliorer le potentiel de croissance et la résilience de l'économie. Cela pourrait ouvrir la voie à une transformation économique, qui n'a que trop tardé, pour passer à une Europe plus compétitive, durable et numérisée.

Grâce au soutien monétaire et fiscal conséquent, il faut s'attendre à ce que l'économie européenne retrouve le chemin de la croissance au cours des prochaines années. Cela va réduire le relâchement et faire réapparaître les pressions inflationnistes, et un jour, les États membres et leurs gouvernements devront être prêts à vivre avec moins de complaisance et des taux plus élevés. On ne peut supposer que les banques centrales accepteraient de se soumettre à la dominance budgétaire, c'est-à-dire des circonstances dans lesquelles la politique monétaire serait déterminée par la situation budgétaire. Nous sommes engagés à atteindre notre objectif de stabilité des prix. Cela ne signifie pas que nous devons opter pour un retrait anticipé du soutien monétaire. Les hausses de taux prématurées de la BCE au milieu de la crise de l'euro de 2011 rappellent les risques d'un retrait prématuré. Étant donné que la politique monétaire est autant un art qu'une science, l'on n'est jamais trop prudent lorsque l'on envisage le bon moment pour retirer le soutien à la politique monétaire, et vérifier pendant un certain temps que l'inflation a effectivement et solidement atteint l'objectif de stabilité des prix à moyen terme.

Outre le soutien à la politique monétaire, une relance budgétaire plus vigoureuse est nécessaire. À cet égard, la réunion de fin de juin du Conseil européen fut une déception. Les dirigeants de l'Union européenne doivent se mettre d'accord sur un fonds européen de relance au plus tôt. Les négociations des derniers jours me font espérer à un accord proche. Associé aux mesures de relance budgétaire de chaque État membre, ce fonds renforcerait la relance et partagerait mieux le fardeau avec la politique monétaire.

Cependant, il est primordial d'utiliser les mesures de relance budgétaire aux fins prévues : la santé et l'emploi, ainsi que le développement durable et la transformation numérique. Le recours au fond pour financer des dépenses permanentes nouvelles, irait à l'encontre des objectifs fixés.

C'est pourquoi la conditionnalité doit être renforcée en impliquant explicitement le Semestre européen d'élaboration des politiques économiques. Selon sa méthode d'analyse comparative et de vérification, il convient d'examiner l'effet des programmes de réforme nationaux sur les réformes structurelles, l'innovation et l'investissement. Ainsi, les mesures de politique peuvent être conçues de manière à réellement améliorer la productivité et la compétitivité. Cela est valable pour tous les États membres, du sud au nord. La capacité de l'Europe à créer une prospérité économique est essentielle pour gérer le fardeau de la dette publique croissante.

Bien que la crise touche durement toute l'Europe, c'est aussi l'occasion de faire de réels progrès. Il faut saisir cette occasion d'améliorer la transformation économique et écologique.

Governor Olli Rehn: Interview in Handelsblatt, 1 July 2020

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Interview in Handelsblatt, by Jan Mallien and Frank Wiebe (the English version)

Published on 1 July 2020

An edited transcript of the interview

Mr. Rehn, last week Austria issued a 100-year bond for less than one percent annual return. More and more economists are worried that capital markets are too dependent on the central banks and no longer reflect reality. What do you think?

The global economy is navigating extraordinary times. One of the unusual phenomena in this crisis is the decoupling of the markets, especially the stock market, from the real economy. But you also have to ask yourself what's behind it. The central banks tend to follow a trend towards ever lower interest rates, they do not determine this trend.

But the European Central Bank (ECB) fixes the deposit rate and dampens yields through bond purchases.

For the ECB, the neutral equilibrium interest rate is an important indicator ...

... the interest rate that enables full employment without higher inflation.

Yes, and most economists agree that this real equilibrium rate has continued to decrease. The reasons are the aging of the population, which leads to a higher savings rate, globalization and, in Europe, the free movement of workers, which is dampening the rise in wages and prices. In addition to that there are the - possibly even permanent - effects of the corona pandemic.

Central banks have already invented new instruments in the financial crisis ten years ago in order to loosen monetary policy further despite the already very low key interest rates. Will the ECB soon practice yield-curve control and target a range within which the long-term yields of euro-area countries can fluctuate?

Other central banks, especially the Bank of Japan, have already done so. The ECB has used its monetary policy toolbox first and foremost to stabilize markets. The ECB can use its new pandemic emergency purchase program to buy bonds in a relatively flexible manner, so as to ensure the transmission of monetary policy. Nevertheless, in the PEPP the capital key remains the anchor and the purchases need ultimately to converge to it. We have managed to improve the transmission across jurisdictions. The government bond spreads have narrowed down. But I don't think there is a scientific method to determine the appropriate level of the spreads.

An innovative instrument are medium-term, discounted loans to banks, the so-called TLTROs. Most recently, banks took-up a record volume of 1.3 trillion euros of them from the ECB. Is there a risk that non-performing loans will accumulate in the banks balance sheets?

These TLTROs have been designed to strengthen lending especially to medium and small businesses. After the financial crisis, banks reduced their balance sheets for years by cutting back on lending. That was a burden for the economy. We had to stop this kind of downward spiral. The high demand in recent TLTROs is a positive sign hopefully reflecting an easing of lending conditions in the euro area. But of course we should also be careful that the lending is not channelled to finance too many zombie companies, companies that are actually not viable.

In the meantime, there was talk of the ECB setting up a so-called bad bank, a collection point for bad credit risks. What is your view on that?

I can still well remember the banking crisis in Finland in the early 1990s, where we successfully used such a bad bank. But it may not make sense to install that at European level. You need a very good knowledge of the national and regional real estate markets in particular.

So would national solutions make more sense if there was a need?

We had a successful bad bank in Spain after the financial crisis. It was endowed with 100 billion euros, of which only 43 billion were needed. This enabled a very professional restructuring of the banks there.

How big is the economic damage caused by the pandemic in your opinion?

The ECB has three scenarios, one with minus six percent in growth this year, one with minus nine percent and the worst with minus 13 percent. I think the middle variant is likely, but I can not rule out the worst either.

In many countries, the economy is slowly reopening again.

Yes, but export-dependent nations like Germany in particular rely on the global economic recovery. This also applies to Finland, where we now have 100.000 less people at work than before the Covid-19 crisis, this number is similar to the level during the financial crisis.

Is there any prospect of improvement?

After the pandemic started in China and spread to Europe and then to the US, we are now experiencing the fourth phase when the epidemic has hit the emerging markets. So far, 70 countries have received help from the International Monetary Fund (IMF). Case numbers are still increasing in three major countries, the United States, India and Brazil.

When do you think the European economy will return to the pre-crisis level?

If there is no serious second wave of the pandemic with appropriate countermeasures, this could be the case in around two years.

And how long will it take before countries in the euro area have reduced the mountains of debt they are accumulating to combat the crisis?

Much longer. In the financial crisis, debt grew from 60 to 90 percent of gross domestic product (GDP). This wiped out around two decades of debt reduction. Now we also have to expect a 15 to 20 percentage point increase in debt.

Isn't that too dangerous?

Germany has reacted very strongly in terms of fiscal policy, and that is very welcome. Unfortunately, not all euro-area countries have a similarly wide scope. But overall, the economic crisis we are facing is severe and requires forceful monetary and fiscal stimulus. The ECB has taken rapid and proportionate action resulting in an increase in its balance sheet. The stimulus measures ease overall lending conditions and also compensate for the fact that private households save more.

Doesn't that drive inflation up in the long run?

In the short and apparently also in the medium term, the effect of the Covid-19 pandemic is disinflationary rather than inflationary. Moreover, the danger of deflation has re-emerged. We have a supply and a demand crisis, but above all the demand is missing. Initially, this tends to depress prices. But we have to watch the risks closely, there is no magic cure that works forever. If inflation should pick up again at some point, the ECB will react, and nobody should fool itself. Price stability is our mandate.

However, some countries cannot afford higher interest rates.

That is why my core message is: Governments must use the time of low interest rates for reforms that boost growth and generate jobs. That will also enable reducing the high levels of public debt.

You mentioned the ECB's mandate. It is true that its primary mandate is price stability. But there is also a secondary mandate to support the general economic policy of the European Union (EU). This includes full employment, for example. Why is the ECB not talking more about this secondary mandate? This would be more understandable for the general public than the discussion about decimal places in price developments?

First of all, price stability is firmly set in the EU Treaty. Still, I wouldn't call full employment secondary. Like the fight against climate change, this is an important goal that we support unless price stability is compromised.

ECB President Christine Lagarde has promised better communication. What has followed from that?

The ECB under President Lagarde is very much focused on providing understandable communication to citizens. This is part of our big strategy review debate, which we had to postpone to September because of Corona. But of course we are already preparing it in the background.

How should the environmental issue be considered?

In the Finnish central bank, we have already decided to avoid investing in environmentally harmful areas, for example, climate-damaging industries, in accordance with the United Nations Principles for Responsible Investment. I will advocate that this also happens at the European level.

Governor Olli Rehn: Interview in de Volkskrant, 16 June 2020

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Interview in de Volkskrant, by Marc Peeperkorn (the English version)

Published on 16 June 2020

Olli Rehn chuckles, a laugh by Finnish standards. The question was whether the crisis virus does not start to tickle as European government leaders this Friday start fighting over hundreds of billions of euros in an attempt to halt the biggest recession ever. But Rehn, who helped to roll the euro off the brink between 2010-2014 as European Commissioner for Economic Affairs, does not feel any urge to pull strings or emergency brakes again in Brussels.

Olli, as everyone invariably addresses him, is a crisis authority. As the prime minister's political advisor he experienced the severe Finnish banking crisis in the 1990s. In Brussels he successively faced the financial crisis, the euro crisis and the Greek crisis, tropical years. He wrote a book about these years in Brussels, *Walking the Highwire*, to be translated as *Balancing above the Abyss*.

"I would have liked some quieter times," says Rehn from Helsinki where he is chairman of the Finnish national bank. However, as a member of the board of governors of the European Central Bank, he has been in crisis mode since the end of February. Together with Klaas Knot and the other national bank presidents he supported a major support program from the ECB (EUR 1350 billion by now) to deal with the corona crisis. In Finland he is working closely with the government to turn the expected economic contraction (over 6 percent) into growth. "The ECB and therefore me too are very intensively involved in crisis management again."

-Is the corona crisis bigger than the euro crisis?

"It is sharper, the economic contraction is even bigger than during the financial crisis. But crises are no twins. They always have different properties and causes although you often have to fight them in the same way. The rapid spread of the coronavirus was an external shock that equally affected the health of European citizens and economies. The economic recession follows from the necessary lockdown."

"The euro crisis on the other hand was a shock from the inside due to the excessive financial risk taking by banks, investors and governments. Seen in this way they are different crises. Fortunately, the eurozone and the EU are now much better off than in 2010-2012. The ECB supervises all major banks; banks have firmer buffers; the rules have been tightened. With the right measures we can mitigate the blow and pull ourselves out of the swamp. "

-How does the EU usually respond to a major crisis?

"Muddling through can prevent you from tumbling down", I write in my book. This approach applied to the euro crisis in which we had to fall back on decisions by the leaders each with a veto. If you have to build a life raft in the midst of the crisis, with an emergency fund, banking supervision and billions of loans, this approach is too slow. During the euro crisis it was very difficult to take timely measures, let alone take preventive action. That made the euro crisis unnecessarily expensive and burdensome. "

-You write in your book: we can no longer afford to muddle through.

"The lesson from the euro crisis was that you have to remove the risk from the market with one blow. That you have to put in an overwhelming fist to stabilize the financial markets. That bazooka only came with Draghi's "whatever it takes" speech, including the promise of the multibillion-euro government bond purchase if needed, which was the turning point in 2012. From that moment on economically weak Member States were no longer the playing ball of the unpredictable markets. I believe that lesson has now been applied: by both the ECB and the FED. Note that many people saw the corona crisis as a supply shock, production collapse due to the lockdown. It is now clear that we are also dealing with a demand shock, the loss of demand due to uncertainty and rising unemployment. Demand shocks lead to a much more dramatic recession. And there could have been a third shock, that of the financial markets, with bank runs, one that hits the economy

amidships. That has been prevented so far, knock on wood. Central banks are doing everything to nip that financial crisis in the bud. There is a good chance it will work. "

-So this time the EU has responded better?

"At least faster. But it is still not optimal. The recovery fund proposed by the European Commission is an indispensable building block. The leaders do well to approve this quickly. It would take some of the burden that the central banks carry now. It provides a fairer division of labor between monetary aid from the ECB and fiscal policy of the Member States."

-In 2008 the EU countries came with a recovery fund of 200 billion euros, now the European Commission advocates 750 billion. The lesson has also been learned here?

"It is dangerous to say that because complacency is luring, but yes: the necessary bazooka to calm the markets and boost the economies is on the table."

Rehn is very aware of the recent poisoning of the political atmosphere in the EU. Finance minister Hoekstra who rubs in the southern member states' lack of savings, the Portuguese prime minister who replies that the Netherlands should leave the EU, it is familiar to him. "I was attacked from two sides at the time: North and South." He points to his head, which was jammed between hammer and anvil. "Many articles about corona separations are currently published in the media. That illustrates how crises put pressure on relationships. This is no different in political relations. Quarrel, name calling, blaming, it doesn't solve anything, it only takes time. Time that leaders don't have. "

Rehn is happy that his country is not part of the Frugal Four, the "stingy" club of the Netherlands, Austria, Sweden and Denmark that pulls the money brake in Brussels. "It is up to the Finnish government to communicate on this but I am sure that Finland does not want to slam doors to other capitals. Finland must be a bridge builder. Building the EU is more useful than blocking it. "

- Leaders will talk about recovery plans for the first time on Friday, with two marathon summits following July to reach an agreement. What kind of result does such a battle of attrition lead to?

"Nightly deals are risky, they are certainly not always the result of rational preparation and logical thinking. More second-rate, suboptimal. What I expect is that leaders will set stricter conditionality on using money of the recovery fund. The Commission proposal is not particularly clear on this point. The money should be used for investments that help combat climate change, in renewable energy. But also to strengthen the productivity and competitiveness of the economies. "

-The Commission wants two thirds (500 billion) of recovery fund to be provided as grants, the Frugal Four demand it to be mere loans. Is that wise from an economic point of view?

"Loans maintain a 'skin in the game' for every member state to use the money effectively but they also lead to an even higher public debt for the countries most affected by the corona crisis. That is not useful. Gifts are appropriate in response to immediate needs, just as the Red Cross and the UN do in times of natural disasters and violence. Loans are better when it comes to economic recovery, as provided by the IMF and the World Bank. So it is looking for a balanced mix of gifts and loans. "

- What is your advice as a crisis expert to leaders for the upcoming EU summits?

(Deep sigh) "Usually the compromise comes at the last minute. But the corona crisis does not allow any delay. There must be a driving force. This is often Berlin and Paris, but this is not enough. As I write in my book, the EU is too valuable to be left to Germany and France alone. All leaders must make their red lines pink, otherwise there is no agreement possible. "

-Can leaders afford a no deal?

"No. Europe is at a critical stage. The recovery fund is an essential building block for the response to the crisis. "

-As in your Brussels period there are also now economists, EU watchers and politicians who predict the end of the EU. Is there cause for concern?

"There is often exaggeration and not always useful exaggeration. Columnists paint the image of: a European federation or death. Eurobonds or euro exits. That's fake news. There is a third way: that of Member States that increasingly pursue common policies when useful. Form follows function. There is a real danger that without a recovery fund, dissatisfaction with the EU will increase, populism will gain momentum and politics will further fragment. That is not good for Europe. We have suffered from so many crises in the last decade. The EU is not in a good condition. She has shown stamina, the EU still exists, but we are all better off if we avoid further fragmentation and populist responses. We need a healthy dose of EU in these times. Let's not end up in the danger

zone before we take action."

-Climate change is melting glaciers, the political climate is eroding support for the EU. Can that be stopped?

"We see that in some countries, that the support is melting away. That is precisely why prompt action is required. Let us not slip into a dramatic crisis again, such as in 2012 when the euro really skimmed on the brink. Belatedly, very belatedly leaders and the ECB woke up much. And even after they opened their eyes, it was not a Sunday walk in the park. The biggest lesson is: don't let it derail. Give up your veto in time knowing that a compromise is needed to preserve the EU. "

-The Stability Pact with its budgetary discipline has been temporarily suspended. Should the pact be completely abandoned?

"The Stability Pact is an anchor for national budgets. It gives confidence and credibility. In the first, acute phase of the corona crisis, everything focused on emergency financial aid for healthcare, then you suspend the rules. The second phase is about the support for investments, for unemployment schemes, then you should not use corona as a cover up for permanent increases in expenditure. The third phase is that of stabilization, which requires the Stability Pact. The pact is much smarter than many think. It offers guidance to limit debt. The lesson from the corona crisis is that countries that had built up financial buffers are now deploying them and come better out of the crisis than countries without buffers. "

-Should all countries build buffers, as Hoekstra suggested?

"In the medium term for sure. Interest rates are now very low and will remain so for a while. It is highly desirable for euro area countries to use this breathing space to restore their economies and budgets. "

-You are a big music fan: what's on your corona playlist?

"As Commissioner Behind Blue Eyes of The Who was high on my list. At that time I learned not to take everything at face value what people told me about their reforms and savings. At the beginning of the corona crisis, there were all time favorites like Paint It Black from the Stones, Bad Moon Rising and Who'll Stop The Rain from Creedence Clearwater Revival. Recently my wife and daughter introduced me to the Finnish rap scene, but you probably don't know these songs. For the recovery phase I tip Get On from the Hurriganes, a Finnish band that won the European Pop Jury prize in 1974. They had a great guitarist, Albert Järvinen, of Eric Clapton level. Really, listen to it! "

Bank of Finland opinion to the Grand Committee

- [Bank of Finland opinion to the Grand Committee 12 May 2020](#) (PDF)

Pääjohtaja Olli Rehn: Maailman ja Suomen talous koronakriisissä, Euro ja talous - tiedotustilaisuus

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Maailman ja Suomen talous koronakriisissä
Euro ja talous -tiedotustilaisuus 22.4.2020

Maailman ja Suomen talous koronakriisissä

- [Pääjohtaja Olli Rehnin ja johtokunnan neuvonantaja Lauri Kajanojan esitysdiat 22.4.2020 \(PDF\)](#)
[Pääjohtaja Olli Rehn ja johtokunnan neuvonantaja Lauri Kajanoja: Maailman ja Suomen talous koronakriisissä, Euro ja talous -tiedotustilaisuus 22.4.2020](#) from [Suomen Pankki](#)

Governor Olli Rehn: A globally symmetric crisis calls for a globally coordinated and forceful policy response

Governor Olli Rehn
Bank of Finland

Remarks at the Reinventing Bretton Woods Committee Panel Discussion on “*The world economy transformed: Reflections on policy responses and the future post pandemic monetary architecture*”, in the context of the virtual IMF Spring Meetings
17 April 2020

A globally symmetric crisis calls for a globally coordinated and forceful policy response

Ladies and Gentlemen,

Let me start by noting the exceptional nature of the corona crisis and by acknowledging my deepest gratitude to all those who are fighting this unprecedented global threat in the frontlines, in healthcare and elsewhere. We are facing a severe humanitarian crisis on a global scale, which indeed calls for a coordinated global response.

The title of the session has two elements as to the transformation of the world economy: reflections on policy responses, on one hand, and on the future post-pandemic monetary architecture, on the other. I shall focus mostly on the first part, i.e. policy responses, which is the most burning matter in our time.

Meanwhile, I admit I don't have the crystal ball beyond the current crisis to foresee its specific effects on the longer-term monetary architecture. But they are certainly not unconnected: e.g. the proposal for new SDR allocation is closely related to the pursuit of a better functioning multilateralism. And by my reading and experience, there is no historical evidence that hegemony would create a more stable global monetary order than effective multilateralism. But I guess that should be a no-brainer for a body that is called Re-inventing the Bretton Woods Committee, so I refrain from lecturing! Let me make three points in my introductory remarks.

1. Several analyses, including the scenario modelling done at the Bank of Finland, suggest that forceful but relatively short-lived restrictions to limit the spread of the pandemic will result in significantly lower output losses and economic damage than a more gradual approach with milder but longer-lasting restrictions. Nevertheless, the timing of lifting the restrictions will require a difficult balancing act, done preferably in international coordination.

In any scenario, policymakers must do their utmost to build a bridge over the troubled times, in order to prevent a sharp rise in bankruptcies and job losses. Mostly, the policy response has been swift. Learning the lessons of the global financial crisis, governments and central banks have launched an unprecedented monetary and fiscal stimulus to support the real economy and avoid a credit crunch.

2. A globally symmetric crisis calls for a globally coordinated policy response. It is a symmetric crisis in a global scale, affecting both advanced economies and emerging and developing countries. It is illustrative that the IMF is flooded with emergency financing requests from a vast number of countries: by now 102 out of 189 members have requested IMF emergency financing.

In order to be able to help its members and safeguard global stability, it is imperative that the IMF has sufficient resources. Finland, as well as its Nordic-Baltic constituency at the IMF, has always been a resolute supporter of a strong and adequately resourced IMF, at the centre of the Global Financial Safety Net.

Given the high uncertainty about the length and severity of the crisis, [and the external financing needs of the poorest countries with fragile health systems,] we must keep the door open for further measures. Specifically, in my view, there is an evident case for a new general allocation of SDRs, as

part of the IMF's crisis-fighting package.

This would be in line with the actions of central banks in all main currency areas who have taken swift action to support liquidity and market functioning. The Federal Reserve quickly engaged in aggressive balance sheet expansion and established swap lines with several other central banks to support US dollar liquidity. The ECB has done the same to safeguard euro liquidity.

As the larger central banks like the Federal Reserve and the European Central Bank are providing ample liquidity and preventing a credit crunch by their bold actions, why should we not amplify this liquidity-producing impact in the global context through a new SDR allocation?

3. In Europe, the ECB and the Eurosystem as a whole have launched a very substantial monetary stimulus and other credit-enhancing measures. It is imperative, as the euro area economies are estimated to contract roughly by between 5 – 15 % this year.

Last month the ECB started a new Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), buying both public and private sector bonds up to 750 billion euros to ensure favourable financing conditions. Together with its other programmes, the ECB's net asset purchases will amount to more than 1 trillion euros this year.

Furthermore, via a new targeted lending facility with substantially more favourable terms than previously, the ECB can provide liquidity to banks at a negative rate for up to 3 trillion euros. This is amplified by a very substantial collateral easing package. Moreover, in its supervisory role, the ECB provides temporary capital relief to banks to support their lending capacity to the real economy. Together with the substantial monetary policy stimulus already in place, these measures will provide ample liquidity and funding support to euro area households, businesses and banks. We will do everything within our mandate by the Eurosystem to support the euro area citizens and businesses, particularly SMEs, over these troubled times.

Against this backdrop, last week's agreement reached by the Eurogroup with finance ministers was a significant but hardly a conclusive deal. The crisis response will be made more powerful if all policies reinforce each other. In particular, a bold and coordinated fiscal policy response is crucial to support the recovery. It is not only a matter of European solidarity, but also in each member state's own interest, due to strong interconnections between the economies.

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

On a final note, let me underline the importance of global coordination. So far we have seen a rather patchy policy response – for instance Wednesday's G20 meeting was not exactly the greatest triumph of international cooperation. And the timing of the funding freeze of WHO could not have been more unfortunate.

To my regret, this reminds me of Liaquat Ahamed's modern classic *Lords of Finance*, in which he describes the policymakers and their mistakes in the 1920s and 1930s, and the dramatic collapse of international policy coordination that contributed to the Great Depression and the subsequent Second World War.¹ I recall former US Treasury Secretary Tim Geithner saying at the height of the financial crisis that he started reading Ahamed's book, but had to put it down after a few chapters, because he found it too scary! – Let's not get back to the future, at least not to that kind of future! The country I know best, Finland, has had its fair share of tough times in its history, and as a small state we have survived difficult situations by sticking together. Now we should stick together as a global community. I wish to trust that, despite the physical distance prevailing now among us under these emergency conditions, we in the global community will nevertheless be able to pursue the kind of solidarity and international cooperation that is badly needed to overcome this crisis, and to limit its damage, in a fair manner.

Let me wish you all stay safe and healthy!

Thank you very much for your attention.

1 Liaquat Ahamed, *Lords of Finance*, William Heinemann 2009.

Pääjohtaja Olli Rehn: Koronakriisi ja talouspolitiikka

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Neuvottelu julkisen talouden suunnitelmasta
Kehysriihi 7.4.2020

Koronakriisi ja talouspolitiikka

- [Esityskalvot](#) (PDF)
 - [Euro & talous -analyysiartikkeli: Skenaarioita Suomen talouden kehityksestä lähivuosina](#)
- [Pääjohtaja Olli Rehn: Koronakriisi ja talouspolitiikka. Kehysriihi 7.4.2020.](#)** from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Eurokriisin opit ja koronakriisin talouspolitiikka

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Puheen tiivistelmä Helsingin yliopiston verkkoluennolta

Helsinki, 3.4.2020

- [Esityskalvot](#) (PDF)
- [Verkkoluento](#)

Eurokriisin opit ja koronakriisin talouspolitiikka

Koronapandemia on viime viikkoina johtanut maailmanlaajuiseen talouskriisiin, jonka ajallinen kesto on vielä hämärän peitossa. Hallitukset ja keskuspankit ovat aloittaneet mittavat elvytystoimet. Finanssikriisin oppien nojalla keskuspankit ovat ryhtyneet nopeisiin, isoihin toimiin reaalityalouden tukemiseksi ja luottolaman välttämiseksi.

Kymmenen vuotta sitten euroalue ajautui velkakriisiin globaalien finanssikriisin jälkimainingeissa. Sen perimmäisinä syinä olivat jo vuosien ajan kasautuneet useiden euromaiden talouksien epätasapainot sekä puutteellinen budjettivalvonta. Kreikasta alkanut velkakriisi laajeni koko järjestelmää uhanneeksi systeemikriisiksi.

Nyt olemme uuden talouskriisin edessä. Näkymätön koronavirus iskee terveyteemme ja on siinä samalla syössyt maailmantaloudenkin teho-osastolle. Jotta löytäisimme tässä tilanteessa toimivia talouspolitiikan keinoja, on syytä pohtia myös sitä, millä tavalla koronakriisi eroaa aikaisemmista talouskriiseistä, erityisesti eurokriisistä.

Osa talouden perusasioista on nyt paremmalla tolalla kuin eurokriisin aikaan. Euroalueen pankkien vakavaraisuus on olennaisesti vahvempi kuin finanssi- ja eurokriisin iskiessä, vaikka pankkisektoriin liittyy yhä myös haavoittuvuuksia. Pankkien kohentunut iskunkestävyys ja isommat puskurit ovat pitkälti Euroopan pankkivalvonnan rakenteiden vahvistamisen sekä sääntelyuudistusten ansiota. Myös raha- ja finanssipolitiikan päättäjien sekä pankkivalvojen reagointi kriisiin on ollut nyt selvästi nopeampaa. Keskuspankit ovat toimineet nopeasti keveiden rahoitusolojen turvaamiseksi. Eri puolilla maailmaa on tehty isoja finanssipoliittisia toimia talouden vaurioiden ehkäisemiseksi. Euroopan keskuspankki päätti 18.3. käynnistää uuden 750 miljardin euron suuruisen pandemiaan liittyvän arvopapereiden osto-ohjelman sekä laajentaa yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmaan kelpaavien arvopapereiden joukkoa. Päätökset osoittavat, että EKP:n neuvosto on valmis tekemään toimivaltansa puitteissa kaiken tarvittavan tukeakseen euroalueen kansalaisten ja yritysten selviytymistä tässä vaikeassa tilanteessa – ilman rajoitteita.

EKP:n arvopapereiden osto-ohjelmien taseen kehitys ja tavoitetaso 2015-2020

Toisaalta koronapandemia on vyörynyt päälle laajasti ja nopeasti – sen aiheuttamat, terveyden kannalta välttämättömät rajoitukset ovat suora isku reaalityalouteen ja yhteiskuntiin. Ne iskevät erikokoisiin yrityksiin lähes kaikilla toimialoilla, mikä aiheuttaa ison riskin konkurssiaalloista ja suurtyöttömyydestä – ellei rahapolitiikalla ja hallitusten toimin kyetä pehmentämään näitä iskuja ja pohjustamaan elpymistä.

Koronaviruksesta johtuva tuotannon äkkinäinen supistuminen on ollut kaksinkertainen isku kansantalouksille, sillä se on aiheuttanut tuhoja sekä kysynnän että tarjonnan puolella. Tavaroiden tarjonta on vähentynyt, kun tehtaita on suljettu ja auki olevillakin on ollut vaikeuksia hankkia osia, välituotteita ja henkilöstöä. Lomautukset ja irtisanomiset, ihmisten liikkumisen rajoitukset sekä fyysisen etäisyyden ylläpito taas ovat merkittävästi tukahduttaneet kysyntää.

Vaikka kriisi ei lähtenyt liikkeelle pankkijärjestelmästä, se on viime viikkoina johtanut vakaviin häiriöihin myös rahoitusmarkkinoilla, joita keskuspankkien toimet ovat toisaalta osittain onnistuneet vakauttamaan. Kriisinhallinnan vaatimien vastatoimien kannalta yhden lisähaasteen tuo vielä se, että julkista velkaa on euromailla ja muuallakin enemmän kuin ennen finanssikriisiä.

Kaiken kaikkiaan iskun syvyyttä ei vielä tänään tiedetä – muuttujia on paljon ja tilanne elää koko ajan. Jos koronakriisin ensi aalto tuli Kiinasta ja toinen on käynnissä Euroopassa, kolmas aalto on tulossa Yhdysvaltojen koronatilanteen vaikeutumisen ja rahoitusmarkkinoilla yhä vallitsevan turbulenssin seurauksena. Ne halvaannuttavat maan mittavaa taloutta ja supistavat merkittävästi globaalia kysyntää.

Talouden näkymiä voidaan nyt arvioida erilaisten skenaarioiden avulla, sillä historiasta ei löydy vastaavaa tapahtumasarjaa. Taantumien syvyys ja ajallinen kesto riippuvat pitkälti viruksen leviämisestä, mutta myös talouspolitiisista toimista, joilla kriisiin vastataan. Kaikki prosenttien tarkkuudella esitetyt ennusteet ovat tänä päivänä liukkailla jäillä. Presidentti Mauno Koivisto totesi joskus muinoin Suomen Pankin pääjohtajana, että talousennusteissa desimaalipilkun jälkeisillä kymmenyksillä ei ole paljoa merkitystä, mutta suunnalla on. Allekirjoitan tämän viisauden – suunnan me tiedämme, mutta emme prosenttien kymmenyksen tai nyt edes prosentinkaan tarkkuudella. Eri euromaiden näkymiä koskevien viimeaikaisten skenaarioiden mukaan niiden taloudet supistuvat tänä vuonna karkeasti ottaen 5–15 prosentin verran edellisestä vuodesta. Tämä lienee oikea mittakaava myös Suomen talouteen kohdistuvia vaurioita arvioitaessa. Vertailukohdaksi voi ottaa finanssikriisin, jolloin euroalueen BKT putosi lähes 4½ prosenttia vuonna 2009, ja Suomen BKT 7 prosenttia. Meillä työllisten määrä putosi noin 90 000 ihmisellä.

Suomessa kuten muuallakin ehdottomasti polttavin ongelma on pk-yritysten, etenkin kaikkein pienimpien yritysten, kassakriisien ja vararikkojen uhka. Niiden välttämiseksi on hallitus viime viikkoina tehnyt tärkeitä päätöksiä, kuten Finnveran valtuuksien laajentaminen, ELY-keskusten ja Business Finlandin myöntämät suorat tuet, eläkemaksujen ja verojen lykkääminen sekä Valtion eläkerahaston yrityslainaostot. Olennaista on, että pienimmätkin yritykset voivat saada – ilman kankeaa byrokratiaa – tietoa ja palvelua käytettävissä olevista suhdannelainoista ja muista rahoituslähteistä.

Suomen Pankki päätti 15.3. aloittaa suomalaisten yritystodistusten ostot uudelleen. Tällä tavoin lisäämme rahoituksen tarjontaa suomalaisille yrityksille. Vaikka yritystodistusten avulla rahoitusta hankkivat lähinnä suuremmat yritykset, ostot helpottavat välillisesti myös pienten yritysten rahoitusoloja. Tämä johtuu siitä, että ostot vapauttavat pankkien limiittejä pienempien yritysasiakkaiden käyttöön. Kovasta kysynnästä johtuen päätimme kaksinkertaistaa ohjelman volyymin miljardiin euroon.

Vaikka talouden supistuminen on lyhyellä aikavälillä väistämätöntä, päätöksentekijöiden tulee tehdä kaikkensa, jotta konkurssien ja työttömyyden jyrkkä lisääntyminen vältetään. Tässä päävastuu on hallituksella, mutta vaurioiden lievittämiseksi tarvitaan laajaa yhteistyötä ja nopeita toimia, kansallisten talkoiden hengessä. Työmarkkinajärjestöt ovat osaltaan helpottaneet nopeaa ja reilua sopeutumista, mikä auttaa yrityksiä selviytymään ja pelastamaan työpaikkoja. Pankit ja eläkeyhtiöt tekevät työtä yritysten rahoituksen turvaamisen ja kotitalouksien selviytymisen eteen yli pahimman ajan.

Näissä kansallisissa talkoissa on Suomessa toimivien pankkien lupa olettaa olevan täysillä mukana, etenkin nyt kun niiden pääomavaatimuksia on helpotettu ja lainoituksen ehtoja eurojärjestelmästä tehty erinomaisen suotuisiksi.

Euroopassa pandemia on kaikkien yhteinen ongelma. Sen aiheuttamat vaikeudet eivät johdu minkään yksittäisen maan holtittomasta taloushoidosta. Kotimaan toimien lisäksi tässä kriisitilanteessa tarvitaan nyt myös eurooppalaista solidaarisuutta. Se koskee sekä EKP:n toimia että julkisen talouden hoitoa. Tätä taustaa vasten Euroopan komission ehdotus 100 miljardin euron rahoituksesta jäsenmaille, jotka tarvitsevat apua työllisyystoimien ylläpitämiseen, on tervetullut. Sen rahoitustapa – mahdollisuus laskea liikkeelle velkakirjoja EU-budjettia ja jäsenmaiden vapaaehtoisia takauksia vastaan – muistuttaa eurokriisin ratkaisemiseksi luotuja rahoitusvälineitä.

Suomenkin kannattaa aktiivisesti ja rakentavasti edistää yhteistä eurooppalaista ratkaisua, jolla rakennetaan siltaa EU-maiden välille. Yhteinen eurooppalainen finanssipoliittinen elvytysohjelma on paitsi eurooppalaisen solidaarisuuden asia myös Suomen etu, koska omakin taloutemme on hyvin riippuvainen Euroopan talouden kehityksestä.

Mitä Suomeen tulee, niin me olemme selvinneet yhdessä pahemmistakin paikoista. Luotan siihen, että nyt pakon oloissa vallitsevasta fyysisestä etäisyydestä huolimatta me Suomessa kykenemme nytkin sellaiseen keskinäiseen solidaarisuuteen, kansalliseen ja kansainväliseen yhteistyöhön, jota

tämän kriisin selittäminen ja sen vaurioiden oikeudenmukainen lievittäminen vaatii.
Pysykää terveinä! Pidetään etäisyyttä, mutta kannetaan samalla huolta toisistamme.

[Pääjohtaja Olli Rehn: Eurokriisin opit ja koronakriisin talouspolitiikka. Helsingin yliopiston erkkoluento 3.4.2020.](#) from [Suomen Pankki](#)

Governor Olli Rehn: Economic effects of the corona crisis and measures by the central banks

Bank of Finland Governor Olli Rehn

Stakeholder event in connection with the publication of the Bank of Finland's Annual Report

Bank of Finland, 20 March 2020

[Presentation slides \(pdf\)](#)

Economic effects of the corona crisis and measures by the central banks

Distinguished guests, dear friends,

Welcome to the publication of the Bank of Finland's Annual Report and our stakeholder event. In these exceptional circumstances, I highly appreciate the opportunity to present our current economic review to such a large audience of key stakeholders of the Bank of Finland. I would, of course, rather have welcomed you here on the Bank's premises in person, but we must now make do with this virtual dialogue. In this situation, it is of paramount importance to contain the spread of the virus to keep risk groups safe.

At the Bank of Finland, we are always working to ensure as stable an economic foundation as possible for households and businesses. Ensuring this now will require exceptional measures in response to the coronavirus and the sharp deterioration in global economic developments it will bring in its wake. I will get back to this in a short while.

But to begin with, I will say a few words about the Bank of Finland's own economy in 2019 and our sustainability programme.

The Bank of Finland's financial statements and profit distribution proposal were published today. We participate in the implementation of the euro area single monetary policy, which has in recent years been reflected in an expansion of our balance sheet. This requires accumulation of sufficient risk buffers. Even so, part of the Bank's profits can still be transferred to the State. For 2019, the amount transferred was EUR 188 million, as was decided today by the Parliamentary Supervisory Council. Since adoption of the euro in 1999, a total EUR 3 billion of the Bank of Finland's profits has been transferred to the State.

In December, the Bank of Finland launched a sustainability programme. The foundations of the central bank's sustainability lie in our core functions. We promote the well-being of the Finnish people primarily by ensuring that the level of prices remains stable, the financial system is reliable and payment systems are secure.

Sustainability also means listening closely to our stakeholders. Dialogue gives us the tools to consider our own role in major social concerns, such as combatting climate change and the containment of over-indebtedness. During the next few years, the Bank of Finland will make a strong contribution not only to the management of climate risks but also to the promotion of financial literacy among the general public. Both projects are part of our work on behalf of a stable economy and sustainable growth.

Distinguished guests,

The rapid decline in production that the coronavirus has caused in China and elsewhere in recent weeks has rapidly and drastically reshaped the global economic outlook for the current year.

[Slide 2. Health first – damage to the economy must be mitigated]

Protecting the health of the public must take precedence during a pandemic. However, the contingency measures put in place to contain the virus also come with economic ramifications. Public authorities will inevitably play a key role in mitigating the economic damage, and that also applies to the central bank.

Countries have responded to the economic crisis with crisis packages that aim to support their respective economies in the coming months and limit the length of the crisis. The highest urgency

lies in securing the funding to businesses and the liquidity of the banking and financial system. However, economic output and confidence are likely to make strides only when the general public can see and trust that the pandemic is getting under control or, at least, that it can be controlled.

[Slide 3. Chinese economy contracted sharply in January and February]

At this time, the economic outlook can only be examined by looking at different alternative scenarios, as there is no historical precedent for current events. For the calculations in the first scenario, one can make use of statistical data on developments in China between January and February. Output contracted sharply during this period. It is likely that we will see significant declines in aggregate output in other countries as well when the statistical data for March becomes available.

Global financial markets have seen exceptional volatility in recent weeks, especially as the valuations of risky investment assets have fallen. The uncertainty about what comes next is profound.

The depth and duration of the recession will largely be determined by how the virus spreads, but also by the economic policy measures taken in response to the crisis. What gives hope is the fact that China, Taiwan, Hong Kong and Singapore have made significant progress in controlling the epidemic. This has been achieved through comprehensive and extensive measures.

Businesses will feel the economic impact of the coronavirus across a broad front, both in terms of production difficulties and in terms of reduced demand for their products. The issue of working capital finance may prove existential for many businesses. Many households, in turn, will be stressed as the risk of unemployment increases and incomes fall. The difficulties of banks' clients will also have consequences for the banks' own operations, which may be reflected in banks' own access to funding, including the terms of funding.

[Slide 4. Finnish economy falling into recession]

The Finnish economy, too, is falling into recession. The Bank of Finland published two alternative scenarios on Wednesday [18 March] on the near-term economic outlook. In these scenarios, Finnish GDP is seen to contract by 1.5–4% in 2020. Exports in particular will decline. The economy may end up in a deep recession if household consumption also falls substantially and domestic supply chains become disrupted.

The immediate economic impact of the restrictions placed on personal mobility and other activities will, however, prove temporary. Nevertheless, longer-term effects may follow if a sufficient number of businesses, banks or other financial sector participants find themselves in difficulties. The threat is bankruptcy, unemployment and welfare loss. This is why the economic policies to be decided in the coming weeks are so important.

[Slide 5. The ECB's monetary policy measures of 12 March]

At its meeting last week, the Governing Council of the ECB decided to conduct, temporarily, additional longer-term refinancing operations (LTROs) to provide immediate liquidity support to the euro area financial system. The Governing Council decided to apply considerably more favourable terms during the period June 2020 to June 2021 to all targeted longer-term refinancing (TLTRO III) operations outstanding during that time. The Governing Council decided to add a temporary envelope of additional net asset purchases of EUR 120 billion until the end of the year, ensuring a strong contribution from the private sector purchase programmes.

Other central banks have also taken similar action. Another important decision for the euro area was the joint agreement by central banks on 15 March to lower the pricing on US dollar funding granted via the standing US dollar liquidity swap arrangements and to extend the maturity of US dollar liquidity operations. Euro area banks can apply for this US dollar funding via the Eurosystem's standing facilities, and they have already done so.

[Slide 6. ECB Banking Supervision measures in response to the corona virus]

The ECB is responsible for banking supervision in the euro area. Last week, the ECB's Banking Supervision authority also responded to the rapidly changing situation, announcing measures that will provide its directly supervised banks flexibility in the fulfilment of certain additional capital and liquidity requirements. This also applies to those Finnish banks that are directly supervised by the ECB. In Finland, the Board of the Financial Supervisory Authority (FIN-FSA) decided on 17 March to lower by one percentage point the capital requirements that are subject to national decision-making. These measures will increase banks' ability to provide credit to the real economy during the

pandemic.

The purpose of both the monetary policy decisions and those involving banking supervision is to maintain favourable funding conditions for businesses and households. During the pandemic, many businesses are faced with a situation in which a rapid decline in income may lead to problems even though their operating conditions would be good once the economic situation has returned to normal. In such cases access to funding is vital.

[Slide 7. The ECB Governing Council's monetary policy decisions of 18 March

On Wednesday 18 March, the Governing Council of the ECB decided on additional measures to mitigate the economic impacts of the corona virus crisis.

We decided to launch a new Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP), which will have an overall envelope of EUR 750 billion. Purchases will be conducted in a flexible manner and until the end of 2020 and will include all the asset categories eligible under the existing asset purchase programme (APP). Securities issued by the Greek government will also be eligible for purchases under the PEPP.

The Governing Council is also fully prepared to increase the size of its asset purchase programmes and adjust their composition.

In addition to this new asset purchase programme, the Governing Council decided on 18 March to expand the range of eligible assets under the corporate sector purchase programme (CSPP). It also announced its decision to ease the collateral standards of its credit operations.

The ECB Governing Council on Wednesday underlined that it will do everything necessary within its mandate to support all citizens of the euro area through this extremely challenging time. "There are no limits to our commitment to the euro," ECB President Christine Lagarde summed up rather aptly.

[Slide 8. Purchases of commercial paper]

On March 15, the Bank of Finland decided to recommence purchases of Finnish commercial paper. In this way, we increase the supply of funding to Finnish businesses. Even though commercial paper is used for funding purposes mainly by larger companies, the purchases will also indirectly ease the funding conditions for smaller companies. This is because they will free up banks' credit lines for smaller businesses.

The Bank of Finland decided yesterday, due to strong demand, to double the volume of the programme, in other words to extend the maximum volume of the commercial paper purchases to EUR 1 billion.

Overall, as regards the economic policy action taken during the acute phase of the corona virus crisis, it is important that the economic policy measures are implemented swiftly and that they are targeted precisely at those affected by the crisis.

Central to this are not only the decisions of the central bank but also, naturally, those taken by governments. Fiscal policy will benefit greatly from European coordination. Exports or the availability of foreign input cannot be stimulated via domestic measures, but they CAN be stimulated by introducing joint European measures. A European fiscal policy stimulus programme would certainly benefit a small open economy like Finland.

In Finland and elsewhere, the most burning issue is to alleviate the cash crisis of SMEs, particularly micro enterprises, and to prevent bankruptcies. For this purpose, the Government took a decision to extend the powers of the Export Credit Agency Finnvera and to increase the State Pension Fund of Finland's investments on commercial paper markets. It is essential that even the smallest businesses are provided with information and services on government loans and other instruments available to them to help them weather the economic recession.

Distinguished guests,

Originally, the topic of this stakeholder meeting was intended to be the ECB's strategy review.

Reflection on the strategy is likely to be overshadowed in the coming months by the management of the current acute crisis, but in the longer term it will play a key role in the success of the Monetary Union. We will revert to this important topic at a later date.

[Slide 9 Summary]

Dear friends,

We are living through a very exceptional spring. The economy and society as a whole are largely at a standstill. The most important thing now is to protect those whose health is threatened by the

pandemic.

At the same time, it is important to protect people from the economic effects of the pandemic. Now output is contracting sharply in many countries, including Finland.

Although economic contraction is inevitable in the short term, a sharp increase in bankruptcies and unemployment can be avoided. In this respect, the main responsibility lies with the Government, but to alleviate the damage we need broad cooperation and swift measures, in the spirit of a comprehensive national effort. Labour market organisations can contribute to making accommodation fast and fair and help businesses survive and save jobs. Banks and pension companies can contribute by securing access to funding for businesses and helping households survive the worst times.

In this comprehensive national effort, banks operating in Finland can also be expected to participate fully, particularly as their capital requirements have just been eased and the terms of credit obtained via Eurosystem refinancing operations are now very favourable.

But, of course, the central banks also have their own responsibilities and mandates.

The key issue is to secure the financing of companies and households. This is the aim of the ECB's extensive measures, the Bank of Finland's purchases on the corporate commercial paper market and the Financial Supervisory Authority's decision to lower capital requirements. In Europe, the pandemic is a problem for everyone. The difficulties are not the result of reckless economic management in any country. What is needed now is European solidarity. This pertains to both the ECB's activities and the management of the public finances. A common fiscal stimulus is also in Finland's interest.

The current crisis is global and also concerns a wide range of Finnish businesses, employees and households. In responding to the crisis, cooperation is of paramount importance: cooperation between central banks, cooperation between European countries, and cooperation between domestic policymakers.

Finland has in the past come through even more difficult situations. I am confident that, despite the need to keep a physical distance from each other, we in Finland are ready and able for such national cooperation as is necessary to overcome this crisis and alleviate the damage following in its wake, in a just and fair way.

Thank you!

[Governor Olli Rehn: Economic effects of the corona crisis and measures by the central banks 20 March 2020](#) from **[Suomen Pankki](#)**

Pääjohtaja Olli Rehn: Koronakriisin taloudelliset vaikutukset ja keskuspankkien toimet

Pääjohtaja Olli Rehn, Suomen Pankki, 20.3.2020

Sidosryhmätilaisuus vuosikertomuksen julkistamisen yhteydessä

[Esitysdiat \(pdf\)](#)

Koronakriisin taloudelliset vaikutukset ja keskuspankkien toimet

Arvoisat kuulijat, hyvät ystävät,

Tervetuloa tähän Suomen Pankin vuosikertomuksen julkistamiseen ja sidosryhmätilaisuuteen.

Näissä poikkeuksellisissa olosuhteissa arvostan sitä, että voin esittää ajankohtaisen talouskatsauksen näin isolle joukolla Suomen Pankille tärkeitä henkilöitä. Mieluummin olisin toki tavannut teidät tänään täällä pankin tiloissa, mutta nyt täytyy tyytyä virtuaaliseen vuoropuheluun. Tärkeintä tässä tilanteessa on rajoittaa riskiryhmille vaarallisen viruksen leviämistä.

Suomen Pankissa teemme aina töitä sen eteen, että taloutemme perusta säilyy kotitalouksille ja yrityksille mahdollisimman vakaana. Nyt tämä vaatii tavallisuudesta poikkeavia toimia, kun koronavirus on heikentänyt jyrkästi kansainvälistä talouskehitystä. Palaan tähän hetken päästä. Ennen sitä kuitenkin muutama sana Suomen Pankin omasta taloudesta viime vuonna sekä Suomen Pankin vastuullisuusohjelmasta.

Suomen Pankin tilinpäätös ja voitonjako julkaistiin tänään. Toteutamme osaltamme euroalueen yhteistä rahapolitiikkaa, mikä on viime vuosina näkynyt Suomen Pankin taseen kasvuna. Se edellyttää riittävien riskipuskurien kerryttämistä. Silti Suomen Pankin tuloksesta osa voidaan siirtää valtiolle. Viime vuoden osalta tämä summa oli pankkivaltuuston tämän päivällisellä päätöksellä 188 miljoonaa euroa. Euroajan alusta eli vuodesta 1999 lähtien Suomen Pankin tuloksesta on siirretty valtiolle yhteensä kolme miljardia euroa.

* * *

Suomen Pankki käynnisti viime joulukuussa vastuullisuusohjelman. Keskuspankin vastuullisuus lähtee ydintehtävistämme. Edistämme suomalaisten hyvinvointia ensi sijassa huolehtimalla siitä, että hintataso on vakaa, rahoitusjärjestelmä luotettava ja maksujärjestelmät turvallisia.

Vastuullisuuteen kuuluu se, että kuuntelemme yhteistyökumppaneita herkällä korvalla. Vuoropuhelu antaa meille eväitä pohtia omaa rooliamme suurissa yhteiskunnallisissa kysymyksissä, kuten ilmastonmuutoksen torjunnassa ja ylivelkaantumisen hillitsemisessä.

Suomen Pankki antaa lähivuosina vahvan panoksensa paitsi ilmatoriskien hallintaan rahoitusosalalla, myös suomalaisten talousosaamisen edistämiseen. Molemmat hankkeet ovat osa työtämme talouden vakauden ja kestäväen kasvun puolesta.

Hyvät kuulijat,

Koronaviruksesta johtuva tuotannon äkinäinen supistuminen Kiinassa ja viime viikkoina myös sen ulkopuolella on muuttanut nopeasti ja jyrkästi kansainvälisen talouden näkymiä tälle vuodelle.

Kalvo 2. Terveys ensin – talouden vauriot minimoitava

Pandemiassa ensisijainen asia on kansalaisten terveys. Viruksen leviämisen ehkäisymillä on toisaalta merkittäviä vaikutuksia talouden toimintaan. Taloudellisten vaurioiden lieventämisessä julkisella vallalla on väistämättä keskeinen rooli, myös keskuspankillä.

Taloudelliseen kriisiin on vastattu eri maissa kriisipaketeilla, jotka pyrkivät tukemaan taloutta lähikuukausina ja lyhentämään kriisin kestoja. Kiireellisintä on turvata yritysten rahoitus sekä pankki- ja rahoitusjärjestelmän likviditeetti. Lienee kuitenkin niin, että tuotanto ja luottamus palaavat kattavammin vasta, kun ihmiset näkevät ja luottavat siihen, että pandemia on saatu tai ainakin saatavissa hallintaan.

Kalvo 3. Kiinan talous supistui jyrkästi tammi-helmikuussa

Talouden näkymiä voidaan nyt arvioida lähinnä erilaisten skenaarioiden avulla, sillä historiasta ei löydy vastaavaa tapahtumasarjaa. Ensimmäisissä skenaarioissa voidaan hyödyntää Kiinan tammi-

helmikuun tilastotietoja. Tuolloin tuotanto supistui jyrkästi Kiinassa. Todennäköisesti kokonaistuotannon tuntuvia supistumisia tullaan näkemän muidenkin maiden tilastoissa viimeistään jo maaliskuun osalta.

Kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla on nähty viime viikkoina poikkeuksellisen jyrkkiä liikkeitä, kun etenkin riskillisten sijoituskohteiden hinnat ovat laskeneet. Epävarmuus tulevasta on suuri.

Taantumien syvyys ja ajallinen kesto riippuvat pitkälti viruksen leviämistä, mutta myös talouspolittisista toimita, joilla kriisiin vastataan. Toivoa antaa se, että Kiinassa, Taiwanissa, Hongkongissa ja Singaporessa on otettu merkittäviä edistysaskelia epidemian saamisessa hallintaan. Tämä on saavutettu kattavilla ja mittavilla toimenpiteillä.

Koronakriisin taloudelliset vaikutukset osuvat laajasti yrityksiin sekä aiheuttamalla tuotantovaikeuksia että vähentämällä tuotteisiin kohdistuvaa kysyntää. Monelle yritykselle käyttöpääomarahoituksen saatavuus voi olla nyt kohtalonkysymys. Moni kotitalous puolestaan kärsii, kun työpaikat ja toimeentulo vaarantuvat. Asiakkaiden ongelmat vaikuttavat myös pankkien toimintaan, mikä voi heijastua pankkien oman rahoituksen ehtoihin ja saatavuuteen.

Kalvo 4. Suomenkin talous ajautuu taantumaan

Myös Suomessa talous on ajautumassa taantumaan. Suomen Pankki julkaisi toissapäivänä skenaarioita lähiaikojen talouskehityksestä. Niissä Suomen bruttokansantuote supistuu tänä vuonna 1,5–4 %. Etenkin vienti vähenee. Syvään taantumaan voidaan päätyä, jos myös kotitalouksien kulutus pienenee olennaisesti ja tuotantoketjut katkeilevat kotimaassa.

Ihmisten liikkumista ja muuta toimintaa koskevien rajoitusten suorat vaikutukset talouteen ovat kuitenkin onneksi väliaikaisia. Mutta pidempiaikaisia vaikutuksia voi seurata, jos moni yritys, pankki tai muu finanssisektorin toimija joutuu vaikeuksiin. Konkurssit, työttömyys ja hyvinvoinnin menetykset uhkaavat. Siksi lähiviikkoina tehtävillä talouspoliittisilla päätöksillä on suuri merkitys.

Kalvo 5. EKP:n 12.3. rahapoliittiset toimet

Viime viikolla pitämässään kokouksessa EKP:n neuvosto päätti tarjota euroalueen rahoitusjärjestelmälle välitöntä rahoitustukea toteuttamalla tilapäisesti ylimääräisiä pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita. Kaikissa avoinna olevissa kolmannen sarjan kohdennetuissa pitempiaikaisissa rahoitusoperaatioissa ehdot muutetaan paljon suotuisammiksi kesäkuusta 2020 kesäkuuhun 2021. Uusia omaisuuseräostoja varten varataan 120 miljardia euroa lisää käytettäväksi vuoden loppuun mennessä, jotta yksityisen sektorin osto-ohjelmien vaikutus pysyy vahvana.

Muutkin keskuspankit maailmalla ovat päätyneet samansuuntaisiin toimenpiteisiin. Tärkeä päätös euroalueen kannalta oli myös se, että 15.3. keskuspankit päättivät yhdessä alentaa kansainvälisen valuuttaswap-verkoston kautta myönnettävän dollarirahoituksen korkoa ja tarjota aiempaa pidempää rahoitusta. Euroalueen pankit voivat hakea tätä dollarirahoitusta eurojärjestelmästä, ja ovatkin tätä käyttäneet.

Kalvo 6. Koronavirukseen liittyvät pankkivalvonnan toimet

Pankkivalvonta reagoi sekin tilanteen nopeaan muuttumiseen. EKP:n pankkivalvoja kertoi viime viikolla sen suorassa valvonnassa olevien pankkien mahdollisuuksista joutaa eräistä lisäpääoma- ja likviditeettivaatimuksista. Tämä koskee myös EKP:n suorassa valvonnassa olevia suomalaisia pankkeja. Kotimaassa Finanssivalvonnan johtokunta päätti 17.3. alentaa kansallisen päätöksenteon piiriin kuuluvia pääomavaatimuksia yhdellä prosenttiyksiköllä. Nämä toimet lisäävät pankkien luotonantokykyä reaalityönteeseen pandemian aikana.

Sekä rahapolitiikkaa että pankkivalvontaa koskevien päätösten tavoitteena on, että yritysten ja kotitalouksien rahoitusolot pysyvät suotuisina. Pandemian aikana moni yritys on tilanteessa, jossa tulojen äkillinen pieneneminen voi johtaa ongelmiin, vaikka yrityksen toimintaedellytykset talouden taas palatessa normaaliin tilaan olisivat kunnossa. Rahoituksen saatavuus on tällöin keskeistä.

Kalvo 7. EKP:n neuvoston rahapoliittiset päätökset 18.3.

Keskiviikkona 18.3. EKP:n neuvosto päätti lisätoimista koronakriisin taloudellisten vaikutusten hillitsemiseksi.

Päätimme aloittaa uuden pandemiaan liittyvän arvopaperien osto-ohjelman (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP). Sen puitteissa ostetaan joustavasti 750 miljardin euron edestä arvopapereita. Ohjelma kestää vuoden 2020 loppuun asti. Ostot kattavat samat arvopaperiluokat kuin nykyisessä arvopaperien osto-ohjelmassa (APP). Myös Kreikan valtiolainoja voidaan ostaa. EKP:n neuvosto kertoi selkeästi olevansa myös valmis muokkaamaan arvopaperiostoihinsa liittyviä

omistusrajoituksia ja tarvittaessa laajentamaan ohjelmaa.

Tämän uuden osto-ohjelman lisäksi EKP:n neuvosto päätti 18.3. laajentaa yrityssektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa (CSPP) ostettavien arvopaperien joukkoa. Samalla neuvosto ilmoitti myös laajentavansa luotto-operaatioissaan hyväksyttäviä vakuuksia.

Euroopan keskuspankin neuvosto alleviivasi toissapäivänä, että se tekee toimivaltansa puitteissa kaiken tarvittavan tukeakseen kaikkia alueen kansalaisia tässä vaikeassa tilanteessa – ”ilman rajoitteita”, kuten pääjohtaja Christine Lagarde asian osuvasti ilmaisi.

Kalvo 8. Yritystodistusten ostot

Suomen Pankki päätti 15.3. aloittaa suomalaisten yritystodistusten ostot uudelleen. Tällä tavoin lisäämme rahoituksen tarjontaa suomalaisille yrityksille. Vaikka yritystodistusten avulla rahoitusta hankkivat lähinnä suuremmat yritykset, ostot helpottavat välillisesti myös pienten yritysten rahoitusoloja. Tämä johtuu siitä, että ostot vapauttavat pankkien limiittejä pienempien yritysasiakkaiden käyttöön.

Päätimme eilen, kovasta kysynnästä johtuen, kaksinkertaistaa ohjelman volyymin eli laajensimme alun perin 500 miljoonan euron maksimiotot miljardiin euroon.

Kaiken kaikkiaan koronakriisin akuutissa vaiheessa on tärkeää, että talouspoliittiset toimet voidaan toteuttaa nopeasti ja että ne kohdistuvat niihin toimijoihin, joiden tilanne on vaikeutunut.

Keskeisessä roolissa ovat keskuspankkien päätösten lisäksi luonnollisesti myös hallitusten päätökset. Finanssipoliitikassa suurta hyötyä on saatavissa eurooppalaisesta koordinaatiosta.

Vientiä tai ulkomaisten tuotantopanosten saatavuutta ei voi elvyttää kotimaisin toimin, mutta yhteisin eurooppalaisin toimin se on mahdollista. Eurooppalainen finanssipoliittinen elvytysohjelma olisikin Suomen kaltaisen pienen avotalouden edun mukainen.

Suomessa kuten muuallakin ehdottomasti polttavin ongelma on pk-yritysten, etenkin kaikkein pienimpien yritysten, kassakriisin helpottaminen ja vararikkojen välttäminen. Tähän tähtäävät hallituksen päättämät toimet Finnveran valtuuksien laajentamisesta ja Valtion eläkerahaston yrityslainaostoista. Olennaista on, että pienimmätkin yritykset saavat ilman kankeaa byrokratiaa tietoa ja palvelua käytettävissä olevista suhdannelainoista ja muista instrumenteista.

Hyvät kuulijat,

Alun perin tämän sidosryhmätapaamisen pääaiheena piti olla EKP:n strategian uudelleenarviointi. Strategiaa koskeva pohdinta jäänee lähikuukausina akuutin talouskriisin hoitamisen varjoon, mutta pidemmällä aikavälillä se on rahaliiton menestymisen kannalta aivan keskeinen. Palaamme tähän tärkeään teemaan myöhemmin.

Kalvo 9. Yhteenveto

Hyvät ystävät,

Elämme hyvin poikkeuksellista kevättä. Talous ja koko yhteiskunta ovat suurelta osin pysähdyksissä. Nyt on tärkeintä suojella niitä, joiden terveyttä pandemia uhkaa.

Samalla on suojeltava ihmisiä pandemian aiheuttamilta taloudellisilta vaurioilta. Nyt tuotanto supistuu jyrkästi eri maissa, ja niin käy myös Suomessa.

Vaikka talouden supistuminen on lyhyellä aikavälillä väistämätöntä, konkurssien ja työttömyyden jyrkkä lisääntyminen on vältettävissä. Tässä päävastuu on hallituksella, mutta vaurioiden lievittämiseksi tarvitaan laajaa yhteistyötä ja nopeita toimia, kansallisten talkoiden hengessä.

Työmarkkinajärjestöt voivat osaltaan helpottaa nopeaa ja reilua sopeutumista, auttaa yrityksiä selviytymään ja pelastamaan työpaikkoja. Pankit ja eläkeyhtiöt voivat vaikuttaa yritysten rahoituksen turvaamiseen ja kotitalouksien selviytymiseen yli pahimman ajan.

Näissä kansallisissa talkoissa on myös Suomessa toimivien pankkien lupa olettaa olevan täysillä mukana, etenkin nyt kun niiden pääomavaatimuksia on helpotettu ja lainoituksen ehtoja eurojärjestelmästä tehty erinomaisen suotuisiksi.

Mutta totta kai myös keskuspankeilla on vastuunsa ja tehtävänsä. Keskeistä on turvata yritysten ja kotitalouksien rahoitus. Siihen tähtäävät EKP:n laajat toimet, Suomen Pankin ostot yritystodistusmarkkinoilla sekä Finanssivalvonnan päätös pääomavaatimusten alentamisesta.

Euroopassa pandemia on kaikkien ongelma. Sen aiheuttamat vaikeudet eivät johdu minkään maan holtittomasta taloudenhoidosta. Nyt tarvitaan eurooppalaista solidaarisuutta. Se koskee sekä EKP:n toimia että julkisen talouden hoitoa. Yhteinen finanssipoliittinen elvytys on Suomenkin etu.

Käynnissä oleva kriisi on maailmanlaajuinen ja koskee Suomessakin hyvin laajasti yrityksiä,

työntekijöitä ja kotitalouksia. Kriisiin vastaamisessa tärkeää on yhteistyö: yhteistyö keskuspankkien kesken, yhteistyö Euroopan maiden kesken, yhteistyö kotimaisten toimijoiden kesken. Suomi on selvinnyt vaikeammistakin paikoista. Luotan siihen, että fyysisestä etäisyydestä huolimatta me Suomessa kykenemme nytkin sellaiseen keskinäiseen, kansalliseen yhteistyöhön, jota tämän kriisin selättäminen ja sen vaurioiden oikeudenmukainen lievittäminen vaatii.

Kiitos!

[Pääjohtaja Olli Rehn: Koronakriisin taloudelliset vaikutukset ja keskuspankkien toimet, Suomen Pankki 20.3.2020](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Mualima tarvihtoo savolaesija

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Savolaisen osakunnan vuosijuhla, Savolainen osakunta 22.02.2020

Mualima tarvihtoo savolaesija

Arvoisat Savonmuan immeiset ja muunnii savonmieliset, naiset & miehet, Ihan alakuusa tahtosin suuresti kiittee teitä kutsusta ja mahottoman korkeesta kunnianosotuksesta! Tämmöstä kloorijjaa kun sua niin ihan syämmestä ottoo. Myö tuon Savonmuan Hiliman vm. 2012 eli vaemoenj Merjan kanssa kovi mieluusti tultiin juhlimoo teijä kans. Kiitos olokoon niinikkää järjestäjille, korree on tupa ja apeki vimosen piälle – eikä juomapuolessakkaa ollu valittamista! Tiällä Vinnillä tuassii heiluessa sitä muistaam mimmosta aikoo se olj, ku ite ens kertoo tiällä astelj. Hirmu miärä immeisiä tulj tavattua ja ystävyysij solomittua: Haataisen Tuula Varkauesta olj sammoihi aekoihi seremoniamestarina; Nissise Martti johti jo sillo kuorova ja asevelj Virolaese Pekka toimitti Susj-lehtee. Muitannii ystävyysij on osakunnas synnyynnä ja monet nykypäeviin suakka säilyynnä.

Tuljpa sitä jalakapallokentillännii kelepoo miärä teluttua. Osakunnan savolaeste yhteisö jeleppasi opiskelijamualimaan intekroitumisessa ja hillitti kaipuuta Savonmuan rauhaan tiällä piäkaapunnin viliskeessä.

Miä kuulin, että ehtoon aiheena oljs kot ja kot-Suomesta voisinnii teille vähän huastella. Uattelin parisen sanna sanna koesta ja savolaisista, lähivuosisien huasteista ja mualiman onnellisimmasta kansasta.

Sitä ennen taijan näin stamuna eli stadiinmuuttajana kuitennii vaehtoo Pieksämäjen murteest piäkaapunnin tae aenaki sudeettisavon nuotille, jottei kielj mänis ennee enempee solomulle.

Hyvä savolainen juhlaväki,

Koti on paikka ja mielentila. Kuten identiteettimme, kotimme rakentuu kerroksittain kokemuksiemme ja muistojemme pohjalle. Synnyinkotimme on Suomen Savo, isommassa kuvassa planeettamme Maa. Joillekin koti on useampi paikka yhtä aikaa, joillakin sitä taas ei ole ollenkaan.

Kotipaikan merkitys suomalaisille näkyy hyvin nimistössämme. On sellaisia nimiä kuin Pohjalainen, Lappalainen ja Ruotsalainen. Väestöliikkeet ovat kuitenkin tehneet nimien ja kotipaikan logiikan seuraamisesta haastavaa, kuten Suomen ministerihistoriasta huomaamme: Holkerin hallituksen sosiaaliministeri Tuulikki Hämäläinen on nimittäin helsinkiläinen, pääministeri Johannes Virolainen oli karjalainen ja pääministeri Ahti Karjalainen puolestaan savolainen.

Yhtä kaikki, Suomen kehittymistä on merkittävästi tukenut kansamme henkinen monimuotoisuus. Juuri Savon Kuopiosta kummunnut idealismi ja innokkuus loivat nostetta suomalaisuusliikkeelle 1800-luvun puolivälissä ja tukivat sen leviämistä kansalliseksi liikkeeksi. Länsi-suomalaisten ”jäykästä rationalismista” taas on ollut suurta hyötyä talouskysymyksissä. Aiheesta kirjoitti jo vuonna 1922 Veikko Korhonen Savotar-lehdessä, jossa hän esitteli itä- ja länsisuomalaisten eroja sekä ”erittäinkin savolaisia heimo-ominaisuuksia”.

Erytisen silmiinpistävästi idän ja lännen luonteenlaatujen ero näkyi valtiopäivillä. Lännessä anottiin rahaa teihin, siltoihin ja hevosiin, idässä taas haluttiin tukea kirjallisuudelle, teatterille ja naisten oikeuksille. Työnjako oli myös lainsäädäntötyössä selvä: Kun oli esillä minkä hyvänsä lain yleiset perustelut, puhuivat Itä-Suomen miehet; kun tuli esille sen pykälät, oli sananvuoro Länsi-Suomella. Mihin Savo tällä rationalismin ja idealismin akselilla oikein sijoittui? Puoliväliin, kirjoitti Korhonen. Savosta nimittäin löytyy niin järkeä kuin sydämen viisauttakin. Allekirjoitan väitteen varauksetta.

Maailmakin on kotimme. Kun 1980-luvun puolivälin alla opiskelijana liikuin Savolaisen osakunnan käytävillä, oli tunnelma opiskelijapiireissä ahdistunut. Ydinsodan uhka varjosti mieltämme, kun kylmän sodan asevarustelu jatkui.

Tänään ydinsota-ahdistus on vaihtunut ilmastoahdistukseen ja huoleen maailman tulevaisuudesta. Mutta ennen kuin sukellan näihin aikamme suuriin kysymyksiin, on ensin syytä asettaa ongelmamme perspektiiviin.

Kun tarkastellaan tosiasioita, on helppo yhtyä edesmenneen ruotsalaisen professorin Hans Roslingin menestyskirjassaan *Faktojen maailma* esittämään väitteeseen, että ihmiskunnan asiat ovat tällä hetkellä isossa kuvassa paremmalla tolalla kuin koskaan. Ihmiset ovat keskimäärin terveempiä, pitkäikäisempiä, varakkaampia ja koulutetumpia kuin milloinkaan ennen. Sodan, väkivalta, nälänhätä ja lapsikuolleisuus ovat vähentyneet murto-osaan sadan vuoden takaisesta. Ihmiset tekevät mielekkäämpää työtä, heillä on enemmän vapaa-aikaa ja maailma on heille avoimempi kuin ennen. Maailmantalouden pitkälti suhdanneluonteiset tilapäiset ongelmat eivät muuta näitä tosiasioita. Myös ilmastonmuutoksen torjunnassa on tapahtunut edistysaskelia. Hiilidioksidipäästöt ovat olleet viime vuosien ajan laskusuunnassa Euroopassa ja Yhdysvalloissa. Kokonaispäästöt kuitenkin kasvavat erityisesti Kiinan voimakkaasti lisääntyvän energiankulutuksen ajamana.

Sen sijaan että annamme ilmastoahdistuksen halvaannuttaa itsemme, onkin paljon hyödyllisempää miettiä, mitä voimme tehdä sen hidastamiseksi. Maailman ilmatieteen järjestön WMO:n pääjohtaja ja Mikkelin yhteiskoulun kasvatti Petteri Taalas on aivan oikein painottanut, että ihmiskunnalla kyllä on toivoa, kunhan tehdään päättäväistä työtä, etenkin maailmanlaajuisesti ja energiataloudessa, jonka osuus on ratkaiseva päästöjen vähentämisen kannalta. Olen aivan samaa mieltä. Onkin hyvä muistaa presidentti J.K. Paasikiven sanat 1940-luvulta: kuolemanpelossa ei kannata tehdä itsemurhaa. Se pätee tänäänkin.

Ilmastonmuutoksen asettamaan haasteeseen vastaaminen edellyttää, että meillä on riittävät resurssit käytössämme. Tämä puolestaan tarkoittaa, että meidän on pidettävä oma taloutemme hyvässä iskussa. Suomi pääsi Euroopan velkakriisin jälkeiseen talouskasvuun kiinni verrattain myöhään, ja nyt suhdannehuippu näyttää jo jääneen taakse.

Myös työllisyyden suotuista kehitys on Suomessa taittumassa. Työmarkkinoiden kohtaanto-ongelmat ovat yleistyneet, kun samanaikaisesti on sekä paljon työttömiä työnhakijoita että avoimia työpaikkoja. Työllisyysnäkyvien heikkeneminen vaikeuttaa julkisen talouden tasapainottamista ja kestävyysvajeen kuromista umpeen.

Lopuksi haluan vielä viitata erikoiseen suomalaiseen paradoksiin.

Joidenkin mielipidemittausten mukaan olemme maailman onnellisin kansa. Myös erilaisissa koulutusta, hyvinvointia ja yhteiskunnan toimivuutta mittaavissa selvityksissä sijoitumme yleensä korkealle.

Toisaalta samaan aikaan kykymme tehdä yhteiskuntana päätöksiä vaikuttaa kummallisen heiveröiseltä. Työmarkkinat ovat olleet sekaisin viimeiset puoli vuotta, on nähty nokittelua ja työtaistelujen kierrettä, ja monet neuvottelut ovat vielä edessä. Sotea on puuhattu parikymmentä vuotta, mutta aina se kaatuu poliittisiin kiistoihin, valtiosääntöluokitointeihin tai muihin ongelmiin. Osin soten loputtoman vatvomisen ja loirimaisen kaatuilun seurauksena Suomen kuntatalous on kriisissä – ei vähiten Savossa – ja julkisen talouden tasapaino on taas heikkenemään päin.

Jokin tässä yhtälössä mättää! Miten voi olla maailman onnellisin kansa, jos päätöksentekokyky on kehitysmaaluokkaa? Elämmekö illuusioiden vallassa – vai olemmeko vain kovin vähään tyytyväisiä, panemme aina vain leipään puolet petäjäistä?

Olisiko niin, että maailman onnellisin kansa ansaitsisi parempaa? Voisiko ajatella, että niin työmarkkinoilla kuin uudistustyössä asetettaisiin kansakunnan etu etusijalle ja ryhdyttäisiin määrätietoisesti ja yhteistyöllä ratkomaan näitä isoja kansallisia ongelmia? Siinä työssä meidän on syytä toivoa maamme kansanvaltaisille päättäjille parhainta menestystä.

Niin näiden Suomen sisäisten ongelmien kuin ilmastonmuutoksen ratkaisemisessa tarvitaan sekä idealismia kansan yhdistämiseksi että rationalismia päätösten tueksi. Jos Veikko Korhosta on uskomisen, kuten mielestäni on, ei tähän tehtävään sovellu paremmin kukaan muu kuin savolainen. Haluankin kannustaa meitä kaikkia olemaan ennakkoluulottomia, avarakatseisia ja päättäväisiä toimiessamme Suomen ja maapallon – meidän kotimme – hyväksi. Tässä työssä Savolaisen osakunnan panos on ensisijaisen tärkeä myös tulevana vuosikymmenenä. Muallima tarvihtoo meitä savolaesija!

Lämpimät onnittelut 115-vuotiaalle Savolaiselle osakunnalle!

Pääjohtaja Olli Rehn: Kestävä rahoitus ja Suomen talous

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

JAMK:in biotalouden yrityskehittämön BioPaavon avajaiset

Saarijärvi, 14.2.2020

- [Esityskalvot \(PDF\)](#)

Kestävä rahoitus ja Suomen talous

Arvoisat kuulijat, hyvät ystävät,

Kiitos kutsusta tänne BioPaavoon, Jyväskylän ammattikorkeakoulun Biotalousinstituutin hankkeen avajaisjuhlaan. On ilo ja kunnia viettää ystävänpäivän iltaa kanssanne näin myönteisissä merkeissä. Haluan heti alkuun onnitella teitä kaikkia hankkeen onnistuneesta valmistelusta. Nyt Saarijärvelle pystytettävä yrityskehittämö on erinomainen esimerkki ajan hermolla olevasta hankkeesta, joka auttaa luomaan elinvoimaa ja hyvinvointia Keski-Suomeen. Mutta samalla syntyy jotain vieläkin suurempaa: alkavan hankkeen tarkoitus on auttaa yrityksiä tuottamaan ja kaupallistamaan tuotteita ja palveluita, joilla voidaan torjua ilmastonmuutosta ja tukea kestävää kehitystä globaalisti. Hanke pohjautuu tämän alueen vahvuuksiin biotalouden osaamisessa, josta esimerkkinä Äänekoskella sijaitseva Metsä Groupin biotuotetehdas.

Tarkastelen tänään ensin juhlan kunniaksi kestävästä rahoituksesta ja sitten Suomen talouden tilaa ja näkymiä. Eivätkä nämä kaksi teemaa ole suinkaan toisistaan irrallisia, kuten tämä hanke Saarijärvellä todistaa.

KALVO 2: Biotalous koko merkittävä

Ensin faktaa. Biotalous perustuu uusiutuvien luonnonvarojen kestävään hyödyntämiseen. Se on Suomessa merkittävää liiketoimintaa. Vuonna 2018 biotalouden osuus tuotannosta oli 17 % ja tavaraviennistä jopa 30 prosenttia, lähes kolmasosa. Biotalous suurimmat toimialat ovat täällä Saarijärvelläkin vahva metsäteollisuus sekä rakentaminen. Suomen biotalousstrategian tavoitteena on kasvattaa biotalouden koko 100 miljardiin euroon vuoteen 2025 mennessä. Siihen tarvitaan paljon investointeja, innovaatioita, yrittäjyyttä – ja kestävästä rahoituksesta.

Ympäristön kannalta kestävästä kehitystä ei voida saavuttaa ilman, että ilmastonmuutosta pystytään hillitsemään. Ilman nykyistä tehokkaampia toimia maapallo lämpenee uusimpien arvioiden mukaan peräti kolmella tai jopa viidellä celsiusasteella vuoteen 2050 mennessä, kun Pariisin ilmastopöytäkirjan tavoite on rajoittaa lämpeneminen puoleentoista asteeseen. Ilmaston lämpeneminen uhkaakin sekä luonnon tasapainoa että koko ihmiskunnan tulevaisuutta. Ajatellaanpa vaikka Australiassa roihuavia metsä- ja ruohikkopaloja, jotka ovat tappaneet yli miljardi eläintä ja tuhonneet tuhansia koteja. Viime kesänä lämpötila läheni puolestaan 50 astetta eteläisessä Euroopassa, mikä lietsoi vaarallisten maastopalojen leviämistä.

Suomi ei ole ainakaan vielä ollut ilmatoriskien pahimpia kärsijöitä, mutta vaikutukset näkyvät meilläkin. Tämän vuoden tammikuu oli Etelä-Suomessa mittaushistorian lämpimin – ja lumen puutteen vuoksi myös mustin.

Ilmastonmuutoksen oireiden listaa voisi jatkaa vielä pitkään. Sen sijaan että annamme ilmastoahdistuksen halvaannuttaa itsemme, on paljon hyödyllisempää miettiä, mitä voimme tehdä sen hidastamiseksi.

KALVO 3. Energiantuotannon kivihiilidioksidipäästöt laskusuunnassa kehittyneissä talouksissa, 2018–19

Ilmastonmuutoksen vastaisessa työssä on liikuttu myös positiiviseen suuntaan. Tämän viikon pääuutinen on ollut Kansainvälisen energiajärjestön IEA:n vuosiraportti. Sen mukaan energiantuotannon synnyttämät kasvihuonepäästöt eivät enää kasvaneet vuonna 2019, kun kivihiilen käyttö kehittyneissä maailmassa – Euroopassa, Yhdysvalloissa ja Japanissa – väheni.

Kiinassa, Intiassa ja muualla kehittyvässä maailmassa päästöt ovat kyllä lisääntyneet talouskasvun rinnalla, etenkin kun näissä tukeudutaan edelleen laajasti kivihiileen. Mutta iso uutinen on se, että talouden kasvu ja päästöjen määrä ovat erkaantuneet toisistaan kehittyneessä maailmassa: toisin sanoen talouskasvu on jatkunut samalla kun kasvihuonepäästöt ovat vähentyneet.

Maailman ilmatieteen järjestön WMO:n pääjohtaja Petteri Taalas on painottanut aivan oikein, että ihmiskunnalla on toivoa, kunhan tehdään määrätietoista työtä, etenkin energiataloudessa. Olen samaa mieltä. Ilmastoahdistuksen painaessa mieltä on hyvä muistaa Paasikiven sanat toisessa yhteydessä: kuolemanpelossa ei kannata tehdä itsemurhaa. Ahdistuksen sijaan onkin parempi aktivoitua ja hakea järkeviä ratkaisuja ja todellisia tuloksia. Globaaleihin ongelmiin todellakin tarvitaan globaaleja ratkaisuja, joissa kaikki ovat mukana – ja ilmastonmuutos on nimenomaan globaali ongelma. Yksi maa tai yksi unioni ei yksin riitä. Eurooppa ja Suomi ovat edelläkävijöitä, mutta eivät yksin ratkaise ilmastonmuutosta ilman Yhdysvaltoja, Kiinaa ja Intiaa.

KALVO 4. Kansainvälisen ilmastopolitiikan periaatteita

Ilmastomuutoksen hidastamisen vaatimissa toimissa kantavaksi periaatteeksi on perusteltua ottaa kestävä kehitys, jonka Brundtlandin komissio määritteli jo yli 30 vuotta sitten. Jo Brundtlandin raportissa ”Yhteinen tulevaisuutemme” kirjoitettiin ilmaston lämpenemisestä – tarkistettiin asian omistamastani ensimmäisestä painoksesta vuodelta 1987.

Globaali hiilivero, jonka puolesta taloustieteilijät laajasti ovat puhuneet, olisi paras ratkaisu, mutta poliittisesti vaikea saavuttaa. Sen vuoksi jatkossakin joudutaan nojautumaan sitoviin kansainvälisiin sopimuksiin ja niiden toteuttamiseksi tehtyihin kansallisiin ja alueellisiin ratkaisuihin, kuten EU:n päästökauppajärjestelmä.

Ilmastonmuutoksen torjuminen vaatiikin sekä onnistunutta ilmastopolitiikkaa että kestävästä kehityksestä tukevia investointeja.

Mitä kestävästä kehityksestä tukevia investointeja tarvitaan? Juuri niitä asioita, joita teillä on täällä Saarijärvellä: korkean tason tutkimusta, käytännönläheistä teknologiaa ja rahoitusta. Niiden varaan rakentuu myös uuden EU-komission tammikuussa julkaisema työohjelma ja Euroopan vihreän kehityksen ohjelma eli ”European Green Deal”.

KALVO 5: Euroopan vihreän kehityksen ohjelma

Ohjelman tarkoituksena on tukea kansalaisia ja yrityksiä niiden siirtymisessä kestävästä vihreästä talouteen. Sen ytimessä on kestävästä kehityksestä tukevien investointien rahoitus. EU:n investointisuunnitelman on tarkoitus saada kuluvan vuosikymmenen aikana liikkeelle 1000 miljardia euroa. Rahoitus tulee sekä julkisista että yksityisistä lähteistä, mukaan lukien Euroopan investointipankista. Komission tarkoituksena on tukea reilua siirtymää kestävästä kehityksestä perustamalla 100 miljardin euron kokoinen ”tasausrahasto”, jolla tuettaisiin niitä alueita ja sektoreita, jotka joutuvat sopeutumaan eniten.

Suomen Pankki edistää osaltaan tietämystä ja keskustelua kestävästä rahoituksesta ja ilmatorisista. Suomen Pankki osallistuu maailmanlaajuisen keskuspankkien ja valvojen kestävästä rahoituksen verkoston (Network for Greening the Financial System, NGFS) toimintaan, jossa laaditaan luokitusta ja standardeja kestäväälle rahoitukselle, myös ns. viherpesun estämiseksi. Lontoolainen Central Banking -kustantamo jakaa vuosittain helmikuussa keskuspankkien Oscar-palkinnot. Kestävästä kehityksestä tukevan verkoston palkittiin parhaana keskuspankkien hankkeena. Verkoston tarkoituksena on kehittää parhaita tapoja tunnistaa ilmastonmuutokseen liittyviä riskejä ja lisätä kestävästä rahoituksen edellytyksiä. NGFS:n yhteistyöverkostolla on keskeinen rooli yhtenäisten määritelmien laatimisessa ja vuoropuhelun lisäämisessä.

Mikä sitten 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.

Energiatalouteen kuuluu ratkaisevasti myös kiertotalous, jonka tarkoituksena on minimoida hävikin määrää kierrätystä hyödyntäen. Siihen liittyen Suomessa on käynnissä useita tutkimus- ja kehityshankkeita, kuten juuri nyt alkava hanke täällä Saarijärvellä.

Kun ajatellaan laajasti Suomen talouskasvun edellytyksiä, ovat kestävästä kehityksestä edesauttavat ratkaisut monessa kohdassa keskeisiä.

KALVO 6. Euroalueen talouskasvun ennustetaan jatkuvan hitaana

Parin viime vuoden epävarmuudesta huolimatta euroalue on pysynyt kasvun tiellä. Kasvun ennustetaan edelleen jatkuvan lähivuosina, mutta hitaanpuoleisena, sekä Euroopassa että Suomessa.

Suomen talous käy yhä läpi murrosvaihetta, jossa sen on tarve sopeutua kahteen suureen rakenteelliseen muutokseen. Yksi niistä on väestön ikääntyminen. Toisen muodostavat vuoden 2007 jälkeiset talouden takaiskut, joista ei ole vielä täysin toivuttu.

Hallitukset ja työmarkkinajärjestöt ovat viime vuosina tehneet useita tärkeitä ratkaisuja, jotka ovat korjanneet edellä mainittujen suurten muutosten tuottamia ongelmia, kuten suomalaisen työn ja tuotannon kilpailukykyä. Sopeutumisen tarve on silti yhä merkittävä. Julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyudessa on tuntuva vaje, ja julkinen talous on pysynyt alijäämäisenä.

Työttömyysaste on laskenut merkittävästi, mutta se on silti yhä korkeampi kuin useimmissa muissa EU-maissa. Lisäksi työn tuottavuuden kehitys on ollut vaikeaa.

KALVO 7. Työllisyyden parantamisessa suvantovaihe

Viime vuosina työllisyyden kehitys on Suomessa ollut suotuisaa: työllisyysaste nousi alle 68:sta yli 72 prosenttiin. Tuoreimpien tietojen mukaan työllisyysasteen nousu on kuitenkin nyt lähes 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 – osa helpompia, osa vaikeampia.

Pitkällä aikavälillä talouden kehitys riippuu osaamisesta sekä innovaatioista ja investoinneista. Ne määrittävät sekä työllisyyden että työn tuottavuuden kasvun edellytyksiä. Kestävä hyvinvoinnin kasvu vaatiikin koulutusjärjestelmän ja innovaatiotoiminnan jatkuvaa kehittämistä.

KALVO 8: Yhteenveto

Kun pohdimme, millainen yhteiskunta on vahvalla pohjalla, meidän on katsottava asioita laajasti.

Tärkeää on kestävä taloudellinen hyvinvointi, vahva julkinen talous, suotuisa työllisyyskehitys sekä mahdollisimman harvan jääminen yhteiskunnan ulkopuolelle.

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. Kaveria ei ole jätetty, kuten viljelystouhuissaan lopulta onnistunut Saarijärven Paavo runossa laittoit leipään puolet petäjäistä auttaakseen naapuriaan.

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, että pidämme oman tonttimme kunnossa ja yhteiskuntamme eheänä, olemme mukana etsimässä yhteisiä ratkaisuja yhteisiin, rajat ylittäviin ongelmiin, niin maailmalla kuin Euroopassa.

Näillä sanoilla toivotan parhainta menestystä BioPaavolle, Saarijärvelle ja Keski-Suomelle. Hauskaa illanjatkoa kaikille tilaisuuden osanottajille!

[Olli Rehn: Kestävä rahoitus ja Suomen talous](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Pieni valtio voimapolitiikan maailmassa

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Juhlapuhe Lappeenrannan Paasikivi-seuran 50-vuotisjuhlakokouksessa

Lappeenranta, 11.2.2020

[Esityskalvot](#) (PDF)

Pieni valtio voimapolitiikan maailmassa

Hyvät lappeenrantalaiset ja muiden Paasikivi-seurojen jäsenet,

Tänään juhlimme Lappeenrannan Paasikivi-seuran viisikymmenvuotista taivalta. Kunnioitettava ikä mille tahansa seuralle – onneksi olkoon vireälle viisikymppiselle!

Hyvin lyhyen mutkan kautta Paasikiveen liittyy myös toinen tapahtuma, josta on tänään tasan kahdeksankymmentä vuotta: Helmikuun 11. päivä vuonna 1940 Suomen pääpuolustuslinja murtui Kannaksella, ja muutaman päivän päästä Länsi-Kannaksen joukkojen oli vetäydyttävä Mannerheim-linjalta. Vaikka seuraavien viikkojen aikana neuvostojoukkojen eteneminen pystyttiin pysäyttämään, oli tilanne monin tavoin vaikea, lähes epätoivoinen. Äärimmäisten ponnistelujen jälkeen Moskovan rauha kuitenkin solmittiin 12.3.1940 ja astui voimaan seuraavana päivänä. Suomen valtuuskunnassa Moskovassa rauhasta neuvottelivat Suomen Pankista talvisodan alussa pääministeriksi siirtynyt Risto Ryti sekä ministeri Juho Kusti Paasikivi.

Vaikka Suomen miehitys saatiinkin talvisodassa ja myöhemmin estettyä, on toinen maailmansota – ja meidän sotamme sen osina – pysäyttävä esimerkki siitä, mitä voi pahimmillaan tapahtua, kun pelkkä voimapolitiikka sanelee valtioiden välisten suhteiden kehityksen.

Ennen toista maailmansotaa hyvin monet kansainvälisen yhteistyön muodot rapautuivat, eikä esimerkiksi Kansainliitto pystynyt rajoittamaan yhdenkään maan aggressiivista toimintaa, vaikka Suomen ja Ruotsin välisen kiistan Ahvenanmaasta se toki tuomaroikin – menestyksekkäästi ja myös aikaa kestäväällä tavalla.

1930-luvun alkupuolen suuri lama hajotti kansainvälisen kauppajärjestelmän. Maat asettivat tulleja ja muita kaupan esteitä toisilleen, vuorotellen nokitellen. Kyseessä oli sananmukaisesti negatiivisen summan peli – kaikki todellakin hävisivät. Kaupan esteet hidastivat toipumista suuresta lamasta entisestään, ja koko epäonninen prosessi lisäsi epäluuloja maiden välillä. Ei ollut instituutioita, jotka olisivat auttaneet toimien koordinoinnissa, eikä keskinäistä luottamusta.

KALVO 2: Epävarmuus ja epäsopu varjostavat näkymiä

Vaikka historia harvemmin toistaa itseään, eikä 2020-lukua voi verrata 1930-lukuun, on näillä kahdella ajanjaksolla myös yhtäläisyyksiä. On syytä pysähtyä miettimään, miten Suomen kaltainen pieni kansakunta parhaiten luovii eteenpäin ja pärjää voimapolitiikan maailmassa. Siis tilanteessa, jossa sekä kansainvälisen kaupan että turvallisuuspolitiikan säännöt kyseenalaistetaan voimakkaiden maiden toimesta. Ikävä kyllä monet toimijat ovat valmiita repimään alas kauan toimineita yhteistoiminnan muotoja kaikilla rintamilla, ja osa viittaamaan kintaalla jopa valtioiden alueellisen koskemattomuuden periaatteelle.

Kauppapolitiikassa etenkin Yhdysvallat kyseenalaistaa voimakkaasti sekä Maailman kauppajärjestö WTO:n toiminnan että omat vapaakauppasopimuksensa. Tyynellä valtamerellä presidentti Trump veti lähes ensi töinään Yhdysvallat ulos edeltäjänsä neuvottelemasta Trans-Pacific Partnershipistä, TPP:stä. Pohjois-Amerikan vapaakauppa-alueen sopimus neuvoteltiin monenlaisten vaiheiden jälkeen uusiksi. Useimpien asiantuntijoiden mukaan Yhdysvallat ei hyötynyt tästä prosessista kuitenkaan mitään.

KALVO 3: Aasian vuosisata

Kiinan suhteen monella muullakin maalla kuin Yhdysvalloilla on oikeutettuja huolia. En viittaa tällä vain ajankohtaiseen, maailmantaloudessa epävarmuutta luovaan koronavirusepidemiaan, vaan katson asiaa pidemmällä aikajänteellä. Kiina liittyi Maailman kauppajärjestöön vuonna 2001, mikä

auttoi maata kasvamaan selvästi aiempaa nopeammin ja nostamaan satoja miljoonia ihmisiä äärimmäisestä köyhyydestä. Kiina on kuitenkin ollut haluton korjaamaan epäreiluja kauppapoliittisia käytäntöjään.

Näin ollen Yhdysvaltain kauppapoliittiset toimet Kiinan suhteen ovat saaneet osakseen myös ymmärrystä. Yhdysvallat on kuitenkin jättänyt käyttämättä kaikki mahdollisuudet koordinoita toimenpiteitään muiden kauppapoliittisten toimijoiden kanssa. Tämä seikka – ja maan monin tavoin nykivä toiminta – ovat pitkittäneet kauppasotaa Kiinan ja Yhdysvaltain välillä entisestään. Vaikka kiistassa on nyt solmittu tulitauko, eivät taustalla vaikuttaneet ongelmat ole hävinneet minnekään. Pohjimmiltaan kyse on Yhdysvaltain ja Kiinan välisestä teknologisesta ja taloudellisesta valtakamppailusta, jossa on myös vahva strateginen, turvallisuuspoliittinen ulottuvuutensa. Presidentti Xi Jingpingin vuonna 2012 alkaneella valtakaudella Kiina on ryhtynyt harjoittamaan aiempaa määrätietoisempaa ulkopoliittikkaa, uudenlaista geotaloutta, johon liittyy ”vyö ja tie” -hankkeena käynnistetty infrastruktuuriohjelma, myös arktinen silkkitie. Suomen on seurattava tarkoin hankkeen kehitystä ja Kiinan vaikutuspyrkimyksiä.

KALVO 4: Ilmastotyön globaalia koordinaatiota on vahvistettava

Myös ilmastopolitiikassa Yhdysvallat kulkee toiseen suuntaan kuin useimmat muut maat. Päätös vetäytyä Pariisin sopimuksesta näyttäytyä vastuuttomana tilanteessa, jossa pelkkä ilmaston lämpenemisen rajoittaminen noin 1,5 asteeseen vaatii voimakkaita toimia. Kiina ei ole paljoa parempi: se investoi kyllä uusiutuvaan energiaan, mutta rakentaa yhä kivihiiivoimaloita. Maan vuosittaiset päästöt kasvoivat vuosina 2010–2017 yhteensä yli miljardilla tonnilla, joka on yli kolmasosa Euroopan unionin vuotuisista päästöistä.

Sääntöperäisen maailmanjärjestyksen murentaminen ei rajoitu kauppapolitiikkaan ja ilmastonmuutoksen estämiseen. On vain reilut viisi vuotta siitä, kun Venäjä liitti laittomasti Krimin niemimaan itseensä ja ryhtyi horjuttamaan Ukrainan yhtenäisyyttä. Presidentti Vladimir Putinin valtakaudella Venäjä on harjoittanut kovaotteista ulkopoliittikkaa, joka on lisännyt jännitteitä Itämeren alueella. Tätä ei voi perustella uhkakuvilla, vaan se liittyy Venäjän geopolitiittiseen ajattelutapaan. Näiden toimien takia Venäjälle asetetut Yhdysvaltain ja EU:n pakotteet ovat edelleen voimassa. Pakotteilla on ollut vaikutuksensa Venäjän voimapolitiikan hillitsemisessä, ja niiden poistamiseksi tarvitaan selvää etenemistä Minskin sopimusten täytäntöönpanossa.

KALVO 5: Globalisaatiota ei ole peruttu

Pienen kansakunnan näkökulmasta sääntöihin perustuvan kansainvälisen järjestelmän hapertuminen on erityisen huolestuttavaa. Jos ainoastaan poliittinen ja muu voima ratkaisee, voivat muut, suuremmat toimijat ratkaista meitäkin koskevia asioita täysin meitä kuulematta – ilman että me pääsemme asioihin vaikuttamaan.

Onneksi maailmassamme on liikettä myös toiseen suuntaan, kohti sääntöperäisen maailmanjärjestyksen säilyttämistä, jopa vahvistamista. Kauppapolitiikassa Euroopan unioni on viime vuosina solminut useita vapaakauppasopimuksia, joista suurimmat Japanin ja Kanadan kanssa. Lisäksi EU:lla on neuvottelut pitkällä useiden maiden ja maaryhmien kanssa. Tyynen valtameren ympärillä Japani ja Australia veivät Yhdysvaltain hylkäämään TPP-hankkeen maaliin, ilman Yhdysvaltoja.

Kauppapolitiikassa Euroopan unioni on Suomelle erittäin tärkeä selkänoja. EU:n jäsenenä Suomi on mukana määrittämässä maailman suurimman kauppapoliittisen toimijan politiikkaa. Tulevina vuosina EU:n rooli korostuu entisestään etenkin Kiinan suhteen, kun Kiinan kanssa neuvotellaan mm. investointien suojasta. Asialistalle nousee varmasti myös teknologian käyttöön ja dataan liittyviä asioita.

Yhtä kaikki, esimerkiksi Maailman kauppajärjestössä on useita ongelmia, joita pitää ratkoa ennen kuin järjestö pystyy taas keskittymään vaikkapa palvelukaupan vapauttamiseen.

Toisaalta maailmantalouden hallinnassa Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n rooli on vuosien 2008 ja 2009 talouskriisin jälkeen vahvistunut. Joskus kriisit auttavat meitä arvostamaan aivan eri tavoin erilaisia turvaverkkoja ja foorumeita, joissa valtiot voivat keskustella yhteisesti tärkeistä asioista järjestäytyneellä tavalla.

Eli jotkut osat sääntöihin perustuvaa maailmanjärjestyksestä toimivat nytkin. Ja Suomi on näillä foorumeilla aktiivinen toimija, ensi sijassa osana Euroopan unionia, välillä pohjoismaisessa viiteryhmissä.

Ilmastonmuutoksen vastaisessa työssä on liikuttu myös positiiviseen suuntaan. Investoinnit uusiutuvaan energiaan ovat kasvaneet nopeasti ympäri maailman, paitsi Euroopassa myös Kiinassa ja Yhdysvalloissa. Yhdysvaltain sisällä kaupungit ja osavaltiot ovat päättäneet liikkua selvästi liittovaltiota nopeammin kohti vaativampia ilmastotavoitteita.

Maailman ilmatieteen järjestön WMO:n pääjohtaja Petteri Taalas on painottanut aivan oikein, että ihmiskunnalla on toivoa, kunhan tehdään määrätietoista työtä, etenkin energiataloudessa. Olen samaa mieltä. Ilmastoahdistuksen painaessa mieltä on hyvä muistaa Paasikiven sanat Neuvostoliiton uhkaan viitaten vuonna 1944: kuolemanpelossa ei kannata tehdä itsemurhaa. Ahdistuksen sijaan onkin parempi aktivoitua ja hakea järkeviä ratkaisuja ja todellisia tuloksia. Globaaleihin ongelmiin todellakin tarvitaan globaaleja ratkaisuja, joissa kaikki ovat mukana – ja ilmastonmuutos on nimenomaan globaali ongelma. Yksi maa tai yksi unioni ei yksin riitä. Eurooppa ja Suomi ovat edelläkävijöitä, mutta eivät yksin ratkaise ilmastonmuutosta ilman Yhdysvaltoja, Kiinaa ja Intiaa.

KALVO 6: Oman tontin on oltava kunnossa

Riippuu ehkä katsojasta, onko sääntöihin perustuvan maailmanjärjestyksen lasi tänään puoliksi tyhjä vai puoliksi täynnä. Varmaa kuitenkin on, että pyrkimykset murentaa tämä järjestys ovat saaneet aikaan myös vastavoimia. Tässä palaan vielä tasan 80 vuoden aikaisiin tapahtumiin. Ennen toista maailmansotaa – ehkä jo ennen ensimmäistäkin – kansainvälinen järjestelmä epäonnistui.

Talvisodassakin Suomi sai – kuitenkin – monenlaista materiaali- ja muuta apua muista maista, eniten naapurimaastamme Ruotsista, jonka ilmavoimista noin kolmannes oli vartioimassa Pohjois-Suomen ilmatilaa.

Mutta loppujen lopuksi Suomen kohtalon ratkaisivat Suomen omat toimenpiteet – tai siis Suomen omat toimenpiteet vastauksena Neuvostoliiton toimenpiteisiin. Emme tietenkään toimineet siinäkin tilanteessa erossa laajemmasta maailmanpolitiikasta. Talvisodan rauhanneuvotteluissa auttoi lännen lupaama apu. Moskovan silmissä Britannian ja Ranskan puuttuminen konfliktiin uhkasi muuttaa sen laajemmaksi selkkaukseksi länsivaltojen kanssa.

Tätäkin taustaa vasten meille on erittäin tärkeää pitää huolta Euroopan unionin yhtenäisyydestä ja toimintakyvystä unionin perustehtävässä, rauhan ja turvallisuuden takaamisessa. Alkavan vuosikymmenen eli 2020-luvun aikana Euroopan unionin on vahvistettava asemaansa kansainvälisenä toimijana. Suomi on EU:n kautta muotoilemassa Euroopan kansainvälistä roolia ja samalla myös euroatlanttisen suhteen tulevaisuutta. Emme olleet mukana 1940- ja 1950-luvulla, kun läntisen Euroopan integraatiota ja puolustusliitto Natoa perustettiin, mutta nyt emme ole sivustakatsojia, vaan mukana EU:n ja Yhdysvaltojen yhteistyön kehittämisessä, mistä lopulta on kysymys. Tarvitaanko tähän myös uusia sopimusjärjestelyjä, jää nähtäväksi.

Suomen ulkopoliittikan pysyvästi tärkein haaste on silti suhde Venäjään. Presidentti Martti Ahtisaari määritteli kylmän sodan jälkeisen suhteemme osuvasti Moskovassa 18.5.1994 pitämässään puheessa, jossa hän sanoi, että ”maidemme – Suomen ja Venäjän – suhteet nojautuvat nyt tasavertaisuuden periaatteelle”. On hyvä, että tämä tärkeä periaate nostettiin selkeästi esiin kylmän sodan yläkauden päätyttyä.

Meillä on Venäjän kanssa sama raideleveys, mutta eri arvopohja: naapureita olemme, hyviäkin, ja kauppaa käymme, mutta tällä puolen rajaa nojaamme oikeusvaltioon ja kansanvaltaan.

Niinpä Suomen tuoreimmassa v. 2016 ulko- ja turvallisuuspoliittisessa selonteossa otetaan huomioon Venäjän paluu voimapolitiikkaan. Osallistuin selonteon valmisteluun Tasavallan Presidentti Sauli Niinistön johtaman ulko- ja turvallisuuspoliittisen ministerivaliokunnan jäsenenä. Selonteossa todetaan ulkopoliittikan ensisijaisuus ja pyrkimyksemme hyviin naapuruussuhteisiin. Kansallisen puolustuksemme uskottavuuden kannalta korostetaan puolustusvoimien entistä nopeampaa reagointivalmiutta, samoin erilaisiin hybridiuhkiin varautumista. Läpi linjan hyödynnetään kansainvälistä yhteistyötä ja pidetään yllä mahdollisuutta hakea Nato-jäsenyyttä. Kahdenvälinen puolustusyhteistyö etenkin Yhdysvaltain ja Ruotsin kanssa onkin viime vuosina tiivistynyt ja ottanut isoja askelia eteenpäin.

Vuoden 2016 selonteko luo hyvän pohjan myös nyt valmisteilla olevan uudelle selonteolle, jossa valmistautuminen kyberiskuihin ja hybridivaikuttamiseen sekä teknologisen kehityksen edellyttämän nopean reagointikyvyn vahvistaminen saanevat entistä isomman sijan.

Aktiivista vakauspoliittikkaa harjoitamme etenkin lähialueillamme. Vakauspoliittikkaa on toisaalta

sekin, että Venäjä huolehtii omista turvallisuuseduistaan Suomen suunnalla parhaiten toimimalla maltillisesti. Suomen ei kannata itse rajoittaa liikkumavaraansa länteen, eikä siten heikentää näitä pidäkkeitä. Tämäkin on osa pienen valtion ”legitiimiä turvallisuusintressiä”, kuten Paasikivi saattaisi sanoa.

Pitämällä huolen omasta tontistamme olemme myös tuottamassa turvallisuutta Itämeren alueelle ja laajemminkin pohjoiseen Eurooppaan. Tämä ei ole suinkaan vähäpätöinen seikka, kun ajatellaan Euroopan unioninkin tulevaa kehitystä. Suomi pystyy siis tukemaan sääntöihin perustuvaa maailmanjärjestystä monin eri tavoin. Tämä onnistuu parhaiten siten, että pidämme oman tonttimme kunnossa – olipa sitten kyseessä talouskehitys tai turvallisuuspolitiikka.

[Pääjohtaja Olli Rehn: Pieni valtio voimapolitiikan maailmassa](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Puhutaan rahasta – miksi EKP uusii strategiaansa?

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Helsinki, Rahamuseo, 4.2.2020

[Esityskalvot](#) (PDF)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Puhutaan rahasta – miksi EKP uusii strategiaansa?](#) from [Suomen Pankki](#)

Governor Olli Rehn: Transformation of central banking and monetary policy in Europe

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Lecture notes, Current Trends on European Politics

Helsinki University, 30 January 2020

- [Presentation slides](#) (PDF)

[Governor Olli Rehn: Transformation of central banking and monetary policy in Europe](#) from [Suomen Pankki](#)

Transformation of central banking and monetary policy in Europe

Good Morning everyone. It is a great pleasure for me to give you a talk today as part of the lecture series “Current Trends on European Politics”. Recently, I noted the 20th anniversary of my appointment as adjunct professor, or docent, at the University of Helsinki. I promised then to restart my docent lectures – now, this is my third lecture this study year, so, perhaps surprisingly, it seems I am practicing what I preach!

As a background for today’s themes, let us first take a look at economic developments in the euro area since 2008. The global financial crisis shook the world roughly a decade ago. In Europe, the financial crisis soon escalated into the euro area sovereign debt crisis, which delayed the recovery compared to other major economic areas. Finally, in 2013, the euro area managed to get back onto the path of recovery and growth.

Slide 2. Economic activity in the euro area 2008–2022

More recently, euro area growth decelerated in 2018. The trade war, in particular, but also Brexit, have considerably dampened growth in the euro area. The uncertainty surrounding the economic outlook remains high, but growth is nevertheless expected to gradually normalise, based largely on forecasts for a strengthening of the global economy.

Since the global financial crisis and the euro crisis, a lot has changed in the global economy, and in economics and economic policy-making. In today’s lecture, I will address **how** these developments have **transformed** central banking and monetary policy in Europe. I shall focus on three major changes that have taken place.

Slide 3. Outline of today’s lecture

The **first** of these is an important **philosophical change of direction** at the ECB – a gradual shift from its classical German roots, focusing solely on price stability, to becoming an active Fed-type central bank with a more modern interpretation of its stability mandate.

Second, another significant change has been the stronger focus on the **importance of financial stability**, which has now been brought to the centre of economic policymaking and central banking.

The **third** change relates to the environment in which central banks conduct their core business, i.e. fulfil the price stability mandate. How should central banks react to the fundamental issues raised e.g. by demographic developments, globalization and digitalization? To answer this question, several central banks, including the ECB, have launched a **review of their monetary policy strategy**.

The ECB’s transformation

I will start with the ECB’s transformation. When the euro area debt crisis broke out in 2009–10, it was clear that the Economic and Monetary Union (EMU) had become institutionally deficient. The vulnerable Member States were exposed to financial market turbulence and outright market panic as their liabilities – both their own indebtedness and contingent liabilities for banks’ losses – grew larger. At first, the ECB hesitated over whether it should take a more active role in stabilising the

euro area but, eventually, this became essential in order to calm the turbulence on the financial markets and safeguard monetary policy transmission.

Since its inception in 1999, the ECB had conducted monetary policy mainly by steering short-term interest rates via so-called refinancing operations with banks. The global financial crisis and serious problems in the functioning of the financial transmission forced several central banks, including the ECB, to provide extraordinary support to their banking systems through various means.

As a response to the European sovereign debt crisis, the ECB started to shift from focusing solely on banks in monetary policy transmission to a broader-based approach. The fundamental change in the ECB's monetary policy and its arsenal of measures came in autumn 2012, when the Governing Council decided, in the wake of President Mario Draghi's "whatever it takes" speech, to approve a programme of "direct monetary policy interventions" (Outright Monetary Transactions, OMT).¹ The programme came into effect in September 2012, but there has never been a need to activate the purchases under it.

Furthermore, in 2014, the ECB introduced the negative interest rates policy. In early 2015, five years after the US Fed, it launched an extensive securities purchase programme, also known as quantitative easing. This helped to overcome the then-current threat of a deflationary spiral, which would have eroded the economic recovery.

In hindsight, it seems that during 2010–2015, the ECB did, in fact, quietly leave its German roots behind to become an American-style, more active central bank or, put plainly, went "from the Bundesbank to the Fed". The change was pragmatic and gradual. Beneath the surface, however, it turned out to be an important philosophical change of direction for European central banking. What followed from the ECB's metamorphosis? It had two immediate effects. In the first place it helped, together with the stabilisation of public finances and the creation of the European Stability Mechanism (ESM), to restore financial stability and confidence in the banking system, which was of decisive importance from the perspective of recovery and growth.

The second effect was that the ECB's decisions opened up new fiscal policy opportunities after summer 2012, as they led to a decline in the yields on government bonds and helped eliminate the immediate threat of default by euro area countries and their exclusion from access to market funding. Although the ECB and euro area national central banks do not provide direct funding to governments, government bond purchases on the secondary markets may be essential for the functioning of the most important market segments in European capital markets.

The difficult experiences of the euro crisis taught us several key lessons. One essential conclusion drawn by decision-makers at the time (myself included) was that returning the euro area to a sustainable path of recovery required the determined restoration of financial stability.

Importance of financial stability

The financial system played a key role in the run-up to the euro area debt crisis. The seeds of the problems were sown by the macroeconomic imbalances in the first decade of the new millennium. The crisis strangled financial markets in 2008–2009 and again in 2011–2012, and led to a steep rise in borrowing costs for the distressed euro economies.

High government bond yields had a damaging impact on growth in the distressed countries, as they increased the funding costs of banks and resulted in a financial squeeze in the private sector. In addition, a vicious circle was unleashed in the public finances: higher yields increased the public sector's financial burden, amplifying the fears of default, as well as the anxiety that the sovereigns could not guarantee the functioning of the banking sector, if it were to run into solvency problems. This sounds very much like the opposite of '**the financial accelerator**', a concept developed by professor Ben Bernanke, as a leading scholar of the Great Depression of the 1930s, long before becoming Chair of the US Federal Reserve – we may call it "**the financial decelerator**". The gist is that 'recessions tend to gum up the flow of credit, which in turn makes the recession worse'. In other words, during recessions, banks tend to lend more cautiously, as they are burdened by losses, and at the same time borrowers tend to become less creditworthy, since their finances deteriorate. Consequently, credit becomes constrained, which further dampens consumer and investor demand, and thus amplifies the recession. Altogether, this vicious circle puts economic activity into reverse

gear.²

Following the realisation that financial stability can only be neglected at our own peril, **macroprudential policy** has essentially become the second key pillar of central banking today, alongside monetary policy. As a complement to microprudential regulation and supervision—focusing on individual institutions—macroprudential policy aims to ensure that the financial system as a whole can withstand negative shocks.

While monetary policy is conducted by looking at the euro area as a whole, macroprudential policy is largely at the discretion of the national authorities. It targets national, regional or local conditions, especially in the housing market, and thus helps prevent booms and busts.

Monetary policy challenges in the 21st century

Before I go into the analytical challenges of monetary policy, **let me first say a few words about language and concepts.**

I am well aware that the concept ‘monetary policy’ does not say much to ordinary citizens. Nor is it always easy to perceive **inflation** – which means **an annual increase in the general level of prices**. For example, average annual inflation in the euro area in 2004–2015 was 1.8%, while citizens’ average estimate of inflation (mean perceived inflation rate) for the period was 9.5%.³

Finland was an outlier (or “low-lier”) among the euro area countries: we perceived that inflation was ‘only’ 3.7%, while the second lowest figure was 6.2% and came from Portugal, and the third lowest was 6.6% and was the perception of Germans.

However, the situation is not much different on the other side of the Atlantic. The Federal Reserve has been fairly close to the country’s inflation target of 2% in recent years. However, a research paper published last September states the following: ‘Strikingly, almost forty percent answered that the Federal Reserve was targeting an inflation rate of 10% or more, which suggests a pervasive lack of knowledge on the part of households about the objectives of the Federal Reserve’.⁴

By no means do I aim to discredit the views of ordinary citizens – on the contrary, I understand well that different assessments stem from widely different everyday experiences. This does, however, point out how challenging it is to conduct monetary policy and communicate about it. The everyday, micro-level experiences of citizens do not always correspond with macroeconomic statistical figures.

Slide 4. A common-sense definition of price stability

For this reason, too, it is worth repeating what price stability means. In other words, what monetary policy aims to achieve. In the words of not one but two former chairmen of the Fed, I consider the best uncomplicated definition for price stability to be ‘*an economic state in which expected changes in the general price level do not effectively alter business or household decisions*’.⁵ This provides certainty and helps to focus on investment and consumption decisions without having to needlessly worry about price changes. Most central banks have found a symmetric inflation target of 2% to be the best way to guarantee price stability, prevent the risk of deflation and – commonly speaking – oil the cogs and keep the wheels of the economy turning.

Let us **next turn to the key analytical challenges** in monetary policy.

1. **The natural rate of interest** is an important point of reference for monetary policy. It is usually defined as the short-term real interest rate consistent with potential output and inflation remaining constant at the targeted level. What does this imply? If the short-term real interest rate is higher than the natural rate, monetary policy is contractionary. On the other hand, when the short-term real interest rate is lower than the natural rate, monetary policy is expansionary (or accommodative).

The task of the central banker is, however, complicated by the fact that the natural rate of interest is not an observable variable, but must instead be inferred using a variety of theoretical methods. Slide 5 shows estimates of the natural rate of interest for the euro area.

Slide 5. Estimates of the natural rate of interest

Interest rates in the euro area and other advanced economies are lower than before the global financial crisis. It is likely that what is known as the ‘long-term equilibrium real interest rate’ has also declined. This may be the result of an increase in the appetite for savings over investment within the

economy, which in turn is due to factors such as population ageing or a general deceleration in productivity growth.

If the natural rate has indeed declined, monetary policy in the course of normalisation, i.e. when interest rates are being raised, becomes tighter at an earlier stage than the past experience of historical interest rates would suggest. Taking this logic further, the current low policy rates would not imply as accommodative a stance of monetary policy as a central banker would expect based solely on the level of policy rates.

In the longer run, a worrying consequence of a permanently lower natural rate of interest is that the economy would hit the zero lower bound of interest rates more frequently than in the past, and even following smaller negative (demand) shocks than in the past. The effectiveness of conventional monetary policy would then be hampered, and its ability to fight recessions and deflationary risks weakened.

2. A related issue is the persistent weakness of inflationary pressures in the euro area, despite the significant recovery of the economy and the remarkable decline in unemployment. How long will it take before the ongoing expansion results in a sustained adjustment to a higher rate of inflation? How much longer will at least some monetary stimulus be needed before the ECB's definition of price stability is satisfied?

These questions revolve around **the Phillips curve**, which describes the relationship between inflation and economic slack. During and after the crisis, the behaviour of the Phillips curve seems to have diverged from its past, as the rate of inflation has not picked up significantly, despite higher economic growth and employment.

Slide 6. The Phillips curve is not stable – it has flattened

In other words, the Phillips curve may have flattened – a dilemma which has haunted economists and central bankers throughout the post-crisis years. In the slide, different colours are used for the Phillips curve to indicate different periods. We can see that the curve clearly points to a negative correlation between underlying inflation and the rate of unemployment, which is in line with economic theory. However, already for the years 2004–2008 the Phillips curve gets flatter. Finally, when looking at the years 2010–2019, we discover that the Phillips curve is almost horizontal, signalling that the above-mentioned correlation between inflation and unemployment was no longer valid. However, we must account for the potential non-linearity of the Phillips curve. As its inventor A. W. Phillips himself said in 1958, “The relation between unemployment and the rate of change of wage rates is likely to be highly non-linear”. In the following slide, this is illustrated through the relationship between wage inflation and the broad measure of unemployment (= U6).

Slide 7. The non-linear Phillips curve in the euro area, 2005-19

In the graph we note a non-linear empirical relationship between wage inflation and broad unemployment. What is the implication? I would suggest a reading where wage inflation accelerates significantly only once unemployment and economic slack have sufficiently been reduced. This leaves us with the open question of pass-through from wage inflation to core inflation. In any case, this way of interpreting the Phillips curve gives credence to the assumption that euro area inflation is gradually converging to the ECB's price stability target.

All in all, there are widely differing views held in academia and central banking circles about the validity of the Phillips curve – as an example, I will refer to a collection of quotes by top-class economists from the ECB Forum on Central Banking in 2018: five economists, six opinions.

Slide 8. Quotes from the ECB Forum on Central Banking 2018, Sintra

Recall what Winston Churchill once quipped, “If you put two economists in a room, you get two opinions, unless one of them is Lord Keynes, in which case you get three opinions”.

In the above discussion, the Phillips curve relates the inflation rate to just one background factor – a measure of slack, or untapped economic potential, in the domestic economy. In addition, inflation is expected to react to other factors as well, not least to inflation expectations.

By 2015, it became evident that **inflation expectations** in the euro area were not anchored – or that the inflation aim of the Governing Council was perceived to be well below 2%. This is also suggested in the Bank of Finland's own research.⁶ In light of modern economic theory, one potential and worrying possibility is that the private sector's confidence in the central bank's ability to stimulate the

economy has weakened. This may be related to the decline in the natural rate of interest.

Slide 9. Subdued inflation expectations in the euro area

According to the ECB's forecast, consumer price inflation will be 1.1% this year, after which it will pick up to 1.4% in 2021 and 1.6% in 2022. According to the most recent statistical data, which are from December 2019, official HICP inflation [Harmonised Index of Consumer Prices, slide 3] is equally sluggish, at around 1.3%.

Slide 10. Euro area inflation clearly below the ECB's target

Underlying inflation, which is a more reliable measure of inflationary pressures, has been equally subdued. Underlying – or core – inflation refers to an inflation rate that excludes the impact of energy and food prices. It has been around 1% for over 6 years, which implies that cost pressures within the euro area have been subdued. More recently, however, underlying inflation has shown signs of a slight increase.

Review of Eurosystem monetary policy strategy

Since 2003 the euro area and the world economy have been undergoing profound structural changes. These challenges are the main reason underlying the ECB Governing Council's decision to launch a **review of its monetary policy strategy**. Since the introduction of the single currency, the ECB has conducted a review of its strategy only once, in 2003.

Slide 11. ECB's strategy review in 2020

The forthcoming review will be based on thorough economic analysis and open minds, engaging with all stakeholders. It will cover a quantitative formulation of price stability and the inflation aim, the instruments of monetary policy, its impact and side-effects, as well as communication practices. Other considerations, such as employment, financial stability and environmental sustainability, will also be part of the review.

A key part of the ECB's strategic review is to listen to the views of civil society and stakeholders. The ECB and national central banks will engage in dialogue with, for example, the European Parliament and national parliaments, the academic community, researchers and analysts, nongovernmental organisations, local communities and citizens in general. The strategic review will be conducted with a tight timeline and the goal is to complete it before the end of 2020.

We should note that the purpose of the strategy review is **not** to change the ECB's price stability mandate. This is enshrined in the Treaty on European Union. The purpose of the review is **rather to identify the impact of changes in the environment** on the conduct of monetary policy. As John Quincy Adams, the 6th President of the United States, once noted: 'I see no change in policy, only in circumstances.'

Differing views on the definition of price stability impedes the conduct of monetary policy. In 2003, the ECB decided to keep the definition of price stability unchanged, meaning that prices should increase by less than 2%. The definition was supplemented with the inflation aim, 'close to but below 2%', in order to achieve price stability.

Slide 12. A de facto ceiling of 2% for inflation dampens inflation expectations and lowers average inflation in the long-term

From the perspective of inflation expectations, the ECB's definition is problematic since, in principle, it allows inflation to temporarily slow close to zero. It can also be interpreted as setting a 2% inflation cap. From this angle, the ECB's inflation target is clearly stricter than the targets of its peers. The ECB's definition also leaves too much room for different interpretations. That is why we now need to assess what kind of target is suitable for an environment of low natural interest rates.

The US Federal Reserve System is also currently evaluating its monetary policy strategy. One question that has been raised in the context of the Fed's exercise is whether it should consider strategies that aim to reverse past misses of the Fed's 2% symmetric inflation objective. Monetary policy strategies that aim temporarily at higher inflation after a period of too-low inflation are often called **makeup strategies**.

Former Federal Reserve Chair Ben Bernanke has suggested a strategy of temporary price-level targeting. Under this strategy, following adverse shocks to the economy that force short-term rates to zero, the central bank would commit in advance to refrain from raising rates at least until any

shortfalls of inflation from target during the zero lower bound period are fully offset. Meeting this condition would typically involve some overshoot of the inflation target before rates would be raised. Makeup strategies can be seen as one of the most prominent responses to risks related to the zero lower bound. The prospect of monetary policy stimulus and higher inflation in the future promotes consumption and investment that could reduce the pain of being at the zero lower bound. **Average inflation targeting** can also be interpreted as a makeup strategy, like the other backward looking definitions of inflation targets.

For makeup strategies to work, households and businesses should maintain their spending levels during economic slowdowns. It is by no means guaranteed that such policies would work. The proponents of makeup strategies usually argue that by including a makeup strategy permanently into the central bank's toolkit, the credibility of makeup strategies could be substantially increased.

Another viable option would be to converge towards flexible inflation targeting as adopted by some central banks. Flexible inflation targeting means that the central bank aims to keep inflation as stable and as close to the target as possible, while at the same time striving to stabilise real economic activity close to full economic capacity.

In this policy model, the central bank's inflation target is, besides flexible, also symmetrical and forward-looking. Symmetry, in this sense, means that the inflation aim is a point target that guides the formation of inflation expectations, and from which deviations in both directions are considered equally harmful and prompt symmetrical responses.

Recently, there has been support for the idea of setting a target range, rather than a point target.

The idea is that a range would reflect the uncertainty regarding the achievement of the inflation target, thus leaving room to refrain from responding to price level changes that can be considered temporary, such as tax changes or changes in energy prices. However, it is not clear why setting a forward-looking inflation target with a view to the medium term would not yield the same result.

The benefits and disadvantages of the range must also be analysed from the point of view of anchoring inflation expectations. If having a range around the inflation target leads to a more passive monetary policy, it is hardly likely to strengthen the central bank's ability to anchor expectations.

In any case, I look at the issue of preferred price stability target with an open mind: if facts change, or the analysis, I may change my mind.

Experiences in Japan

Recent studies looking at 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. Consequently, a powerful monetary response is needed in situations where inflation expectations have become depressed for a protracted period, so as to prevent a scenario where inflation expectations become anchored at too low a level.

Slide 13. Japanification: Good or bad equilibrium for the euro area

Let us look at the relationship between inflation and interest rates and the economy at two equilibriums: a good equilibrium, and a bad one.⁷

The solid curve that is based on the data (red and blue dots) describes how monetary policy reacts to inflation pressures. When the monetary policy [interest] rate reaches the zero lower bound of interest rates and inflation turns into deflation, the economy is thought to be in a liquidity trap (i.e. bad equilibrium, red circle). The equilibrium is bad because monetary policy is inefficient when the interest rate is at the zero lower bound. The equilibrium is also bad because it is very difficult to escape with the help of monetary policy. There is also another (good) equilibrium where inflation is at the target and the interest rate is set accordingly.

In the graph, the red dots are Japanese data and the blue dots are euro area data. Japan is in bad equilibrium, but the euro area has so far been able to stay out of it. One of the lessons from the Japanese experience is that central banks should at all costs avoid letting inflation expectations fall too low. To avoid this, the monetary policy reaction must be timely and strong – and other economic policies, fiscal and structural, must support productivity and growth potential.

Before I conclude, I would like to briefly say a few words about the relationship between monetary

and fiscal policy. As I have explained today, the low interest rate environment and the effective lower bound on nominal interest rates have been constraining monetary policy. More and more attention has been devoted to fiscal policy and its capacity to help revitalise economies that are suffering from subdued economic growth that is clearly below potential output.

It is clear that the role of fiscal policy is stronger in the current low-rate environment, which calls for a better policy mix in the euro area than is the case today. Countries with fiscal space should be prepared to use it to bolster investment and demand in a possible recession. Still, highly-indebted countries should continue to build up fiscal buffers.

This underlines the importance of the correct policy mix between fiscal and monetary policy. By no means is this in contradiction with central bank independence – **that** we will indeed defend! But coordination that respects the independence of both players is also necessary in order for fiscal and monetary policy to deliver the best possible effect in terms of both sustainable growth and high employment, as well as stable inflation.

Slide 14. Walking the Highwire

I address these issues and the lessons of the euro crisis more in-depth in my book *Walking the Highwire – Rebalancing the European Economy in Crisis* (Palgrave Macmillan, March 2020); the Finnish translation was published in mid-October 2019 under the title *Kuilun partaalta* (Docendo).

Dear students,

In this lecture, I have tried to explain the central bank's efforts to overcome the economic crisis and maintain price stability. Whether or not the central bank will succeed in its efforts will depend largely on its understanding of the structural trends and economic cycles, and on the effects of its own actions. In this pursuit, economics evidently plays a key role. But it alone is not enough. So let me make two remarks to conclude.

Slide 15. Central banking and learning from economic history

Firstly, in one of his lectures, the eminent economist and consummate central banker Stanley Fischer stated: *'I believe I have learned equally much from studying central bank history than from central bank theory. Thus, I urge all those of you who are contemplating a career as a central banker to read history books'*.

In fact, deeper knowledge of economic and financial history would probably have inspired economic policymakers to take credit cycles more seriously and learn from the experience of the Great Collapse in 1929 and the Great Depression of the 1930s. What is more, as professor Kevin O'Rourke has pointed out, with the help of economic history students and policymakers are able to 'recognise that major discontinuities in economic performance and economic policy regimes have occurred many times in the past, and may therefore occur again in the future'.⁸

Finally, the ECB's monetary policy strategy assessment should be conducted first and foremost on the basis of economic research ('in science we trust') and, secondly, with an open mind, without setting out hard positions set in stone. And, while President Mauno Koivisto used to say that economic policy is always wrong from some point of view, in this matter we should strive for 'domination-free discourse', in the spirit of the philosopher Jürgen Habermas, and let the best argument indeed win.

Now I am ready to take your questions and hear your comments.

¹OMT refers to the Eurosystem's outright transactions in secondary sovereign bond markets that aim at safeguarding an appropriate monetary policy transmission and the singleness of the monetary policy. OMT is considered once a Eurozone government asks for financial assistance from the ESM. Through OMT, the Eurosystem can buy government-issued bonds that mature in 1 to 3 years, provided the bond-issuing country agrees to certain corrective domestic economic measures – "conditionality". Outright Monetary Transactions are not the same as quantitative easing (QE) operations, since, in the latter, the central banks buy bonds and, by doing so, inject liquidity into the banking system, with the aim of stimulating economic activity.

²Ben S. Bernanke, *The Courage to Act. A Memoir of a Crisis and its Aftermath*. W.W: Norton 2015, p. 35–36. See also Ben S. Bernanke, *Essays on the Great Depression*, Princeton University Press 2000, p. 5–38; 70–160.

³<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op186.en.pdf>.

⁴Olivier Coibion – Yuriy Gorodnichenko – Michael Weber (2019): Monetary Policy Communications and their Effects on Household Inflation Expectations. NBER Working Paper No. 25482.

<https://www.nber.org/papers/w25482.pdf>.

⁵Alan Greenspan, FOMC meeting 2–3 July 1996: *'Price stability is the state in which expected changes in the general price level do not effectively alter business or household decisions'*. See

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19960703meeting.pdf>.

Paul Volcker, 28 December 1983: 'A workable definition of reasonable 'price stability' would seem to me a situation in which expectations of generally rising (or falling) prices over a considerable period are not a pervasive influence on economic and financial behavior. Stated more positively, 'stability' would imply that decision-making should be able to proceed on the basis that 'real' and 'nominal' values are substantially the same over the planning horizon – and that planning horizons should be suitably long.' See Volcker, Paul A., 1983. We Can Survive Prosperity: Remarks at the Joint Meeting of the American Economic Association – American Finance Association, December 28, 1983.

⁶Paloviita, Haavio, Jalasjoki, Kilponen (2019): What does close but below two percent mean? Assessing the ECB reaction function with real-time data (forthcoming in IJCB).

⁷In this graph, the dotted line describes a Fisher relation – a relationship between inflation and interest rates when product markets are in equilibrium.

⁸Kevin O'Rourke, *Why economics needs economic history*, 2013 <https://voxeu.org/article/why-economics-needs-economic-history>.

Pääjohtaja Olli Rehn: Suomalaisten talousosaamisen edistäminen

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Helsinki, Oikeusministeriö, 29.1.2020

[Suomalaisten talousosaamisen edistäminen \(pdf\)](#)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Suomalaisten talousosaamisen edistäminen, 29.1.2020](#) from [Suomen Pankki](#)

Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn: Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi käynnistyy – miten ja miksi?

Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn

Taloustoimittajat ry:n vierailu

Suomen Pankki 24.1.2020

- [Esityskalvot \(pdf\)](#)

Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi käynnistyy – miten ja miksi?

Arvoisat Taloustoimittajat,

Tervetuloa Suomen Pankkiin tähän perinteikkääseen tilaisuuteen, joka teknisistä syistä siirrettiin yhteisymmärryksessä yhdistyksenne pj. Jarnon kanssa joulun alta ”paremmalle ajalle”.

Tämä on etenkin siksi parempi aika, että voin tuoreeltaan kuvata teille Euroopan keskuspankin eilistä päätöstä käynnistää eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi ja valottaa sen taustoja.

Rahapolitiikalla on suomalaisille sen verran suuri taloudellinen ja yhteiskunnallinen merkitys, että asiallinen, tutkimustietoon nojaava keskustelu siitä on meilläkin enemmän kuin tarpeen. EKP:n strategia-arvio tarjoaa tähän otollisen, erinomaisen mahdollisuuden.

Ennen kuin menen siihen, pari sanaa kielestä ja käsitteistä.

Tiedän hyvin sen, että sana ”rahapolitiikka” ei kerro kovin paljoa tavalliselle eurooppalaiselle tai suomalaisellekaan. Eikä inflaatiotakaan ole aina helppo hahmottaa – yleisen hintatason nousua vuodessa.

Esimerkiksi euroalueen inflaatio vuosina 2004–15 oli 1,8 %, kun taas EKP:n tekemän selvityksen mukaan kansalaisten keskimääräinen arvio inflaatiosta oli 9,5 %.¹ Euromaista Suomi on poikkeus yleisestä linjasta: meillä mitattu käsitys inflaatiosta oli ”vain” 3,7 % kun toiseksi pienin luku tuli Portugalista 6,2 % ja kolmanneksi matalin oli saksalaisten 6,6 %.

Mutta ei tilanne tästä paljon poikkea Atlantin toisella puolellakaan. Yhdysvalloissa on tilastojen mukaan viime vuosina päästy melko lähelle 2 prosentin inflaatiotavoitetta. Kuitenkin viime syksynä julkaistussa laadukkaassa tutkimuspaperissa todetaan näin:

”Häkellyttävästi, lähes 40 prosenttia vastaajista arvioi, että Federal Reserve tavoittelee 10 prosentin tai sitä korkeampaa inflaatiovauhtia, joten kotitalouksien tiedoissa Fedin tavoitteista on ammottava aukko.”²

Tällä en missään tapauksessa halua väheksyä tavallisten kansalaisten näkemyksiä – päinvastoin, ymmärrän hyvin erilaisista kokemuksista kumpuavat erilaiset arviot. Mutta tämä kertoo kyllä siitä, miten haastavaa rahapolitiikan tekeminen ja viestintä on. Kansalaisen mikrotason arkikokemus ei aina kohtaa kansantalouden makrotason kokonaislukuja.

Senkin takia on paikallaan toistaa, mitä hintavakaudella tarkoitetaan ja mitä siis rahapolitiikalla tavoitellaan. Soveltaen pariakin Fedin entistä pääjohtajaa, pidän parhaana kansantajuisena määritelmänä hintavakaudelle sellaista talouden tilaa, jossa odotetut muutokset yleisessä hintatasossa eivät merkittävästi vaikuta yritysten tai kotitalouksien päätöksentekoon³. Tämä tuo varmuutta ja auttaa keskittymään investointi- ja kulutus päätöksiin ilman turhia murheita hintatason muutoksista. Yleensä keskuspankit ovat päätyneet kahden prosentin inflaatiotavoitteeseen, jonka katsotaan parhaiten takaavan hintavakauden, estävän deflaatiovaaran ja – Kaanaan tai ainakin kansan kielellä sanoen – pitävän koneen rasvassa ja talouden pyörät pyörimässä.

Miten tässä tavoitteessa on viime aikoina onnistuttu?

Kalvo 2. Euroalueen talouskehitys 2007–22

Euroalueen talouskasvu hidastui viime vuonna ja inflaatiopaineet olivat vaikeat. Epävarmuus euroalueen talouden näkymistä on edelleen suurta, mutta kasvun odotetaan asteittain vahvistuvan.

Tätä varjostavat edelleen kauppasota ja muut globaalit riskit, erityisesti Lähi-idän tilanne.

Kalvo 3. Euroalueen inflaatio selvästi alle tavoitteen

EKP:n ennusteen mukaan kuluttajahintainflaatio jää tänä vuonna 1,1 prosenttiin, kiihtyy ensin vuonna 1,4 ja vuonna 2022 1,6 prosenttiin. Viimeisimmän joulukuun tilastotiedon mukaan virallinen kuluttajahintainflaatio on yhä hidasta eli 1,3 prosentin tasolla.

Myös luotettavampana inflaatiopaineiden mittarina pidetyn pohjainflaation kehitys on ollut yhtä vaimeata. Pohjainflaatiolla viitataan inflaatiolukuun, josta on poistettu energian ja ruoan hinnan vaikutus. Se on pysytellyt pitkään 1 prosentin tuntumassa, mikä kertoo siitä, että euroalueen sisäiset kustannuspaineet ovat olleet vaimeita. Aivan viime aikoina pohjainflaatiossa on tosin näkynyt lieviä nousun merkkejä.

Kalvo 4. Markkinoiden koronnosto-odotukset

Tämänhetkiset markkinoiden koronnosto-odotukset vastaavat jotakuinkin EKP:n ennakoivaa viestintää. Markkinat odottavat – mitattuna eonia-korkojen odotetulla uralla – että korkojen ensimmäinen nousu ajoittuisi vuoden 2022 toiselle neljännekselle.

EKP:n neuvosto kevensi rahapolitiikan viritystä viime vuoden maaliskuussa ja syyskuussa ja ilmoitti samalla, että se pysyy pitkään voimakkaasti kasvua tukevana. Nämä päätökset ovat toimineet hyvin pitämällä yllä kevyitä rahoitusoloja ja vähentämällä rahapolitiikkaa koskevaa epävarmuutta. Tämä on tukenut koko Euroopan, myös Suomen, kestävästä kasvusta ja työllisyyttä. Sen ansiosta EKP:n neuvosto voi myös keskittyä rahapolitiikan pidemmän aikavälin kysymyksiin.

Kalvo 5: EKP:n rahapolitiikan strategia-arvion keskeiset teemat

Vaikeudet inflaatiotavoitteen saavuttamisessa ovatkin taustalla siinä, että EKP:n neuvosto päätti eilen pääjohtaja Christine Lagarden esityksestä käynnistää rahapolitiikan strategia-arvion. Euron käyttöönoton jälkeen EKP:n neuvosto on tarkastellut strategiaansa systemaattisesti vain kerran, vuonna 2003. Sittemmin talouden rakenteet ovat muuttuneet, ja strategiaa on nyt syytä tarkastella uudelleen. Arvio tehdään tiiviissä aikataulussa tämän vuoden aikana.

Keskeinen osa sitä on laajojen kansalaisryhmien ja sidosryhmien näkemysten kuunteleminen. EKP ja kansalliset keskuspankit käyvät vuoropuhelua mm. Euroopan parlamentin ja kansallisten parlamenttien, tutkijoiden ja analyytikkojen, kansalaisjärjestöjen ja paikallisten yhteisöjen kanssa. Myös median rooli prosessissa on tärkeä.

Suomen Pankki järjestää tänä vuonna useita keskustelu- ja kuulemistilaisuuksia kansalaisten ja sidosryhmien kanssa. Tapaamme normaalistikin tiheään eri järjestöjen ja yritysten edustajia ja opiskelijoita. Vuoden mittaan järjestettävissä tapaamisissa keskitytään kuulemaan, miltä tilanne taloudessa näyttää eri kansalaisryhmien näkökulmasta. Tulemme keskustelemaan hintavakauden lisäksi myös rahapolitiikan muista tavoitteista, kuten ilmatoriskien hallinnasta.

Miksi strategia-arvio?

On syytä rajata, mitä strategia-arviolla ei ole tarkoitus muuttaa, eli EKP:n pyrkimystä hintavakauteen. Se on ankkuroitu Euroopan unionin perussopimukseen. Sen sijaan arviossa on tarkoitus saada selville, miten toimintaympäristön muutokset vaikuttavat rahapolitiikkaan. Tulee mieleen mitä John Quincy Adams, Yhdysvaltain 6. presidentti, aikoinaan totesi, ”En näe muutosta politiikassa, vain olosuhteissa.”

Mikä sitten on muuttunut? Nostan tässä esiin kaksi keskeistä analyyttistä kysymystä. Ensimmäinen liittyy luonnollisen korkotason laskuun, joka rajoittaa rahapolitiikan liikkumavaraa, ellei politiikkaa sopeuteta. Toinen liittyy sitkeästi hitaaseen inflaatiovauhtiin, ja etenkin inflaatio-odotusten jämähtämiseen liian alaiselle tasolle.

Ensiksi ”luomukorosta”. Luonnollinen korko määritellään yleensä sellaiseksi reaalisena lyhyen koron tasoksi, joka vallitsee, kun talouden resurssit ovat täyskäytössä ja inflaatio pysyy vakaasti tavoitteessa.

Korot kehittyneissä talouksissa ovat laskeneet finanssikriisiä edeltäneiltä tasoilta. On todennäköistä, että ns. pitkän aikavälin reaali-tasapainokorko on laskenut. Tämän arvioidaan johtuvan siitä, että säästämishalukkuutta on taloudessa aikaisempaa enemmän ja/tai investointivalmiutta vähemmän, mikä puolestaan johtuu mm. väestön ikääntymisestä ja vaikuttaa pätevän läpi läntisen maailman.

Kalvo 6. Luonnollisen koron arvioita

Kuviossa 6 esitetään luonnollisen koron arvioita euroalueelle. Jos luonnollinen korkotaso jää pitkäksi aikaa matalaksi, keskuspankki tulee kohtaamaan nimelliskorkojen lattian aiemmin arvioitua

useammin. Tämä asettaa paineita rahapolitiikalle, kun keskuspankin on tarve pohtia sitä, kuinka voimakkaasti se reagoi hintanäkymien muutoksiin.

Rahapolitiikan tekijän asemaa tosin hankaloittaa se, ettei luonnollinen korko kuitenkaan ole havaittu muuttuja, vaan se pitää arvioida käyttäen erilaisia tutkimusmenetelmiä. Yhtä kaikki: Jos lyhyt reaalkorko on korkeampi kuin luonnollinen korko, rahapolitiikka jarruttaa suhdannekehitystä. Toisaalta kun lyhyt reaalkorko on alempi kuin luonnollinen korko, on rahapolitiikka elvyttävää. Toiseksi inflaatio-odotuksista, jotka ovat jämähäneet alhaiselle tasolle.

Kalvo 7. Inflaatio-odotukset euroalueella matalat

Inflaatio-odotuksilla on oleellinen merkitys inflaation määräytymisessä. Keskuspankin on vaikea keveälläkään rahapolitiikalla kiihdyttää inflaatiota, jos yleinen odotus on, että tuleva inflaatio on hidasta.

Vuoden 2015 jälkeen on käynyt ilmeiseksi, että inflaatio-odotukset euroalueella eivät ole olleet ankkuroituneita – tai EKP:n neuvosto on tavoitellut selvästi alle kahden prosentin inflaatiota. Tähän on viitannut myös Suomen Pankin oma tutkimus, jonka mukaan EKP:n neuvoston inflaatiotavoite on tosiasiaa ollut 1,6–1,7 prosentin luokkaa.⁴

Erilaiset käsitykset hintavakauden määritelmästä ja siis rahapolitiikan ensisijaisesta tavoitteesta ovat ongelma rahapolitiikan näkökulmasta. EKP:n vuoden 2003 strategia-arviossa päädyttiin pitämään hintavakauden määritelmä ennallaan alle kahden prosentin hintojen nousuna. Sitä täydennettiin inflaatiotavoitteella, ”lähellä mutta alle 2 prosenttia”, hintavakauden saavuttamiseksi. Tämä kaksiosainen määritelmä poikkeaa alaspäin eli tiukempaan suuntaan muiden keskuspankkien tavoitteista, jotka ovat yleensä symmetrisiä ja noin 2 %.

Kuvio 8. Kahden prosentin katto synnyttää ylärajan inflaatiolle

Inflaatio-odotusten kannalta EKP:n määritelmä on pulmallinen, koska se sallii periaatteessa inflaation hidastuvan tilapäisesti jopa lähelle nollaa. Määritelmän voidaan periaatteessa myös tulkita asettavan inflaatiolle katon kahteen prosenttiin. Näin EKP:n inflaatiotavoite voidaan nähdä selvästi tiukempana kuin muiden keskuspankkien tavoitteet.

Yksi varteenotettava vaihtoehto on lähestyä muiden keskuspankkien joustavan inflaatiotavoitteen käytäntöjä. Joustava inflaatiotavoite tarkoittaa, että keskuspankki pyrkii pitämään inflaation mahdollisimman vakaana ja lähellä tavoitetta sekä samanaikaisesti vakauttamaan reaalitalouden toiminnan lähelle talouden täyttä kapasiteettia.

Joustavuudella tarkoitetaan muun muassa sitä, että aikahorisontti, jolla tavoitteeseen pyritään, voi vaihdella – esimerkiksi tilapäisiin hintasokkeihin, kuten öljyn hinnan muutoksiin, ei reagoida ”yksi yhteen”. Joustavuuteen kuuluu myös valmius korjata menneitä politiikkavirheitä.

Keskuspankin inflaatiotavoite on tässä politiikkamallissa paitsi joustava myös symmetrinen ja eteenpäin katsova. Symmetrisyys viittaa siihen, että inflaatiotavoitteella on selkeä odotuksia ohjaava keskipiste, josta poikkeamia pidetään yhtä haitallisina ja joihin myös reagoidaan symmetrisesti. Lyhyellä aikavälillä inflaatio voi vaihdella tavoitteen – esimerkiksi 2 prosentin – molemmin puolin, kunhan se pysyy tavoitteen mukaisella polulla ja keskipitkällä aikavälillä lähentyy itse tavoitetta. Tällainen tavoite on myös mahdollista selkeästi viestiä suurelle yleisölle, mikä on tärkeä osa toimivaa rahapolitiikkaa.

Viime aikoina on käyty keskustelua myös jonkinlaisen vaihteluvälin asettamisesta inflaatiotavoitteelle pistetavoitteen sijasta. Ajatuksena on, että vaihteluväli kuvaisi inflaatiotavoitteen saavuttamiseen liittyvää epävarmuutta ja jättäisi siten tilaa olla reagoimatta sellaisiin hintatason muutoksiin, joiden voidaan katsoa olevan väliaikaisia, kuten verotuksen tai energian hinnan muutokset. Ei kuitenkaan ole selvää, miksei samaan päästäisi sillä, että inflaatiotavoite asetetaan eteenpäin katsovasti keskipitkälle aikavälille. Se ajaa saman asian.

Vaihteluvälin hyötyjä ja haittoja on analysoitava myös inflaatio-odotusten ankkuroinnin näkökulmasta. Jos vaihteluväli tavoitteen ympärillä passivoi rahapolitiikkaa, ei se todennäköisesti ainakaan vahvista keskuspankin kykyä ankkuroida odotuksia.

Arvoisat taloustoimittajat,

Yhteenvetona: EKP:n strategiarevisiossa ei ole kyse mistään teoreettisesta harjoituksesta – vaikka siinä taloustieteeseen toki nojaututaankin – vaan hyvin konkreettisesta pyrkimyksestä siihen, että rahapolitiikka parhaalla mahdollisella tavalla ylläpitää hintavakautta ja siten tukee kestävästä kasvusta ja korkeasta työllisyydestä.

Lopuksi toivon, että rahapolitiikan strategia-arvioon ryhdytään ensinnäkin tutkimustietoon nojautuen – ”in science we trust” – ja toiseksi avoimin mielin, ilman kovia ennakkokantoja. Vaikka politiikka, talouspolitiikkakin, on presidentti Mauno Koiviston sanonnan mukaan aina väärää jostakin näkökulmasta, niin tällä kertaa sopii silti pyrkiä filosofi Jürgen Habermasin muotoileman ”herruudesta vapaan diskurssin” hengessä siihen, että paras argumentti voittaa. Nyt onkin aika siirtyä sellaiseen keskusteluun myös tässä tilassa. Olen valmis vastaamaan kysymyksiinne ja kuuntelemaan kommentteja. Kiitos mielenkiinnosta!

¹ Ks. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op186.en.pdf>.

² ”*Strikingly, almost forty percent answered that the Federal Reserve was targeting an inflation rate of 10% or more, which suggests a pervasive lack of knowledge on the part of households about the objectives of the Federal Reserve*”. Olivier Coibion – Yuriy Gorodnichenko – Michael Weber, Monetary Policy Communications and their Effects on Household Inflation Expectations. NBER Working Paper nro 25482. Ks. <https://www.nber.org/papers/w25482.pdf>.

³ Alan Greenspan, FOMC:in kokous 2.-3.7.1996: ”*Price stability is that state in which expected changes in the general price level do not effectively alter business or household decisions*”. Ks. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC19960703meeting.pdf>. Paul Volcker 28.12.1983: “A workable definition of reasonable “price stability” would seem to me a situation in which expectations of generally rising (or falling) prices over a considerable period are not a pervasive influence on economic and financial behavior. Stated more positively, “stability” would imply that decision-making should be able to proceed on the basis that “real” and “nominal” values are substantially the same over the planning horizon – and that planning horizons should be suitably long.” Ks. Volcker, Paul A., 1983. We Can Survive Prosperity: Remarks at the Joint Meeting of the American Economic Association – American Finance Association, December 28, 1983.

⁴ Paloviita, Haavio, Jalasjoki, Kilponen (2019): What does close but below two percent mean? Assessing the ECB reaction function with real time data (forthcoming in IJCB).

[Pääjohtaja Olli Rehn: Eurojärjestelmän rahapolitiikan strategian arviointi käynnistyy – miten ja miksi?](#) from **[Suomen Pankki](#)**