

Addressing systemic risks to financial stability in the EU

The speech was published by the ESRB on 18 December.

[Presentation](#) (PDF)

Esteemed members of the CFA Institute Systemic Risk Council,

May I first thank the Systemic Risk Council for the invitation. It is a great honour to speak before such a distinguished audience. I am looking forward to hearing your views and I hope we can have a lively discussion after my talk.

Let me start with a snapshot of our financial stability journey: since the global financial crisis, we have gained a sharper understanding of the systemic vulnerabilities in our financial system. The last 15 years have underscored the importance of financial stability as a cornerstone for effective central banking.

During this transformative period, seminal work, by Ben Bernanke, Charles Kindleberger, Hyman Minsky and others, has provided a rich theoretical foundation for understanding these risks.

Bernanke shows that inadequate monetary policy and financial market failures can turn economic shocks into prolonged depressions. His emphasis on the role of central banks as lenders of last resort, combined with the concept of the financial accelerator, greatly helped to frame the policy responses to the global financial crisis and reduce the risk of another Great Depression.

Kindleberger and Minsky illustrate how financial instability is not merely a by-product of irrational behaviour, but an almost inevitable aspect of financial cycles – dubbed by Minsky as the “financial instability hypothesis”. To quote Kindleberger: “The essence of financial crises is that they are all alike”. This suggests that, while details differ, systemic patterns persist.

Globally, we have made notable strides in this domain. In the European Union, our enhanced regulatory and supervisory frameworks, ranging from increased capital requirements to advanced macroprudential policies and all the way to the banking union, have played a pivotal role in shielding the financial system from recent global shocks. The European Systemic Risk Board (ESRB) has made an important contribution to these efforts and is an essential part of the macroprudential architecture in the EU. Nevertheless, emerging challenges, particularly from the non-banking sector and cyber risks, remind us only too well that vigilance remains paramount.

Looking ahead, the completion of the Basel III regulatory reforms – described by some as the “Basel endgame” – remains critical. The Basel III framework, with its stringent capital and liquidity standards, addresses key vulnerabilities by ensuring banks hold adequate reserves to withstand financial disruptions. Even as debates unfold across the Atlantic, with the incoming US administration re-evaluating regulatory priorities, it is essential to remind ourselves that robust implementation of Basel III is a foundational building block for long-term financial stability.

[Slide 2 Roadmap of today’s talk]

As you can see on this slide, I will first give you an overview of the ESRB and its functions. Next, I will discuss key risks to EU financial stability, based on the ESRB's recent systemic risk assessment and major trends behind these risks. Finally, I will share some thoughts with you on how we believe the ESRB needs to change and develop in the continuously evolving systemic risk landscape.

[Slide 3 ESRB organisational chart]

The ESRB benefits from a large and diverse membership. At the General Board there are national supervisory authorities, national central banks, the ECB, the European Supervisory Authorities (ESAs), the Commission.

In addition to the Steering Committee, which sets strategy, there are two Advisory Committees, technical and scientific, that are both created by statute.

The Advisory Technical Committee considers topics from a policy perspective and is the primary operational arm of the ESRB. It is the central hub for the ESRB's analytical work.

The Advisory Scientific Committee, adopts a more academic perspective. Composed of 15 external academic experts plus the Chair of the Advisory Technical Committee, it conducts research and provides advice to support other parts of the ESRB's structure.

[Slide 4 Key risks in the EU financial system]

Despite the challenges in the macro-financial environment over the past few years, the EU financial system has remained resilient.

Let me summarise our current view of the key risks to EU financial stability.

[Slide 5 Macro-risks: Pursuing growth while nurturing financial stability]

In our latest risk assessment, we have identified three key financial stability risks facing the EU financial system. These are outlined on this slide. They concern: (1) the macroeconomic environment and potential balance sheet stress in the private sector; (2) vulnerabilities in financial markets that can lead to disorderly market corrections; and (3) deteriorating asset quality, and consequent funding risks in the banking sector.

Overall, risks to financial stability in the EU have increased over the past months amid high political uncertainty and elevated geopolitical tensions. This is reflected in the emergence of several plausible triggers for tail risk scenarios. These include new major trade restrictions and the escalation of the Russian illegal war in Ukraine or the tragic conflict in the Middle East. Related to this, the EU economy has faced increasing number of cyberattacks and acts of hybrid warfare. These factors may intensify macroeconomic, credit and market risks and make financial markets and commodity prices more volatile.

The first financial stability risk relates to a weak macroeconomic environment and potential balance sheet stress in the private sector, which has so far been resilient. While the economic outlook is slowly improving, there are two particular issues of concern in the longer-term outlook for the EU: geoeconomic fragmentation and low productivity growth.

In recent years, geopolitical tensions have risen substantially with Russia's war in Ukraine, the conflict in the Middle East and China's strategic aims. The rise in geopolitical tensions is greatly contributing to an increasingly uncertain and volatile global environment and it also has significant implications for Europe.

Overall, the exposure of euro area bank assets from high-risk countries is low, so the direct risks in the banking sector are limited. In 2024 Russia, China and the Middle East account altogether only for around 5% of euro area banks' assets. Banks in the euro area have also reacted quickly to increased country risks. This is evident in the monthly development of the foreign corporate loan portfolio, which you can see in the

graph on the left.

We are more concerned about indirect macroeconomic impacts via trade wars, protectionism and geoeconomic fragmentation. Geopolitics is shaping the economic operational environment and is likely to have long-term adverse effects.

This leads me to the marked slowdown in productivity growth, which is Europe's Achilles heel. The EU's persistent productivity gap in relation to the United States has widened further in the past few years, as per the graph on the right.

The need for Europe to pursue stronger productivity growth on all fronts is a key challenge, as outlined in former ECB President Mario Draghi's recent report. In pursuit of productivity and economic growth, Europe should support better distribution of new technologies, improve access to finance and remove existing barriers to cross-border services.

However, when we talk about actions to accelerate economic growth, it also inevitably means taking more risks. It is important in these discussions that we do not take the stability of the financial system for granted.

When memories of crises fade and the financial system remains stable for a longer period, discussions about deregulation tend to gain momentum – as we are now witnessing. But taking the deregulation route would be very short-sighted from the financial stability perspective.

[Slide 6: Market risks: Promoting capital markets union while managing the non-bank financial intermediation sector's systemic risks]

The second risk identified by the ESRB relates to financial markets, where the risk appetite has been unusually strong, especially in the context of high macro-financial uncertainty. The abrupt, albeit short-lived, market correction in early August showed how sensitive the risk appetite can be to shocks, and further corrections may come.

In the EU, promoting the savings and investment union – or capital markets union – has gained new impetus over the past year. I believe that a better functioning and more unified European capital market would promote EU competitiveness and distribution of risk. It would also reduce the bank-centric nature of the EU financial system and the resulting vulnerabilities.

At the same time, we must ensure that the risks in the non-bank sector are managed effectively, including at the systemic level.

There has been active discussion in the EU this year about the need to extend macroprudential instruments beyond the banking sector, especially to the investment fund sector. This has been motivated by the significant growth of the investment fund sector. It is important, too, that we properly understand the interconnections and dynamics between banks and non-banks.

[Slide 7: Bank risks: Sturdy capital buffers provide resilience but new threats need to be addressed]

Finally, the third identified risk concerns the banking sector. Vulnerabilities in the banking sector could emerge, especially if the first two risks materialise. This could increase credit risks and tighten financing conditions.

So far, the EU banking sector has remained stable and resilient, due at least in part to the financial regulations in place as well as micro- and macroprudential policies. Profitability has increased significantly in recent years while the capital ratios of euro area banks have approximately doubled since the global

financial crisis. However, although higher bank capitalisation protects banks from traditional risks, such as credit risks, new risks create new concerns.

Digitalisation has led to significant cost savings for banks as customers can conduct many of their bank business at home on their computers. At the same time, as we learned the hard way from the deposit flight in the United States a little over a year ago, increased digitalisation may also make banks more vulnerable to liquidity risks. Sooner or later, new technological advances, such as artificial intelligence and quantum computing, will bring profound changes to the functioning and structures of economies, finance and society in general. It is essential that we understand the relevance of these technologies and the use of big data in relation to systemic risks.

The vulnerabilities and risks from the climate and nature crises can no longer be categorised as long-term issues; they require our immediate attention. Cybersecurity is also a challenge for banks, as geopolitical tensions take cyber risks to a new level and present hybrid and physical cyber risks. A recent prominent example of this is the damage to telecommunications cables in the Baltic Sea.

These factors should also be properly taken into account in our own analysis of systemic risks. A lot of work has already been done, but there is still a lot of room for improvement, especially on potential macroprudential tools in these areas.

[Slide 7 Priorities in developing the ESRB]

Given the constantly evolving environment, the ESRB's mandate and set-up need to be reviewed from time to time. The European Commission is currently tasked with reporting on the review of the ESRB to the European Parliament and to the Council of the European Union.

For this purpose, the ESRB has established a High-Level Group to identify what changes to the ESRB's mission or framework might be necessary, and to provide insights to the EU's co-legislators prior to the review process. I have the honour of chairing this group.

The High-Level Group will soon publish a report on the future of the ESRB. Let me highlight a few priorities that I consider important for developing the ESRB and that are likely to be reflected in the report.

First of all, it is important that the ESRB's focus should move towards a holistic assessment of systemic risks in the EU financial system. Given its large and diverse membership, including national supervisory authorities, national central banks, the ECB, the European Supervisory Authorities (ESAs), the Commission, etc., the ESRB has a unique ability to examine cross-sectoral, cross-border and interlinked risks – the truly systemic dimension of the risks.

A holistic assessment of systemic risks to financial stability in the EU would also require a system-wide stress testing framework that would allow consistent analysis and assessment of vulnerabilities across the key sectors of the EU financial system. The stress testing framework would need to be complemented with other more qualitative sources of information, including market intelligence and expert judgement.

To further develop its assessment of systemic risks in the EU, the ESRB would need comprehensive and sufficiently granular EU-wide data covering both banks and non-banks. In particular, improving data sharing between ESAs and the ESRB would be necessary to assess interconnections between different entities and segments in the EU financial system.

In addition to enhancing systemic risk analysis, the ESRB will deepen its analysis of macro-financial vulnerabilities in EU Member States and assess how macroprudential policy measures enhance the resilience of the financial system against identified risks. This kind of assessment of national macroprudential policy stances could feed into the EU's macroeconomic imbalance procedure.

Finally, it is essential to strengthen the ESRB's communications on financial stability, systemic risks and

macroprudential policies. Even perfect systemic risk assessments would be of little value if they, and consequent policy conclusions, cannot be effectively communicated to the financial industry, other stakeholders and the general public.

Let me now conclude. Financial stability fundamentally depends on the geopolitical and macroeconomic context. The best for EU financial stability at this juncture is to maintain European unity and firmly support Ukraine in the face of Russia's war.

Furthermore, it is crucial to strengthen the structural foundations of the European economy by focusing policy actions on productivity growth and industrial competitiveness, while retaining the European model of social inclusion.

The ESRB, together with the ESAs, the ECB, the national central banks and supervisory authorities, continues to play a key role in safeguarding the stability of the EU financial system. Our work will focus on the evolving systemic risk and will be based on comprehensive data and research, high-quality analysis, and wide-ranging cooperation between authorities.

Today, I have outlined to you the main systemic risks that we have identified and are currently analysing and monitoring at the ESRB. As I noted earlier, I would be most interested to hear your views concerning the global systemic risk landscape.

Thank you very much for your attention.

Inflaatio on vakautumassa tavoitteeseen, talouden kasvu vahvistuu verkkaisesti

[Esityskalvot \(PDF\)](#)

[Tiedotustilaisuuden tallenne 17.12.2024](#)

Tervetuloa minunkin puolestani! Kuten ennustepäällikkö Juuso Vanhalan esityksestä kuulumme, Suomen talous nousee vähitellen taantumasta. Lähivuosien kasvu on kuitenkin vaimeaa. Yksityinen kulutus elpyy hitaasti, luottamus talouteen on heikkoa ja työttömyys lisääntyy yhä.

Keskityn omassa puheenvuorossani ensin euroalueen talouden näkymään ja EKP:n neuvoston ajankohtaisiin rahapoliittisiin päätöksiin. Sen jälkeen käsittelen Suomen talouden näkymiä tänään julkaistun laajan ennustepaketin analyysien pohjalta.

Kalvo 2: Euroalueen talouden kasvu vahvistuu verkkaisesti

Euroalueen kasvunäkymä on heikentynyt syksyn aikana. Viime viikolla julkaistun, EKP:n ja kansallisten keskuspankkien laatiman euroalueen ennusteen mukaan kasvu on kuitenkin piristymässä, mutta BKT-lukuja on hieman tarkistettu alaspäin. Erityisesti kauppapoliittinen epävarmuus painaa nyt kasvunäkymää ja kasvuriskit ovat alasuuntaisia.

Maailmantalouden kasvu tukee edelleen ulkoista kysyntää euroalueella. Viennistä ei kuitenkaan ole tulossa merkittävää vetoapua euroalueen talouskasvulle, sillä euroalueen kilpailukyvyssä on myös rakenteellisia ongelmia. Saksan teollisuustuotannon tilanne on edelleen synkkä, ja Eurooppa painii muutenkin aika isojen kilpailukykyongelmien kanssa. Tuottavuuskasvun piristymisestä ei ole vielä merkkejä, eivätkä ennakoivat indikaattorit, kuten ostopäällikköindeksit, viittaa nopeaan käänteeseen.

Kalvo 3: Euroalueen inflaatio vakautumassa 2 % tavoitteeseen

Euroalueen inflaatio on entistä selvemmin vakautumassa EKP:n 2 prosentin tavoitteeseen. Samalla talouden taantuma on vältetty ja euroalueen työllisyys on jatkanut kasvuaan aiemmista koronnostoista huolimatta. Rahapolitiikka on näin ollen onnistunut verrattain hyvin inflaation taltuttamisessa, ilman rujoja yhteiskunnallisia kustannuksia.

Palkkainflaation hidastumisesta euroalueella on lisää viitteitä. Uudet sopimuskorotukset ovat aiempia maltillisempia ja eteenpäin katsovat palkkaindikaattorit osoittavat selvästi hidastuvaa palkkojen nousua.

EKP:n ennusteen mukaan inflaatio on tänä vuonna keskimäärin 2,4 % ja ensi vuonna 2,1 %. Myös energian ja ruuan hinnoista puhdistettu pohjainflaatio hidastuu ja on 2,3 % ensi vuonna.

Kalvo 4: Inflaation vakautuminen ja kasvun heikkeneminen puolsivat EKP:n rahapolitiikan keventämistä

Inflaation ennustettu tasaantuminen ja kasvun heikkeneminen puolsivat rahapolitiikan keventämistä EKP:n neuvoston viime viikon kokouksessa. Päätimme laskea ohjaukorkoa 0,25 prosenttiyksiköllä 3 prosenttiin.

Viime viikon koronlasku oli jo neljäs puolen vuoden sisään. EKP:n ohjaukorkoa on kesäkuusta lähtien laskettu yhteensä kokonaisella prosenttiyksiköllä, neljästä kolmeen prosenttiin.

Päätimme joulukuun kokouksessamme myös muuttaa viestiämme rahapolitiikasta. Olemme aiemmin sanoneet, että rahapolitiikka pidetään ”riittävän rajoittavana” inflaation palauttamiseksi 2 prosentin tavoitteeseen, mutta enää tälle viestille ei ole tarvetta. Olemme nyt luottavaisia siihen, että inflaatio vakautuu

tavoitteeseensa ennustetusti ja rahapolitiikka lakkaa lähiaikoina – arvioisin kevättalven mittaan – olemasta rajoittavaa.

Kalvo 5: Markkinat hinnoittelevat EKP:n ohjaukorkojen laskevan edelleen

Tämä kuvio näyttää, miten markkinavoimat odottavat korkojen kehittyvän euroalueella ensi vuonna ja vuonna 2026. Tällä hetkellä rahoitusmarkkinoilla arvioidaan, että EKP:n ohjaukorko tulisi olemaan hieman alle 2 prosentin tasolla ensi kesän tienoilla.

Rahapolitiikan suunta on siis selvä. Koronlaskujen tahti ja mittaluokka päätetään jokaisessa kokouksessa erikseen tuoreimpien tietojen ja kokonaisarviomme perusteella, tarkastellen etenkin kolmea tekijää: inflaatiokehitystä, pohjainflaation dynamiikkaa ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuutta.

Rahapoliittisessa päätöksenteossa on tärkeää säilyttää toimintavapaus. Tammikuussa meillä pitäisi olla enemmän tietoa myös Yhdysvaltain kauppapoliittisista ja muista talouteen vaikuttavista päätöksistä, ja voimme silloin uudelleen arvioida rahapolitiikkamme linjaa.

Kalvo 6: Korkojen lasku tukee osaltaan talouden kasvua niin euroalueella kuin Suomessakin

Korkojen lasku tukee osaltaan talouden kasvua niin euroalueella kuin Suomessakin.

Rahoitusmarkkinoiden koronlaskuodotusten seurauksena kotitalouksien ja yritysten pidemmät lainakorot ovat laskeneet jo enemmän kuin EKP:n ohjaukorko. Esimerkiksi 12 kuukauden Euribor-korko on nyt 2,4 % ja on laskenut jo 1,8 prosenttiyksikköä syksyn 2023 korkeimmalta tasoltaan [12 kk Euribor oli 4,22 % syyskuun 2023 lopussa].

Tämä helpottaa jo nyt kotitalouksien ja yritysten taloudellista tilannetta.

Kalvo 7: Euroopan jälkeen Yhdysvallat on Suomen tärkein vientimarkkina

Seuraavaksi muutama sana siitä, miten geopoliittisten jännitteiden nousu heijastuu Eurooppaan. Tänään julkaistussa ennustemateriaalissa analysoidaan Suomen viennin viime vuosien kehitystä sekä arvioidaan Yhdysvaltojen mahdollisten tuontitullien vaikutusta Suomen talouteen.

Noin kaksi kolmasosaa [viime vuonna 66 %] Suomen viennistä suuntautuu Eurooppaan [Eurooppa tarkoittaa tässä maaryhmää, johon kuuluvat EU:n lisäksi Iso-Britannia, Norja, Turkki ja Sveitsi.]. Kokonaisuutena Suomen vienti on palveluvaltaistunut osana globaalia kehitystä. Viime vuonna 30 % viennistä koostui palveluista [vuonna 2013 palveluiden osuus oli 25 %].

Euroopan ulkopuolisista maista selvästi tärkein vientimarkkina on Yhdysvallat. Yhdysvaltoihin suuntautuu 13 % kaikesta viennistä. Suomen tavara- ja palvelukauppa Yhdysvaltojen kanssa on ylijäämäistä, eli Suomi vie enemmän tavaroita ja palveluita Yhdysvaltoihin kuin tuo sieltä.

Kalvo 8: Suomen tavaravienti Yhdysvaltoihin on kasvanut viime vuosina

Noin 70 % Suomen viennistä Yhdysvaltoihin on tavaravientiä. Suomen tavaravienti Yhdysvaltoihin on kasvanut voimakkaasti viime vuosina. Tärkeimpiä vetureita Yhdysvaltojen tavaraviennin kasvussa ovat olleet laivateollisuus sekä erilaiset teollisuuden koneet ja laitteet.

Kalvo 9: Korkeaa osaamista vaativien palveluiden vienti Yhdysvaltoihin on kasvanut nopeasti

Suomen palveluvienti on vielä sekä maantieteellisesti että toimialoittain varsin keskittynyttä. Palveluviennistä noin 40 % suuntautuu Yhdysvaltoihin, Ruotsiin ja Saksaan.

Erityisesti korkeaa osaamista vaativien palveluiden vienti Yhdysvaltoihin on kasvanut nopeasti. Jopa kolmannes kaikesta Suomen tietotekniikkapalveluiden viennistä suuntautuu Yhdysvaltoihin.

Kalvo 10: USA:n tullinkorotukset heikentäisivät Suomen kasvua

Vaikka viestit tulevasta Yhdysvaltain kauppapolitiikasta vaihtelevat jonkin verran, meidän on valmistauduttava tilanteeseen, jossa EU:ta uhkaavat korkeammat tullit ja muut kauppatoimenpiteet Yhdysvalloista.

Viimeinen asia, jota nyt tarvitaan, on kauppakonflikti kumppanimaiden kesken. Neuvottelutie on parempi, ja EU:n neuvotteluasemaa voidaan vahvistaa osoittamalla ennalta valmius vastatoimiin, mikäli Yhdysvallat uhkaa Eurooppaa korkeammilla tulleilla.

Tänään julkaistun Suomen Pankin asiantuntijoiden arvion mukaan Yhdysvaltojen tullit tavarantuonnille ja niiden kerrannaisvaikutukset heikentäisivät Suomen talouskasvua 0,5 prosenttiyksikköä vuonna 2025. Sen jälkeen vaikutukset Suomen talouden kasvuun lievenevät.

Arvio tullien kokonaisvaikutuksesta Suomen talouskasvuun riippuu tullien suoran vaikutuksen lisäksi Yhdysvaltojen kauppakumppaneiden mahdollisista vastatulleista [mallinnuksessa vastatullien oletetaan koskevan kaikkea Yhdysvaltojen tavaravientiä muuhun maailmaan] ja muusta kauppapoliittisen epävarmuuden lisääntymisestä.

Kansainvälisen talouden epävarmuuden lisääntyminen saa herkästi yritykset lykkäämään investointejaan. Epävarmuuden aiheuttama globaali investointien väheneminen heijastuu suoraan Suomen vientikysyntään, koska vienti on keskittynyt investointitavaroihin ja välituotteisiin. Toki kielteiset vaikutukset talouden kasvuun tulevat osaltaan sitäkin kautta, että epävarmuus heikentää myös kotimaisia investointeja.

Tullien vaikutuksia arvioiviin laskelmiin liittyy tietysti huomattavaa epävarmuutta. Numeroarvioiden lisäksi tällaisen analyysin vähintään yhtä tärkeä anti onkin eri vaikutuskanavien erittely ja ymmärtäminen.

Kalvo 11: Julkisen talouden arvio 2024: Julkisen velkasuhteen taittaminen vaatii pitkäjänteisyyttä

Suomen Pankin joulukuun ennusteen yhteydessä julkaisemme aina myös vuotuisen julkisen talouden arviomme. Kuten Juuso Vanhalan esityksestä kuulimme, Suomen julkinen talous edelleen kaukana tasapainosta. Heikko tuottavuuskasvu ja useat sokit ovat nakertaneet veropohjaa, ja menojen kasvu on ollut tulojen kasvua nopeampaa. Julkinen velkasuhde onkin kasvanut ennätyslukemiin, ja kasvaa edelleen lähivuosina.

Rakenteellisen alijäämän korjaaminen edellyttää määrätietoisuutta ja kykyä toteuttaa pitkäjänteisiä, kestäviä sopeutustoimia.

EU:n finanssipolitiikan ohjauskehikko uudistettiin tänä vuonna, ja se tarjoaa Suomellekin hyviä tavoitteita ja välineitä tuleville vuosille. Suomen keskipitkän aikavälin suunnitelma nojautuu 7 vuoden sopeutushorisonttiin. Suunnitelma on meille vaativa ja edellyttää sopeutustoimien ohella menestyksekkäästi läpivietyjä rakenteellisia uudistuksia.

Kalvo 12: Suomen talouden pitkäaikaisiin ongelmiin tarvitaan kahden kärjen taktiikkaa

Suomen talouden haasteisiin vastaaminen edellyttää Suomen talouspolitiikassa kahden kärjen taktiikkaa: kestävä kasvun eväiden vahvistamista ja julkisen taloutemme tasapainottamista.

Jos hallitusohjelman ja kevään kehysriihen toimet toteutuvat täysimääräisesti, julkinen velkasuhde vakautuu hallituskauden lopulla.

Tavoitteena tulisi kuitenkin olla velkasuhteen kääntäminen kestävästi laskevalle uralle. Tavoitteen tueksi tarvittaisiin yhteinen tasapainotavoite, joka ulottuu vaalikausien yli, ja laaja parlamentaarinen sitoutuminen sen tueksi. Ruotsissa tässä on onnistuttu, ja julkinen velka on alle puolet meikäläisestä – miksi se ei voisi onnistua meillä Suomessa?

Samalla on selvää, että vahvempi, kestävä talouskasvu on edellytys nykyisenkaltaisen palvelurakenteen ylläpitämiseksi. Siksi kasvua on syytä vahvistaa myös julkisen sektorin toimin.

Tämän asian äärellä on muun muassa pääministeri Orpon nimittämä toimitusjohtaja Risto Murron vetämä Kasvuriihi-hanke.

Julkinen sektori ei voi suoraan vaikuttaa talouskasvun kannalta keskeiseen tuottavuuskehitykseen. Sen täytyy kuitenkin pyrkiä luomaan yrityksille ja innovaatioille suotuisat olosuhteet ja ennakoitava toimintaympäristö. Lisäksi sen kannattaa tukea innovaatioiden syntymistä ja niiden tehokasta leviämistä panostamalla inhimilliseen pääomaan. Yhteinen osaamispääomamme on teknologisen kehityksen moottori: kaikki uudet ideat, toimintatavat ja innovaatiot ovat ihmisten kehittämiä.

Vaikka yritysten rahoituksen saatavuudessa ja kohdistumisessa ei ole Suomessa ylitsekäymättömiä ongelmia, kotimaisen pääomamarkkinan pieni koko voi haitata yritysten kasvua skaalaus- ja kansainvälistymisvaiheessa.

Paremmiin toimiviin kotimaisiin pääomamarkkinoihin edesauttaisi monipuolisen rahoituksen saatavuutta suomalaisten yritysten kasvun kaikkiin vaiheisiin. Eurooppalaista ja kotimaista pääomamarkkinaa voidaan edistää rinnakkain. Suomalaista pääomamarkkinaa kannattaa kehittää osana pohjoismaista markkinaa, jossa riskirahoituksen saatavuus on korkeaa luokkaa ja josta meillä on varaa ottaa oppia.

Kalvo 13: Pääviestit

Inflaation tasaantuminen ja kasvun heikkeneminen puolsivat rahapolitiikan keventämistä EKP:n neuvoston joulukuun kokouksessa. EKP:n rahapolitiikka on onnistunut inflaation taltuttamisessa verrattain hyvin, ja inflaatio on nyt vakautumassa 2 prosentin tavoitteeseen.

Toisaalta meillä ei ole syytä isompaan tyytymättömyyteen. Talouden kasvu on vaikeaa ja tuottavuuden kasvu on ollut hidasta.

Eurooppa on Suomen tärkein kauppakumppani, mutta Yhdysvaltojen merkitys vientimarkkinana on kasvanut viime vuosina. Yhdysvaltojen tullikorotukset tavarantuonnille vaikeuttaisivat Suomen tavaravientiä ja hidastaisivat talouskasvua. Tullien suorien vaikutusten lisäksi kauppapoliittisen epävarmuuden lisääntyminen ja kansainvälisen kaupan esteiden laajentuminen heikentäisivät selvästi Suomen vientikysyntää ja hidastaisivat Suomen talouden kasvua ensi vuonna.

Vuotuisen julkisen talouden arviomme viesti on selkeä: Velkasuhteen taittaminen edellyttää määrätietoista ja kestävästi julkista taloutta tasapainottavia toimia.

Samalla tulee panostaa tuottavuuskasvuun tukeviin ja kestäväan talouskasvuun tähtääviin politiikkatoimiin. Paljon on kiinni meidän omista kansallisista ratkaisuistamme. Mutta samalla tarvitsemme mittavia yhteisiä eurooppalaisia panostuksia, erityisesti yhteisen turvallisuuden ja puolustusteollisuuden yhteistyön vahvistamiseen.

Kiitos, ja nyt vastaan kysymyksiinne.

Euroalueen ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka kriisien maailmassa

Arvoisa valiokunnan puheenjohtaja, valiokunnan jäsenet, hyvät kuulijat,

[Esitys](#) (PDF)

Kiitos kutsusta keskustella kanssanne talouden ajankohtaisista näkymistä. Keskityn katsauksessani euroalueen talouteen ja rahapolitiikkaan, rahoitusvakauteen sekä Suomen talouden näkymiin.

Ensin kuitenkin muutama sana maailmantaloudesta ja erityisesti Yhdysvaltojen vaalituloksen vaikutuksista.

Kalvo 2: Maailmantalous epävarmuuksien ajassa

Maailmantalouden kasvuvauhti on tällä hetkellä ja parin seuraavan vuoden aikana hieman yli kolme prosenttia. Kasvu on hitaampaa kuin ennen pandemiaa. Monissa maissa sulatellaan edelleen merkittävästi nousseita velkatasoja. Etenkin Kiinassa kasvu on hidastunut selvästi.

Suurista kehittyneistä talouksista Yhdysvaltojen kasvu on nopeinta, tänä vuonna BKT kasvaisi lähes kolme prosenttia ja ensi vuonnakin noin 2,5 %. Trumpin vaalivoitto on toisaalta tuonut Yhdysvaltain ja koko maailmantalouden tilanteeseen uutta epävarmuutta.

Yhdysvaltain osakemarkkinat ovat reagoineet Trumpin voittoon positiivisesti. Monilla aloilla odotetaan byrokratiatalkoita ja verojen laskua. Toisaalta kukaan ei juuri nyt näytä välittävän liittovaltion velan jatkuvasta noususta.

Saattaa olla, ettei markkinoilla uskota Trumpin toteuttavan joitain vaalilupauksiaan. Näin voi päätellä siitä, että ainakin taloustutkijoiden mukaan miljoonien ihmisten karkottaminen heikentäisi monen alan kehitystä. Kauppasotakaan ei ole ilmaista. Jos Yhdysvallat asettaa muiden maiden tuotteille tulleja, ovatpa ne 10 % tai 20 %, ja muut maat vastaavat, kaikki häviävät. Tässä tilanteessa yhdysvaltalaiset häviäisivät eniten, koska muut maat voivat suunnata vientiään muualle. Yhdysvaltalaisilla yrityksillä olisi vastassaan samat tullit kaikkialla. Jos Kiinalle asetetaan esimerkiksi 60 % tullit, suurin kärsijä olisi todennäköisesti Kiina, jolle Yhdysvallat on edelleen hyvin tärkeä markkina.

Kalvo 3: Euroalueen inflaatio vakautumassa 2 % tavoitteeseen

Euroalueen inflaatio on hidastunut 10,6 prosentin huipustaan lokakuussa 2022 lähelle EKP:n 2 prosentin tavoitetta. Inflaation hidastuminen on mahdollistanut kolme koronlaskua kesäkuusta lähtien. Viimeksi laskimme korkoja yksimielisesti lokakuussa.

Tänä vuonna inflaatio on EKP:n ennusteen mukaan keskimäärin 2,5 %. Palkka- ja palveluinflaatio ovat yhä sitkeitä, mutta niidenkin arvioidaan hidastuvan. Inflaation ennustetaan vakautuvan EKP:n 2 % tavoitteeseen ensi vuoden 2025 mittaan.

Kalvo 4: Euroalueen työllisyysaste noussut viime vuosina

Euroalueen työllisyyskehitys on viime vuosina ollut ilahduttavan vahvaa. Työllisiä on nyt noin 7 miljoonaa enemmän kuin vuoden 2019 lopussa ennen koronakriisiä, sotaa ja nopean inflaation jaksoa. Työvoiman tarve on ollut suuri palvelualojen vahvan kasvun ansiosta. Samalla väestönkasvu ja työikäisten aiempaa aktiivisempi osallistuminen työmarkkinoille on lisännyt työn tarjontaa.

Työmarkkinoille osallistuminen on parantunut erityisesti ikääntyvien työntekijöiden parissa. Työikäisen väestön kasvua on puolestaan tukenut varsinkin viime vuosina lisääntynyt maahanmuutto. Työllisiä on siis

tullut työmarkkinoille lisää työvoiman ulkopuolelta, mutta työllisyyden kasvua on tukenut myös työttömyysasteen lasku. Euroalueen työttömyysaste on edelleen ennätyskellisen pieni, syyskuussa 6,3 prosenttia.

Yksi euroalueen työmarkkinoiden kehitystä viime vuosina leimannut piirre on ollut keskimääräisen työajan lyhentyminen. Keskimääräisten tuntien väheneminen selittää osaltaan sitä, miksi euroalueen työmarkkinat ovat olleet poikkeuksellisen kireät. Työajan lyhenemisen seurauksena tehdyt työtunnit, eli koko talouden työpanos, ovat kasvaneet selvästi vähemmän kuin työllisten määrä. On todennäköistä, että tämä kehitys jarruttaa työpanoksen ja talouden kasvua myös jatkossa.

Kalvo 5: Euroalueen talous kasvaa hitaasti ja elpyy vain vähitellen

Euroalueen talous on viime vuosien voimakkaista vastatuulista huolimatta ainakin toistaiseksi välttänyt taantumaa. EKP:n syyskuun ennusteen mukaan talouskasvu piristyy pikkuhiljaa, kun palkkojen nousu ja inflaation hidastuminen vähitellen vahvistavat kotitalouksien ostovoimaa.

Kasvua vahvistavat osaltaan myös korkojen lasku sekä vientikysyntä, jonka arvioidaan voimistuvan kansainvälisen talouden kasvun hieman kohentuessa. Euroalueen kasvu on syyskuun ennusteen mukaan ensi vuonna 1,3 prosenttia ja seuraavana 1,5 prosenttia. Kovin nopeaa kasvua lähivuosina ei siis näillä näkymin ole luvassa.

Lisäksi kasvunäkymä vaikuttaa syyskuun jälkeen edelleen hieman heikentyneen. Vaikka tiedot tämän vuoden kolmannelta neljännekseltä olivat aavistuksen odotuksia parempia, viimeaikaiset tiedot viittaavat kokonaisuutena syyskuun ennustetta vaimeampaan kehitykseen.

Erityisesti euroalueen teollisuuden tilanne on edelleen heikko, eivätkä ennakoivat indikaattorit viittaa nopeaan käännteeseen. Seuraava laaja makrotalouden ennuste julkaistaan 12. joulukuuta, kun EKP:n neuvoston seuraava korkokokous pidetään.

Kalvo 6: Rahapolitiikka on onnistunut verrattain hyvin taltuttamaan inflaation

EKP:n rahapolitiikka on onnistunut verrattain hyvin taltuttamaan inflaation. Koronnostoilla inflaatio-odotukset on pystytty pitämään ankkuroituneina kahden prosentin tavoitetasolle. Inflaatio on hidastunut nopeasti lähelle tavoitettamme, mutta euroalueen kasvu on silti pysynyt positiivisena ja työllisyystilanne hyvänä. Toisaalta, kuten äsken kuvasin, kasvun odotetaan kuitenkin pysyvän vaimeana ja kasvunäkymät ovat heikentyneet viime kuukausina.

Tämänhetkisten inflaatio- ja kasvunäkymien perusteella ja koska rahapolitiikan viritys on edelleen kiristävä, koronmuutosten suunta on selvä eli alaspäin. Koronlaskujen tahti ja mittaluokka riippuvat kokonaisarviostamme EKP:n neuvostossa etenkin kolmen keskeisen muuttujan osalta: inflaatiokehitys, pohjainflaation dynamiikka ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuus. Jos tuoreet tilastotiedot ja uusi laaja ennustepäivitys tukevat tämänhetkistä inflaatio- ja kasvunäkymää, koronlaskuja on syytä jatkaa EKP:n neuvoston joulukuun kokouksessa.

EKP on siis saavuttamassa inflaatiotavoitteensa. Rahapolitiikan onnistumista viime vuosien nopean inflaation vuosina arvioidaan laajasti (toimenpiteiden hyödyn ja kustannusten näkökulmasta) paraikaa käynnissä olevassa EKP:n strategiauudistuksessa.

Kalvo 7: Markkinat hinnoittelevat EKP:n ohjauskorkojen laskevan edelleen

Tämä kuvio näyttää, miten markkinavoimat odottavat korkojen kehittyvän euroalueella loppuvuonna sekä vuosina 2025 ja 2026. Tällä hetkellä markkinoilla arvioidaan, että EKP:n ohjauskorko tulee olemaan hieman alle 2 prosentin tasolla ensi kesään mennessä.

Viime aikoina on käyty keskustelua paluusta ennakoivaan viestintään. Sitä on luonteva käydä äskettäin

käynnistyneen EKP:n rahapolitiikan strategiarevision yhteydessä. Oman käsitykseni mukaan se on osa työkalupakkia ja toimii parhaiten silloin, kun halutaan päästä eroon nollakorkorajoitteen ongelmista ja liian matalasta inflaatiosta.

Sen sijaan nyt vallitsevan korkean epävarmuuden ja epätäydellisen informaation oloissa ei väkisin kannata yrittää käsiä sitovaa ennakoivaa viestintää (forward guidance). Suuntaa-antava viestintä (directional guidance) kyllä on perusteltua, kunhan muistetaan korostaa päätöksenteon riippuvuutta talousdatasta ja kasvu- ja inflaatiodynamiikan analyysistä (data-dependency). Suunta on selvä ja arvioni mukaan olemme menossa rajoittavasta kohti neutraalia korkotasoa keväätalven mittaan. Suomessahan keväätalvi voi tarkoittaa mitä tahansa tammikuun ja kesäkuun väliltä.

Kalvo 8: Energiakustannukset rasittavat euroalueen teollisuutta – tuottavuuskasvu on jo pitkään jäänyt jälkeen Yhdysvalloista

Euroopan tuottavuuskuilu verrattuna Yhdysvaltoihin on kasvanut entisestään muutaman viime vuoden aikana. Keskeinen syy tähän on Venäjän Ukrainan sodan aiheuttama energiashokki, joka vaikuttaa haitallisesti kilpailukykyyn euroalueella – toisin kuin aiemmat öljysokit, jotka koettelivat kaikkia yrityksiä maailmanlaajuisesti. Energian tuottajahinnat nousivat euroalueella paljon enemmän kuin Yhdysvalloissa, mutta ne ovat myös pysyneet korkeammalla.

Kalvo 9: Euroopan on päästävä paremman tuottavuuden tielle

Hidas tuottavuuskasvu on Euroopan Akilleen kantapää. Väestö ikääntyy, vihreät investoinnit edellyttävät rahoitusta, julkiset alijäämät ovat suuria ja puolustusmenoja joudutaan kasvattamaan. Eurooppa tarvitsee panostuksia tuottavuuden kasvuun kaikilla rintamilla.

Tämä on keskeinen viesti EKP:n entisen pääjohtajan Mario Draghin tuoreessa EU:n kilpailukykyä koskevassa raportissa. Draghin mietintö on selkeä ja rehellinen diagnoosi Euroopan aneemisen kasvun syistä. Draghi tekee tärkeitä ehdotuksia Euroopan innovaatiokyvyn kasvattamiseksi, turvallisuuden vahvistamiseksi sekä ilmastotavoitteiden ja teollisuuden kilpailukyvyn yhteensovittamiseksi.

Samoin Draghi vaatii rakenneuudistusten nopeuttamista sekä kansallisella että EU:n tasolla. On tuettava uusien teknologioiden käyttöönottoa ja poistettava esteitä palvelujen liikkuvuuden tieltä. Huippuluokan tutkimus ja innovaatiot, mukaan lukien tekoäly, ovat avainasemassa näiden tavoitteiden saavuttamisessa. Kokonaisuutena kyse on panostuksista sisämarkkinoiden nykyistä parempaan toimintaan.

Kalvo 10: Euroopan rahoitusjärjestelmän vakaus nojaa vahvoihin pankkeihin

Seuraavaksi muutama sana rahoitusjärjestelmän tilanteesta. Eurooppalaiset pankit ja muu rahoitusjärjestelmä ovat pysyneet viime vuodet vakaina, vaikka toimintaympäristö on ollut vaikea. Samalla rahoitusvakauteen kohdistuu edelleen myös merkittäviä riskejä talouden vaikeuden ja geopoliittisen epävakauden vuoksi.

Euroopassa rahoitusjärjestelmä on hyvin pankkikeskeinen ja rahoitusjärjestelmän vakaus nojaa siksi pitkälti vahvoihin pankkeihin. Pankki- ja muuhun rahoitussääntelyyn viimeisen 15 vuoden aikana tehdyt laajat maailmanlaajuiset uudistukset ovat vahvistaneet kansainvälisen rahoitusjärjestelmän vakautta ja pitkän aikavälin talouskasvun edellytyksiä. Kansainvälinen ja kotimainen rahoitusjärjestelmä ovatkin selvinneet varsin vähäisin vaurioin maailmantalouteen viime vuosina kohdistuneista isoista sokeista. Euroopassa pankkien vakavaraisuus on säilynyt vahvana viime vuosien myllerryksessä, kuten kuviosta nähdään.

Sääntelyn kehittämiseksi löytyy yleensä tilausta ja tukea kriisien jälkimainingeissa, mutta pitemmän vakaan ajanjakson jälkeen sääntelyä ei nähdä enää yhtä perusteltuna. Tämä on näkynyt viime aikoina sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa mm. vastustuksena Basel III viimeistelyä, kohtaan – ns. ”Basel Endgame”.

Rahoitusjärjestelmän vakaus ei kuitenkaan ole mikään itsestäänselvyys. Se edellyttää lainsäätäjiltä,

viranomaisilta ja rahoitusmarkkinoiden osapuolilta pitkäjänteistä työtä. Sääntely ei toisaalta ole myöskään kiveen hakattua. Sitä tulee tarkastella ja kehittää huolellisen suunnittelun ja vaikutusarvioiden perusteella.

Kalvo 11: Työ on kesken – pankkiunionin viimeistelyyn ja pääomamarkkinaunionin edistämiseen saatava vauhtia

Basel III -sääntelyuudistuksen ohella Euroopassa on kaksi muuta keskeneräistä rahoitusjärjestelmän vakauden peruspilaria: pääomamarkkinaunioni ja pankkiunioni.

Pääomamarkkinaunionin edistäminen on saanut tänä vuonna uutta puhtia, kun EKP:n neuvosto ja euroalueen valtiovarainministerit ovat tukeneet sen nopeampaa edistämistä. Asia on ollut runsaasti esillä myös Draghin raportin keskusteluissa. Pääomamarkkinoilla tulisikin olla keskeinen asema EU:n investointitarpeiden rahoittamisessa ja strategisen autonomian vahvistamisessa.

Euroopan unioni hyötyisi monin tavoin yhtenäisistä pääomamarkkinoista. Ne vähentäisivät rahoitusjärjestelmän pankkikeskeisyyttä, edistäisivät EU:n kilpailukykyä ja riskien jakautumista. Toimivat pääomamarkkinat loisivat monipuolisia mahdollisuuksia kasvun rahoitukseen – myös riskipitoisempiin investointeihin.

Pankkien rooli on merkittävä myös pääomamarkkinoilla, esim. rahoitussopimusten mahdollistajina, erilaisten palveluiden tarjoajana ja sijoittajana. Pääomamarkkinan vauhdittamisen ohella olisi hyvin tärkeää myös viimeistellä pankkiunioni.

EU:n pankkiunioni sisältää tällä hetkellä yhteisen pankkivalvonnan ja yhteisen pankkien kriisinratkaisujärjestelmän. Pankkiunionin puuttuva palanen, yhteinen eurooppalainen talletussuoja, vahvistaisi luottamusta eurooppalaiseen pankkijärjestelmään. Pankkiunionin viimeistelyn esteenä yli vuosikymmenen olleet järjestämättömät lainat on pitkälti saatu purettua eurooppalaisten pankkien taseista. Siksi yhteisen talletussuojan käyttöönottoa ei tulisi enää viivyttää.

Kalvo 12: Euroopan järjestelmäriskikomitean painopiste kokonaisvaltaiseen rahoitusvakausriskien arviointiin

EU-tasolla rahoitusjärjestelmän vakauden valvonnasta vastaa Euroopan järjestelmäriskikomitea (ESRB). Euroopan komissio arvioi parhaillaan tarpeita tarkistaa komiteaa koskevaa sääntelyä. Komitea on itse asettanut korkean tason ryhmän, jonka tehtävänä on julkaista vuoden loppuun mennessä raportti komitean toiminnasta ja tehtävistä sekä mahdollisista sääntelytarpeista. Komitean ensimmäisenä varapuheenjohtajana olen saanut tehtäväkseni toimia ryhmän puheenjohtajana.

Nähdäkseni järjestelmäriskikomitea on tähän asti onnistunut työssään hyvin hyödyntäen laajaa jäsenpohjaansa. Haluan kuitenkin nostaa esiin keskeisiä kehittämistarpeita, jotka heijastuvat ryhmämme suosituksissa.

Ensinnäkin ESRB:n tulisi jatkossa tehdä aiempaa kokonaisvaltaisempia arvioita rahoitusvakauden riskeistä ja pankkien ja muiden toimijoiden välisistä kytkennöistä. Pankkien ulkopuolisten toimijoiden ja pääomamarkkinoiden merkitys kasvaa rahoitussektorilla mm. pääomamarkkinaunionin myötä. Kehitys on otettava huomioon myös rahoitusjärjestelmän vakauden valvonnassa.

Toiseksi kokonaisvaltaisten riskiarvioiden laatiminen edellyttää riittävän yksityiskohtaista tietoa rahoitusmarkkinoiden ja -instituutioiden toiminnasta. Erityisen tärkeää on jakaa tietoa ja dataa tehokkaasti viranomaisten välillä. ESRB lähetti elokuussa 2024 EU:n lainsäädäntöelimille kirjeen, jossa korostettiin tarvetta tehostaa Euroopan valvontaviranomaisten ja ESRB:n välistä tietojenvaihtoa.

Kolmanneksi ESRB:n tekemiä arvioita EU:n jäsenmaiden makrovakauseräpolitiikasta tulisi hyödyntää EU:n makrotalouden epätasapainoa koskevassa menettelyssä (Macroeconomic Imbalances Procedure). Näin kyettäisiin paremmin arvioimaan kytkentöjä yksittäisen maan reaalitalouden (mukaan lukien julkinen talous)

ja rahoitusjärjestelmän välillä sekä sitä, miten rahoitusvakauteen tähtäävä makrovakauseräpolitiikka voi vaikuttaa koko talouden epätasapainoihin.

Lisäksi ESRB:n viestintää rahoitusvakaudesta on tarpeen kehittää. Nykyisin järjestelmäriskikomitea on melko tuntematon EU:ssa ja esimerkiksi sen arviot rahoitusvakaudesta jäävät vähälle huomiolle. Viestinnän tulisi lisätä ymmärrystä paitsi järjestelmäriskeistä myös rahoitusvakautta tukevista politiikkatoimista.

Kalvo 13: Suomen talouden toipuminen on tahmeaa

Entä Suomen talousnäkökuvat? Suomen BKT on supistunut jo kahden vuoden ajan. Suomen Pankin syyskuun väliennusteessa Suomen talous supistuu tänä vuonna 0,5 %. Talouden vähittäisen toipumisen myötä kasvuksi ennustetaan 1,1 % vuonna 2025 ja 1,8 % vuonna 2026.

Talousoikeuteen sisältyy kuitenkin edelleen paljon riskejä. Epävarmuus kansainvälisen talouden kehityksestä ja sen vaikutuksista Suomeen on yhä suurta. Kotimaassa epävarmuutta on varsinkin asuinrakentamisen kehityksestä ja sen vaikutuksesta työllisyyskehitykseen. Suomen Pankin Suomen talouden ennuste julkaistaan seuraavan kerran 17. joulukuuta. Samalla julkaisemme vuotuisen julkisen talouden arviomme.

Kalvo 14: Suomessa työttömyysaste kasvussa

Toisin kuin euroalueella Suomessa työmarkkinatilanne on heikentynyt jo pitempään. Viime aikoina on uutisoitu irtisanomisista ja lomautuksista sekä heikentyneestä työmarkkinatilanteesta. Tilastojen valossa ei kuitenkaan näytä siltä, että virta työllisyydestä työttömyyteen olisi äkillisesti kiihtynyt, vaan muutos on tapahtunut viimeisen puolentoista vuoden aikana. Työllisten määrä on vähentynyt erityisesti rakentamisessa, teollisuudessa, kaupanalalla sekä toimialalla ”ammattilinen, tieteellinen ja tekninen toiminta”.

Viimeisimmät tilastotiedot viittaavat kielteisen kehityksen tasaantumiseen. On kuitenkin luultavaa, että työttömyys jatkaa kasvuaan vielä tulevina kuukausina ja työttömiksi joutuneiden työttömyysjaksot pitkittyvät ennen käännettä parempaan.

Kalvo 15: Suomen talouden pitkäaikaisiin ongelmiin tarvitaan kahden kärjen taktiikkaa

Suomen heikon tuottavuuskehityksen taustalla finanssikriisin jälkeen on sekä hidasta sopeutumista teollisiin takaiskuihin että rakenteellisia ongelmia.

Samaan aikaan Suomen julkisen talouden alijäämä on muodostunut rakenteelliseksi, ja julkisen velkasuhteen kääntäminen laskuun on osoittautunut hyvin vaikeaksi.

Haasteisiin vastaaminen edellyttää jatkossa Suomen talouspolitiikassa kahden kärjen taktiikkaa: sekä pitkän aikavälin talouskasvun eväiden vahvistamista että julkisen taloutemme tasapainottamista.

Jos hallitusohjelman ja kevään kehysriihen toimet toteutuvat täysimääräisesti, julkinen velkasuhde vakautuu hallituskauden lopulla. Tavoitteena tulisi kuitenkin olla velkasuhteen kääntäminen pysyvästi alenevalle uralle. Se tarkoittaa mitä todennäköisimmin merkittäviä lisäsopeutuksia seuraavalla hallituskaudella.

Kestävä ja vähemmän kivuliasta julkisen talouden tasapainottamista edesauttaisi olennaisesti se, että Suomessa pystyttäisiin Ruotsin malliin sopimaan yhteisestä tasapainotavoitteesta, johon sitoudutaan parlamentaarisesti ja yli vaalikausien.

Suorien sopeutustoimien lisäksi tarvitaan toimia Suomen pitkän aikavälin kasvun edellytysten vahvistamiseksi. Pidemmän aikavälin kasvunäkymille tärkeän osaamisopimamme kasvua rajoittaa kaksi hankalaa trendiä: väestön ikääntyminen ja koulutusasteen nousun pysähtyminen.

Osaava työvoima on perusehto innovaatioiden syntyämiselle ja niiden hyödyntämiselle. Niihin nojaa työn

tuottavuuden kasvu, joka on ollut Suomessa 2010-luvun alusta lähtien heikompaa kuin muissa Pohjoismaissa. Pitkän aikavälin kasvumahdollisuuksia Suomessa kannattaa vahvistaa panostamalla koulutukseen sekä tukemalla innovaatioiden syntymistä ja hyödyntämistä. Väestörakenteemme muutos on niin merkittävää, että kasvun edellytyksiä on hyvin vaikeaa turvata ilman työ- ja koulutusperäistä maahanmuuttoa.

Kalvo 16: Yhteenveto

Arvoisat kansanedustajat ja muut kuulijat,

Viime vuonna tämän talousvaliokunnan julkisen kuulemisen otsikossa oli mukana kysymys ”Talttuuko euroalueen inflaatio ilman taantumaa?”. Tämän syksyn kuluessa on alkanut näyttää siltä, että vastaus kysymykseen on myöntävä. EKP:n rahapolitiikka on onnistunut inflaation taltuttamisessa verrattain hyvin.

Toisaalta meillä ei ole syytä isompaan tyytyväisyyteen. Talouskasvu on vaikeaa Euroopassa ja Suomen talous on ollut taantumassa. Hidas tuottavuuskasvu on Euroopan ja Suomen talouden Akilleen kantapää.

EKP:n entisen pääjohtajan Mario Draghin raportin analyysi ja toimintaohjelma saisi johtaa konkreettisiin päätöksiin ja toimiin. Tarvitsemme pitkäjänteistä kestävästä talouskasvun vahvistamiseen tähtäävää politiikkaa. Paljon on kiinni jäsenmaiden kansallisista toimista. Mutta yhtä lailla tarvitsemme panostuksia eurooppalaisiin julkishyödykkeisiin, erityisesti ulkoisen turvallisuuden vahvistamiseen.

Suomi 30 vuotta EU:ssa

Arvoisat opettajat ja muutkin hyvät ystävät,

Kiitos paljon kutsusta tähän Eurooppatiedotuksen, HYOL:in ja kumppanien järjestämään, historian ja yhteiskuntaopin opettajille suunnattuun koulutusseminaariin. Minulta on pyydetty historia-aiheinen alustus, mikä sopii paremmin kuin hyvin, täyttäähän Suomen EU-jäsenyys reilun kuukauden kuluttua 30 vuotta.

Vuonna 1995 olin omasta mielestäni jo varsin kokenut Eurooppa-politiikassa, vaikken ehkä iällä pilattu, kun siirryin kansanedustajan tehtävästä mepiksi eli Euroopan parlamentin jäseneksi.

Olin vuodesta 1985 lähtien osallistunut aktiivisesti kansainväliseen ja eurooppalaiseen nuorisoyhteistyöhön mm. SNT:n eli nykyisen Allianssi ry:n puheenjohtajana. Toimimme Etykin hengessä lännen ja idän sillanrakentajina kylmän sodan viileinä vuosina. 1980-luvun lopulta lähtien olin toiminut aktiivisesti Suomen EY(EU)-jäsenyyden puolesta ja kansanäänestyksen alla toimin kyllä-vaihtoehdon ydinporukassa.

EU-jäsenyyden varmistettua syksyllä 1994 eduskunta nimitti keskuudestaan 16 edustajaa, jotka lähetettiin Brysseliin ja Strasbourgisiin. Suomen EU-jäsenyyden alkuvuosina sain siten osallistua eurooppalaiseen lainsäädäntötyöhön ja muun parlamentaariseen työhön, joka monella tavalla poikkesi kansanedustajan toimenkuvasta.

Suomi oli jo vuodesta 1994 alkaen tiivistä integroitunut EU:n sisämarkkinoihin, maatalous pois lukien, kun sopimus Euroopan talousalueesta eli ETA:sta oli vuoden alussa astunut voimaan. Kaikki oli tapahtunut nopeasti 1990-luvun alkupuolen dramaattisina vuosina. Neuvostoliitto lakkasi olemasta ja yya-sopimus irtisanottiin. Ratkaiseva askel otettiin keväällä 1992, kun Suomi jätti jäsenyyshakemuksensa Brysseliin. Olin painamassa vihreää nappia kansanedustajana.

Kuva 2 Suomi EU:n integraation historiassa

Monelle suomalaiselle Suomen ja Euroopan integraation yhteinen historia tuntuu alkavan vasta vuoden 1992 ja Suomen jäsenhakemuksen myötä. Varhaisemmat kehitykset nähdään usein ”muiden historiana”, kuten turkulaiset integraatiohistorian akateemiset asiantuntijat Louis Clerc ja Kimmo Elo ovat asian kuvanneet.[\[1\]](#)

On silti hyvä lähteä liikkeelle toisesta maailmansodasta, ja edetä sieltä eteenpäin. Näin tein myös omassa väitöskirjassani, joka käsitteli pienten ex-EFTA-maiden integraatiostrategioita. Vuonna 1995 Suomi hyppäsi liikkuvaan junaan, joka oli lähtenyt asemalta 50 vuotta aiemmin.

Kuva 3 Miten tähän on tultu?

Suomi oli pakkosyötettyine yya-sopimuksineen jäänyt Neuvostoliiton vaikutuspiiriin, kun integraatiosuunnitelmat lähtivät liikkeelle lännessä. Ranska ja Saksa löysivät toisensa, ensin hiili- ja teräsyhteisössä vuonna 1951 ja vuonna 1957 perustetussa Euroopan talousyhteisö EEC:ssä. Kuusi ydinmaata oli mukana. Vastaavasti Iso-Britannia, Ruotsi ja muut reunavaltiot perustivat puolestaan EFTA:n, joka oli perinteinen vapaakauppaliitto ilman ylikansallisia instituutiota.

Suomi jäi ikään kuin harmaalle vyöhykkeelle. Veteraanidiplomaatti Max Jakobson toteaa muistelmissaan osuvasti, että yhdentymissuunnitelmat olivat etäisiä suomalaisille: ”Jos joku olisi ennustanut, että Suomi aikanaan liittyy Euroopan yhteisöön, hänelle ei olisi edes naurettu. Meille riitti, että saimme pysyä erossa toisesta unionista – Sosialististen neuvostotasavaltojen liitosta”.

Jakobson, joka 1948–1953 uransa alkuvaiheessa toimi Uusi Suomi -lehden kirjeenvaihtajana Lontoossa, suhtautui itse alun perin skeptisesti orastavaan länsi-integraatioon. Muistelmissaan hän kirjoittaa: ”Ehkä se oli toiveajattelua, sillä jokainen askel yhdistymisen tiellä syvenisi sitä kuilua, joka erotti Suomen läntisestä yhteisöstä.” [\[2\]](#)

Toki kehitys meni Suomen kannalta parempaan suuntaan. Kekkonen aikana Suomi lännettiin, vaikka Neuvostoliitto yritti pitää maata otteessaan ja suomettuminen rämetti ilmapiiriä. Eftan liitännäisjäsenyys neuvoteltiin 1961 ja EEC-vapaakauppasopimus 1974. EEC-sopimus oli meille tärkeä, sillä EEC:ssä yhteistyö syveni ja yhteisö laajeni kuudesta jäsenmaasta yhdeksään, myöhemmin vielä kahteentoista.

Brysselissä kävin kokousmatkalla ensi kertaa talvella 1985. Muistan, kun kävelin jossain Schumanin liikenneympyrän ja Berlaymontin maastossa ja mietin, mitä merkitsi se, että tuolloin vielä suhteellisen tuntematon ranskalainen Jacques Delors saisi aikaan EU-komission puheenjohtajana. Ei tarvinnut pitkään odottaa, kun alkoi tapahtua.

Delorsin aikana Euroopan komission johdolla toteutettiin laaja sisämarkkinaohjelma, ja yhteisöstä tuli unioni, siis EY:stä tuli EU. Päästiin jopa sopimukseen talous- ja rahaliitosta eli yhteisestä rahasta, joka oli Maastrichtin sopimuksen tärkein asiakokonaisuus. Kylmän sodan jälkimainingeissa Ranska hyväksyi Saksan jälleenyhdistymisen, Saksa puolestaan luopui Bundesbankin määräävästä asemasta rahapolitiikassa. Syntyi Euroopan keskuspankki ja eurojärjestelmä.

Kaikki nämä tapahtumat olivat osa sitä liikkuvaa juna, johon Suomi hyppäsi 1992. Pelin henkeen kuului, että Suomen ja muiden ehdokasmaiden oli hyväksyttävä unionin siihenastinen lainsäädäntö, *acquis communautaire*, kuten ranskaksi oli tapana lausua. Toki käytiin tiukkojakin neuvotteluja ja poikkeuksiakin haettiin, varsinkin maatalouspolitiikassa – ei kuitenkaan turvallisuuspolitiikassa.

Kuva 4 Mitä Suomi on saanut EU:sta 30 vuodessa?

Minulta on tähän esitykseen pyydetty vastausta kysymykseen ”Mitä Suomi on saanut Euroopan unionista kolmessa vuosikymmenessä?”.

Ensiksi: Suomi löysi oman paikkansa kylmän sodan jälkeen. Olimme nyt lännessä. Turvallisuuspoliittinen ulottuvuus oli vahvasti läsnä. Voidaan epäilemättä todeta, että EU on ollut meidän tärkein viiteryhmämme vuodesta 1995 alkaen. Kuten viisi vuotta talvi- ja jatkosodan rintamalla taistellut Ville-pappani, reservin kersantti Viljo Valjakka, vastasi minulle 16.10.1994: ”Totta kai äänestin KYLLÄ. Minä katsoin viisi vuotta itään. Sen jälkeen olen katsonut vain länteen!”

Toiseksi: Talous- ja rahaliitto EMU, näkyvämpänä symbolina yhteinen rahamme, euro, on ollut erittäin tärkeä vaihe yhtenäisemmän Euroopan rakentamisessa ja Suomen osallistumisessa siihen rakennustyöhön. Sisämarkkinat täydentyivät merkittävästi, kun euro syntyi.

Kolmanneksi haluan nostaa esille Schengen-sopimuksen. Vapaa liikkuvuus toteutui vuodesta 2001 siten, että suomalaiset pystyivät liikkumaan todella monessa Euroopan maassa ilman rajamuodollisuuksia. Olimmehan tottuneita siihen, että laivamatka Tukholmaan onnistui ilman passitarkistusta. Sittenmin vastaava vapaa liikkuvuus laajennettiin myös mm. Viroon. Kuten tiedämme, laivamatka Tallinaan sujua mukavasti ilman pysyvää rajakontrollia.

Paljon muutakin voisi nostaa esiin. Rakennerahastojen merkitys alueellisen kehityksen ja maakuntaliittojen tukena on ollut merkittävä.

Suomen kuuluminen länteen täydentyi Naton jäsenyydellä vuonna 2023. Näin Suomi vaihtoi Paasikiven linjalta Ville-papan linjalle.

Kuva 5 Miten Suomi on vaikuttanut EU:ssa ja sen kehitykseen?

Suomi on siis saanut paljon EU:lta: turvallisuutta, vakautta, vaurautta.

Voimme toisaalta kysyä, J.F. Kennedyä mukaillen: Älä kysy vain, mitä EU voi tehdä sinulle – kysy mitä sinä voit tehdä Euroopan hyväksi. Siten kerätään poliittista pääomaa hoitaa myös kansallisia asioita EU:ssa.

Suomi ei olekaan ollut vain vastaanottajana. Olemme myös antaneet Euroopan unionin kehitykselle paljon. Jäsenyyden alkuvuosina Suomi oli aktiivinen, rakentava ja arvostettu uusi jäsenmaa. Otimme mm. aktiivisesti osaa talous- ja rahaliiton kolmanteen vaiheeseen. Osallistuimme siihen ensimmäisten joukossa. Tämä oli tärkeä signaali.

Ensimmäinen EU-puheenjohtajuus 1999 oli suuri ponnistus, joka myös tuotti tulosta. Kun teet parhaasi sinua myös palkitaan. Tätä silloinen EU-puheenjohtajuussihteeristön päällikkö, suurlähettiläs Petri Tuomi-Nikula on kuvannut erinomaisesti kirjassaan ”Erilaista diplomatiaa”. 1990-luvun viimeisinä viikkoina saimme aikaan positiivisen päätöksen Suomen maatalouden pohjoisen tuen jatkosta, yhden esimerkin mainitakseni.

Pääpiirteittäin Suomen EU-politiikan linja on jatkunut yli vuosikymmenten. Suomi silti ”normalisoitui”, ajan myötä tuli suurempi hajonta suhteessa EU:hun. Muistamme kaikki, mitä Timo Soini on sanonut EU:sta. En lähde sitä tässä toistamaan.

Kuva 6 Miten EU on muuttunut

Hyvät kuulijat,

Historia- ja yhteiskuntaopin opettajina tunnette luvut hyvin: Suomen liittyessä Euroopan unioniin jäsenluku kasvoi kahdestatoista viiteentoista. Suomi, Ruotsi ja Itävalta olivat unionin uudet jäsenet. Norja jäi rannalle – toistamiseen – kansanäänestyksen tuloksena.

Unioni on jatkanut laajentumistaan. Vuonna 2004 jäsenmäärä kasvoi 25:een ns. suuren itälaajentumisen jälkeen. Romania ja Bulgaria liittyivät 2007, ja sen jälkeen myös Kroatiasta on tullut EU:n jäsen, 2013. Brexitin jälkeen 2020 jäsenmäärä laski taas, ja on nyt 27.

Kuva 7 Talous- ja rahaliittoon uusia jäseniä

Vuoden 1999 alusta euro otettiin käyttöön tilivaluuttana ja EKP otti vastuun euroalueen rahapolitiikasta. Euron käyttö käteisrahana alkoi vuoden 2002 alussa. Monet muistavat pitkät jonot pakkasyönä Suomen Pankin edustalla.

EU:n laajentumisen rinnalla myös EMU on saanut uusia jäsenmaita. Alkuperäisten 11 jäsenmaan sekä Kreikan jälkeen ensimmäisenä entisenä sosialistimaana Slovenia otti euron käyttöön jo 2007. Kypros, Malta ja Slovakia seurasivat perässä. Baltian maat Viro, Latvia ja Liettua vuosina 2011–15. Ne kaipasivat vakautta talouteensa.

Euroopan keskuspankki ja siihen erottamattomasti kytkeytyvä yhteisvaluutta euro ovat Euroopan taloudellisen integraation kovaa ydintä. EKP:n neuvoston jäsenenä haluan vähän tarkemmin avata mitä kaikkea euroaikana, eli vuodesta 1999, on tapahtunut.

Euron ensimmäinen vuosikymmen oli vahvan kasvun ja näennäisesti vakaan toimintaympäristön aikaa aina vuoteen 2007 saakka, jolloin Yhdysvalloista alkunsa saanut nk. subprime-luottokriisi levisi koko globaalin finanssijärjestelmän systeemiseksi kriisiksi. Finanssikriisistä sai alkunsa euroalueen kriisien vuosikymmen, jonka kuluessa talous- ja rahaliiton kestävyttä koeteltiin useaan otteeseen.

Toimin vuosina 2010–2014 talous- ja rahaliitosta vastaavana Euroopan komission jäsenenä. Markkinapaine kohdistui aluksi yksittäisiin maihin kuten Kreikkaan, mutta laajeni ja uhkasi lopulta euronkin olemassaoloa.

Eurooppa nousi kuitenkin kuilun partaalta, kun talous vakautettiin vuosina 2010–2012. Komissio johti euroalueen ”vapaapalokuntaa” yhdessä jäsenmaiden euroryhmän kanssa. Sammutustyö vaati Euroopan vakausmekanismin (EVM) rakentamisen ja kriisimaiden talouksien tasapainottamisen. Ratkaiseva tekijä oli lopulta Euroopan keskuspankin aktivoituminen etenkin vuodesta 2012. Vuodesta 2013 lähtien euroalue elpyi ja työllisyys kohentui. Olen kuvannut näitä tapahtumia kirjassani ”Kuilun partaalta. Näin euro

pelastettiin”.

Mikä on ollut talous- ja rahaliiton merkitys Suomelle? Onko EMU Suomen kannalta ns. optimaalinen valuutta-alue?

Suomi oli finanssikriisin aikoihin ja sen jälkeen harvinainen esimerkki aidosta epäsymmetrisestä sokista, joka johtui monesta maastamme samanaikaisesta kohdanneesta rakenteellisesta takaiskusta – Nokian matkapuhelinten romahduksesta, paperiteollisuuden kysynnän heikkenemisestä ja Venäjän talouskasvun hidastumisesta. Tähän yhdistyivät kalliit palkkaratkaisut ja kustannuskilpailukyvyn menetys.

Ongelmia ryhdyttiin korjaamaan vuoden 2016 kilpailukykysojimuksella. Kesti kuitenkin kauan suomalaisilta poliitikoilta ja työmarkkinaosapuolilta tunnistaa ongelma ja ryhtyä toimiin.

Yksi finanssikriisin ja sen jälkeisen velka- ja pankkikriisin opetuksia on, että jokaisen jäsenmaan on äärimmäisen tärkeää ymmärtää vastuunsa oman taloutensa ja yhteiskuntansa kehityksestä.

Hyvät opettajat,

Sitoutuminen Euroopan yhdentymiskehitykseen on muodostunut Suomen historian pitkän linjan ja kansallisen menestyksemme perustan. Silloin kun Euroopassa on sodittu tai jouduttu lamaan, Suomella on mennyt huonosti. Silloin kun Euroopassa on vallinnut rauha ja talous on kasvanut vakaasti, Suomella on mennyt hyvin.

Oman etumme vuoksi Suomen eurooppalainen valinta ei saa olla suhdannepolitiikkaa. Etenkin näinä nykyisinä myrskyisinä aikoina EU merkitsee meille kansallista turvallisuutta – ja selkänöjaa niin turvallisuus- kuin kauppapolitiikassakin.

[1] Clerc & Elo: Aatteesta instituutioksi, s. 11–12.

[2] Jakobson (2001), s. 113.

[Esityskalvot \(PDF\)](#)

Om hållbarhet och det ekonomiska läget i Europa och Finland

Mina damer och herrar,

Varmt tack för inbjudan till Ekonomiska Samfundets 130-årsjubileum. Samfundet har enligt sin egen devis främjat högklassig ekonomisk debatt på svenska i Finland ända sedan 1894. Detta är en fin tradition som jag hoppas att ni kan upprätthålla långt in i framtiden.

Jag vill också gratulera arrangörerna för valet av datum av denna fest, som visar en viss känsla av drama. Det är nämligen inte bara Svenska Dagens afton, utan den sista röstningsdagen i presidentvalet i Förenta staterna. I hela världen följer man med vem som ska styra USA från Vita huset under de följande fyra åren.

Valet är mycket viktigt också för oss i Europa och i Finland. Det gäller att vara redo för alla eventualiteter, både i säkerhets- och ekonomisk politik. Men samtidigt ligger ansvaret för att slå vakt om den europeiska och finländska ekonomins hållbarhet och konkurrenskraft naturligtvis i första hand hos oss själva.

Det är lämpligt att hålla jubileumsfesten här i Ridarhuset i dag. Ridarhuset hänger intimt samman med att Finland fick ett modernt bankväsende. Både Hypoteksföreningen och Föreningsbanken hyrde nämligen utrymmen här då ridarhusbygget blev klart 1862.

Ekonomiska Samfundets första ordförande var den mångsidiga stormannen Leo Mechelin – de brukade vara män på den tiden – som å andra sidan också var en av föregångarna då Finland införde allmän och lika rösträtt för män och kvinnor. En byst av Mechelin har lämpligt nog rests utanför Ständerhuset.

Som ni vet domineras skivären mellan Ständerhuset och Finlands Bank av en annan av 1800-talets stormän, J.V. Snellman. Snellman jobbade aldrig på Finlands Bank, men han spelade en viktig roll då finska marken frigjordes från den ryska rubeln och 1865 knöts till silvermyntfoten.

Då Ekonomiska Samfundet grundades hade den finska marken knutits till guld. Det var en tid av fastkurspolitik, som ett slags föregångare till den europeiska monetära unionen, och euron. Men med några betydande skillnader: euroområdet har en aktiv centralbank, Europeiska centralbanken ECB, som säkerställer prisstabilitet genom att tillämpa ett symmetriskt inflationsmål, tar hänsyn till tillväxt- och sysselsättningstrender och följer en rörlig växelkurs med resten av världen.

Vi i ECB:s råd håller faktiskt på att utvärdera centralbankens penningpolitiska strategi. Jag vill återkomma till detta om en stund.

Först några ord om hållbar ekonomi, som är ett centralt tema i det jubileumsnummer av Ekonomiska Samfundets tidskrift som ni har gett ut. Men vad menar vi egentligen då vi talar om hållbar utveckling?

Bild 2. Mot en hållbar utveckling

Brundtlandskommissionen, som FN tillsatte på 1980-talet, definierade i sin rapport från 1987 hållbar utveckling brett som en utveckling som inte äventyrar kommande generationers rätt till sin egen utveckling. Det handlar med andra ord inte enbart om miljöhållbarhet, utan också om ekonomisk och social hållbarhet.

Klimatförändringarna är ett typexempel på det som i nationalekonomiska termer kallas externaliteter: förorenarna har inte behövt betala för de negativa konsekvenserna av sina handlingar.

Inom nationalekonomin råder ett mycket brett samförstånd om grundprinciperna för en god klimatpolitik. Den effektivaste lösningen skulle vara att sätta ett globalt pris på utsläppen.

En global koldioxidkatt skulle i själva verket vara en idealisk lösning, åtminstone i nationalekonomens idealvärld där det globala beslutsfattandet är rationellt och där besluten inte bromsas upp av nationella och samhällseliga intressekonflikter. 28 Nobelpristagare i ekonomi fanns bland de nästan 2000 undertecknarna i ett upprop om den globala koldioxidkatten för några år sedan.

Men vi lever inte i en sådan idealvärld och måste därför hitta lösningar som snabbt kan tas i bruk och som ger konkreta resultat. I ekonomernas upprop konstaterades helt riktigt att EU:s nuvarande system för handel med utsläppsrättigheter är ett realistiskt alternativ på regional nivå, åtminstone under en övergångsperiod – som kan bli lång.

Under min tid som medlem av Europeiska kommissionen var jag med om att utforma och fatta beslut om de europeiska klimat- och energiriktlinjerna 2008 och 2013. Dessa är riktgivande än i dag för både EU och dess medlemsländer. Men vi behöver alla stora framväxande ekonomier att gå med i att bromsa klimatförändringarna – inklusive Kina, Indien, Indonesien, Brasilien. Klimatförändringarna är ett globalt problem, som kräver globala lösningar.

De klimatrelaterade åtgärderna inom penningpolitiken har avancerat i linje med den plan som vi antog i ECB-rådet i samband med översynen av vår strategi 2021. Miljöhänsyn har integrerats i Eurosystemets säkerhetshantering och i köpprogrammen för företagsobligationer.

Bild 3. Bankernas robusta kapitalbuffertar i euroområdet stärker den finansiella sektorns motståndskraft mot kriser

Under den globala finanskrisen lärde vi oss även hur oerhört viktig det är med hållbarhet i det finansiella systemet. Ur den synvinkeln är euroområdets banksektor välkapitaliserad och har god likviditet. Det betyder starkare resiliens, som behövs i osäkra tider.

När det gäller krismotstånd är det väsentligt att buffertarna för bankerna i euroområdet har stärkts efter finanskrisen tack vare stramare reglering. När buffertarna mäts i solvens i förhållande till lånebasen är de nu dubbla jämfört med 2007.

Europeiska systemrisknämnden ESRB, som har i uppdrag att sköta den så kallade makrotillsynen av EU:s finansiella system och att förebygga och dämpa systemrisker, är också ett bra exempel på hur Europas finansiella stabilitet har förstärkts. I denna bild ser ni sammanfattningarna av ESRBs sista riskanalys.

ESRB grundades för 15 år sedan, i efterdyningarna av den stora finanskrisen. Man kan konstatera att finansiell stabilitet har blivit ett allt viktigare tema på centralbankernas dagordningar.

Bild 4. Penningpolitiken har rätt väl lyckats få bukt med inflationen

Låt mig nästa säga några ord om ekonomisk hållbarhet och tillväxt utgående från euroområdet.

Den samlade bilden av ekonomin i euroområdet är nu väldigt tudelad. På plussidan har vi den lyckade stabiliseringen av inflationen, den ökade reella köpkraften och den exceptionellt höga sysselsättningen. På minussidan finns de vikande tillväxtutsikterna och den svaga produktivitetsökningen, som inger bekymmer på längre sikt.

Inflationen i euroområdet har fortsatt att sakta in. Den har sjunkit från toppnoteringen på 10,6 % i oktober 2022 till 2,2 % i augusti i år. Löne- och tjänsteinflationen i euroområdet har planat ut något men är fortfarande relativt snabb. Inflationen förutspås dock under nästa år stabilisera sig hållbart på målet under nästa år.

Genom räntehöjningarna lyckades vi förankra inflationsförväntningarna på målnivån om 2 procent. Samtidigt har en recession undvikits och sysselsättningen har fortsatt att öka trots räntehöjningarna.

Bild 5. Euroområdets tillväxt förstärks gradvist

Den ekonomiska tillväxten i euroområdet har redan länge varit långsam, vilket beror på Rysslands anfallskrig och den osäkerhet och den energikris som har följt i spåren av kriget.

Enligt ECB:s senaste prognos tar den ekonomiska tillväxten sakta fart när hushållens köpkraft småningom stärks tack vare stabiliseringen av inflationen. Tillväxten gynnas också av räntesänkningarna och den gradvis växande exportefterfrågan. Ekonomin i euroområdet förutspås nästa år växa måttligt med 1,3 % och därpå följande år med 1,5 %.

Fastän den ekonomiska tillväxten i euroområdet har varit blygsam, har sysselsättningsutvecklingen varit glädjande stark. Euroområdet har nu ca. 7 miljoner fler sysselsatta än vid slutet av 2019 före coronakrisen, kriget och perioden med hög inflation. Det förklaras av den stora efterfrågan på arbetskraft tack vare expansionen inom tjänstesektorn.

Bild 6. Finlands ekonomi återhämtar sig gradvis ur recessionen

Hur ser då läget ut på hemmaplan här i Finland? Återhämtningen av Finlands ekonomi från recessionen har varit trög. Enligt Finlands Banks färskta kortsiktiga prognosmodeller står den ekonomiska tillväxten stilla under resten av året, och för hela året krymper ekonomin.

Den ekonomiska återhämtningen hos oss har bromsats av svag inhemsk efterfrågan. Konsumenternas förtroende har varit lågt, och osäkerheten om den ekonomiska riktningen har tyngt företagens investeringar. Återhämtningen hämmas också av stagnationen inom bostadsbyggandet. Finlands bräckliga ekonomiska utveckling har främst stötts av export och offentlig konsumtion.

Konsumenternas förtroende håller gradvis på att återhämta sig. På finansmarknaderna förväntas räntorna fortsätta att sjunka, vilket skulle underlätta situationen för hushåll med bostadslån.

Bild 7. Produktivitetstillväxten är Europas akilleshäla – vi behöver beslutsamma åtgärder

För att trygga EU:s och Finlands ekonomiska utveckling är det viktigt att slå vakt om förutsättningarna för hållbar tillväxt. Här får vi hjälp av den rapport om EU:s konkurrenskraft som ECB:s tidigare chefdirektör Mario Draghi presenterade tidigare i höst. Det viktigaste budskapet är att vi på alla fronter måste uppnå en tillräckligt stark ökning av produktiviteten.

Rapporten är en klarsynt och till och med brutal diagnos av Europas svaga tillväxt och vikande konkurrenskraft. I rapporten framförs viktiga förslag för att minska innovationsklyftan och för att förena klimatmålen med industriell konkurrenskraft. Draghi efterlyser också effektivare spridning av ny teknologi, förbättrad tillgång till riskfinansiering och ett avskaffande av gränshinder som existerar inom tjänstesektorn. Forskning på högsta nivå, inklusive satsningar på AI, kommer att spela en central roll då vi strävar efter dessa mål.

Draghis rapport är ett viktigt tal för Europas framtid. Utgångspunkten är att den europeiska verksamhetsmiljön har förändrats och håller på att förändras. Förändringen kräver en mer enhetlig politik på EU-nivå och investeringar för att förbättra produktivitetstillväxten. Det är svårt att ifrågasätta diagnosen och huvudbudskapet i Draghis rapport.

Draghi föreslår ett brett paket av åtgärder, inte bara ökad offentlig finansiering – i motsats till vad man kan tro av diskussionen i offentligheten. I rapporten betonas fullbordandet av den inre marknaden, inte minst den digitala och tjänstesektorns inre marknader, som en viktig del av att påskynda produktivitetens utvecklingen.

Trots att fokus efter Draghis rapport ligger på europeisk nivå så är det viktigt att se till att nödvändiga strukturreformer på nationell nivå inte glöms bort. Många politikområden som är centrala då det gäller produktiviteten ligger fortfarande helt eller åtminstone delvis på medlemsstaternas ansvar, till exempel

beskattning, utbildning, stadsplanering och arbetsmarknadens funktion.

Mina damer och herrar,

Låt mig sammanfatta. Många stora frågor för Europa och Finland står nu på dagordningen.

Först och främst är behovet av enighet och bestämdhet inför Rysslands imperialistiska aggression. Detta är en existentiell fråga inte bara för Europas säkerhet utan för hela den fria världen. Vårt stöd till Ukraina måste vara orubbligt, och vi måste arbeta tillsammans med våra partners för att stärka internationell säkerhet och slå vakt om samarbete.

För det andra har den ökande internationella spänningen lett till en alltmer osäker och volatil global verksamhetsmiljö med signifikanta implikationer för ekonomisk politik i Europa. Det förändrade geopolitiska landskapet, tillsammans med andra långsiktiga trender, formar det nya normala som vi måste ta i beaktande då vi utvecklar vår ekonomiska och penningpolitiska strategi.

Det är av största vikt att vi stärker den strukturella grunden för Europas ekonomi, tillväxten i produktivitet och industriell konkurrenskraft. Samtidigt som vi står inför många utmaningar så kan vi med beslutsamma nationella åtgärder och samarbete i Europa revitalisera produktivitetstillväxten och skapa en solid bas för hållbar tillväxt och sysselsättning.

Samtidigt är hållbar utveckling A och O för vår fortsatta existens, och där är Brundtland-rapporten fortfarande aktuell. Vi måste trygga kommande generationernas rätt till sin egen utveckling, på ett sätt som är miljömässigt, ekonomiskt och socialt hållbart.

Låt mig avsluta med att gratulera Ekonomiska Samfundet i Finland till uppnåendet av den aktningvärda åldern 130 år.

Samtidigt med att man blir äldre är det bra att blicka framåt, såsom Samfundet gör.

Tack för er uppmärksamhet! Jag ser fram emot era frågor och hoppas på en intressant diskussion.

[Presentation](#) (PDF)

Inflaatiotavoitteen saavuttamisessa on edistytty hyvin – euroalueen tuottavuuskasvua pystyttävä vauhdittamaan

Euro ja talous -tiedotustilaisuus, Suomen Pankki, 1.10.2024

Inflaatiotavoitteen saavuttamisessa on edistytty hyvin – euroalueen tuottavuuskasvua pystyttävä vauhdittamaan

Arvoisat median edustajat, hyvät kollegat ja muut kuulijat,

Tervetuloa minunkin puolestani tähän tiedotustilaisuuteen, jossa keskitytään euroalueen talouden näkymiin ja rahapolitiikkaan.

Euroalueen talouden kokonaiskuva on tätä nykyä kovin kaksijakoinen. Plussapuolelle menee se, että inflaation vakauttamisessa on onnistuttu hyvin, reaalin ostovoima vahvistuu ja työllisyys on poikkeuksellisen vahvaa. Miinuspuolelle menee taas se, että kasvunäkymä on heikentynyt ja hidas tuottavuuskasvu on pitkään sihdin murheenkryyni.

Aloitin inflaationäkymästä.

Kalvo 2. Euroalueen inflaatio hidastumassa 2 % tavoitteeseen

Inflaatio on edelleen hidastunut euroalueella. Se on laskenut 10,6 prosentin huipustaan vuoden 2022 lokakuussa 2,2 prosenttiin elokuussa tänä vuonna. Tuoreimmat tiedot viittaavat siihen, että inflaatio hidastuu odotetusti, tai jopa vähän nopeammin.

Inflaatio on siis vakautumassa EKP:n 2 prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteeseen, mutta vielä emme ole aivan kuivilla. Palkka- ja palveluinflaatio on euroalueella hieman tasaantunut, mutta edelleen nopeaa. Inflaation ennustetaan kuitenkin ensi vuoden kuluessa vakautuvan kestävämmiin tavoitteeseen.

EKP:n 12.9. julkaiseman suhdanne-ennusteen mukaan euroalueen inflaatio on tänä vuonna keskimäärin 2,5 prosenttia, ensi vuonna 2,3 prosenttia ja vuonna 2026 tasan 2 prosenttia.

Kalvo 3. Euroalueen talouskasvu virkoaa vähitellen

Talouskasvu on ollut hidasta euroalueella jo pitkään Venäjän hyökkäyssodan ja siitä seuranneen epävarmuuden ja energiakriisin takia. Niistä seuranneen poikkeuksellisen nopean inflaation hillitsemiseksi toteutetut koronnostot ovat osaltaan vaimentaneet kokonaiskysynnän kasvua.

Euroalueen talous on viime vuosien voimakkaista vastatuulista huolimatta välttänyt taantumaa. EKP:n syyskuun ennusteen mukaan talouskasvu pikkuhiljaa piristyy, kun palkkojen nousu ja inflaation tasaantuminen vahvistavat vähitellen kotitalouksien ostovoimaa. Kasvua vahvistavat myös korkojen lasku sekä vientikysyntä, jonka arvioidaan voimistuvan kansainvälisen talouden kasvun hieman kiihtyessä. Kasvu on ennusteen mukaan ensi vuonna 1,3 prosenttia ja seuraavana 1,5 prosenttia. Taloudellisen aktiviteetin vilkastumisesta huolimatta kovin nopeaa kasvua ei siis lähivuosina ole luvassa.

Tähän kehitykseen liittyy kuitenkin alasuuntaisia riskejä – eli kasvu voi olla ennustettuakin vaimeampaa. Viimeaikaiset tiedot viittaavat kasvunäkymän jonkinasteiseen heikentymiseen. Erityisesti euroalueen teollisuuden tilanne on edelleen heikko.

Kalvo 4. Euroalueen työllisyysaste nousut viime vuosina

Vaikka talouden kasvu on euroalueella ollut varsin hidasta, työllisyyskehitys on ollut ilahduttavan vahvaa. Euroalueella on nyt noin 7 miljoonaa työllistä enemmän kuin vuoden 2019 lopussa ennen koronakriisiä, sotaa ja nopean inflaation jaksoa. Tämä on ollut mahdollista, koska työvoiman tarve on ollut suuri palvelualojen vahvan kasvun ansiosta. Samalla väestönkasvu ja työikäisten aiempaa aktiivisempi osallistuminen työmarkkinoille on lisännyt työn tarjontaa.

Työmarkkinoille osallistuminen on parantunut trendinomaisesti erityisesti ikääntyvien työntekijöiden parissa. Työikäisen väestön kasvua on puolestaan tukenut varsinkin viime vuosina lisääntynyt maahanmuutto. Työllisiä on siis tullut euroalueen työmarkkinoille lisää, mutta työllisyyden kasvua on tukenut myös työttömyysasteen lasku.

Yksi euroalueen – ja muidenkin kehittyneiden talouksien – työmarkkinoiden kehitystä viime vuosina leimannut piirre on ollut keskimääräisen työajan lyhentyminen. Koronakriisi aiheutti hyvin äkillisen ja poikkeuksellisen romahduksen keskimääräisessä työajassa. Syitä oli monia, kuten erilaiset työaikajärjestelyt ja lomautukset sekä etätöön mukanaan tuomat tavat yhdistää työtä ja vapaa-aikaa.

Tämän poikkeuksellisen kehityksen huomioiminen on olennaista, kun analysoidaan viime vuosien työmarkkinakehitystä. Keskimääräisten tuntien väheneminen selittää nimittäin osaltaan sitä, miksi euroalueen työmarkkinat ovat olleet poikkeuksellisen kireät.

Koronakriisin jälkeen keskimääräinen työaika kehittyneissä talouksissa on uudestaan pidentynyt, mutta se ei ole kuitenkaan palannut koronaa edeltävälle tasolle, vaan asettunut aiemmalle pitkän aikavälin laskevalle trendilleen. Jo vuosikymmeniä jatkunut keskimääräisen työajan laskeva trendi heijastaa elintason nousua ja vapaa-ajan arvostusta – ja jatkuu todennäköisesti tulevaisuudessakin.

Työajan lyhenemisen seurauksena tehdyt työtunnit, eli koko talouden työpanos, ovat kasvaneet selvästi vähemmän kuin työllisten määrä. Tämä jarruttaa työpanoksen kasvua myös jatkossa.

Kalvo 5. Työmarkkinoiden kireys hellittää ja palkkojen nousuvauhti hidastuu vähitellen

Yhtä kaikki euroalueen työmarkkinoiden poikkeuksellinen kireys on alkanut vähitellen helpottaa. Kun avoimia työpaikkoja on paljon suhteessa työhakijoihin, yritysten on vaikeaa löytää työntekijöitä ja työttömien työnhakijoiden todennäköisyys löytää työpaikka puolestaan kasvaa. Euroalueen työmarkkinoiden kireys oli suurimmillaan alkuvuonna 2022 ja on sen jälkeen hiljalleen vähentynyt.

Palkkojen nousuvauhti euroalueella on edelleen nopeaa, noin neljän prosentin luokkaa alkuvuonna 2024. EKP:n neuvostossa seuraamme palkkakehitystä tarkasti, koska se määrittää pitkälti kotimaisia hintapaineita ja vaikuttaa siten pohjainflaation dynamiikkaan ja inflaatiotavoitteen saavuttamiseen.

Työmarkkinoiden kireyden vähittäinen hellittäminen tukee käsitystä, että palkkojen nousu on hidastumassa. EKP:n syyskuun ennusteen mukaan palkkojen nousuvauhti pysyy tänä vuonna nopeana, koska siihen vaikuttavat vielä alkuvuonna joissain maissa sovitut suuret sopimuskorotukset, mutta sen odotetaan hidastuvan ensi vuonna ja varsinkin seuraavana. Tähän vaikuttaa osaltaan yritysten kannattavuuden – eli palkanmaksuvaran – pieneneminen.

Kalvo 6. Työttömyysasteen lasku euroalueella pitkälti pysyvää rakenteellisen työttömyyden mittarien mukaan

Euroalueen työmarkkinoista on syytä nostaa esiin vielä työttömyyden jopa poikkeuksellisen matala taso, mikä on yhteiskunnallisesti merkittävää. Työttömyysaste on pienentynyt ennätyksellisen alhaiselle 6,5 % tasolle ja pysynyt siinä jo lähes puolitoista vuotta.

Työttömyyden pysymistä matalalla tasolla suhdanteen heikkenemisestä huolimatta voi selittää se,

että työttömyyden aleneminen on ollut merkittävältä osin rakenteellista. EKP ennustaa työttömyyden pysyvän alhaisena jatkossakin, sillä talouskasvun odotetaan vähitellen vahvistuvan.

Euroalueen työmarkkinoiden kehitystä ja näkymiä käydään tarkemmin läpi tämänpäiväisen analyysipaketin osana julkaistussa Jaakko Nelimarkan ja Lauri Vilmin artikkelissa.

Kalvo 7. Rahapolitiikka on onnistunut verrattain hyvin inflaation taltuttamisessa

Yksi johtopäätös euroalueen talouskasvun, työllisyyden ja inflaation näkymästä on, että rahapolitiikka on onnistunut verrattain hyvin inflaation taltuttamisessa.

Inflaation hidastumiseen on tietenkin vaikuttanut olennaisesti sen aiheuttaneiden tarjontashokkien kuten energiakriisin hellittäminen. Mutta oma osuutensa on ollut sillä, että korkojen nopealla nostolla vaimennettiin kokonaiskysyntää ja saatiin inflaatio-odotukset pysymään ankkuroituneina kahden prosentin tavoitetasolle.

Kuten tiedämme, EKP aloitti koronlaskut viime kesäkuussa ja jatkoi niitä syyskuussa. Talletuskorko, jolla ohjaamme rahapolitiikan mitoitusta, on tällä hetkellä 3,5 prosenttia.

EKP:n neuvostossa olemme päättäneet varmistaa sen, että inflaatio palautuu 2 prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteeseen ajallaan, ja säädämme rahapolitiikan mitoituksen sen mukaisesti. Emme ole etukäteen sitoutuneet mihinkään tiettyyn korkouraan. Säilytämme siis täyden toimintavapauden ja joustavuuden korkopäätösten tekemisessä kaikissa tulevaisuuden kokouksissa. Seuraavat sääntömääräiset rahapolitiikkakokoukset pidetään loka- ja joulukuussa.

EKP:n neuvosto perustaa rahapoliittiset päätöksensä arvioon inflaationäkymistä, energian ja ruoan hinnasta puhdistetun pohjainflaation dynamiikasta sekä rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta.

Kun rahapolitiikalla hidastetaan inflaatiota, sillä on yleensä hintansa: normaalisti talouskasvu hidastuu ja työllisyys heikkenee. Tällä kertaa nämä kustannukset ovat kuitenkin – ainakin toistaiseksi – jääneet aiempia koronnostosyklejä pienemmiksi. Talouden taantuma on vältetty ja työllisyys on vahvaa koronnostoista huolimatta. Hyvä niin.

Mainitsemani talouskasvun vallitsevat vastatuulet eivät minusta silti vielä oikeuta julistamaan, että ns. pehmeä laskeutuminen olisi varmistettu.^[1] Tämä on syytä ottaa huomioon rahapolitiikan tulevassa päätöksenteossa, hintavakautta vaarantamatta. Rahapolitiikan suunta onkin selvä eli koronlaskut jatkuvat, niiden tahti ja mittaluokka riippuvat joka kokouksessa EKP:n neuvoston tekemästä kokonaisarviosta, tuoreimman datan ja talouden trendiä koskevan analyysin pohjalta.

Olemme saaneet viimeaikaisista tilastotiedoista lisää vahvistusta sille, että inflaatio on hidastumassa. Tämä merkitsee ainakin minun silmissäni sitä, että koronlaskulle on tullut lisää perusteita lokakuun kokouksessamme. Samaan suuntaan vaakaa kallistaa euroalueen kasvunäkymien viimeaikainen heikentyminen. Mutta seurataan dataa tiiviisti ja tehdään kokonaisvaltainen analyysi, ennen kuin päätöksiä tehdään, kuten aina.

EKP:n rahapolitiikan kannalta olennainen kysymys on myös, onko euroalueen talouskasvun nyt havaittu hitaus suhdanneluonteista, esimerkiksi aiemmin kiristetyn rahapolitiikan välittymistä, vai rakenteellista.

Kalvo 8. Energiakustannukset rasittavat edelleen euroalueen teollisuutta ja heikentävät sen kilpailukykyä

Yksi kasvun hitauteen vaikuttava tekijä tällä hetkellä on euroalueen teollisuuden heikkous, jonka voi arvioida olevan, ainakin osittain, pitkäaikaista ellei pysyvää, jos siihen ei löydetä lääkkeitä. Erityisen heikolta näyttää valitettavasti Saksan talouden ja teollisuuden tilanne, joka painaa koko euroaluetta ja heijastuu Suomenkin talouteen.

Euroalueen teollisuustuotannon heikkoon kehitykseen on keskeisesti vaikuttanut energiakustannusten kasvu, joka on ollut selvästi muita päätalousalueita voimakkaampaa. Vaikka yritysten energiakustannukset ovat nyt alentuneet, ne ovat euroalueella edelleen noin 60 prosenttia suuremmat kuin vuoden 2021 alussa. Yhdysvalloissa ne ovat enää noin 30 prosenttia suuremmat. Euroopan energiakustannuskilpailukyky on siis heikentynyt.

Taustalla ovat viime vuosien muutokset geopolitiikassa. Toimistopäällikkö Markku Lehmus kertoo kohta lisää uudesta pankissa tehdystä geopolitiikan talousvaikutuksia kuvaavasta analyysistä.

Kalvo 9. Euroalueen työn tuottavuuskasvu on jo pitkään jäänyt jälkeen Yhdysvalloista – viime vuosina ero kasvanut entisestään

Euroalueen teollisuuden kilpailukyky on muutenkin koetuksella maailmassa, jossa käydään teknologia- ja kauppasodan lisäksi myös raakaa todellista sotaa Euroopan maaperällä. Taloudelliset huolet ovat sodan todellisuuden rinnalla vähäpätöisiä, mutta niitä aiheuttaa se, että euroalueen työn tuottavuuskasvu on jo pitkään jäänyt jälkeen Yhdysvalloista. Viime vuosina ero on vain kasvanut entisestään, kun energiashokki on hidastanut euroalueen tuottavuuden kasvua.

Yksi – vaikkakaan ei ainoa – Euroopan hitaan tuottavuuskasvun syistä on investointien heikko kehitys viime vuosina. Taustalla on yhä sodan ja energiakriisin ruokkima suuri epävarmuus, mutta mahdollisesti myös kireät rahoitusolot.

En kuulu niihin, jotka tekevät kristallinkirkkaan eron rakenteellisten ja suhdanneluontoisten tekijöiden välille. Pikemminkin ero on kuin veteen piirretty viiva. Sen kuvaamiseksi tekee mieli soveltaa John Maynard Keynesiä: ”Pitkällä tähtäyksellä olemme kaikki eläkkeellä, mutta sitä odotellessa tarvitsemme lisää tuotannollisia investointeja.”

Toisin sanoen: vaikka euroalueen pidemmän aikavälin kasvu- ja kilpailukykyhaasteita ei voida ratkaista rahapolitiikalla, korkojen lasku tuo tervetullutta helpotusta kotitalouksille ja yrityksille. Koronlaskut toimivat osaltaan lyhyellä aikavälillä kannustimena investoinneille, joita tuottavuuden parantaminen edellyttää. Toki pitkällä aikavälillä investointien kehityksen määrittävät niiden odotetut reaaliset tuotot.

Kalvo 10. Euroopan on päästävä paremman tuottavuuden tielle

Euroopan on päästävä voimakkaampaan tuottavuuden kasvuun monestakin syystä: väestö ikääntyy, vihreät investoinnit vaativat valtavasti rahoitusta, julkiset velat ovat suuria ja puolustusmenoja on lisättävä. Tämä edellyttää vahvaa ja yhtenäistä vastausta EU:lta.

Se on pääviesti myös EKP:n edellisen pääjohtajan Mario Draghin tuoreessa EU:n kilpailukykyä koskevassa raportissa. Raportti on tarpeellinen herätys kaikille eurooppalaisille. Se tarjoaa selvänäköisen ja jopa brutaalin rehellisen diagnoosin Euroopan heikon kasvun ja heikon kilpailukykyyn syistä.

Julkinen keskustelu on kuitenkin toistaiseksi keskittynyt noin 800 miljardin vuosittaiseen investointitarpeeseen puolustukseen, vihreään siirtymiseen ja digitalisaatioon. On totta, että tarvitsemme paljon yksityisiä ja julkisia investointeja näillä kriittisillä aloilla, jotta kasvu- ja innovaatiokuilut saadaan umpeutumaan.

Mutta ei kannata mennä latvasta tyveen. Draghin raportti nimittäin sisältää punnittua analyysia ja tärkeitä ehdotuksia etenkin yrityksiin kohdistuvan liian raskaan sääntelyn keventämiseksi sekä talouden rakenteellisiksi uudistuksiksi niin kansallisella kuin EU-tasollakin.

Raportissa nostetaan esiin kolme keskeistä tavoitetta.

Ensinnäkin innovaatiokuilua Yhdysvaltoihin on kurottava umpeen uudistamalla innovaatioiden syntyprosessia ja rahoitusta koko elinkaaren osalta ja parantamalla koulutustasoa Euroopassa.

Toiseksi Euroopan kunnianhimoiset ilmastotavoitteet on yhdistettävä teollisuuden kilpailukyvyn vahvistamiseen laatimalla johdonmukainen suunnitelma ja lisäämällä yhteistyötä.

Kolmanneksi Euroopan turvallisuutta on vahvistettava ja kriittisiä riippuvuuksia vähennettävä tekemällä aitoa EU:n talousulkopolitiikkaa ja rakentamalla puolustusteollisuuden kapasiteettia.

Draghin raportin linjaama vakaa ja kilpailukykyinen Eurooppa on Suomen kaltaisen pienen valtion näkökulmasta tavoiteltava päämäärä. Epäilemättä sen saavuttaminen vaatii pitkää sihtiä, pitkää peliä ja pitkää pinnaa – mutta mikä on vaihtoehto, kuihtua ja nostaa kädet pystyyn? Ei kai sentään. Pystymme parempaan.

Rahapolitiikka voi puolestaan parhaiten tukea kestäväää kasvua ja tuottavuuden noston vaatimia investointeja turvaamalla hintavakauden.

Kiitos!

[1] Ks. myös Christine Lagarden puhe 1.7.2024: [Monetary policy in an unusual cycle: the risks, the path and the costs \(europa.eu\)](#) ja EKP:n blogi Ivanova, McGregor, Nardelli, Ristinieni: [Delivering a soft landing: a historical perspective of monetary policy cycles \(europa.eu\)](#)

[Esityskalvot \(PDF\)](#)

[Pääjohtaja Olli Rehn: Inflaatiotavoitteen saavuttamisessa edistytty hyvin –euroalueen tuottavuuskasvua pystyttävä vauhdittamaan](#) from [Suomen Pankki](#)

Old and new frontiers of the ESRB: Systemic risk, non-banks and data analysis

Olli Rehn, First Vice-Chair of the European Systemic Risk Board

Keynote speech at the 8th ESRB annual conference 'New Frontiers in Macroprudential Policy', Frankfurt, 27 September 2024

[Presentation](#) (PDF)

Old and new frontiers of the ESRB: Systemic risk, non-banks and data analysis

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

Good morning everyone!

May I also welcome you all and thank the secretariat for putting together an impressive programme for this ESRB flagship event.

Today, I would like to reflect on the role of the ESRB and its mandate regarding financial stability and macroprudential policy in the EU.

Slide 2: The ESRB's track record & new frontiers

I will discuss three interlinked issues. Firstly, the ESRB at 15, an adolescent, with a solid record. Secondly, key starting points for the forthcoming ESRB review. And thirdly, new frontiers, especially dealing with non-banks and better use of data and analysis.

Let's look at where we have come from. Since the global financial crisis, major efforts have been made to ensure financial stability in the EU and globally through better regulation and supervision. I think it is indeed fair to say that **financial stability** has risen forcefully up the agenda of central banks, not least as it provides essential support for the central banks' primary goal of **price stability**.

In recent years, financial systems and financial stability measures have been subject to real-life stress tests, with the global economy being hit by a series of major shocks over just a short period of time. Primarily, that is, the COVID-19 pandemic, Russia's illegal, brutal war in Ukraine, the surge in inflation and the sharp rise in interest rates.

In my view, the financial systems in the EU and elsewhere have withstood these shocks rather well. The Basel Committee on Banking Supervision points out that the strong resilience has been largely thanks to the tightened capital and liquidity requirements for banks.

Slide 3: Sturdy capital buffers provide banking resilience

True, the capital ratios of European banks have roughly doubled since the global financial crisis. The increased capital buffers have been – *and will continue to be* – necessary in the current operating environment, which is filled with geopolitical and other uncertainties.

I would add that the active use of macroprudential policy has further supported the resilience of the financial system in Europe.

As part of its mandate, the ESRB assesses systemic risks in the EU, and, where appropriate, issues warnings and recommendations.

Slide 4: Key risks for EU financial stability

In our recent systemic risk assessment, we conclude that while disinflation in the EU is on track, financial stability risks remain elevated amid heightened geopolitical risks and the still fragile recovery of the EU economy. In the latest ECB projection, growth outlook was revised down, and the risks to the growth outlook are tilted to the downside.

In particular, we have to be aware of both the **direct** and **indirect** impacts of **current geopolitical risks** on the EU financial system. Geopolitical events may **directly** impact financial markets by increasing volatility, affecting capital flows, exchange rates, and credit spreads. **Indirectly**, they can disrupt global trade and increase commodity prices, challenging households and businesses in the EU.

In the financial markets, the risk appetite has been unusually strong, especially in the context of high macro-financial uncertainty. The abrupt, albeit short-lived, market correction in early August showed how sensitive this can be. If repeated, the vulnerabilities in the non-bank sector could amplify adverse market dynamics.

Moreover, vulnerabilities in the banking sector could resurface, especially if the first two risks were to materialise. This would increase credit risks and tighten funding conditions at the same time.

In any case, it continues to be essential to maintain the resilience of the EU financial system. Ensuring adequate resilience and effective but flexible regulation is one building block in promoting European competitiveness, along the lines of the recent report by Mario Draghi. As part of the efforts for more investment and higher productivity, it is crucial to advance **the savings and investment union** – or the ex-capital market union – and to complete the banking union.

Slide 5: ESRB's members reflect on its future – ATC survey

Fifteen years ago, the global financial crisis revealed weaknesses in EU banking supervision. It was clear that major changes to financial supervision were necessary to help prevent and mitigate future crises.

Thus, Commission President José Manuel Barroso set up an independent High Level Group on Financial Supervision in the EU to make recommendations on strengthening European supervisory arrangements, covering all financial sectors.

The High Level Group, chaired by Jacques de Larosière, was given a very broad mandate and very little time. In only three months, the Group delivered an important and insightful report. It provided the basis not only for establishing the ESRB but the whole European System of Financial Supervision, including the European Supervisory Authorities.

One of the key conclusions of the report was that regulators and supervisors had not sufficiently focused on **“the macro-systemic risks** of a contagion of correlated horizontal shocks”. As a policy response, de Larosière proposed establishing the ESRB (or the European Systemic Risk Council as he then called it).

As a member of the European Commission at that time, I had the privilege of being present at the ESRB's creation, specifically by preparing with my team the legislative proposals for setting up the ESRB, while my dear colleague Michel Barnier introduced the legislation for the European System of Financial Supervision. The legislative process was swift. The General Board of the ESRB held its inaugural meeting in the Eurotower in January 2011.

Given the constantly evolving environment, it is necessary to review the mandate and workings of the ESRB from time to time. The Commission is now tasked – for the second time – with reporting to the European Parliament and to the Council on the review of the ESRB.

While the ESRB will not take a formal position on its founding regulation, it believes it is important that the legislator has the opportunity to benefit from the experience of those who have been deeply involved in the work of the ESRB. For this purpose, the ESRB has set up a High Level Group to (i) identify which adjustments to the mission or framework of the ESRB might be required and to (ii) provide its insights to the

EU co-legislators before the review process. I have the honour of chairing the Group.

Let me give you an interim snapshot of the key issues in the review.

First, as part of the High Level Group's work we have been seeking feedback more broadly from the ESRB membership by way of a survey among the members of the Advisory Technical Committee on how the ESRB has succeeded in its core tasks over the years. We have also sought to explore whether the current operating model of the ESRB is fit for purpose and how the ESRB and its tasks should be renewed and developed as the financial system evolves.

The feedback received from the members of the ATC has been most valuable. It indicates that the current model and mandate of the ESRB do not need a complete overhaul but rather some targeted adjustment.

The work done by the ESRB over the years is considered especially valuable with regard to **the definition of macroprudential policies and the development of a comprehensive framework** for macroprudential policies in Europe, particularly in the banking sector.

And this work has had a significant impact: **the ESRB**, through its determined efforts, **has helped to preemptively identify and mitigate the build-up of systemic risks in Europe**.

Going forward, the ESRB could, in my view, **play an even stronger role in the holistic analysis of systemic risks within the EU**. The ESRB has a unique ability to examine cross-sectoral, cross-border and interlinked risks – and the truly systemic dimension of these risks.

The ESRB is also in an excellent position to work with academia and international organisations. A particular advantage for the ESRB is that the European Supervisory Authorities (the EBA, ESMA and EIOPA) participate in our work and provide their own perspectives. It is crucial that their expertise will continue to support the work of the ESRB.

Leading on from this, I would like to call for **deeper collaboration at the EU level on country risk analysis**. Given the macroprudential mandate of the ESRB, there is scope for capitalizing on the ESRB's analytical work in the EU's Macroeconomic Imbalance Procedure.

In particular, the ESRB has been developing **the concept of macroprudential policy stance** to analyse the way in which national authorities are using macroprudential tools to mitigate the systemic risks to which their financial sector is exposed. A deepening of EU collaboration in this field would contribute to strengthening economic stability in a particular Member State and/or the EU in its entirety.

The feedback we received also highlighted that, in its systemic risk assessment, **the ESRB should be able to incorporate a range of new emerging risks and vulnerabilities**. Several members underlined the need to better understand **systemic risks related to the non-bank financial institutions (NBFIs)**. Other increasingly relevant risks include **climate change, AI and cybersecurity**.

The ESRB has already **engaged in risk monitoring and analysis of the non-bank sector** and has identified many structural vulnerabilities that require our attention. But more work is needed to better understand the systemic risks of the non-bank sector in the same depth as those for the banks. This is important not only for financial stability, but also for ensuring a solid basis for the saving and investment union.

Let me underline the critical importance of data – access to data, better use of data – in the analysis of non-banks. To understand the systemic risks related to NBFIs, we simply need better data to be able to identify and map the vulnerabilities and interconnections. Only once that's done, we will be able to capitalize on more advanced methods, such as system wide stress-testing, to locate the vulnerabilities in the system.

Our future challenges include **not only the complexity of the evolving financial system, but also the increased speed of its operations**. Due to digitalisation, financial operations are becoming ever faster. It

will be **even more important that the ESRB is able to perform risk analysis and policy evaluations in a timely manner.**

Dear Friends,

Slide 6: Three priorities in the way we work

Before concluding, I'd like to highlight three priorities for the way we work in the coming years that I find critical for the ESRB. We should:

1. Enhance our analytical capacity by making better use of data and research.
2. Bring into use new analysis methods and technologies.
3. Focus on our core activities.

Let me just elaborate on these a little more.

Slide 7: Analysis based on data and research – a key priority

1. **Active development of data analytics and research-driven analysis** is nothing new at the ESRB as such.

But I firmly believe that **the importance of analysis which is based on data and research cannot be overemphasized in our times**, where disinformation is being used as a weapon. In today's world, there is a great risk that genuine information will be crowded out.

Data is the gold or oil of our digital world today – it is a valuable resource and a necessary basis for high-level analysis. Following the global financial crisis, the reporting requirements for financial operators were increased. Financial supervisors and central banks consequently also have **a duty to use the new data effectively and efficiently.**

The challenge for the ESRB is that not all relevant data are readily available to it. The rules governing the ESRB's access to data can be broadly divided into two types:

- **ex ante access**, whereby the ESRB has access to data on a regular, ongoing basis, as soon as it is reported. We already benefit from quite a few datasets under this framework, which is well aligned with our mandate and tasks.
- **ex post access**, through ad hoc requests, which take time to process. For some important datasets we have only ex post access. This includes granular datasets collected by the ESAs.

While cooperation regarding data sharing between the ESAs and the ESRB has been excellent, the ex post framework has inherent limitations that hamper the ESRB's ability to continuously monitor and mitigate risks to financial stability.

For this reason, the ESRB sent a letter last month to European co-legislators, urging them to broaden the ESRB's access to information from supervisors, so that the data can be shared with the ESRB by default.

This is extremely important for the ESRB to be able to effectively fulfil its mandate in assessing the systemic risks and to promptly react in instances of projected instability.

As the volume of data increases, we must also **invest in new high-level analysis methods.** Modern methods of risk assessment make use of advanced tools and technologies, such as AI and machine learning, which enable better forecasting and analysis. With these technologies, it is possible to process large amounts of data.

Finally, to focus on our core activities has been rightly underlined both by the other High Level Group members and in the ESRB member feedback. We should, in my view too, **focus on our core activities** even

in the midst of various crises. We cannot be experts in everything, and nor do we need to be. The added value that we bring as an organisation should focus on the area where we are the best experts: **systemic level risk analysis of the *financial* system.**

Our added value should always come from a deep understanding of vulnerabilities and interconnections in the financial system and of the various factors that get amplified when shocks hit the system.

Dear Friends,

Let me now conclude.

In the grand scheme of things, financial stability fundamentally depends on the geopolitical and macroeconomic context. The best service for EU financial stability now is to maintain European unity and firmly support Ukraine in the face of Russia's threat.

Furthermore, it is crucial to strengthen the structural foundations of the European economy, by focusing policy actions on productivity growth and industrial competitiveness, while retaining the European model of social inclusion.

On its part, the European Systemic Risk Board, together with the ESAs, the SSM, the FSAs and the central banks, continues to play a strong role in safeguarding the stability of the EU financial system. Our work will focus on the evolving systemic risk and will be based on comprehensive data and research, high-quality analysis and wide-ranging cooperation between different authorities.

I look forward to continuing to work with you towards this immensely important goal of maintaining financial stability in Europe.

Thank you for your kind attention!

Statement by Governor Olli Rehn on the International Monetary Fund's decision to resume Article IV consultations with Russia

As Finland's representative on the IMF's Board of Governors I give my full support to the letter sent by the Ministers. In Article IV consultations, the IMF advises member countries on how to strengthen their economies, for example. The IMF's decision on consultations with a country that is fighting an illegal war of aggression sends a totally wrong signal to the international community, and I cannot support the IMF's decision.

- [Ministry of Finance press release](#)

This Time is Different or Back to Basics? Reflections on Monetary Policy Normalisation

Governor Olli Rehn, Helsinki, 13 September 2024
Policy keynote speech at the Bank of Finland and CEPR Joint Conference

This Time is Different or Back to Basics? Reflections on Monetary Policy Normalisation

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

May I warmly welcome you to Helsinki and to our annual research conference, which the Bank of Finland organizes jointly with the Centre for Economic Policy Research.

May I also say that taking inflation and monetary policy as the theme of the conference has proved to be a pertinent and productive tradition. But this was not always self-evident, as times have changed.

Just a few years ago, high inflation would have sounded like ancient history. However, as we know only too well, the COVID-19 pandemic and the subsequent geopolitical tragedies have proved that inflation can return, unexpectedly and significantly, and that central banks must stand ready to tackle it purposefully.

The surge in inflation and the robust disinflationary measures taken by the European Central Bank and other central banks remind us how important it is that central bankers and academics listen and talk to each other.

In fact, the timing of this dialogue opportunity today is particularly appropriate, as I returned home only yesterday evening from the Governing Council meeting in Frankfurt, where we took our latest interest rate decisions.

So let me devote the first part of my talk to the current economic outlook and our monetary policy decisions. I will then turn to a more bird's-eye view of the past few years regarding inflation. Finally, I shall say a few words about the ECB's assessment of its monetary policy strategy.

Slide 2: Disinflation in the euro area is on the right track

Inflation – or, rather, disinflation – in the euro area is on the right track. We've come down from the peak of 10.6% in October 2022 and are now in the vicinity of our 2% medium-term target. The latest Eurostat estimate, for August, shows an inflation rate of 2.2% in the euro area.

While the final stretch of the road to our 2% target may be bumpy, the ECB and other international institutions forecast that the 2% target will be achieved in a sustainable way in the course of next year.

Slide 3: Euro area GDP growth is projected to gradually pick up

Growth, however, remains slow in the euro area, and downside risks to growth have increased over the summer. Industrial production in the euro area is still stumbling after the energy price shock and is not expected to recover quickly. According to the ECB staff forecast published yesterday, growth in the euro area this year will be subdued, but will then accelerate to 1.3% in 2025 and to 1.5% in 2026. Geopolitics, including two wars and other political uncertainties, is strongly influencing the growth and inflation outlook for the euro area, both in the short and medium run.

It has become evident that the weakness in euro area growth is more structural than we had previously thought. Europe must, in my view, pursue stronger productivity growth, not least since its populations are

ageing, green investments require massive funding, public debts and deficits are large and defence spending needs to be raised.

These developments call for a strong, unified response from the EU. This is the main message from former ECB President Mario **Draghi's** recent **report on EU competitiveness**. The report highlights three key areas for action: 1) closing the R&D and innovation gap with the United States; 2) balancing Europe's ambitious climate goals with competitiveness; and 3) enhancing security and reducing critical dependencies.

The report is a wakeup call to all Europeans and a deep diagnosis of our economic and industrial challenges. I do hope it catches the attention it deserves from both the new European Commission and the EU national governments.

Slide 4: The ECB's Governing Council lowered key interest rates at its September meeting

At the ECB's Governing Council meeting yesterday, we decided to lower our main policy rate by 0.25 percentage points, meaning that the deposit facility rate now stands at 3.5%.

There were good reasons for easing monetary policy: inflation has continued to slow down, and inflation expectations are close to the ECB's 2 percent target. In addition, economic activity is still subdued, and financing conditions remain restrictive.

Disinflation, together with robust wage growth, is supporting the growth of real disposable incomes in the euro area and paving the way for a consumption-led recovery. Our Achilles' heel, though, is the low level of productive investment.

Concerning productive investment – that we badly need – the distinction between structural and macro is never crystal-clear, black-and-white. Yes, the current clouds of geopolitics and intra-European uncertainty weigh on the European economy, in the form of damaging confidence effects. Nevertheless, and to paraphrase a certain giant on whose shoulders we all stand: "In the long run we are all retired. But in the meantime, we need more productive investment."

In other words, even though the euro area's longer term growth and competitiveness challenges cannot be solved using monetary policy, an easing in financial conditions will bring welcome relief to households and companies in the short term, and should support investment, which is needed to increase longer term productivity.

The prevailing uncertainties continue to underline the case for data dependency and a meeting-by-meeting approach in the Governing Council's decision-making going forward. We are not pre-committing to a particular rate path.

We thus maintain full freedom of action and flexibility in making interest rate decisions in future meetings. The next regular monetary policy meetings will be held in October and December.

The Governing Council will continue to base its monetary policy decisions on the assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary policy transmission.

Slide 5: Three periods of inflation in the euro era, 1999-2024

Let me now turn to the ECB's assessment of its monetary policy strategy by taking both a step back and a longer term perspective.

This graph shows that the quarter-century history of euro area inflation can be conveniently divided into three distinct periods: 1) 'normal times', during what later became largely known as the Great Moderation, from the 1980s until 2009 (inflation at 2.2% on average); 2) 'lowflation' in the aftermath of the Global Financial Crisis (inflation at 1.3% on average); and 3) 'highflation' since 2021 (inflation at 5.8% on

average).

Each of these periods had a specific set of drivers, shocks and policy challenges. In spring 2020, the ECB launched its previous monetary policy strategy review, motivated by persistent sub-target price dynamics, the binding policy rate constraint and the need to evaluate the unconventional monetary policy toolkit. Estimates of the natural rate of interest were at that time pointing to a declining downward trend, and there was growing evidence of a flattening of the Phillips curve, although with apparent non-linearities.

All these factors together posed a risk that the central bank could have lost the necessary policy space and, equally worryingly, that inflation expectations could become de-anchored.

What cause inflation? Demand or supply shocks?

Given the commitment to reassess its actions regularly, the ECB decided this summer to launch an assessment of its monetary policy strategy, with the aim of completing it in mid-2025.

What has changed since the previous review in 2020? No sooner had the ink of the previous review dried in July 2021 than inflation started to rise rapidly. Clearly, understanding the nature of the inflation surge is of paramount importance – and a key lesson to be learnt.

Let me elaborate a bit.

One view holds that the surge in prices can be mainly attributed to factors that were constraining **supply**. For example, the pandemic-related lockdowns across the world heavily disrupted international production and transportation chains, resulting in multi-month delays in the supply of manufactured goods. The same lockdowns reduced or even temporarily eliminated the supply of many services, for instance in the leisure industry. The pandemic also led to a massive drop in average hours worked, creating labour shortages and further squeezing supply.

On top of that came a textbook **supply-side shock** or, rather, **a relative price shock**. When Russia invaded Ukraine in February 2022, global oil and gas prices shot up. Within a few months the euro area was largely cut off from Russian natural gas supplies and was instead increasing its natural gas imports from the US, Norway and Africa, which added to the energy bill and economic costs.

But **demand-shifting factors** could also have been at play, as acknowledged by Chair Powell at this year's Jackson Hole keynote speech. Research presented at this year's ECB Forum on Central Banking in Sintra also points in this direction. One potential factor was the strong level of pent-up demand following the pandemic lockdowns.

People not only consumed less and accumulated more savings during the pandemic, but demand also shifted from services to goods. Once the lockdown restrictions had been eased and lifted, the vaccines rollouts made and health security improved, there was a demand overhang and a surplus of savings that together boosted private consumption.

Secondly, advanced economies introduced both fiscal and monetary stimulus measures on an unprecedented scale, with the objective of boosting domestic demand. Expansionary fiscal policy was especially pronounced in the United States.

Central banks also stepped in with various stimulus programmes. For instance, the ECB launched the PEPP asset purchase programme worth 1,850 billion euro in total. The Federal Reserve, apart from dropping the policy rate to zero, embarked on a wide range of asset purchase and loan programmes.

On top of that, both the Fed and the ECB made fresh changes to their respective monetary policy strategies. In both cases, the original goal had been to lift inflation from the deflationary mire where we had been for too long, with the aim of achieving a slight upward shift in inflation expectations.

It therefore transpired that many of the potential factors contributing to high inflation, including demand shifts, fiscal and monetary policy measures, energy shocks and supply chain disruptions, all happened around the same time.

This concurrence of various economic forces apparently makes life more difficult for researchers who try to analyse the causes of the inflation surge, because it amplifies the perennial identification problem. So, the jury is still out, and researchers are busy trying to disentangle these factors and develop new tools for identification and analysis.

These demand-supply interactions are rightly a part of this year's Bank of Finland and CEPR joint conference, for example the papers and discussions from yesterday's fascinating session on large shocks. They are also likely to be among the issues considered in **the next ECB strategy assessment in 2025**.

Slide 6. Reflections on the ECB's next strategy review in 2025

The most important decision of the ECB's previous strategy review, in 2021, was to set a symmetric inflation target of 2% over the medium term. This means that both negative and positive deviations from the target are now treated as equally undesirable. We also underlined the medium-term orientation for reaching the target.

This redefined inflation target, in place since 2021, has provided a clear and comprehensible anchor, and enough flexibility both in terms of the temporal definition and the instruments used. This has allowed us to avoid taking any excessively drastic measures that the old target might have implied.

Thus, the target itself does not, in my view, need re-consideration. But in the strategy assessment we need a better understanding of the inflation dynamics of the past few years and of the secular trends affecting monetary policy going forward. These include geopolitics and other drivers of the natural rate of interest.

Geopolitical challenges and geoeconomic fragmentation, in particular, will continue to shape the operating environment of monetary policy in the years ahead. Complex value chains are no longer seen only as a sign of economic progress, efficiency and peaceful cooperation, but also as a potential source of risk and economic disruptions.

The changes that are taking place in the world economy, from trade wars to supply chain diversions, are likely to increase the probability of supply shocks and inflation volatility. They will also importantly shape the new equilibrium of the euro area economy that emerges after the current interest rate cycle.

Turning to the natural rate of interest, there are arguments supporting the view that it is rising – as a result of the huge investment needs due to the green transition, artificial intelligence and defence spending – but there are also arguments for the view that it is declining – due to weakening productivity growth arising from population ageing and geoeconomic fragmentation. The true picture is still largely unknown and requires considerable further research.

Another focus area in the strategy assessment should, in my view, be **labour markets**. We need a more concrete understanding of how demographics affect the participation rate and labour force trends.

In recent years we have seen a sharp decrease in average hours worked during the pandemic and increased immigration, which has enlarged the labour supply and helped to constrain wage pressures.

We need to ask ourselves whether these trends are likely to continue and such shocks likely to reoccur. And what is their impact on labour productivity in the short and longer term?

Conclusions

Ladies and Gentlemen,

Let me finish with a few conclusions.

The latest inflationary episode was the largest in 40 years. This, and the subsequent disinflation, offer us a wealth of new empirical raw material to learn from and for re-examining the analytical and historical knowledge we gained from Volcker's disinflation in the early 1980s.

Nevertheless, the paths of real and nominal interest rates and the ultimate dynamics of prices have this time been, to some extent, different. Obviously, the world has also undergone profound structural changes in the meantime, which makes simple analogies tricky. Even so, careful comparison and analysis of these two inflation episodes and their differences may improve our understanding of economics.

Let me add that there are many reasons to assume that the supply side of the economy is and will likely continue to be a source of shocks with inflationary implications. Climate and weather, energy and geopolitics, production chains, labour market and new technologies can all be sources of major disruptions and accelerate structural change.

This is of paramount importance for another reason too, namely that our traditional analytical tools, such as the New Keynesian framework, are typically better suited to the study of demand disruptions. Thinking more about the supply side may be tougher but is no less important.

Thank you.

[Presentation](#) (PDF)

Talouden näkymät euroalueella ja Suomessa

Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn

Hallituksen budjettiriihi, 3.9.2024

[Esityskalvot \(pdf\)](#)

Euroopan rauhanprojekti pakotettiin geopolittiseksi toimijaksi

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

[Esko Antola -luennon](#) avauspuheenvuoro

Turun Eurooppa-foorumi, 29.8.2024

Euroopan rauhanprojekti pakotettiin geopolittiseksi toimijaksi

Arvoisat kuulijat, hyvät ystävät,

Lämpimästi tervetuloa Suomen Pankin jo perinteeksi muodostuneelle Esko Antola -luennolle!

Järjestämme tämän luennon nyt viidettä kertaa Turun Eurooppa-foorumin yhteydessä. On hienoa havaita, että keskustelu Euroopan unionista kiinnostaa näinä kesän kenties viimeisimpinä päivinä.

Lokakuussa tulee kuluneeksi 30 vuotta siitä, kun Suomen kansa neuvoi kansanäänestyksessä eduskuntaa hyväksymään Euroopan unionin liittymissopimuksen. Se oli kauaskantoinen päätös, joka olennaisesti vahvisti Suomen turvallisuutta ja kansainvälistä asemaa ja pohjusti myös myöhempiä integraatioaskelia, euron ja Naton jäsenyyttä.

Esko Antola tarkasteli jo 1980-luvun alussa liittymispäätöstä edeltänyttä Suomen läntistä integraatiota, joka eteni usein virallisen politiikan kulisseissa. Esko Antolaa ei ole turhaan luonnehdittu suomalaisen Eurooppa-tutkimuksen isäksi ja uranuurtajaksi.

Arvostamme sitä suuresti, että sinä Esko olet päässyt tänään paikan päälle tähän tilaisuuteen. Olet sydämellisesti tervetullut!

Hyvä Esko, sinun akateeminen ankkuripaikkasi on täällä Turussa: Turun yliopistossa ja sen yhteydessä toimineissa tutkimuslaitoksissa. Olet kouluttanut suuren joukon tutkijoita, toimittajia ja asiantuntijoita. Olet kannustanut kansalaiskeskusteluun Euroopan unionista.

Akateemisessa työssäsi Suomen yhdentymisen eurooppalaisiin ja läntisiin yhteisöihin nähdään osana laajempaa rauhan, turvallisuuden ja kestäväen talouden strategiaa. Jaan tämän käsityksen. Siihen sisältyy olennaisesti se ajatus, että EU:n laajentuminen ja syventäminen eivät ole toistensa vastakohtia, vaan pikemminkin toisiaan täydentäviä, joskin myös osin keskenään kilpailevia EU-integraation kehityssuuntia.

Venäjän aloittaman hyökkäyssodan jälkeen EU:n laajentuminen on taas noussut asialistalle. Laajentuminen on aina ollut myös geopolitiikkaa, niin nytkin. EU kilpailee lähialueillaan vaikutusvallasta Venäjän kanssa. Ukraina ja Moldova aloittivat jäsenneuvottelut kesäkuussa. Länsi-Balkanin maiden neuvottelut taitavat nekin herätä talvihorroksestaan.

Euroopan turvallisuuden kannalta Ukrainan menestys on eksistentiaalinen kysymys. Lännen tuen Ukrainalle pitää jatkua vankkumattomana. Komission puheenjohtaja Ursula von der Leyen vakuutti linjapuheessaan, että EU seisoo maan rinnalla niin pitkään kuin on tarvis oikeudenmukaisen ja kestäväen rauhan solmimiseen saakka.

Ukrainan jäsenyysneuvottelut on käytävä huolellisesti ja vienevät aikansa, myös unionin oman uudistumisen takia. Vuosituhannen vaihteessa, tuolloin käynnistetyn EU:n itälaajentumisen alla, komissiossa laadittiin toimintaohjelma nimeltään Agenda 2000, jossa onnistuneesti ympäröitiin neliö, tai pitäisikö sanoa EU:n mahdollon kolmio – ts. sovitettiin yhteen 12 uutta jäsenmaata, rahoituskehysten reaalin nollakasvu sekä

yhteinen alue- ja maatalouspolitiikka.

Jotain samankaltaista tarvitaan nykyin, kun Ukrainan, Moldovan ja Länsi-Balkanin maiden EU-jäsenyydet ovat vakavasti pöydällä.

Ukraina on yli 40 miljoonan ihmisen teollisuus- ja maatalousmaa, joka on sodan tuhojen takia suuren jälleenrakennuksen tarpeessa. Onko edessä Agenda 2030, jolla nyt ympyröidään EU:n mahdoton kolmio?

Muistetaan silti, että pelkän budjettitekniikan sijaan EU:n laajentumisprosessissa – ja se on aina vuosien prosessi, ei mikään sormiennapsautus – päämääränä on ulottaa rauhan ja vakauden, demokratian ja oikeusvaltion, vaurauden ja hyvinvoinnin alue yli koko Euroopan. Siinä liike on aivan yhtä tärkeä kuin päämäärä.

Mutta se on myös historiallinen prosessi. Kuten eräs näytelmäkirjailija kiteytti: ”Historia on vain ajan yli vedettyä maantiedettä.” Hyvin sanottu.

Hyvät ystävät,

Esko Antola määritteli, että ”Euroopan integraatio on strategia, jolla luodaan hyvinvointia”. Me kokonaisturvallisuuden konseptin kehittäneet suomalaiset tiedämme, että turvallisuus on enemmän kuin asejärjestelmät tai puolustuspolitiikka. EU:n tavoitteena on, että unioni sekä talous- ja rahaliitto EMU tukevat kaikkien EU-kansalaisten ja myös tulevien jäsenmaiden taloudellista hyvinvointia kestäväällä tavalla.

Euroopan yhdentymisen pisimmälle ja syvimmälle viety osa on yhteinen ja yksi rahapolitiikka, jota toteutamme yhdessä Euroopan keskuspankin ja 20 euromaan keskuspankin kanssa. Tuorein euromaa on harppauksin kehittynyt Kroatia, jossa *kuna* vaihtui euroon viime vuoden alussa. Kroatia toimiikin mallina muille entisen Jugoslavian maille.

Euroalueen talous kasvaa tänä vuonna vajaan prosentin vauhtia, mutta kasvu on epätahtista jäsenmaiden välillä. Etenkin Suomen kannalta tärkeä Saksan talous kasvaa heikosti.

Saksan ja osin muunkin euroalueen teollisuutta vaivaa pitkittynyt alisuoriutuminen ja krooniselta vaikuttava taantuma. Sotaa käydään Euroopan maaperällä, ja kilpailuasemamme teknologia- sekä kauppasodan riivaamassa kansainvälisessä taloudessa on vaikea.

Hintavakauden osalta on nähtävä metsä puilta: inflaation vakauttamiseksi EKP:n kahden prosentin tavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä on edistytty merkittävästi sitten lokakuun 2022 huipputasoon: on tultu 10,6 prosentista viimeisimpään lukuun (7/24) 2,6 prosenttia. Inflaation hidastuminen vahvistaa kansalaisten ja kotitalouksien reaalista ostovoimaa sekä vahvistaa talouden ennustettavuutta muuten epävarmassa ja vaikeassa toimintaympäristössä.

Kunhan luottamus inflaation hidastuvaan trendiin lähiaikoina vahvistuu, rahapolitiikan keventämistä eli koronlaskuja voidaan mielestäni jatkaa. Viime aikojen tiedot etenkin Saksan mutta myös muun euroalueen teollisuuden vaimeasta kehityksestä antavat lisää perusteita laskea EKP:n ohjaukorkoa seuraavassa eli syyskuun alun kokouksessamme – olettaen, että inflaation hidastuminen pysyy raiteillaan.

Suomessa vuoden ensimmäisen puoliskon talouskehitys oli heikkoa. Kesäkuun ennusteemme nojalla kasvu käynnistyy pienin askelin vuoden loppua kohden, kun kotitalouksien ostovoima vahvistuu. Kesän mittaan saatujen tietojen valossa suhdanteen pohja – joskin kuoppainen sellainen – näyttäisi kyllä olevan käsillä, mutta kasvun kunnollista pirstymistä sen sijaan jouduttaneen odottamaan ainakin loppuvuoteen.

Kestävän kasvun ja työllisyyden kannalta olisi myös suotavaa, että Suomen työmarkkinoilla soisi yhteinen syksyn sävel.

Hyvät ystävät,

Seuraavaksi minulla on ilo ja kunnia toivottaa esiintymislavalle tämän vuoden Esko Antola -luennon pitäjä, professori Juhana Aunesluoma.

Juhana on Helsingin yliopiston poliittisen historian professori, joka on tutkimustyössään keskittynyt toisen maailmansodan jälkeiseen Euroopan integraatioon, sekä turvallisuuteen että yhteiskunnallis-taloudelliseen kehitykseen. Hän on tutkinut myös Suomen kauppapolitiikan kehitystä osana maamme ulkopoliittikkaa. Esko Antola -luennon otsikokseen hän on valinnut ”Rauhanprojektista turvallisuusunioniksi. EU:n muutos ja Suomi 1994–2024.”

Juhanan alustusta kommentoi Euroopan historian professori Laura Kolbe. Lauran monipuolisessa akateemisessa ja kirjallisessa työssä korostuu Euroopan kulttuurihistorian, ”luokkaretkien” ja kaupunkien kehityksen tutkimus.

Molemmat puhujamme ovat aktiivisia yhteiskunnallisia keskustelijoita ja arvostettuja tiedon jakajia erilaisissa ajankohtaisohjelmissa ja haastatteluissa.

Nyt Juhana Aunesluoma, ole hyvä, tervetuloa lavalle!

Antoisaa seminaaripäivää kaikille!

The European and Finnish Economies: Pursuing Growth in the Shadow of Geopolitical Challenges

Governor Olli Rehn

A fireside chat organised by the European American Chamber of Commerce New York in collaboration with the Consulate General of Finland

New York City, 19 August 2024

[Presentation](#) (pdf)

The European and Finnish Economies: Pursuing Growth in the Shadow of Geopolitical Challenges

Many thanks to the organisers for the opportunity to speak to this distinguished audience today. Great to be back in New York City, on my way to Jackson Hole!

It may be an understatement to say that it's been a volatile fortnight in the global markets. Two weeks ago, the global markets, especially the Japanese stock market, fell sharply. But the turmoil calmed down fairly quickly, and stock valuations and rates have largely recovered.

My take on the events is that they were an overreaction of market forces in conditions of heightened uncertainty and thin market liquidity, and not so much due to issues arising from fundamentals. To European eyes at least, the US economy still remains relatively strong, and the recession scare two weeks ago seems like ancient history – for now.

Slide 2: Euro area GDP growth is projected to gradually pick up

Geopolitical uncertainty – especially Russia's illegal, brutal war in Ukraine and the war in the Middle East – continues to affect sentiment in the European and Finnish economies. The challenges posed by technology and trade wars further complicate the situation. Alas, growth in the euro area this year will be weak, but the ECB's June forecast projects that it will accelerate to 1.4% in 2025 and to 1.6% in 2026.

It is notable that growth is not uniform across the euro area economy. Importantly, growth in the German economy – the powerhouse of Europe – is lacklustre. The industrial sector in Germany and in the entire euro area is characterised by prolonged underperformance and a chronic malaise, and growth relies more and more on services.

On the positive side, unemployment has remained low, and the employment and labour market participation rates are higher than before the pandemic. Going forward, higher real wages and low unemployment are projected to support growth in Europe.

Slide 3: Euro area inflation has been slowing but there is still a bumpy road ahead for stabilising inflation at the 2% target

Inflation in the euro area has been falling, but the road ahead to the ECB's 2% medium-term goal is still likely to be bumpy this year.

For instance, in July headline inflation increased a little, by one tenth of a percentage point. Risks of higher-than-forecast inflation have not disappeared, as service inflation (4%) has been persistent and wage growth relatively strong.

However, it is important to distinguish the forest from the trees and focus on the longer term trend in

inflation. In the two years since the October 2022 peak of 10.6% inflation, considerable progress has been made in bringing inflation down towards the ECB's medium-term target of 2%.

Slide 4: Monetary policy tightening has anchored euro area inflation expectations at around 2%

Monetary policy and financing conditions have been held tight to curb demand. This has helped to keep inflation expectations firmly anchored, which is essential and good news for the European economy.

Meanwhile, the bad news relates to the growth outlook: there are no clear signs of a pick-up in the manufacturing sector, even though the energy cost drivers of the weak performance seem to have largely faded away. The euro area's energy imports bill has fallen back from over 6% to around 3% of GDP, which is close to its long-term average.

Slide 5: Rapid rise in the energy imports bill and its subsequent stabilisation: energy imports of GDP in the euro area, 2015–2023

If manufacturing sector investments fail to recover and growth continues to depend on services, the projected pick-up in productivity growth may be jeopardized. We must also consider that the slowdown in industrial production may not be as temporary as assumed. As a case in point, German industrial production already started to shrink at the end of 2017, long before the energy price spike.

Slide 6: Market expectations on the ECB policy rate going forward

All this data seems to be factored into market expectations of the central banks' rate decisions, in light of their reaction functions. This fresh slide, from today cob, illustrates the market forces' view of the ECB's future rate path. [Not committing the ECB, nor even the Bank of Finland!]

Where then does this take us in the making of monetary policy?

Looking ahead, the ECB Governing Council will continue to follow a data-dependent approach. However, data dependence does not mean data point dependence; that is to say, dependence on a specific data point or points. We look at a wide range of data, analysis and forecasts. In our decision-making, we evaluate three factors in particular: the inflation outlook, the dynamics of core inflation net of energy and food prices, and the strength of monetary policy transmission.

If confidence in the slowing trend of inflation becomes more robust, monetary policy easing and interest rate cuts can be continued. Without pre-committing to any specific interest rate path, let me add that, in my view, the recent increase in negative growth risks in the euro area has reinforced the case for a rate cut at the next ECB monetary policy meeting in September – provided that disinflation is indeed on track.

Slide 7: Reflections on the ECB's next strategy review in 2025

Let me now turn to longer term economic policy challenges facing Europe. **In the monetary policy domain** – and keeping in mind the ECB's forthcoming strategy assessment – we need to gain a better understanding of the inflation dynamics of recent years and of the secular trends affecting the real economy and thus monetary policy.

In the 2021 strategy review, we reviewed the previous asymmetric target, “below but close to 2 percent”, and replaced it with a symmetric 2% target. Symmetric in the sense that, as we stated, both negative and positive deviations from the target are regarded as equally undesirable. And we underlined the medium-term orientation for reaching the target.

In my view, the symmetric, medium-term 2% inflation target [that we re-defined in 2021] has served

us well, so far: it has provided a clear and comprehensible anchor, and enough flexibility both in terms of the temporal definition and the instruments used. This has allowed us to avoid taking any excessively drastic measures that the old [‘below but close to 2 percent’] target might have implied.

Thus, the inflation **target** itself does not, in my view, need re-consideration. But we need to analyse the inflation **dynamics** of the recent years – and the functioning of the strategy – in more depth.

Geopolitical challenges and geoeconomic fragmentation, in particular, will continue to shape the operating environment of monetary policy in the years ahead. The changes that are taking place in the world economy, from trade wars to supply chain diversions, are likely to increase the probability of supply shocks and inflation volatility, but they also importantly shape the new equilibrium of the euro area economy that emerges after the current interest rate cycle.

Slide 8: What have we learnt about euro area productivity growth?

Meanwhile, European industrial competitiveness – or rather the lack of it – is indeed an immediate concern. This is very concrete in **the productivity gap** between Europe and the US, which has been widening, especially since the pandemic. The list of structural factors behind the euro area’s poor productivity performance is, unfortunately, rather long.

The euro area lags behind the United States particularly in R&D, technology adoption and innovation. ICT and professional services stand out as the sectors with the weakest relative productivity growth in Europe in the past few decades.

Educational attainment is higher in the US on average, and the regulatory environment more conducive to business dynamism. Nurturing human capital and further improving our education level is particularly important because behind every innovation, research and product development idea is a person.

Finland, which, as a small and open advanced economy, is a microcosm of the euro area economy, has had its own challenges. Productivity growth has been very slow or non-existent for the past 10-15 years. This is the result of a unique combination of cyclical and structural shocks – and the Finnish economy’s inability to adjust sufficiently smoothly.

Europe must thus pursue stronger productivity growth, not least since its populations are ageing, green investments require funding, public debts and deficits are large and defence spending needs to be raised.

Policies aimed at improving access to finance, such as further progress with the capital markets union, and the removal of existing barriers to the provision of cross-border services could have a long-lasting impact in supporting productivity growth in the euro area. Giving fresh impetus to the EU’s capital markets union by relaunching it as **an investment and financing union** could be one of the low hanging and most rewarding fruit.

This links to technology. It does appear quite probable, or at least possible, that the spread of generative AI will have significant ramifications for labour markets, businesses and societies at large.

Furthermore, the trade policy agenda of the new European Commission is yet to be determined. Managing relations with the US and China, our two largest trading partners, will undoubtedly be at the top of the list.

The US is the most important bilateral relationship we have, and we must continue to take good care of it. As like-minded partners, it is imperative that we find ways to avoid trade wars between ourselves, while also addressing each other’s trade concerns.

We must remember that, in addition to trade wars, real wars are also an unfortunate reality in today’s Europe. It is now slightly more than 900 days since Russia’s illegal and brutal invasion of Ukraine.

Obviously, Europe's economic difficulties are partly a result of the war and Russia's actions related to it. For instance, energy prices already started to rise in 2021 when Russia did not supply the usual amount of gas ahead of the winter season.

It is also important to note that higher energy and food prices caused by Russia's invasion have had global effects. What happens in Europe doesn't stay in Europe.

The EU has supported Ukraine's fight against the aggressor in many ways. While in terms of military support the United States is the single most important provider of assistance to Ukraine, in financial support the EU and its member states have done more.

Supporting Ukraine is both morally right, and it is also very much in Europe's own interest. If Russia were to defeat Ukraine, one of Europe's largest countries and neighbour to four EU and NATO members, we would face a long period of much higher geopolitical risks in Europe and globally. This would be extremely costly in more ways than one.

Slide 9: Conclusions

Let me conclude. Many crucial issues for Europe are at stake now, and they also matter for the United States, Europe's closest ally and partner.

First and foremost is European and Western unity in the face of Russia's threat and, more generally, in a world of heightened geopolitical challenges. Our support to Ukraine must be unwavering, and we must work on several fronts to enhance international security and cooperation.

Second, strengthening the structural foundations of the European economy – i.e. productivity growth and industrial competitiveness – is of the paramount importance. Europe's weak productivity performance calls for raising the level of ambition in policy-making – this goal should really be at the heart of the next European Commission's work programme.

There are no shortcuts. In addition to R&D, we must foster reforms to support better diffusion of new technologies, improve access to finance and remove existing barriers to services across countries. It is clear that recent and future developments in cutting-edge research and innovations, including AI, will play a key role in the pursuit of these goals.

Maintaining price and financial stability is the core contribution of central banks to enhance a sound environment for the vast investments needed in the digital transformation and greening of our economies.

To sum up, this is no time for small talk. Instead, it is indeed the moment for big-time action for economic reforms and productivity growth, for innovation and investment.

That's a challenge worth striving for, both for us Europeans and for our closest partners, allies and friends in the United States!

Thank you for your kind attention!

Vuoropuhelua vastakkainasettelun maailmassa

Mikkeli 7.8.2024

Avaussanat: Vuoropuhelua vastakkainasettelun maailmassa

Hyvät ystävät,

Lämpimästi tervetuloa jo perinteiseen kesäseminaariimme, jonka Suomen Pankki järjestää Mikkelin musiikkijuhlien yhteydessä. Kiitos, että olette päässeet vieraiksemme näin kauniina kesäpäivänä – ”sommaren är kort”, vaan vielä on kesää jäljellä!

Tämän vuoden teemamme ”Vuoropuhelua vastakkainasettelun maailmassa” syventää luontevasti viime vuoden seminaarissamme käytyä vilkasta keskustelua. Silloin kesäseminaarissa pohdittiin Suomen pärjäämistä voimapolitiikan maailmassa.

* * *

Seminaarimme teema istuu tänne Mikkeliin myös siksi, että se on iso kysymys myös alueellisesti, Itä-Suomen ja koko Suomen idean kannalta. Itä-Suomi on kärsinyt muuta maata enemmän Venäjän kaupan loppumisesta ja itärajan sulkemisesta Venäjän hyökkäyssodan myötä – myös matkailun hyytymisen ja metsäteollisuuden puuhuollon osalta. Alueen kunnat eivät ole myöskään saaneet oikeutettua osuuttaan vihreän siirtymän investoinneista, jotka ovat keskittyneet maan länsi- ja eteläosiin.

Tämä vaatii kansallista huomiota. Muun muassa EK ja Itä-Suomen unioni ovat tehneet tärkeitä ja kannatettavia aloitteita Itä-Suomen kehittämiseksi.

Kyse on myös koko EU:n yhteisestä itärajasta. Voisiko Suomi samanmielisten maiden kanssa ajaa uutta ohjelmaa EU:n Venäjän vastaisille laajoille raja-alueille, jotka kärsivät sodan vaikutuksista?

Itä-Suomen elinvoima on koko Suomen kannalta iso turvallisuuspoliittinen kysymys. Arvaamattoman itänaapurin vieressä tarvitaan vireää ja vahvistuvaa seutua – aluetta, jonka asukkaat uskovat tulevaan. Sekin on osa pitävää rajaa. Menestyvä Suomi ei voi olla railon jakama Suomi.

Hyvät ystävät,

Ennen kuin esittelen seminaarimme esiintyjät, muutama sana jo virankin puolesta viime päivien markkinamyllerryksestä maailmalla ja Suomen talouden näkymistä.

Maanantaina etenkin Aasian pörssit putosivat rajusti, Japanissa 12 %. Käymistila rauhoittui eilen ja kurssit pitkälti palautuivat. Taustalla oli ilmeisesti nopeasti voimistunut käsitys Yhdysvaltojen taantumariskistä ja Japanin keskuspankin äskettäistä koronnostoa seuranneet voimakkaat markkinareaktiot.

Oma käsitykseni on, että kyse oli markkinavoimien ylireagoinnista epävarmuuden ja lomakauden ohuen markkinalikviditeetin oloissa, ei niinkään talouden perustekijöistä johtuvista seikoista. Yhdysvaltain reaalityous on edelleen suhteellisen vahva, vaikka perjantaina julkaistut heinäkuun työllisyysluvut olivatkin heikommat kuin markkinoilla odotettiin.

Keskuspankit eivät tapaa reagoida yksittäisiin markkinamuutoksiin. Seuraamme silti valppaasti talouden kokonaiskuvan kehitystä sekä hinta- ja rahoitusvakauden että kasvun ja työllisyyden kannalta.

Euroalueen talous kasvaa tänä vuonna vajaan prosentin vauhtia, mutta kasvu on epätahtista jäsenmaiden välillä. Suomen kannalta tärkeä Saksan talous kasvaa heikosti. Saksan ja koko euroalueen teollisuussektoria

leimaa pitkittynyt alisuoriutuminen ja krooniselta vaikuttava taantuma.

Euroalueen inflaatio nopeutui rahtusen heinäkuussa, prosenttiyksikön kymmenyksellä. On kuitenkin tärkeää nähdä metsä puilta: inflaation vakauttamisessa EKP:n 2 % tavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä on edistytty merkittävästi sitten lokakuun 2022 huipun 10,6 prosentista nykyiseen 2,6 prosenttiin. Inflaation hidastuminen jatkuu, mutta tie kahden prosentin tavoitteeseen on vielä tänä vuonna kuoppainen.

Mikäli luottamus inflaation hidastuvaan trendiin lähiaikoina vahvistuu, rahapolitiikan keventämistä eli koronlaskuja voidaan mielestäni jatkaa. Se ei olisi pahitteeksi myöskään euroalueen talouden ja etenkin teollisuuden hauraan kasvun ja vaimeiden investointien kannalta, joista kannan huolta. EKP:n neuvostossa emme kuitenkaan sitoudu mihinkään korkouraan, vaan päätökset tehdään aina kokous kokoukselta, seuraavan kerran syyskuun alkupuolella.

Suomessa vuoden ensimmäisen puoliskon talouskehitys oli heikkoa. Kesäkuun ennustemme mukaan kasvu lähtee käyntiin pienin askelin vuoden 2024 loppua kohden, kun kotitalouksien ostovoima vahvistuu. Sen jälkeisten tietojen valossa suhdanteen pohja vaikuttaisi olevan käsillä, mutta selkeää käännettä parempaan ei ole vielä tapahtunut.

Kuluttajien luottamus on edelleen matalalla tasolla. Yrityksissä luottamus tulevaan näyttäisi olevan kohenemassa, vaikka yritysten nykytilaa kuvaavat mittarit ovat vielä heikoissa kantimissa.

Työllisyys heikkeni ja työttömyys kasvoi edelleen kesäkuussa. Tämä ei yllätä, sillä työllisyyskehitys seuraa suhdannekehitystä viiveellä.

Viimeaikaisista tiedoista havaitaan näin ollen sekä myönteisiä että kielteisiä merkkejä tulevasta. Suhdanteen pohja – joskin kuoppainen sellainen – näyttäisi kyllä olevan käsillä, mutta kasvun piristymistä sen sijaan jouduttaneen odottamaan ainakin loppupuoleen.

Hyvät ystävät,

Vaimea talouskehitys on pitkälti seurausta myös geopolitiisesta epävarmuudesta. Vuoden takaiseen verrattuna vastakkainasettelu on maailmassa paremminkin kasvanut kuin vähentynyt.

Tämän vuoden seminaarissamme keskitymme vastakkainasettelun yhteiskunnallisiin ja poliittisiin vaikutuksiin. Meillä on kohta ilo ja kunnia toivottaa Turun yliopiston erikoistutkija Jenni Karimäki tervetulleeksi lavalle. Jenni on ansioitunut yhteiskuntatieteilijä ja politiikan tutkija. Hänen alustuksensa teema on ”Konsensus-Suomi vai kaksinapainen kansakunta?”, jossa hän kysyy, miksi vastakkainasettelut ovat pinnalla juuri nyt, vaikka polarisaatio Suomessa ja maailmalla ei ole mikään uusi ja ennennäkemätön ilmiö.

Jennin alustuksen jälkeen pitkän linjan toimittaja Juho-Pekka Rantala vetää paneelikeskustelun, johon ”itse asiassa kuultuna” osallistuu vahva kaarti asiantuntijoita – alivaltiosihtööri Elina Pylkkänen työ- ja elinkeinoministeriöstä, pääkirjoitustoimituksen vetäjä Saska Saarikoski Helsingin Sanomista ja ”vanhempi veikkonen” (Senior Fellow) Vesa Vihriälä Helsingin yliopistosta. Yhdessä he pohtivat, millä eväillä Suomi oikein voi pärjätä tässä vastakkainasettelun maailmassa.

* * *

Kysymys vastakkainasettelun ja yhteisymmärryksen suhteesta tai niiden ”oikeasta” annostuksesta ei ole mikään helppo asia.

Yhtäältä näkemuserot ovat oleellinen osa demokratiaa. Vastakkaiset pyrkimykset eivät politiikasta häviä. Jos kaikki olisivat yhteisten asioiden hoidosta aina samaa mieltä, ei vaalejakaan kaikei tarvittaisi.

Toisaalta jakava ja poissulkeva vastakkainasettelu on polarisaation polttoainetta, jossa tehdään jakoa meihin

ja muihin, ja identifioidutaan ristiriitojen kautta. Äärimmilleen vietynä se johtaa vihapuheeseen ja poliittisiin konflikteihin – väkivaltaankin, kuten äskettäin Britanniassa.

Osaltani sain pohtia tätä teemaa viime lauantaina Pentinkulman päivillä. Väinö Linna oli toisen tasavallan kansalliskirjailija. On kiinnostavaa verrata häntä toiseen modernin suomalaisuuden tulkkiin, sosiologi Erik Allardtiin, joka oli Linnan ohella keskeinen vaikuttaja suomalaisten arvomaailman ja historiakuvan murroksessa 1950- ja 1960-luvulla. Analyysinsä Allardt kiteytti nelikenttään, jossa aito orgaaninen solidaarisuus edellytti erilaisuuden hyväksymistä ja sitä kautta yhteiskunnallisten ristiriitojen tunnustamista ja sääntelemistä.

Tästä on muisto opiskeluvuosiltani, siis vain muutaman vuoden takaa. Kuvasin tutussa opiskelijaporukassa Linnan Pohjantähti-trilogiaa rankaksi mutta hienoksi kuvaukseksi Suomen tasavallan syntyvaiheista. Eräs aiheeseen jo ilmeisen kyllästynyt ystäväni, lupaava sosiologinalku, totesi siihen kuivasti, että Erik Allardtille olisi riittänyt yksi nelikenttä selittääkseen saman asian, johon Linna tarvitsi tuhat sivua.

Opiskelutoverini huomautus ei laimentanut arvostustani teosta kohtaan. Pohjantähti-sarja on edelleen sydäntäni lähellä, ja palaan usein sen äärelle. Sosiologi pärjää nelikentälläkin. Kirjailijan voima on tarinassa. Tarinoita me tarvitsemme ymmärtääksemme maailmaa paremmin.

Yhtä kaikki Linnan viesti yhteiskunnallisesta eheydestä on ajankohtainen tänäänkin. Vastakkainasettelun aika ei Suomessa ikävä kyllä ole ohi. Poliitiikka on polarisoitunutta ja työmarkkinajärjestelmä aivan liian konfliktiherkkä. Luottamus olisi saatava palautettua osapuolten välille.

Ei nimittäin kannata unohtaa, että yhteiskunnallinen eheys ja ristiriitojen sääntely ovat edellytys Suomen kaltaisen, pysyvästi vaikealla geopolittisella maailmankolkalla sijaitsevan pienen maan pärjäämiselle.

Linna puolustaa kansalaissopua, kansanvaltaa ja oikeusvaltiota – ei saarnaamalla eikä pakottamalla ruotuun, vaan kuvaamalla Suomea rehellisesti ja hiljaisen huumorin voimalla – myös monimuotoisuutta.

Monimuotoisen suomalaisuuden ajatus on pysyvästi keskeinen, jotta kaikki me suomalaiset – mukaan lukien ensimmäisen ja toisen polven suomalaiset – voimme kokea osallisuutta Suomesta. Ja mikä tärkeintä, Suomen tasavaltalaisten arvojen – ihmisarvon, yhdenvertaisuuden, demokratian ja oikeusvaltion – puolustaminen edellyttää vahvaa ja kaikkien suomalaisten aidosti kokemaa yhteiskunnallista eheyttä.

Hyvät ystävät,

Tässä muutamia mietteitä seminaarityön virikkeeksi. Tervetuloa – toivotan kaikille oikein antoisaa iltapäivää keskustelevan kansanvallan hengessä!

Mietteitä totuudesta täällä Pohjantähden alla, ennen ja nyt

Pentinkulman päivät, Urjala 3.8.2024

Mietteitä totuudesta täällä Pohjantähden alla, ennen ja nyt

Arvoisat pentinkulmalaiset, hyvät kirjallisuuden ystävät,

Kiitos kutsusta tänne Pentinkulman päiville, joiden kantava teema on ajaton ja samalla äärimmäisen ajankohtainen: totuus kirjallisuudessa. Elämme aikaa, jolloin erilaiset äärisuuntaukset vähät välittävät faktoista ja haastavat ihmiskunnan parasta perintöä – ihmisarvoa ja demokratiaa, tutkittua tietoa ja kansainvälistä yhteistyötä. Puhutaan ”totuudenjälkeisestä ajasta”, eikä ikävä kyllä aiheetta. Se on vastoin kaikkea sitä, mitä Väinö Linna edusti. Linnan teosten filosofinen pohjavire kun on kritiikkiä kaikkea poliittisesti motivoitunutta historian väärinkäyttöä vastaan. Pyrkimys historialliseen totuuteen on erityisen ajankohtainen näin 70-vuotiaan Tuntemattoman sotilaan juhluvuonna.

Ennen kuin menen päivän epistolaan, haluan kiittää järjestävää seuraa mahdollisuudesta tutustua Väinö Linnan reittiin. Se oli hieno kokemus ja antoi hyvää paikallishistoriallista perspektiiviä myös tähän istuntoon.

Oma suhteeni Väinö Linnan tuotantoon alkoi aikaisin ja on kestänyt ajan aallot. Kun luin Pohjantähden ja Tuntemattoman – tässä järjestyksessä – ensi kerran kansakouluikäisenä Mikkelissä, se tuskin kumpusi tietoisesta pyrkimyksestä totuuteen, mutta kylläkin vähintään alitajuisesta yrityksestä paremmin ymmärtää maattamme ja maailmaa, ihmistäkin.

Jäin kahden Akselin vaikutuspiiriin. Kulutin kaksi vuotta pulpettia luokassa, joka oli ollut talvi- ja jatkosodan operatiivisten aivojen, kenraali Aksel Airon työhuone. Siinä missä Aksel Airo ajoi pohtimaan Suomen turvallisuutta ja puolustusta, pakotti Akseli Koskela punnitsemaan yhteiskunnallista oikeudenmukaisuutta ja kansanvaltaa. Tosin aloin pian tuntea yhteenkuuluvuutta Janne Kivivuoren – tannerilaisen reformistin ja sovinnonrakentajan – kanssa. Ajaton tehtävä sekin.

Väinö Linna oli toisen tasavallan kansalliskirjailija. On kiinnostavaa verrata Linnaa toiseen modernin suomalaisuuden tulkkiin, sosiologi Erik Allardiin, joka oli Linnan ohella keskeinen vaikuttaja suomalaisten arvomaailman ja historiakuvan murroksessa 1950- ja 1960-luvulla. Analyysinsa Allardt kiteytti nelikenttään, jossa aito orgaaninen solidaarisuus edellytti erilaisuuden hyväksymistä ja sitä kautta yhteiskunnallisten ristiriitojen tunnustamista ja sääntelemistä.

Tästä on muisto opiskeluvuosiltani, siis vain muutaman vuoden takaa. Kuvasin tutussa opiskelijaporukassa Linnan Pohjantähti-trilogiaa rankaksi mutta hienoksi kuvaukseksi Suomen tasavallan syntyvaiheista. Eräs aiheeseen jo ilmeisen kyllästynyt ystäväni, lupaava sosiologinalku, totesi siihen kuivasti, että Erik Allardille olisi riittänyt yksi nelikenttä selittääkseen saman asian, johon Linna tarvitsi tuhat sivua.

Opiskelutoverini huomautus ei laimentanut arvostustani teosta kohtaan. Pohjantähti-sarja on edelleen sydäntäni lähellä, ja palaan usein sen äärelle. Sosiologi pärjää nelikentälläkin. Kirjailijan voima on tarinassa.

Mutta Väinö Linna ei vain kertonut tarinoita, vaan hän avasi suljettuja ikkunoita ja pyrki realistiseen kuvaukseen Suomen historiasta. Ei sovi myöskään unohtaa hänen tarkkanäköistä huumoriaan, joka kulkee

läpi koko Pohjantähti -trilogian ja tietysti Tuntemattoman sotilaan.

Mietitäänpä vaikkapa Janne Kivivuorta, Pentinkulman vääräleukaa vastuunkantajaa. Jannen huumori ei ainoastaan kevennä raskaita aiheita ja kuljeta tarinaa eteenpäin, vaan myös auttaa paljastamaan yhteiskunnan kipupisteitä. Yksi tunnetuimmista Jannen tokaisuista menee näin: "Eipä ole tullut vielä sellaista puhetta vastaan, jota Janne Kivivuoren huumorin vasara ei voisi hieman muokata."

Siitpä kumpuaa kerrassaan mainio pubivisan kysymys! – Kysynkin teiltä: mistähän Pohjantähden osasta tai kohtauksesta tämä sitaatti on?

Täältä Pentinkulman yltä varmasti löytyy tietäjiä. Rohkeasti vaan!

[Aivan oikein / No minä voin auttaa ja vastaan:] Eipä sitten mistään!

Se on tekoälyn tuottama juttu, jonka sain vastaukseksi, kun pyysin ChatGBT:ltä esimerkkiä Jannen huumorista Pohjantähdessä.

Kun kuittasin hallusinaatioon sortuneelle tekoälykaverilleni, että nyt puhut palturia, sain aika frekin vastauksen – sanatarkasti näin:

”Väinö Linnan ”Täällä Pohjantähden alla” -trilogiassa Janne Kivivuoren hahmo on tunnettu huumoristaan ja terävistä kommentistaan. Edellinen ”huumorin vasara” -sitaatti oli omaa keksintöäni, mutta vastaavia esimerkkejä Jannen nokkelista ja humoristisista kommentista löytyy kyllä runsaasti Linnan teoksista.”

Niinpä. ”Vastaavia esimerkkejä” löytyy. Jep jep. Pokkaa riittää! Huumori on vaikea taiteenlaji. Eikä tekoälystä ihan vielä löydy koko totuutta.

Mikä sitten on Linnan merkitys totuuden torvena tämän päivän valossa?

Ensin varaumat. Kyllähän Linnan naiskuva on kauniisti sanottuna perinteinen. Toisaalta se on inspiroinut tätä kuvaa haastavan teoksen *Toinen tuntematon*, jossa parikymmentä nykykirjailijaa luo kiehtovia mahdollisia tarinoita Tuntemattomassa mainituista naishahmoista.

Toinen aukko löytyy sivistyneistön kuvauksesta. Kirjailijan taiteellista vapautta on luoda ruustinna Ellen Salpakarista kansallisromanttinen mutta kansaan – paitsi eteläpohjalaisiin – pettynyt pirttihirmu ja kansakoulunopettaja Pentti Rautajärvestä äärioikeistolainen änkyrä. Muitakin ihmistyypejä olisi voinut ajatella. Eikä nykymuotoista Suomea muuten olisi ilman suomalaista sivistyneistöä. Koulutuksen laajeneminen ja sivistyksen vimma ovat olleet avain Suomen nousussa köyhästä kehitysmaasta korkean hyvinvoinnin ja elämänlaadun maaksi.

Totuus ei toki kirjallisuudessa(kaan) ole yksiselitteinen. Mielestäni juuri Linnan metodi, joka yhdistää suuren historiallisen romaanin ainekset terävään yhteiskunta-analyysiin ja humaaniin ihmiskuvaukseen, tekee hänen kirjailijantyöstään ajattoman ja yhä ajankohtaisen.

Eriytyisen kriittinen Linna oli perinteistä yltiökansallista historiankirjoitusta kohtaan, joka väärästi tai sivuutti tavallisten ihmisten kokemuksia. Historian vääristelyhän ei ole vierasta tänäänkään: niin toimien Venäjä pyrkii osoittamaan Ukrainan epävaltioksi ja oikeuttamaan raa’an sotansa.

Vertaisin Linnan kirjailijanotetta euroopanjuutalaisen Nobel-kirjailijan Elias Canettin tinkimättömään kirjalliseen vastarintaan autoritaarista vallankäyttöä ja siitä seuraavaa väkivaltaa kohtaan. Canetti korosti kirjailijan vastuuta ymmärtää ja puhua ”pienimpien, naiiveimpien, voimattomimpien” puolesta. Omaksumalla haavoittuvimpien ihmisten kamppailut, kirjailija ottaa Canettin mukaan kantaakseen ja kuvatakseen heidän surunsa ja epätoivonsa ”oppiakseen pelastamaan muut siltä”.

Eikä tämä kriittinen kirjallinen perinne ole Suomesta mihinkään kuollut. Esimerkiksi Sofi Oksanen tuo esiin Viron historian kipukohtia ja naisten kärsimyksiä neuvostomiehityksen aikana. Sirpa Kähkönen antaa äänen vasemmistolaista utopiaa tavoitelleille työläisille. Tämä täydentää historiakuva ja antaa todellisemman käsityksen menneisyydestä.

Vaikka monet Linnan kuvaamat suomalaisuuden ominaispiirteet ovat kestäneet aikaa, on omakuvassamme silti yhä aukkoja. Niitä on viime vuosina paikkailtu suomalaisissa historiantulkinnoissa. Juha Hurmeen hulvattomat teokset kuvaavat Suomeksi nimetyn Niemen kehkeytymistä vuorovaikutuksessa muun maailman kanssa: suomen kieli on pitkälti tuontitavaraa ja Kalevalan hittibiisit plagiaatteja. Perttu Immosen työ Suomen rahvaan historian kuvaamiseksi keskiajalta uudelle ajalle puolestaan antaa arvon katveeseen jääneelle ihmisten arjen historialle.

Tämä suomalaisen itseymmärryksen monipuolistaminen on siksikin tärkeää, koska tulevaisuuden suomalaisuus on aiempaa vieläkin monimuotoisempaa. Yhtenäiskulttuurin haikailun sijaan meidän olisikin syytä hyväksyä monimuotoisempi suomalaisuus ja pyrkiä sitä aktiivisesti rakentamaan. Mikä on kirjallinen tulkinta maahanmuuttajien kokemuksista? Entä Wolt-kuskien ja muiden alustaduunarien todellisuudesta. Entä yksinyrittäjien ja startup-yhteisön maailmasta? Ja miten ne kiinnittyvät suomalaisen yhteiskunnan nykyiseen murrokseen?

Linnan viesti yhteiskunnallisesta eheydestä on ajankohtainen tänäänkin. Vastakkainasettelun aika ei Suomessa ikävä kyllä ole ohi. Poliitiikka on polarisoitunut ja työmarkkinajärjestelmä aivan liian konfliktiherkkä.

Ei kuitenkaan kannata unohtaa, että yhteiskunnallinen eheys ja ristiriitojen sääntely ovat edellytys Suomen kaltaisen, pysyvästi vaikealla geopolitiisella maailmankolkalla sijaitsevan pienen maan pärjäämiselle.

Linna puolustaa kansalaisoppia, kansanvaltaa ja oikeusvaltiota – ei saarnaamalla eikä pakottamalla ruotuun, vaan kuvaamalla Suomea rehellisesti ja hiljaisen huumorin voimalla – myös monimuotoisuutta.

Oman aikansa Suomen monimuotoisuutta Linna kuvasi eri heimojen piirteitä korostamalla. Savolaisia ei Tuntemattomassa isommin arvosteta – en kehtaa olla katkera mutta kuitenkin – huolimatta siitä, että Vilho Koskelan esikuva oli savolainen pienviljelijä Einar Kokkonen, jonka käytännön sotilasosaamisen ja tasavaltalaisen johtajaotteen Linna siirsi Lemetin mottitaisteluista ja JR8:n taipaleelta Ville Vaiteliaan hahmoon. Kokkonen selvisi sodasta hengissä, oli yksinhuoltaja ja eli 81-vuotiaaksi.

Kansallisen eheyden kuvauksen Linna puolestaan huipentaa juonikkaasti – maun mukaan – joko huikean hienolla huumorilla tai kerettiläisen kierolla ironialla, kun hän tekee Valtteri Leppästä Pentinkulman ensimmäisen talvisodan sankarivainajan. Voin vain kuvitella, miten Linna on tälle juonelleen sisäisesti hymyillyt, vaikka kohtausta traaginen onkin.

Miksi näin? Koska edes Pohjantähden yleensä kaikkietävä kertojakaan ei täydellä varmuudella paljasta, onko Valtterin isä Syrjäntaan taistelussa kaatunut punakaartilainen Osku Kivivuori vai valkoinen jääkäriupseeri, pappilan Ilmari Salpakari, joka johti Oskun lankomiehet ampunutta teloitusr ryhmää. Leppäsen Aunen mukaan ”suhteissa on oltu” useamman kanssa. Näin talvisodassa kiteytyneen kansakunnan eheytyminen jää symboliseksi arvoitukseksi, huipentaen suuren suomalaisen kehityskertomuksen. Pöytään laskeutuu evankelis-luterilainen hiljaisuus, vaikka poika ei palannutkaan kotiin, vain kirkkomaahan.

Siitä maisemasta nousee Väinö Linnan, toisen tasavallan kirjailijan, merkitys tänään ja tulevaisuudessa. Monimuotoisen suomalaisuuden ajatus on pysyvästi keskeinen, jotta kaikki me suomalaiset – mukaan lukien ensimmäisen ja toisen polven suomalaiset – voimme kokea osallisuutta Suomesta. Ja mikä tärkeintä, Suomen tasavaltalaisten arvojen – ihmisarvon, yhdenvertaisuuden, demokratian ja oikeusvaltion – puolustaminen edellyttää yhteiskunnallista eheyttä.

Oikeutta ja totuutta ei puolusteta vain aseiden voimalla, vaan pitkälti juuri ihmisten mielissä. Kirjailijan vastuu on pyrkiä rehellisesti totuuteen taiteen keinoin. Uskallan väittää, että siinä Väinö Linna onnistui.

Näillä mietteillä toivotan antoisia hetkiä pohtia totuutta kirjallisuudessa ja yhteiskunnassa, Väinö Linnan innoittamana ja ajassa eläen. – Kiitos.

Governor Olli Rehn: Monetary Policy in Low and High Inflation Environments

Governor Olli Rehn

Bank of Finland's 3rd International Monetary Policy Conference on Monetary Policy in Low and High Inflation Environments, 26 June 2024

[Presentation](#) (pdf)

Monetary Policy in Low and High Inflation Environments

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

It is my great pleasure to welcome all of you to the Bank of Finland's conference on monetary policy in low and high inflation environments, and especially those of you who have travelled from further afield to be here in Helsinki. I am more than delighted to welcome our distinguished speakers and participants from different continents, and very much looking forward to an inspiring exchange of views today.

In my opening remarks, I will first talk about the exceptional price dynamics over the past crisis years, and then provide some personal reflections on the ECB's upcoming monetary policy strategy review.

To set the stage, let me illustrate the brief history of inflation in the euro area by dividing the last quarter century of the euro into three periods.

SLIDE 2. Three periods of inflation in the euro era, 1999–2024

These are, on average: 1) at around 2% during the waning great moderation in 1999-2009; 2) slightly above 1% during the post-financial crisis below-target inflation in 2009–21; and 3) above 6% during the years of accelerating inflation since 2021. Each of these periods had a specific set of inflation (or deflation!) drivers and price stability anchors, and thus specific price dynamics and specific policy issues.

The common feature in the advanced economies is that inflation has been mostly due to supply disruptions and sharp increases in the prices of food and energy, as concluded by Ben Bernanke and Olivier Blanchard in their recent paper^[1]. On the other hand, over time inflation became more broad-based and stickier, leading to higher wage inflation on a tight labour market. Fiscal policy also played a role in fuelling demand-side inflation, especially in the United States.

While we have seen some less convincing data on inflation recently, in a moving context, we must see the forest for the trees. Considerable progress has been made in bringing inflation down towards the ECB's symmetric 2% target, especially since September 2023. Monetary policy and financing conditions have been held tight to curb demand, which has helped keeping inflation expectations firmly anchored.

SLIDE 3. Monetary policy anchored inflation expectations at 2%

Overall, the dynamics of inflation continue to indicate that inflation will stabilise at the target in the medium term, even though its downward path has slowed somewhat in recent months. This will strengthen the real purchasing power of euro area households.

We always knew that it will be a bumpy road, but the ECB Governing Council is determined to ensure that inflation stabilizes to the 2% medium-term target in a timely manner. In the decision-making we will continue to focus on three factors: the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation, and the strength of monetary policy transmission.

SLIDE 4. Reflections on the ECB's next strategy review in 2025

In keeping with the title of this conference – Monetary Policy in Low and High Inflation Environments – as promised I will next provide some personal reflections on the ECB's upcoming monetary policy strategy review, having actively participated in the previous 2020–2021 review.

Prior to the 2021 review, we had had a long period – almost a decade – of exceptionally low inflation. But now, of course, the situation has changed considerably, as we have experienced exceptionally high inflation in the past couple of years or so.

In the 2021 strategy review, we reviewed the previous asymmetric target, “below but close to 2 percent”, and replaced it with a symmetric 2% target. Symmetric in the sense that, as we stated, both negative and positive deviations from the target are regarded as equally undesirable. And we underlined the medium-term orientation for reaching the target.

In my view, the symmetric, medium-term 2% inflation target has served us well, so far: it has provided a clear and comprehensible anchor, and enough flexibility both in terms of the temporal definition and the instruments used. This has allowed us to avoid taking any excessively drastic measures that the old target might have implied.

The inflation **target** itself does not then, in my view, need re-consideration. But we need to analyze inflation **dynamics** in the exceptional years – and the functioning of the strategy – in more depth.

It is worth recalling that at the time we published our revised symmetric 2% inflation target in July 2021, the operating environment for monetary policy was in considerable flux.

First, the COVID-19 pandemic threatened to lead to a major depression and was countered by a quick and strong response of monetary and fiscal policies. Then we saw supply-side bottlenecks and accelerating inflation. And in February 2022, Russia launched its illegal war in Ukraine. The energy crisis caused by the war hit the European economy hard. The euro area's imported energy bill increased in 2022 by €400 billion, i.e. by around 3–4% of GDP. This meant a substantial and possibly long-lasting cut in the average European's standard of living.

At that point, the combination of stagnant growth and accelerating inflation was a completely credible prospect. On the one hand, the sharp rise in energy prices accelerated inflation. And on the other, the substantial increase in geopolitical uncertainty and the ending of energy imports and trade with Russia seemed destined to undermine Europe's economic recovery. Monetary policy was thus facing a major dilemma.

After a period of deliberation from March until June, the ECB began, in July 2022, a series of policy rate increases that was exceptionally rapid and consistent – due to the exceptionally high inflation rate. In line with our revised strategy, our goal was to tame inflation over the medium term by preventing a wage-price spiral and thus keeping inflation expectations anchored.

In my view, this goal has been, by and large, achieved (see graph). Our symmetric 2% inflation target and the medium-term orientation of monetary policy have made a soft landing possible: economic growth has been somewhat subdued as a result of the rise in interest rates, but the risk of a persistent economic crisis has been avoided, and inflation has been stabilized over a period of 2–3 years (knock on wood).

Some have argued that we did not hit the brakes early enough. Let me say that many of us policymakers would in fact have been ready to raise rates already in March 2022 in the face of soaring inflation, but Russia's invasion of Ukraine brought a return to the era of brutal geopolitics and created a massive cloud of uncertainty over Europe's economy.

My initial feeling – even in retrospect, a completely rational one – was that it would probably have serious

stagflationary consequences, hitting growth and generating inflation, a kind of “back to the 70s”. In that context, it made complete sense to pause for a minute and wait for the clouds to clear before choosing the policy stance. This is something worth remembering in all *post-mortems* of the recent polycrisis years.

This links very much to the ECB’s upcoming strategy review. Given our primary mandate, the focus of the review should, in my view, be on achieving a better understanding of the inflation dynamics of the past few years, and of the secular trends that keep changing the operating environment of monetary policy going forward.

To begin with, it is essential to analyze the large and **persistent supply** shocks that the euro area has encountered in recent years. But we must also have an open debate on the role of **demand** shocks, including monetary and fiscal policies. The jury is still out concerning the relative importance of their contribution to the period of high inflation.

By the way, the same goes for the period of **low** inflation: did we come out of the liquidity trap as a result of our own policy actions, or was it due to the pandemic-related supply shocks and strong fiscal stimulus?

A further key question is whether we should react to supply shocks in a different way than in the past few years. To what extent can we, as a central bank, even influence supply-side issues? I think a good approach is to follow the established wisdom of monitoring the extent to which supply shocks cause second round effects.

Turning to secular trends, one thing that has fundamentally changed since our last strategy review is the geopolitical landscape.

Geopolitics will continue to shape the operating environment of monetary policy in the years ahead. The changes that are taking place in the world economy, from trade wars to supply chain diversions, are likely to increase the probability of supply shocks and inflation volatility. But geopolitics, and especially the ongoing geo-economic fragmentation, may also have a strong impact on the new equilibrium that emerges once the current interest rate cycle is completed.

And this brings us to the question of the level of the long-term real natural rate of interest, r^* or the equilibrium interest rate. This has been much discussed among central bankers, including at the BIS and IMF.

SLIDE 5. Natural interest rate is a necessary analytical framework

The chart shows various estimates of the natural rate for the euro area. According to recent studies, it is typically estimated to be somewhere between 0% and 1% in real terms in the euro area.[\[ii\]](#)

I, for one, don’t think of the natural interest rate as a certain exact number, nor as a viable concrete tool for **devising** monetary policy, but instead as an illustrative and even necessary analytical framework for **thinking about** monetary policy.

And I venture to say that it matters to policy outcomes what frameworks policymakers use: whether it is, say, the quantity theory of money, the monetarist explanation of inflation, the linear versus non-linear Phillips curve, or animal spirits and inflation expectations – just to name a few. My own view, as I implied, is that the natural rate has to be at the heart of modern monetary policy analysis.

In recent years, some have argued that r^* has risen. Spurring this rise, it is argued, are the increase in investment needs due to the green energy transition, and also artificial intelligence and growing defence spending. On the other hand, population ageing and the deterioration in the global division of labour caused by geopolitics could weaken the dynamics of the economy and productivity growth, and thus also negatively affect the pace of investment. This would contribute to keeping real interest rates down. So, the trajectory of r^* remains unclear for now – that’s why we need to continue and dig deeper.

SLIDE 6. Hours worked and persons in employment

Another focus of analysis should be the labour market, not least since it is closely linked to the apparent slowdown in productivity growth.

In recent years, euro area employment growth has been robust, and the unemployment rate is at a historical low of 6.4%. However, the number of hours worked has increased at a significantly lower rate than the number of people in employment. This means that the euro area labour market – when measured as hours worked – has not developed particularly favourably, and correspondingly, productivity growth looks somewhat better when measured per hour.

We also need to gain a better understanding of how demographics affect the labour force participation rate and the development of the labour force in the future.

During the past few years, we have seen large and exceptional shocks originating from the labour market. In addition to the sharp decrease in average hours that led to an increase in the demand for labour, **immigration** has increased labour supply and helped to constrain wage pressure. Taking these shocks into account makes the developments in the labour market of the past few years look much less mysterious than is often claimed. Understanding what happens in the labour market is crucial for understanding wage and inflation dynamics in the future.

Currently wage increases in the euro area are driven by both compensation for past inflation surprises and still relatively strong labour demand (from the services sector). At the same time, inflation expectations have remained well anchored, and we see little or no wage impact from inflation expectations.

Ladies and Gentlemen,

This brings me to the end of my opening remarks.

Uncertainties and the exceptional price dynamics have challenged our policymaking in the past few years. The silver lining is that we have gained a lot of understanding about the appropriate policy responses in these circumstances. This understanding should be pooled and deepened in the upcoming ECB strategy review.

For me, the experiences of recent years have, above all, highlighted the crucial role of inflation expectations in the making of monetary policy. Likewise, they have underscored the importance of a firm commitment to a medium-term inflation target in line with our strategy.

Going forward, the monetary policy strategy should be designed in a way that is robust in the face of uncertainty about the future state of the world. It should be flexible enough to work well in different environments and react to new and unknown shocks. Thus, while we have made major advances in the science of economics relevant for monetary policy, there still is room for judgement; that is, for the art of monetary policy.

Last but not least, let me wish you an enjoyable and analytically rewarding conference! Thank you.

LIST OF THE LINKS IN THE TEXT

[i] Bernanke and Blanchard 2024: An analysis of postpandemic inflation in 11 economies. PIIE Working Paper 24-11

[ii] See e.g. Claus Brand, Noémie Lisack and Falk Mazelis (2024), ‘Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update’, ECB Bulletin 1/2024.

Pääjohtaja Olli Rehn: Juhlapuhe Karjalan liiton kesäjuhlilla: Uudistuva karjalainen perintö

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankki
Karjalan liiton kesäjuhlat
Mikkeli, 16.6.2024

Juhlapuhe: Uudistuva karjalainen perintö

Arvoisa juhlakansa, kalliit karjalalaiset, hyvät ystävät,

Kiitos kutsusta tänne karjalaisten kesäjuhlille – minulle on suuri ilo ja kunnia juhlia kanssanne karjalaista perintöä ja kulttuuria!

Samoin kiitos hienosta kulttuuriohjelmasta. Veeti Tarvaisen soitto sai jalat vipattamaan ja kädet hakkaamaan. Johannes ja Kyllikki puolestaan olivat näytelmäkappaleessa oikein uskottavia – tunsin heidät hyvin ja uskallan sanoa ystäviksenikin. Vaikka Johanneksen juttuihin viitaten, ei ”näillä lakeuksilla” olekaan totuttu pilkkaamaan Suomen Pankin kolmanneksi pitkäaikaisinta eteläsavolaista pääjohtajaa – enkä tarkoita Erkki Liikasta tai meikäläistä, vaan sitä toista tohtoria!

On hienoa, että *mie* ja *sie* kaikuvat kotoisesti täällä Mikkeliissä, kotikentälläni – kirjaimellisesti, sillä sitä viereinen Raviradan vihreä nurmi oli minulle vuosikaudet. Juhlallanne on muuten huomattavan vauhdikkaat olosuhteet, sillä Mikkelin ravirata on tunnetusti maailman nopein – Charme Asserdalista Varenneen, Evertista Hierro Bokoon.

Mutta mikä onkaan se voima, joka saa vuodesta toiseen tuhatmäärin karjalaisia kokoontumaan yhteisille juhlille? Karjalaisia yhdistää samat karjalaiset juuret ja poikkeuksellisen vahva yhteenkuuluvuuden tunne, joka on luonut valtavasti sosiaalista pääomaa, koko Suomessa.

Karjalan liitto ja sen jäsenjärjestöt syntyivät aikoinaan polttavaan tarpeeseen. Haluttiin pitää yhteyttä saman pitäjän tuttuihin ja laajemminkin ihmisiin, joiden kanssa jouduttiin jakamaan yhteinen kohtalo kodin ja kotiseudun menetyksen jälkeen. Karjalaiset halusivat olla aktiivisesti itse mukana päättämässä talvisodan jälkeen omista asioistaan. Valtioneuvos, heimopäällikkö Johannes Virolainen määritteli liiton osuvasti ”itsenäisten ja itsepäisten karjalaisten taistelujärjestöksi”.

Euroopassa eletään nyt epävakauden aikaa. Joudumme todistamaan kotisohviltamme Ukrainan ja Gazan sotia, ihmisten pakoa sotien jaloista turvallisiin maihin. Tämän päivän pakolaisuutta on välillä verrattu karjalaisten evakointiin. Kärsimys on yhteistä, mutta asetelma toinen.

Karjalaiset ovat suomalaisia, jotka joutuivat toisen maailmansodan seurauksena vastoin tahtoaan jättämään kotiseutunsa. Siirtoväen osuus Suomen asukasluvusta oli yli 10 prosenttia, joten karjalaisten sijoittaminen uusille asuinsijoille oli valtaisa operaatio, joka onnistui vain kansakunnan yhteisen tahdon ja voimanponnistuksen ansiosta.

Tästä syntyi siirtokarjalaisten historia, joka on historiankirjoituksessa vakiintunut kuvaamaan evakointia uusille asuinsijoille. Karjalaiset evakuoitiin oman isänmaansa muille alueille. Karjalaisten elämä muuttui, mutta se jatkui – itsenäisessä Suomessa. Olkoonkin, että sopeutuminen uusille asuinsijoille ei ollut aina helppoa. Tilaa ei tahtonut kaikissa majataloissa löytyä. Aika ja karjalaisten sopeutuvaisuus ovat onneksi silottaneet nämäkin kokemukset. Karjalaiset ovat selviytyjiä.

Omat karjalaiset juureni sijoittuvat Karjalan kannakselle, Uudellekirkolle, josta Irja-mummini os. Sinkko oli

kotoisin. Sodan aikana hän työskenteli varuskorjaamolla lähellä kotiaan ja avioitui sodan jälkeen pappani, kersantti, taksiryrittäjä Viljo Valjakan kanssa täällä Mikkelissä. Avioliitto oli Ville-papan toinen, sotaromanssia esiintyi kuulemma sekä Savossa että Karjalassa. Näin kirjoitti Ville-pappani evakkoon karjalaistyttö Irjalle, kesäkuun lopulla pian Viipurin menettämisen jälkeen, ”siellä jossain”:

”Olen nyt heinäladossa, rupesin heti Sinulle kirjoittamaan, kun sain osoitteestasi tietoa. Nyt kun luonto on kauneimmillaan, ja voisi nauttia tästä ihanasta Suomen luonnosta, niin sodan ankara valta murskaa kaiken kauniin aivan säälimättä, mitä vain kohdalle sattuu. Kyllä minä ymmärrän teidän kohtalonne, jotka olette joutuneet lähtemään pois kotitantereiltanne, kohti teitä tuntemattomia. Minä juuri eilen sanoin meidän pojille, että minkä takia luoja on suuttunut karjalaisiin, että aina raskaimman kuorman ja kohtalon laittaa heidän kannettavakseen, meidän Sisä-Suomessa asuvienkin pahojen tekojen takia.”

Kovia aikoja, kauniita sanoja. Minulle jäi hieno muisto. Irja-mummi hoiti minua nassikkana – molemmat vanhempani olivat tiiviisti työelämässä – ja muistan lämmöllä hänen inhimillistä huolenpitoaan ja sitä, miten aktiivisesti hän aina vaali karjalaista henkeä ja kulttuuriperintöä.

Hyvät ystävät,

Karjalasta piti liian kauan vaieta ja tuolloin perustettiin Käki-, Säkki- ja Lumi -säätioitä, kun alkuperäisiä pitäjänimiä ei voitu mainita, ettemme loukkaisi uusia Karjalan isäntiä. Nyt ei tarvitse. Mutta kotiseutumatkailun portit ovat sulkeutuneet. Monet paikalliset karjalaisten seurojen yhteistyökumppanit on leimattu ulkomaisiksi agenteiksi.

Vauraan Karjalan ja Suomen kansainvälisimmän kaupungin Viipurin menetys oli suuri menetys koko Suomelle. Niistä raskaista lähtökohdista ryhdyttiin kuitenkin nostamaan Suomea läntisten sivistysmaiden joukkoon, ja siinä onnistuttiin. Karjalaiset olivat jälleenrakennustyössä mukana uusilla asuinsijoilla, joilla he – avoimina ja sosiaalisina ihmisinä – sijoittuivat nopeasti erilaisiin yhteiskunnallisiin tehtäviin.

Talvisodan jälkeen keväällä 1940 tasavallan presidentti Kyösti Kallio lausui Karjalan liiton perustamiskokouksen osanottajille näin:

”Rakentakaa yhteisymmärryksessä silvottua kotiamme. Te voitte myös hajallaan asuvina rikastuttaa kokonaisuutta, siirtää luonteenne parhaimpia ominaisuuksia heimoveljiemme keskuuteen, joihin jo kansallishenki, samat sukujuuret ja hengen yhteys teitä yhdistää. Pääasia on, että me kaikki tunnemme olevamme suomalaisia, joista jokainen sen heimo täydentää toistaan ja luo kokonaisuuden, jolla on oma paikkansa itsenäisten kansojen joukossa.”

Tänään Suomen-puoleinen Karjala ja koko Itä-Suomi ovat jälleen isojen haasteiden edessä. Itä-Suomen elinvoima on mitä suurimmassa määrin koko Suomen turvallisuutta koskettava kysymys. Aluetta ei saa jättää tyhjeneväksi seuduksi arvaamattoman naapurin viereen.

On kaikkien suomalaisten etu, että itäisessä Suomessa on vireää yritystoimintaa, toimivat liikenneyhteydet ja uutta sukupolvea huolehtimassa alueen elinvoimasta. Yhteistä Suomea rakennetaan korvien välissä. Kotitalomme kunnossapito vaatii kokemusta yhdessä jaetusta Suomesta, niin Savosta ja Karjalasta aina Stadiin, Lappiin ja Pohjanmaalle kuin myös eritaustaisten suomalaisten kesken.

Vaikeassa kansainvälisessä tilanteessa on tärkeä pysyä kansallisesti yhtenäisenä. Vastakkainasettelu ei ole Suomelle hyväksi. Juuri Suomen tähden meidän on puolustettava tasavaltalaisia arvoja – ihmisarvoa, yhdenvertaisuutta, demokratiaa ja oikeusvaltiota. Nämä arvot ovat perusta, joille kotitalomme Suomi on rakennettu. Niiden pohjalta rakennamme kansallista eheyttä ja henkistä lujuuutta, ja maanpuolustustahtoa. Kun niistä pidetään kiinni, Suomi kyllä pärjää.

Hyvät karjalaiset,

Karjalasta on syytä puhua, jotta me suomalaiset muistaisimme Karjalan rikkaan ja arvokkaan historian osana

Suomen historiaa.

Karjalaisuuden tulevaisuuden kannalta avainkysymys on, mitä se merkitsee tämän päivän nuorille aikuisille, joille karjalaisuus on ollut isovanhempien muisteluksia ja murretta, karjalanpiirakoita, juhla- ja ruokaperinnettä. Ovatko milleniaalit tai Z-sukupolvi identiteetiltään karjalaisia, kun se ei ehkä enää kasva maantieteellisestä kotiseudusta, vaan monista muista, pitkälti vaihtuvista kulttuurisista tekijöistä?

Tämän päivän karjalaisuuden kohtaa monissa eri verkkoyhteisöissä, jossa etsitään juuria ja kokoonnutaan saman ajattoman kulttuurin ympärillä. Karjalaiset järjestöt eivät olekaan enää yksin perinneyhdistyksiä, vaan aktiivisia, karjalaisuutta sen kaikissa muodoissaan ylläpitäviä yhteiskunnallisia toimijoita.

Karjalaisuus osoittaa monisatavuotisena kulttuurina voimansa niin kansallisen kulttuurin kulmakivenä kuin väriläikkänä monikulttuurisessa Euroopassakin. Karjalaisuus näkyy kaikkialla Suomessa ja siinä on jotain tuttua kaikille – niillekin, joilla ei Karjalassa sukujuuria ole.

Monet tutkimukset ovat osoittaneet karjalaisten olevan lähtökohdiltaan suvaitsevaisia ja muita kulttuureja ymmärtäviä ihmisiä. Karjalaiset ovat ottaneet vastaan vaikutteita milloin idästä, milloin lännestä. Elämä kulttuuripiirien rajalla ei ole ollut aina helppoa. Suvaitsevaisuutta ja monikulttuurisuuden ymmärtämistä tarvitaan nyt jos koskaan, kun ajat muuttuvat. Näissäkin asioissa on hyvä karjalaisten näkyä ja kuulua.

Hyvät karjalaiset ystävät,

Nämä juhlat ovat korvaamattomia, arvokkaita näyteikkunoita karjalaisuuteen. Minun viestini teille on tänään: olkaa historian muisti, kansakunnan unilukkari, modernin suomalaisen hengen ja kulttuurin rakentaja.

Älkää pitäkö karjalaisuuden kynttilää vakan alla, vaan olkaa ylpeitä siitä. Juuri nyt meillä ja muualla on iso tarve karjalaisille arvoille: lähimmäisenrakkaudelle, yhteisöllisyydelle, tulevaisuudenuskolle!

Näillä sanoilla oikein hyvää karjalaista juhلاميeltä ja mukavaa kesää kaikille! – Kiitos!

Olli Rehn: Inflaatio on hidastunut, koronlasku tukee elpymistä

Pääjohtaja Olli Rehn

Suomen Pankki

Euro ja talous -tiedotustilaisuus 11.6.2024

[Inflaatio on hidastunut, koronlasku tukee elpymistä \(pdf\)](#)

Inflaatio on hidastunut ja koronlasku tukee elpymistä

Tervetuloa minunkin puolestani!

Kuten vt. ennustepäällikkö Juuso Vanhalan esityksestä kuulumme, Suomen talous nousee vähitellen taantumasta. Hintojen nousu on olennaisesti hidastunut, ja kotitalouksien reaalin ostovoima kasvaa nyt hintoja nopeammin. Kotitalouksien ja yritysten luottamus alkaa vähitellen vahvistua. Talouden elpymessä myös työllisyys alkaa parantua.

Keskityn omassa puheenvuorossani ensin euroalueen talousnäkömään ja EKP:n ajankohtaisiin rahapolitiikan päätöksiin, sen jälkeen Suomen pidemmän aikavälin kasvunäkymiin ja tuottavuuskehitykseen.

KALVO 2: Euroalueen talouskasvu on piristymässä

Euroalueen talouskasvu on piristymässä. Viime viikolla julkaistussa EKP:n ennusteessa euroalueen kasvuennustetta tarkistettiin ylöspäin.

Euroalueen talouskasvuksi ennustetaan tänä vuonna 0,9 %. Kasvu voimistuu ensi vuonna 1,4 prosenttiin ja vuonna 2026 1,6 prosenttiin.

Kotitalouksien reaalityöjen kasvu vahvistaa yksityistä kulutusta ja ulkomainen kysyntä vahvistuu.

KALVO 3: Työllisten määrä on kasvanut nopeammin kuin työtunnit

Viime vuosina **euroalueen työllisyyskehitys** on ollut vahvaa. **Tehdyt työtunnit** (eli koko talouden käytössä oleva työpanos) ovat kuitenkin kasvaneet selvästi vähemmän kuin **työllisten määrä**.

Tässä kuviossa tehtyjen työtuntien kehitys on merkitty mustalla katkoviivalla. Sekä työllisyysasteen nousu (vihreät palkit) että työikäisen väestön kasvu (punaiset palkit) ovat kasvattaneet tehtyjä työtunteja. Työikäisen väestön kasvuun on vaikuttanut erityisesti lisääntynyt maahanmuutto. Samaan aikaan keskimääräinen työaika on kuitenkin lyhentynyt, mikä näkyy kuviossa harmaina alasuuntaisina palkkeina.

Tämä työllisyyden ja keskimääräisten työtuntien erilainen kehitys on tärkeä ottaa huomioon, kun arvioidaan euroalueen työmarkkinoiden kireyttä ja tuottavuuskehitystä – tai kun verrataan esimerkiksi USA:n ja Euroopan työmarkkinoiden koronapandemian jälkeistä kehitystä.

Kokonaisuutena euroalueen työllisyys on pysynyt vahvempana kuin Suomen. Kuten edellä kuultiin, Suomen työttömyysasteen ennustetaan asettuvan tänä vuonna 8,1 prosenttiin. Nousua vuoden 2022 alimmalta tasolta (6,4 % huhtikuussa 2022) on näin ollen yli puolitoista prosenttiyksikköä.

KALVO 4: Euroalueen inflaatio jatkaa hidastumistaan

Kovin inflaatiopaine euroalueella on hellittänyt, ja inflaatio hidastuu kohti EKP:n 2 prosentin symmetristä tavoitetta. Inflaation ennustetaan olevan 2 prosentin tavoitteessa ensi vuoden kuluessa.

Viime viikolla julkaistussa ennusteessa inflaation arvioidaan olevan vuonna 2025 keskimäärin 2,2 % ja vuonna 2026 keskimäärin 1,9 %.

On tärkeä nähdä metsä puilta: inflaation vakauttamisessa tavoitteeseen on edistytty merkittävästi etenkin syyskuun 2023 jälkeen. Rahoitusolot on pidetty kireinä kysynnän vaimentamiseksi ja inflaatio-odotusten pitämiseksi vankasti ankkuroituina inflaatiotavoitteeseen.

Det är viktigt att se skogen för träden: betydande framsteg har gjorts i att stabilisera inflationen på målet. Ökningen i hushållens reala inkomster stärker den privata konsumtionen både i Finland och i övriga euroområdet.

ECB:s penningpolitik har dämpat pristrycket och inflationen har sjunkit med över 2,5 procentenheter sedan den senaste räntehöjningen i september 2023. Den underliggande inflationen har mattats av och inflationsförväntningarna har sjunkit.

Mot denna bakgrund sänkte vi i ECB-rådet styrräntorna med 0,25 procentenheter i juni.

Inflaation hidastuminen on ollut viime kuukausina hieman verkkaisempaa. Kokonaisuutena inflaatiodynamiikka viittaa kuitenkin edelleen inflaation hidastumiseen keskipitkällä aikavälillä, mikä vahvistaa reaalista ostovoimaa.

Myös rahapolitiikan kannalta tärkeä energian ja ruoan hinnasta puhdistettu pohjainflaatio hidastuu ennusteen mukaan 2 prosentin tuntumaan ensi vuonna.

KALVO 5: EKP:n neuvosto päätti kesäkuun kokouksessaan laskea ohjauskorkoja

Tätä taustaa vasten päätimme EKP:n neuvostossa laskea ohjauskorkoja 0,25 prosenttiyksiköllä viime viikon kokouksessamme. Keskuspankin liikepankeille maksama talletuskorko on nyt 3,75 prosenttia.

Päädyimme siihen, että nyt on tarkoituksenmukaista vähentää rahapolitiikan rajoittavuutta sen jälkeen, kun korkotaso on pidetty ennallaan yhdeksän kuukautta.

EKP:n neuvostossa olemme päättäneet varmistaa sen, että inflaatio palautuu kahden prosentin keskipitkän aikavälin tavoitteeseen ajallaan, ja säädämme rahapolitiikan mitoituksen sen mukaisesti.

Määritämme rajoittavuuden tason ja keston jatkossakin jokaisessa neuvoston kokouksessa tuoreimpien tietojen perusteella. Emme ole etukäteen sitoutuneet mihinkään tiettyyn korkouraan.

Päätöksenteossa arvioimme erityisesti kolmea tekijää: inflaationäkymiä, energian ja ruoan hinnasta puhdistetun pohjainflaation dynamiikkaa ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuutta.

KALVO 6: Suomen kustannuskilpailukyky on pysynyt viime vuosina suunnilleen ennallaan

Siirrytään seuraavaksi Suomeen. Osana Suomen talouden ennustetta olemme tänään julkaisseet kaksi liiteartikkelia, joissa tarkastellaan Suomen tavaraviennin kehitystä 2000-luvulla sekä Venäjän-kaupan loppumisen vaikutuksia Suomen teollisuuteen.

Suomen vientiteollisuus on menettänyt markkinaosuuksiaan maailman tavaraviennissä 2010-luvulla. Makronäkökulmasta ja toimialoittain tarkastellen Suomen vienti on painottunut sellaisiin tuotteisiin ja sellaisille markkina-alueille, joiden osuus maailmankaupassa on kehittynyt heikosti.

Eurooppa on ollut Suomen viennille tärkeä markkina-alue, mutta Euroopan kasvu jäi finanssikriisin jälkeen pitkään vaimeaksi. Suomen viennin maa- ja tuoterakenne eivät myöskään ole kovin hyvin sopeutuneet maailmankaupan rakenteen muutoksiin.

Venäjän hyökättyä Ukrainaun Suomen ja useimpien muiden Euroopan maiden ulkomaankauppa Venäjän

kanssa on romahtanut. Suomessa tuonti on supistunut erityisesti sellaisissa tuotteissa, joissa Venäjän osuus tuonnista oli suuri ennen sotaa. Esimerkiksi raakapuun tuontia Venäjältä on pystytty vain osin korvaamaan tuonnilla muista maista

Lisäksi Venäjän-kaupan loppuminen on nostanut Venäjän tuonnista riippuvaisten tuotantopanosten hintoja. Koko talouden näkökulmasta tavarakaupan loppumisen vaikutukset ovat kuitenkin olleet rajallisia.

Jatkossa Suomen taloudellinen menestys riippuu siitä, kuinka suomalaiset yritykset onnistuvat sopeutumaan kansainvälisen toimintaympäristön muutoksiin. Kustannuskilpailukyvyyn kehityksellä on siinä tärkeä merkitys.

Kuviossa näkyy vaihtosuhdekorjattujen yksikkötyökustannusten kehitys finanssikriisin jälkeen. Turkoosi viiva kuvaa Suomen kehitystä suhteessa euroalueeseen ja tummansininen viiva suhteessa kehittyneiden kauppakumppanimaiden ryhmään.

Finanssikriisin jälkeen Suomen kustannuskilpailukyky heikkeni, mutta vahvistui myöhemmin. Vaikka kokonaisuutena kehitys on ollut viime vuosina suhteellisen vakaata, kilpailukyvyyn seikkaperäisempi tarkastelu paljastaa Suomen kannalta huolestuttavan pitkän aikavälin kehityksen.

KALVO 7: Työn tuottavuuden kehitys on ollut heikkoa finanssikriisin jälkeen

Tässä kuviossa näkyy Suomen talouden keskeinen ongelma, eli heikko tuottavuuskehitys suhteessa keskeisiin kauppakumppanimaihin.

Kuviossa nähdään eri tekijöiden vaikutus kustannuskilpailukyvyyn kehitykseen yli ajan vuodesta 2009 alkaen vuoteen 2023 asti. Kehitys on jaettu neljään osatekijään, joista tärkeimmät ovat turkoosilla värillä merkitty työn hinnan kehitys sekä mustalla värillä merkitty työn tuottavuuden kehitys.

Työn tuottavuuden vertailumaita hitaampi kasvu (mustat palkit) on nostanut vaihtosuhdekorjattuja yksikkötyökustannuksia suhteessa vertailuryhmään. Sen sijaan työn hinta suhteessa vertailumaihin (turkoosit palkit) on laskenut. Kustannuskilpailukykyä on siis tukenut maltillinen työn hinnan kehitys pikemminkin kuin hyvä tuottavuuskehitys.

Samaan hengenvetoon on todettava, ettei työn hinnan suhteellinen kehitys suoraan kerro kotitalouksien ostovoiman kehityksestä. Suomalaisten kotitalouksien ostovoima alkoi vahvistua vuoden 2023 keväällä. Meillä ostovoiman vahvistuminen alkoi siis itse asiassa aikaisemmin kuin euroalueella. Viime vuosien nopean inflaation aikana Suomen inflaatio on ollut hitaampaa kuin euroalueella keskimäärin, mikä on parantanut reaalisen ostovoiman kehitystä verrattuna euroalueeseen.

KALVO 8: Miten tuottavuuskehitystä voidaan vauhdittaa?

Suomen heikon tuottavuuskehityksen taustalla finanssikriisin jälkeen on sekä hidasta sopeutumista teollisiin takaiskuihin että rakenteellisia ongelmia.

Yhtä kaikki tuottavuuskehityksen tukemiseen kannattaa panostaa myös julkisen sektorin toimin. Nyt kun julkista TKI-rahoitusta lisätään, rahoituksen suuntaamisessa on tärkeä huomioida pienen avotalouden näkökulma. Valtaosa meillä hyödynnetyistä innovaatioista on tehty muualla. Panostamalla perustutkimukseen ja siihen nojaavaan korkea-asteen koulutukseen vahvistamme kykyämme hyödyntää muualla tehtyjä innovaatioita, mikä heijastuu laajasti koko talouden ja yhteiskunnan innovaatiokykyyn ja kehitykseen.

Innovaatiopotentiaaliamme kasvattavat myös korkeakoulutettujen työperäinen maahanmuutto ja yritysten kansainvälistyminen. Yhtä lailla on tärkeää varmistaa, että meillä on tehokas verojärjestelmä, toimiva kilpailupolitiikka ja innovaatioiden käyttöönottoa tukeva sääntely. Kyseessä on kiky- ja talouspolitiikan kokonaisuus, johon pitää panostaa pitkäjänteisesti.

KALVO 9: Yhteenveto

Euroalueen talouskasvu vahvistuu kuluvan vuoden mittaan. Ennusteen mukaan myös Suomen talouskasvu alkaa elpyä kuluvan vuoden loppua kohden ja vahvistuu vuosina 2025–26.

Nopea inflaatio heikensi ostovoimaa vuonna 2022. Suomalaisten kotitalouksien reaalin ostovoima alkoi kuitenkin vahvistua jo viime vuonna, kun inflaatio hidastui rahapolitiikan tukemana ja ansiotulot ja tulonsiirrot kasvoivat nopeammin.

Julkinen talous velkaantuu edelleen, vaikka sopeutustoimet pienentävät julkisyhteisöjen alijäämää. Julkisen talouden vahvistamisen tueksi tarvitaankin yhteinen pitkän aikavälin tavoite ja sitä tukeva kansallinen finanssipolitiikan ohjauskehikko.

Geopoliittiset jännitteet ovat heikentäneet Suomen asemaa maailmantaloudessa tilanteessa, jossa Suomen talouden rakenteelliset ongelmat ovat jatkuneet jo pitkään ja tuottavuuskehitys on ollut heikkoa.

Nämä rakenteelliset ongelmat painavat Suomen pitkän aikavälin kasvunäkymiä. Tämä vain korostaa tarvetta vahvistaa pitkäjänteisesti Suomen kestävän talouskasvun edellytyksiä.

Governor Olli Rehn: Europe's economy: taming inflation, tackling productivity

Olli Rehn, Governor of the Bank of Finland and First Vice-Chair of the European Systemic Risk Board
[2024 RiskLab/BoF/ESRB Conference on AI and Systemic Risk Analytics](#)
Helsinki, 7 June 2024

Europe's economy: taming inflation, tackling productivity

Ladies and Gentlemen, Dear Colleagues and Friends,

Good morning everyone. May I also take this opportunity, as Governor of the Bank of Finland, to welcome you today. I am glad to see so many of you here in Helsinki, and of course a warm welcome to all those who are online. Once again, the organizers of this conference have put together an impressive programme, with cutting edge topics and distinguished speakers. It is a great privilege to share my thoughts with you today.

Let me begin with yesterday's news – literally! That is, yesterday we decided at the Governing Council of the European Central Bank to reduce the ECB's key monetary policy rates by 0.25 percentage points.

What then is the story behind this very newsworthy decision? First and foremost, we have made significant progress in disinflation since our last rate hike in September 2023. Inflation has fallen by more than 2.5 percentage points, and the inflation outlook has improved markedly. Barring further setbacks, for instance in the geopolitical situation and energy prices, or in wage developments for that matter, inflation is projected to converge to our 2% target in the medium term.

Euro area economic activity is showing increasing signs of recovery, and the labour market has remained robust. The growth outlook was revised upwards yesterday, which is obviously good news.

Looking ahead, the ECB Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach when determining the appropriate policy stance. We will set our rates based on our analysis – at each Governing Council meeting – of three parameters: the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary transmission. And we are not pre-committing to any rate path.

In every meeting we also assess the risks to financial stability. In this regard too, it is clear that today geopolitics is the main risk that may cast a shadow over financial stability in Europe and more globally.

The European Systemic Risk Board, the ESRB, monitors geopolitical developments closely, as these could act as a trigger for many of the key systemic risks identified in the European financial system.

Let me say a few words about the ESRB.

Its core task is to contribute to the prevention and mitigation of systemic risks in the European context. Experience shows how important it is to understand and monitor risks in an increasingly complex, interconnected and continuously changing financial system. One key requirement to succeed in this respect is to have access to high-quality data – without data there is no visibility regarding risks, and without proper analysis it is hard to develop mitigating measures and policies.

By the end of this year, the European Commission will report to the European Parliament and Council on whether there is a need to revise the mandate or organization of the ESRB to better answer the current challenges and changes in the operating environment. The ESRB General Board has established a High-Level Group on the ESRB Review.

The High-Level Group will identify what kind of adjustments either to the mission or the framework of the ESRB would be required and will provide its insights to the EU co-legislators. The group has four members, and I have the honour of chairing it. One of the key areas which the group will be discussing is access to data.

Dear Colleagues,

Let me now turn to Finland as a case study. The ECB's decision to cut its policy rates is welcome news for the Finnish economy, which has been struggling particularly since the energy shock and inflation spike that materialized after the start of Russia's illegal war in Ukraine.

The Finnish housing market has been hit hard and the fall in house prices has been significant. The decline in construction activity is one of the reasons why Finland's economy entered a recession in the latter part of last year.

As any reader of economic history knows, large disruptions in housing and other real estate markets have often led to severe financial crises. Finland in the late 1980s and early 1990s was a case in point – a dark memory that we should not forget, but certainly one that we should learn from. You can no doubt recall other examples around the world, from the Tulip mania to the global financial crisis.

So far, this time has been somewhat different, however. We have avoided such a crisis. Most Finnish indebted households have been able to service their loans, although many have been forced to reduce their consumption of goods and services. The problems in the construction sector have, fortunately, not spread widely to other sectors. Banks have even improved their profitability and capitalization, thanks to their growing net interest income.

More generally, financial systems throughout the world have remained remarkably resilient in the last few years – despite being hit by the pandemic, the spike in inflation, rapid interest rate increases and the deposit runs in regional American banks. The strengthened resilience is a testament to the profound regulatory and supervisory reforms after the global financial crisis, as well as to the better readiness of policymakers to take bold, timely and exceptional policy actions in times of crisis.

We expect that the systemic risks and vulnerabilities in Finland's real estate market will start to ease this year, assuming that interest rates fall and the economy starts to recover as projected.

As we – the Bank of Finland – stated in our annual financial stability assessment, published in May, we are fully aware that the deterioration in the international security environment exposes Finnish and other western financial systems to shocks and widespread disruptions. For instance, there is a heightened risk that the financial market infrastructure and financial institutions could face more frequent and severe cyberattacks and hybrid interference.

In response to this, Finnish financial institutions have improved their continuity planning and contingency preparations. The national emergency account system established in Finland two years ago, in turn, ensures that critical banking and daily payment services would be available to the public even in times of severe disruption.

The short-term economic outlook for the euro area and Finland is now somewhat brighter than projected just a while ago. However, our long term growth prospects look rather weak, unless we can manage to find new sources of growth. That goes for all of Europe, too.

As documented by Ian Goldin and others, the growth rate of labour productivity in the OECD economies between the 1970s and the 1990s was around 2%. In the current century, it has fallen to 1%.

The gap between Europe and the US has been widening, especially since the pandemic. The discrepancy between post-pandemic developments in productivity is, however, exaggerated if we only look at

productivity per person. This is because the pandemic caused a very large adjustment in the number of people employed in the United States, while in Europe, thanks to different job retention schemes, jobs were preserved – but hours worked fell abruptly.

In other words, average hours worked decreased dramatically in Europe, but much less in the US. Consequently, productivity per person looks substantially weaker in Europe and the euro area than in the US.

But still, even if we compare productivity per hour, Europe's performance is much weaker than that in the United States. Between the fourth quarter of 2019 and the fourth quarter of 2023, labour productivity per hour worked increased by 0.6% in the euro area vs. 6% in the US. The productivity gap has widened mainly since mid-2022, when euro area productivity growth was depressed by the energy shock. Slower growth in euro area labour productivity is broad based across sectors, within manufacturing and services alike, rather than driven by sectoral re-allocation.

While different labour market dynamics and different shocks – or at least a different magnitude of shocks – can explain the divergence of productivity growth in Europe from that in the US in the past few years, structural factors play a significant role in explaining the underlying differences between Europe and the US. This goes back to well before the pandemic.

The list of structural factors behind to the euro area's poor productivity performance is, unfortunately, rather long. The euro area lags behind the United States particularly in R&D, technology adoption and innovation. ICT and professional services stand out as the sectors with the weakest relative productivity growth in the past few decades. Educational attainment is higher in the US on average, and the regulatory environment there is more conducive to business dynamism.

Finland has had its own challenges. Productivity growth has been very slow or non-existent for the past 10-15 years. This is the result of a unique combination of cyclical and structural shocks – and the Finnish economy's inability to adjust sufficiently smoothly.

Europe needs more productivity growth, not least because its populations are ageing, green investments require funding, public debts and deficits are large and defence expenditures need to be raised. In Finland, productivity growth is also being curtailed by the fact that the average level of educational attainment among younger age cohorts has not advanced recently.

The question of how productivity growth can be boosted is therefore a key challenge for the economics profession. While waiting for your research let me reflect.

Policies aimed at improving access to finance, such as further progress with the capital markets union, and the removal of existing barriers to the provision of services across countries could have a long-lasting impact in supporting productivity growth in the euro area. Giving fresh impetus to the EU's capital markets union by relaunching it as an investment and financing union could be one of the low hanging but high producing fruit.

This links to technology. Some of us may have very high expectations concerning the potential of generative artificial intelligence (AI) for boosting productivity and economic growth. On the other hand, some, like Daron Acemoglu (recall Robert Gordon), are less optimistic. In any event, it does appear quite probable, or at least possible, that the spread of generative AI is going to have profound ramifications for labour markets, businesses and societies at large.

Increasing attention has been given to the potential effects of AI on the financial system and financial stability. In his brilliant keynote speech yesterday, Professor Danielsson warned us how overreliance on autonomous AI systems could pose risks to the integrity and stability of the global financial system. I share his concern.

Central banks need to keep pace with developments in emerging technologies and the data economy. At the Bank of Finland, we have for quite some time already been using machine learning algorithms in several core analysis functions, such as nowcasting, or short-term GDP forecasting. The same goes for payment and settlement system simulations and financial stability analysis. Together with the Finnish Financial Supervisory Authority – the FIN-FSA – we recently established a cross-organizational centre of excellence in advanced data science. Its nicely self-confident name is ACE, the Analytics Center of Excellence.

Dear Friends,

Let me conclude. This weekend, EU citizens will vote in the European parliamentary elections. Many crucial issues are at stake in these elections.

First and foremost is European unity in the face of Russia's threat and, more generally, in a world of heightened geopolitical challenges. Our support to Ukraine must be unwavering, and we must work on several fronts to enhance European security. We must also continue our fight against climate change.

Second, strengthening the EU economy is of the utmost importance. Only a strong economy can bring sustainable prosperity, security and stability. Maintaining price stability is the central banks' best contribution to enhancing a predictable and conducive environment for the long-term investments needed for digitalisation and the greening of our economies.

Europe's weak productivity performance calls for raising the level of ambition of the next Commission. There are no shortcuts. In addition to R&D, we must foster reforms to support productivity growth, including policies improving access to finance and removing barriers services across countries. It is clear that the recent and future developments in cutting-edge research and innovations, including AI, will play a key role in the pursuit of these goals.

Thus, it is no time for small talk, but taking big-time action for European unity and reform – what a meaningful challenge!

Thank you for your kind attention!

Governor Olli Rehn: Price dynamics

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

BOJ-IMES Conference, May 27, 2024

[Presentation](#) (pdf)

Policy Panel Discussion I: “Price dynamics”

Thank you, Athanasios, and my sincerest thanks to Governor Ueda for the invitation. This conference continues to be a highly rewarding event for macroeconomists and central bankers alike.

In my opening remarks, I will talk about the exceptional price dynamics over the past crisis years, especially highlighting the paramount importance of keeping inflation expectations anchored.

Three periods of inflation in the euro era, 1999-2024

(Slide 2)

To set the stage, let me illustrate the brief history of inflation in the euro area with a graph that neatly divides the last quarter century of the euro into three periods of inflation, on average: 1) at around 2% during the waning great moderation in 1999-2009; 2) at 1.2% during the post-financial crisis below-target inflation in 2009-21; and 3) at 6.6 % during the years of supply shocks and accelerating inflation since 2021.

Each of these periods had a specific set of inflation (or deflation!) drivers and price stability anchors, and thus specific price dynamics and specific policy issues. In the recent years, most advanced economies experienced a quicker than expected recovery from the COVID pandemic, which coincided with a series of unprecedented supply-side shocks, including broad-based increases in commodity prices due to Russia’s unjustified and brutal war in Ukraine. Fiscal policy also played a role in fuelling demand-side inflation, especially in the United States.

Rapid rise of the energy bill in the euro area – and its stabilization: energy imports of GDP in the euro area, 2015-2023

(Slide 3)

In the early stage of the inflation surge, energy prices were the key driver of the euro area inflation, while moderate wage inflation worked as the anchor, dampening price pressures. At its height in 2022, the energy bill of the euro area skyrocketed to ca. 7 % of GDP, and the increase – or an extra tax on EA consumers, if you like – was as much as 4 percentage points, which is equivalent to roughly 2½ times GDP of Finland. While the United States is a net exporter of energy, Europe is a net importer, which made a big difference. Likewise, food and non-energy industrial goods prices increased more strongly in Europe than in the United States.

The common feature is that inflation has been primarily due to supply disruptions and sharp increases in the prices of food and energy, as concluded by Ben Bernanke and Olivier Blanchard in their recent paper¹. Yet, the effects of these price shocks are fading out relatively quickly.

Decomposition of compensation per employee (CPE) growth in the euro area, 2021-2024

(Slide 4)

More recently, wages have replaced energy as the main inflation driver in the euro area – but they are hardly on overdrive. Growth in overall wages (measured by compensation per employee, CPE) has been elevated in the euro area since 2021 and reached 5.2% in 2023. This was initially driven by wage drift, such as bonus payments and changes in overtime. Since last summer, wage drift has largely receded, and negotiated wage growth has recently been the main driver of overall euro area wage growth. It has moved sideways (4.5-4.7%) in recent months.

As negotiated wage growth reacts only sluggishly to changes in economic conditions, the ECB has developed supplementary forward-looking indicators. They indicate that wage growth in the euro area is gradually moderating from above 5% to around 4% in 2024.²

Wage increases are driven by both compensation for past inflation surprises and still relatively strong labour demand (from the service sector). At the same time, **inflation expectations have remained well anchored**, and we see little or no impact of higher inflation expectations on wages.

It is worth noting that while both strong demand and declining average working hours have contributed to the tightening of the labour market and increasing wage pressures, firmly increased labour market participation and labour-based migration have mitigated these pressures in the euro area.

Continued careful analysis of labour market developments is key to understanding wage pressures going forward. One factor we need to dig deeper is **immigration**, which has increased in the euro area in recent years and is affecting the labour market. In my view, this should be one important workstream in our forthcoming ECB strategy review next year.

Inflation is converging towards the ECB's 2% target

(Slide 5)

Monetary policy has played a central role in dampening demand since we began the ECB's rate hiking cycle in July 2022. We raised interest rates consistently to avoid sudden shifts in expected inflation and to constrain the propagation of the inflation shock through price-wage dynamics.

Subsequently, **headline inflation** in the euro area is now at 2.4% and projected to reach our target next year. **Underlying inflation**, neutralised from energy and food prices, is still slightly higher at 2.7%, but it is likewise projected to reach our target next year.

Thanks to this disinflationary process, inflation is converging to our 2% target in a sustained way, and the time is thus ripe in June to ease the monetary policy stance and start cutting rates. This obviously assumes that the disinflationary trend will continue and there will be no further setbacks in the geopolitical situation and energy prices.

Going forward, in the ECB Governing Council we will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach when determining the pertinent policy stance. We will set our rates based on our analysis of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary transmission. And we are not pre-committing to any rate path.

With declining inflation and delayed economic growth, we are continuously assessing what our policy stance in this context should be. Without prejudging our primary objective of price stability, we also need to avoid a stance that unduly delays the closing of the negative output gap.

Economic activity in the euro area, 2007-2026

(Slide 5)

Before concluding, let me next say a few words about exceptional uncertainty and how to deal with it in monetary policy decision-making.

First, when projections include unusual risks, we should not rely solely on a baseline projection and fan charts around it, but also consider alternative scenarios, as stated by Ben Bernanke in his recent review of the Bank of England's economic forecasting. Our experience in the Eurosystem demonstrates that scenarios are useful in analysing and communicating risks around the baseline during the times of exceptional shocks.

Second, it is important to use a wide variety of economic indicators. For example, using a range of measures for underlying inflation and wages has been very useful in assessing how broad-based current inflation is and how durable the disinflationary process is (ECB (2021)).

Third, the effect of uncertainty on policymaking should not be limited only to our interpretation of economic data. One way to deal with uncertainty is to choose an appropriate degree of gradualism in policy decisions. According to the so-called "Brainard principle" (introduced in Brainard 1967), increased uncertainty would warrant a *more gradual* response.

There is a recent case in point on applying this principle. Noting the accelerating inflation in the winter of 2021-2022, many of us policymakers would have been ready to raise the rates in March 2022. However, Russia's illegal, brutal invasion to Ukraine on 24 February 2022 both turned us back to the era of raw geopolitics and created a massive cloud of uncertainty over Europe's economy. At least my initial assumption then was that it would probably have serious stagflationary consequences – i.e. both hitting growth and generating inflation, "back to the 70s". In that context, it made sense to take a timeout and once the clouds had somewhat cleared choose the policy stance. – This context should be taken into account in all *post-mortems* of the recent polycrises years.

More recently, however, some have argued for a *strong* policy response when there is a lot of uncertainty, especially about future inflation.³ This can be seen as a risk management approach to policymaking, where we aim at guarding against the worst outcomes.

For instance, during the recent inflation cycle, when inflation started to accelerate, it was important to unwind the accommodative monetary policy stance fast to guard against the danger of de-anchoring of inflation expectations. This guided us in the ECB Governing Council to decide on consistent rate hikes since July 2022.

What can we conclude from the last two examples? Judgment matters.

In other words, while advances in economics have enabled us to gain a much better understanding of the macroeconomy and price dynamics, human judgment is still necessary especially in the critical moments when elevated uncertainty dominates and several options are open. In science we trust, but the art of monetary policy cannot still be replaced by artificial intelligence – at least in the foreseeable future!

To summarize, uncertainties in price dynamics have indeed challenged our policymaking. The silver lining is that we have gained a lot of understanding about the appropriate policy responses in these circumstances. For me, this has above all highlighted the crucial role of inflation expectations in the making of monetary policy, as well as the importance of a firm commitment to a medium-term inflation target.

Thank you for your attention, and I look forward to our discussion.

References

Bernanke, B. (2024). Forecasting for monetary policy making and communication at the Bank of England: a review, Bank of England, Published on 12 April 2024.

Bernanke, B. and Blanchard, O. (2024), An analysis of postpandemic inflation in 11 economies, PIIE

Brainard, W. (1967), Uncertainty and the Effectiveness of Policy, *American Economic Review* 57 (2), 411-425.

ECB (2021). Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review, Occasional Paper Series No 265, September 2021.

Ferrero, G., Pietrunti M. & Tiseno, A. (2019). "Benefits of gradualism or costs of inaction? Monetary policy in times of uncertainty," *Economic working papers* No. 1205, Bank of Italy.

Söderström, U. (2002). "Monetary Policy with Uncertain Parameters," *Scandinavian Journal of Economics*, Wiley Blackwell, vol. 104(1), pages 125-145.

¹ Bernanke and Blanchard 2024: An analysis of postpandemic inflation in 11 economies. PIIE Working Paper 24-11

² For further analysis and data, see the ECB Blog, Tracking euro area wages in exceptional times by Sarah Holton and Gerrit Koester, 23 May 2024.

³ For example, Söderström (2002) and Ferrero et al (2019) argue that elevated uncertainty about inflation persistence should lead to a more aggressive policy response in order to stabilize expectations.

Pääjohtaja Olli Rehn: Puheenvuoro Maksufoorumissa 15.5.2024

Pääjohtaja Olli Rehn
Maksufoorumi 15.5.2024
[Esityskalvot](#) (pdf)

Puheenvuoro Maksufoorumissa 15.5.2024

Hyvät Maksufoorumin osallistujat, hyvät maksamisen asiantuntijat,

Hyvää aamupäivää ja lämpimästi tervetuloa minunkin puolestani jo 17. Suomen Pankin Maksufoorumiin keskustelemaan ajankohtaisista maksamisen teemoista! Ilahduttavaa nähdä näin vaikuttava yleisö päivän tärkeiden asioiden parissa.

Geopolitiikassa ja taloudessa puhaltavat nyt tuulet, jotka työntävät maita erilaisille poluille. Tässä tilanteessa yhteistyö yhteiskunnan eri tasoilla ei ole pelkästään arvokasta vaan välttämätöntä. Sen avulla pystymme suomalaisessa yhteiskunnassa ylläpitämään luottamusta ja rakentamaan valoisampaa tulevaisuutta meille kaikille. Vaikea geopolitiittinen tilanne edellyttää myös kriisinkestävyttä.

Käyn puheenvuorossani ensin läpi, miltä toimintaympäristömme Suomessa näyttää talouden ja rahoitusjärjestelmän osalta. Sen jälkeen käsittelen tulevaisuuden maksamisen kannalta keskeisiä teemoja, joita keskuspankissa seuraamme ja edistämme.

Talous kasvaa konfliktien varjossa

(Kalvo 2)

Euroalueen talous kasvaa yhä hitaasti, Suomen talous puolestaan supistuu tänä vuonna vielä 0,5 prosenttia. Taantumun pohja on kuitenkin ilmeisesti saavutettu. Talouden ennustetaan alkavan vähitellen toipumaan, kun kotitalouksien ostovoima vahvistuu, vientimarkkinoiden veto paranee ja korkojen odotetaan alenevan.

Koko euroalueella on näköpiirissä elpymistä toisella vuosipuoliskolla. Käänteen merkkejä on nähtävissä erityisesti palvelualojen ennakoivissa indikaattoreissa. Kotitalouksien reaalityulojen kasvu vahvistaa yksityistä kulutusta ja ulkomainen kysyntä vahvistuu. Talouden elpymistä tukee hyvänä pysynyt työllisyys. Euroalueen työttömyys on alhaisin vuosikymmeniin.

Riskit heikommasta talouskehityksestä ovat kuitenkin suuret. Lähi-idän sodan eskalaatio voi nostaa öljyn ja kaasun hintoja. Venäjän bruttaali sota ja Ukrainan vaikea tilanne ruokkivat epävarmuutta. Geopolitiikka voi siis suistaa talouden myönteisen kehityksen raiteiltaan, joskin markkinatunnelma on nyt sangen rauhallinen – ehkä liiankin rauhallinen.

Euroalueen inflaatio

(Kalvo 3)

Positiivinen uutinen on, että inflaatio on hidastunut Euroopan keskuspankin 2 % tavoitteen suuntaan. Inflaatio on tullut alas voimakkaasti vuoden 2022 lopun huipustaan ja oli huhtikuussa euroalueella 2,4 prosenttia. Taustalla on sekä energiahintojen lasku että kireä rahapolitiikka, joka on vaimentanut kysyntää ja siten hintapaineita. Inflaation ennustetaan asettuvan 2 prosentin tuntumaan ensi vuonna.

EKP:n neuvoston huhtikuun kokouksessa annoimme ehdollisen signaalin korkojen laskusta kesäkuussa. Jos luottamus siihen, että inflaatio lähenee tavoitettaan kestäväällä tavalla, edelleen vahvistuu, rahapolitiikan rajoittavuutta voidaan vähentää – eli selkosuomeksi korkoja voidaan laskea. Tulevat päätöksemme perustuvat aina päivitettyyn arvioon inflaationäkymistä, pohjainflaation dynamiikasta ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta.

* * *

Luotettava ja toimiva rahoitusjärjestelmä, pankit ja infrastruktuuri, on edellytys talouden kestäväälle kasvulle ja dynamiikalle. Jos rahoitus ei välity sujuvasti, talous ei voi kasvaa eikä kotitaloudet ja yritykset menestyä.

Huolimatta vaimeasta makrotalouden kehityksestä ja geopoliittisista uhista, rahoitusjärjestelmämme on toiminut luotettavasti, niin Suomessa kuin muualla euroalueella.

Aloitin viime vuonna Euroopan järjestelmäriskikomitean ESRB:n ensimmäisenä varapuheenjohtajana. Komitea arvioi ja antaa suosituksia Euroopan rahoitusvakautta uhkaavien riskien torjumiseksi.

Eurooppalaisten pankkien kannattavuus on parantunut korkojen nousun myötä, mutta kiinteistösektorin luottoriskien kasvu on erityinen huoli. Erityisesti Pohjoismaissa ja Baltiassa liikekiinteistöihin liittyvät vastuut edustavat merkittävää osaa pankkien taseista. Geopoliittiset riskit ja erityisesti Yhdysvaltojen arvopaperimarkkinoiden korkeat arvostustasot ovat myös kimurantti cocktail. Näitäkin seuraamme tarkasti.

Kansainvälinen rahoitusjärjestelmä on ylipäänsä selvinnyt varsin vähäisin vaurioin viime vuosien suurista sokeista. Maaliskuun 2023 pankkimyllerrys Yhdysvalloissa jäi väliaikaiseksi, eikä se päässyt leviämään euroalueelle.

Suuri ansio tästä kuuluu vahvistetulle finanssisääntelylle. Taloushistoriasta – myös lähihistoriasta – löytyy lukuisia esimerkkejä siitä, kuinka finanssisääntelyn varomaton purkaminen on johtanut ikäviin lopputuloksiin. Samalla kun maailma muuttuu, sääntelyn tulee toki uudistua sen mukana, mutta purkutalkoisiin ei kannata ryhtyä.

Euroalueen pankkien puskurit

(Kalvo 4)

Eurooppalaisten pankkien vakavaraisuuspuskurit ovat onneksi merkittävästi kasvaneet ja ongelmallainat vähentyneet. Tämä tosiasia olisi hyvä muistaa silloin, kun puhumme vielä puuttuvasta yhteisestä eurooppalaisesta talletussuojasta tai sääntelyn purkamisesta.

Rahoitusjärjestelmän vakaus

(Kalvo 5)

Suomenkin rahoitusjärjestelmän iskunkestävyys on ollut viime aikoina kovassa testissä. Suomen asuntomarkkinat ovat hyytyneet pahiten sitten 1990-luvun talous- ja pankkikriisiin korkojen nousun myötä. Asuntomarkkinoiden suuret häiriöt ovat usein johtaneet pankki- ja finanssikriiseihin. Ei kuitenkaan tällä kertaa. Suomalaisten pankkien kannattavuus ja vakavaraisuus ovat jopa vahvistuneet, kun niiden korkokatteet ovat kasvaneet. Luottotappioitakin on tullut vain vähän – ainakin toistaiseksi.

Suomen rahoitusjärjestelmällä on hyvät edellytykset pysyä vakaana lähivuosina. Tulenarka geopoliittinen tilanne on kuitenkin kasvattanut rahoitusmarkkinoiden kriittiseen infrastruktuuriin kohdistuvaa uhkaa. Asuntomarkkinoiden jumin arvioimme sen sijaan helpottuvan, kunhan korot laskevat odotusten mukaisesti ja Suomen talous alkaa vihdoinkin elpyä.

Maksamisen tulevaisuudessa korostuvat innovaatiot ja kriisinkestävyys

(Kalvo 6)

Digitalisaation ja teknologian murros muuttaa maksamisen tehtäväkenttää. Uudessa toimintaympäristössä korostuu data-aineistojen ja niiden analyysin merkitys. Euroopan keskuspankissa tekoäly helpottaa jo pankkivalvojan työtä eri data-aineistojen yhdistämisessä. Keskuspankin puolella on lukuisia käyttömahdollisuuksia makrotalouden ja tilastoaineistojen analyysissa. Digitalisaatio luo rahoitusjärjestelmälle uusia mahdollisuuksia ja parantaa sen tehokkuutta, mutta synnyttää myös uudenlaisia haavoittuvuuksia.

Meille kaikille täällä salissa on selvää, että vakaata rahoitusjärjestelmää ei ole ilman luotettavia, toimivia maksujärjestelmiä. Luottamus on avainasemassa, kun puhumme talouden tai pankkisektorin näkymistä. Luottamusta on rakennettu myös yhteisellä eurooppalaisella sääntelyllä. Tähän näkökulmaan paneudutaan foorumin seuraavassa osiossa, kun kuulemme miten sääntely ja markkina kohtaavat, ja millä tavalla maksamisen vaihtoehtoja yhteiskunnassa synnytetään.

Tänään on keskusteltu myös maksamiseen liittyvistä petoksista ja huijauksista, jotka ovat kasvussa. Finanssivalvonta on suosittanut pankkeja kehittämään verkkopankki- ja mobiilimaksamisen kontroleja siten, että käyttäjät voisivat paremmin asettaa turvarajoituksia tekemiinsä tilisiirtopohjaisiin maksuihin. Huijausten estäminen on vaikeaa, mutta siinä tarvitaan meitä kaikkia. Vain tehokkaalla torjunnalla ja kuluttajien kouluttamisella voimme turvata vähittäismaksamisen luotettavuuden.

Vähittäismaksamisen palveluissa on vielä parannettavaa euroalueella. Yhtenäisestä maksualueesta huolimatta eurooppalaisia päivittäismaksamisen tapoja ei ole syntynyt. Ilman eurooppalaista itsemääräämisoikeutta maksamisen palveluista heikennämme omaa kilpailukykyämme. Myös digieuron pitkäjänteinen kehittämistyö liittyy tämän tavoitteen edistämiseen.

Eurooppalaisen kilpailukyvyn vahvistaminen on myös huoltovarmuuden tärkeä turvaaja. Tilipohjaisten SEPA-maksujärjestelmien eteen tehty työ on mahdollistanut kustannustehokkaan sisämarkkinan eurooppalaiselle tilisiirtomaksamiselle. Se on myös mahdollistanut kolmansien osapuolten mukaan ottamisen ja synnyttänyt uudenlaista arvontuotantoa. Tätä samaa uuden kilpailukyvyn luomista kaivataan myös päivittäismaksamisessa.

Suomi oli pitkään maksamisen edelläkävijä. Pankit ovat toimineet digitaalisesti vuosikymmeniä, ja suomalaiset kuluttajat omaksuvat digitaaliset maksuvälineet vaivatta. Viime vuosina maksamisen edistysaskeleet ovat kuitenkin syntyneet pääasiassa muissa Pohjoismaissa ja muualla Euroopassa.

Tähän pyritään tekemään muutos elinkeinoelämän ja viranomaisten **pikamaksamisen** yhteishankkeessa, jota Suomen Pankki vetää. Haluamme edistää tilipohjaisen pikamaksuratkaisun syntymistä Suomeen. Se toisi markkinoille lisää kilpailua ja sitä kautta myös välttämätöntä toimintavarmuutta -- aidon vaihtoehdon käteis- ja korttimaksamiselle.

Kansallinen ratkaisu syntyy yleiseurooppalaisen koneiston avulla, ja sen suomin tehokkuushyödyin koko toimialalle. Kaikki eväät ja ennusmerkit todelliselle maksamisen edistysaskeleelle ovat olemassa.

Haluan kiittää lämpimästi kaikkia pikamaksamisen hankkeeseen osallistuvia asiantuntijoita ja organisaatioita vahvasta tuestanne hankkeessa. Tukeanne ja osallistumistanne tarvitaan myös jatkossa.

Hyvät ystävät,

Epävarmassa toimintaympäristössä on tärkeää ylläpitää ja tarpeen mukaan vahvistaa lainanottajien, pankkien, infrastruktuurin ja julkisen sektorin kykyä kestää Suomen talouteen ja rahoitusjärjestelmään kohdistuvia iskuja. Suomen Pankki varmistaa jatkossakin osaltaan kriittisten rahoitusmarkkinoiden palveluiden toimimisen kaikissa oloissa.

Maksamisen tulevaisuus vaatii myös innovaatioita, joita viranomaiset voivat toiminnallaan kirittää.

Toivotan kaikille idearikasta ja antoisaa Maksufoorumia!

Governor Olli Rehn: Dialling back monetary restraint

Governor Olli Rehn

Bank of Finland

Citi Macro Forum, Washington D.C., April 18, 2024

[Presentation](#) (pdf)

Dialling back monetary restraint

Ladies and Gentlemen, Dear Friends,

Let me start by thanking the organisers for the invitation to share some thoughts with you here at the Citi Macro Forum today. In my introductory remarks, I will discuss the euro area economic and policy outlook following our ECB Governing Council monetary policy meeting last week.

As you know, we at the Governing Council started discussing the dialling back of our restrictive monetary policy stance in March, and we continued that discussion in our meeting last week.

Slide 2. Economic activity in the euro area, 2007-2026

What makes this discussion particularly interesting is the fact that this time we are considering easing our monetary policy stance simultaneously with a projected start of recovery in domestic demand and a record low unemployment rate. Growth is projected to pick up in the course of the second half of this year and to strengthen in the 2025-2026.

This interesting policy situation reflects the unconventional path that has led us to this point over the past one and a half decades.

Slide 3. Three periods of inflation in the euro era, 1999-2024

Let me illustrate this trajectory with a graph that neatly divides the last quarter century of the euro era into three periods of inflation: approx. 2% in 1999-2009; 1.2% in 2009-21; and 6.6 % since 2021.

It is worth remembering that only three years ago, in 2021, we had had 13 years of too low inflation behind us, although we had resorted to a negative policy rate for seven years, and to significant asset purchases and credit operations as well, which took our balance sheet from 2 trillion to almost 9 trillion euros. This stubbornly low inflation, together with a structurally low natural rate of interest and very limited remaining policy space, led us to launch the review of our monetary policy strategy in January 2020. It was concluded in July 2021.

Slide 4. The ECB strategy review and symmetric inflation target

The key outcome of the strategy review was that we decided to change our inflation target to a symmetric one, meaning that both negative and positive deviations from the 2% target are regarded as equally undesirable. Prior to the review, our price stability definition ('below but close to 2%') was perceived as asymmetric, effectively setting a 2% ceiling for inflation. This asymmetry very likely contributed to lowering inflation expectations and thereby inflation itself. The new symmetric inflation target is expected to influence long-term inflation expectations and to anchor them more solidly to the 2% inflation target.

When we published our new symmetric inflation target in July 2021, the operating environment for monetary policy was changing dramatically.

Slide 5. Inflation is converging towards the ECB's 2% target

The supply shocks, caused first by the pandemic and then by Russia's unjustified and brutal war in Ukraine, pushed the euro area inflation rate above 2.5% for the first time in nine years by the fall of 2021, and then all the way up to 10.6% in October 2022.

Thanks to the normalisation of energy prices and the determined but very consistent monetary tightening, euro area HICP inflation is now at 2.4%. It is expected to decline further, reaching our inflation target next year.

When I addressed this forum a year and a half ago, in October 2022, the uncertainty related to energy supply in Europe was extreme. Rationing of energy supplies was widely discussed. So were the various risk scenarios, some containing severe stagflationary tendencies. At the time, energy was the key driver of euro area inflation, while moderate wage inflation was acting as an anchor.

Subsequently, Europe reacted decisively and cut the energy crisis short. Today, wages have replaced energy as the main inflation driver – but wage growth is now moderating and inflation declining.

Due to the energy price assumptions, our inflation forecasts overestimated actual inflation in the fourth quarter last year. For this year, our assumptions and inflation forecasts have been more accurate, although in March we did revise down our inflation forecast for this year to 2.3%. In September last year, our 2024 inflation forecast was at 3.2%, so we have in fact been approaching our target faster than we had expected at the time we raised the policy rate to the current level.

However, disinflation is more than just a story of the reversal in energy price movements. Monetary policy has played an important role in dampening demand since the rate hiking cycle started in July 2022.

Monetary restraint is continuing to reduce inflation and impact the real economy strongly, affecting the growth outlook, particularly for this year. In March, we also revised down our growth forecast for this year to 0.6%.

Slide 6. Wage growth is moderating in the euro area

The euro area unemployment rate has remained at a record low and employment has increased, even though growth has been at a standstill since the end of 2022. This said, there are indications that labour demand is now adjusting downwards. Recent euro area wage growth has been developing broadly in line with our expectations, slowing from 5% to 4%. Importantly, a key driver of wage growth has been past inflation surprises rather than higher inflation expectations.

Slide 7. Inflation expectations remain well anchored to the target

Inflation expectations have in fact been well anchored at around our 2% target, as can be seen from this slide.

Referring to the ongoing weak demand conditions in the euro area, and in the spirit of the multilateral IMF and World Bank spring meetings this week, I would like to draw your attention to the developments in the euro area current account. In the March projections, the forecast for the current account surplus was revised significantly upwards, from 1% to 3.2% of GDP for the current year and similarly for the two following years.

As we know, the current account can be defined as the difference between investment and savings. This definition provides a useful viewpoint when assessing the effects of recent monetary policy tightening and its strong transmission. An increase in the current account surplus may reflect a lower level of investment or higher level of savings – or both, which seems to be the case in the euro area currently.

An important factor contributing to a higher euro area current account is the low level of business and

housing investment, which are expected to be very weak this year. This is reflected in the weak credit demand due to higher interest rates and also somewhat tighter credit supply. As bank profitability is not expected to remain as strong as before and credit risks are increasing somewhat, the supply factors may start to play a bigger role in credit extension, while credit demand is expected to start recovering.

If weaker investments are contributing to a stronger current account, so too are higher savings. The savings rate increased to 14.6%, which is clearly above the pre-pandemic 13%.

Of course, tighter monetary policy and higher interest rates play a major role in explaining the higher savings rate. However, uncertainty and low confidence also incentivise higher savings. The continuation of the Russian war has probably had more complex and wide-ranging effects on confidence and savings than we can currently estimate.

The ECB, major forecasters like the IMF, central bank watchers and the current pricing in the financial markets all seem to agree that the euro area inflation rate will return to our 2% target in a sustained manner in the course of next year. Since prolonged high inflation could put the well-anchored inflation expectations at risk, any further delay in achieving the target cannot, of course, be accepted.

Slide 8. The ECB decisions in April

The key message from our policy meeting last week was that although the key ECB interest rates are at levels that are making a substantial contribution to the ongoing disinflation process, we no longer see the need to maintain them at the current levels for a long duration.

It is also worth noting that with the extent of disinflation already seen, real short-term rates are now higher than we expected them to be when the policy rate was raised to the current level last September.

With declining inflation and delayed economic growth, we are continuously assessing how restrictive our policy stance is and should be. Without prejudging our primary objective of price stability we need to avoid a stance that unduly delays the closing of the negative output gap.

The risks to the growth outlook remain tilted to the downside. Russia's unjustified war against Ukraine and the intensified conflict in the Middle East are major sources of geopolitical risk, feeding uncertainty and potentially increasing energy prices again. Clearly, geopolitics is the risk factor that could derail the improving outlook for the euro area economy.

As headline inflation and underlying inflation have continued to slow down and inflation expectations have remained well anchored, we can start dialling back monetary restraint as summer approaches. Provided that we are confident that inflation will continue converging to our 2% target in a sustained way, the time will be ripe in June to start easing the monetary policy stance and to cut rates. This obviously assumes that there will be no further setbacks in the geopolitical situation and thus in energy prices.

We in the ECB Governing Council will continue to follow a data-dependent and meeting-by-meeting approach when determining the pertinent policy stance. We will set our rates based on our updated assessment of the inflation outlook, the dynamics of underlying inflation and the strength of monetary transmission. And we are not pre-committing to any rate path.

Thank you very much for your attention, and I look forward to your questions.

[Governor Olli Rehn: Dialling back monetary restraint](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Rehn: Inflaatio hidastunut rahapolitiikan tuella –euroalue tarvitsee parempaa työn tuottavuutta

Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn

Euro & talous -tiedotustilaisuus euroalueen talouden näkymistä ja rahapolitiikasta
Helsinki, 16.4.2024

Inflaatio hidastuu rahapolitiikan tukemana – euroalue tarvitsee nopeampaa tuottavuuden kasvua

Euroalueen talouden näkymät ovat piristymässä. Hyvät uutiset ovat odotettuja, sillä viimeiset puolitoista vuotta taloudessa on poljettu paikoillaan. Samalla Venäjän laiton, brutaalia hyökkäyssotaa Ukrainassa on kestänyt jo yli kaksi vuotta. Sodan jatkumisesta huolimatta nopean inflaation jakso on euroalueella jäämässä taakse, osin energian hintojen laskun ja osin kiristyneen rahapolitiikan ansiosta.

Tarkastelen euroalueen talouden näkymiä ja rahapolitiikan lähihistoriaa ja tulevia päätöksiä tänään ilmestyneen Euro & talous -julkaisun pohjalta.

Kalvo 2: Euroalueen kasvu voimistuu loppuvuonna ja vuosina 2025–2026 – elleivät lähialueiden sodat suista kehitystä raiteiltaan

Euroalueen talouskasvu on ollut viime aikoina tahmeaa. Viime aikojen ennakoivissa indikaattoreissa näkyy kuitenkin orastavia käänteen merkkejä, etenkin eteläisen Euroopan maissa ja palvelusektorilla.

EKP:n maaliskuun ennusteessa euroalueen talouden arvioidaan elpyvän tämän vuoden toisella puoliskolla. Kasvuksi arvioidaan 0,6 % tänä vuonna ja 1,5 % vuosina 2025–2026, kun kotitalouksien reaalitulojen kasvu vahvistaa yksityistä kulutusta ja ulkomainen kysyntä vahvistuu. Myös julkinen kulutus kasvaa, vaikka finanssipolitiikka kokonaisuudessaan on kiristävää. BKT:n elpymistä tukevat vahvana säilyneet työmarkkinat.

Riskit heikommasta kehityksestä ovat kuitenkin suuret. Lähi-idän sodan eskalaatio voi nostaa öljyn ja kaasun hintoja. Venäjän brutaali sota ja Ukrainan vaikea tilanne ruokkivat epävarmuutta. Geopolitiikka voi siis suistaa Euroopan talouden myönteisen kehityksen raiteiltaan.

* * *

Kelataan rahapolitiikassa muutama vuosi taaksepäin, jotta nähdään miten tähän on tultu. Euroalueen rahapolitiikassa on viime vuosina koettu kaksi erityisen merkittävää vaihetta: EKP:n strategiarevisio vuosina 2020–2021 ja inflaation nousu ja lasku 2021–2024.

Kalvo 3. Kolme erää inflaatiota euroaikana

Tällä kalvolla on kuvattu euroalueen keskimääräinen inflaatio kolmella jaksolla ja koko euroaikana.

Vuosina 2009–2021 inflaatio oli jatkuvasti selvästi EKP:n omaa inflaatiotavoitetta hitaampaa. Tämä oli keskeinen syy siihen, miksi EKP:n neuvosto päätti käynnistää rahapolitiikan strategiansa uudelleenarvioinnin.

EKP:n strategiaudistuksen taustalla olivat maailmantalouden rakenteelliset muutokset: väestörakenteen

ikäntyminen, säästämisasteen nousu, globalisaation ylä- ja alamäet sekä tuottavuuskehityksen hidastuminen. Näiden tekijöiden on arvioitu laskeneen ns. luonnollista korkotasoa eli kansantalouden tasapainokorkoa 1980-luvulta lähtien. Rahapolitiikan liikkumavara viime vuosikymmenellä vallinneen liian hitaan inflaation torjumiseksi oli näiden rakenteellisten muutostekijöiden seurauksena supistunut, etenkin kun toimittiin ns. nollakorkorajalla.

Tämän seurauksena EKP:n rahapolitiikka ei kyennyt tehokkaasti ankkuroimaan inflaatio-odotuksia tavoitteeseen. Eurojärjestelmässä tätä ongelmaa voimisti alasuuntainen epäsymmetrinen inflaatiotavoite.

Vanha inflaatiotavoite ”alle mutta lähellä 2 prosenttia” tulkittiin usein katoksi, siis inflaation sallituksi ylärajaksi. Tämä vaikeutti talouden elvytystä keskuspankin ohjauksoroilla erityisesti silloin, kun talous oli nollakorkorajalla. Suomen Pankin tutkijat arvioivat 2010-luvun lopulla, että EKP:n vanhan strategian mukainen inflaatiotavoite oli tosiasiansa selvästi alle 2 prosentin ja alaspäin epäsymmetrinen.

Kalvo 4. Rahapolitiikan strategiarevisio 2020–21

EKP:n strategia-arvio käynnistyi vuonna 2020 ja se saatiin päätökseen ja julkistettiin heinäkuussa 2021.

Uudistuksen merkittävin vaikutus rahapolitiikan strategiaan on ollut inflaatiotavoitteen uusi määritelmä ja se, miten tavoitetta sovelletaan päätöksenteossa. EKP:n uudistetun strategian mukaan hintavakautta voidaan parhaiten pitää yllä tavoittelemalla symmetrisesti kahden prosentin inflaatiota keskipitkällä aikavälillä.

Strategian ytimessä on se, että sekä tavoitetta hitaampaan että sitä nopeampaan inflaatioon suhtaudutaan symmetrisesti, eli molempia pidetään yhtä kielteisenä. Inflaatio voi siis tilapäisesti nousta yli 2 prosentin, toisin kuin aiemmin, ja olla väliaikaisesti tavoitetta jonkin verran nopeampaa.

Kalvo 3. Kolme erää inflaatiota euroaikana

Pian rahapolitiikan toimintaympäristö muuttui dramaattisesti. Ensin koronapandemia v. 2020–2021 uhkasi johtaa suureen lamaan, mikä torjuttiin nopealla ja voimakkaalla rahapolitiikan ja finanssipolitiikan elvytyksellä. Pandemia kuitenkin aiheutti merkittäviä tuotannon pullonkauloja maailmankaupassa ja käynnisti laukkaavan inflaation, korkeimmillaan 10,6 % euroalueella lokakuussa 2022.

Helmikuun lopulla 2022 Venäjä käynnisti laittoman hyökkäyssodan Ukrainassa. Sodan käynnistämä energiakriisi iski kovaa fossiilienergiasta riippuvaisen Euroopan talouteen. Stagflaatiokehitys eli pysähtyneen kasvun ja kiihtyvän inflaation yhdistelmä oli täysin mahdollinen näkymä, koska yhtäältä energiahintojen kova nousu kiihdytti euroalueen inflaatiota ja toisaalta voimakkaasti lisääntynyt geopoliittinen epävarmuus ja Venäjän-kaupan päättyminen pakotteisiin näyttivät horjuttavan Euroopan talouden elpymisen ja kestävän kasvun perusteita. Rahapolitiikka oli ison dilemman edessä.

Vuoden 2022 heinäkuusta alkanut EKP:n koronnostojen sarja oli poikkeuksellisen rivakka. Tämä on tuntunut suomalaistenkin arjessa. Inflaation kiihdyttyä moni kansalainen kysyi, miksi EKP ”kurittaa” kohonneiden elinkustannusten kanssa kamppailevia kotitalouksia korkeilla koroilla. Ymmärrän tämän huolen, mutta vaihtoehto olisi ollut vielä paljon huonompi.

Koronnostoilla pyrittiin estämään inflaatio-odotusten irtoaminen kahden prosentin ankkurista ja ryöpsähtäminen hallitsemattomaksi. Niinhän kävi 1970-luvulla öljykriisien myötä Yhdysvalloissa. Käänne tuli 1970- ja 1980-luvun vaihteessa, joskaan ei helposti ja heti. Laukkaavan inflaation kausi päättyi vasta, kun keskuspankki Fed Paul Volckerin johdolla vuoden 1980–1981 vaihteessa kiristi rahapolitiikkaa rajusti nostamalla ohjauksen yli 20 prosenttiin. Seurasi kivulias taantuma ja Yhdysvaltain korkein työttömyys sitten suuren laman – korkeimmillaan lähes 11 prosenttia vuonna 1982 – ennen kuin maan talous sopeutui matalaan inflaatioon.

Viime vuosien kriisien aikana näin rajuja otteita on Euroopassa pyritty välttämään. Inflaation kiihdyttyä Euroopan keskuspankki muutti rahapolitiikan mitoituksen kyllä nopeasti kevyestä kireäksi ja jatkoi tällä

linjalla johdonmukaisesti. Tavoitteena oli taltuttaa inflaatio keskipitkällä aikavälillä estämällä palkka-
hintakierre ja pitämällä inflaatio-odotukset ankkurissa. Rahapolitiikan linja tähtäsi pitkäjänteisyyteen:
talouskehitys on korkojen nousun seurauksena ollut hieman vaimeampaa, mutta riski pitkäaikaisesta
talouskurimukselta on jäänyt pienemmäksi, kun inflaatio on saatu vakautumaan 2–3 vuoden aikajänteellä.

Kalvo 5. Inflaatio hidastunut kireän rahapolitiikan tuella

Nyt keväällä 2024 inflaatio onkin palautumassa EKP:n tavoitteen mukaiseksi vuosien 2024–2026 aikana.
Tämän saavutuksen taustalla on etenkin kaksi tekijää: energian hintojen lasku ja tasaantuminen sekä
kireämmän rahapolitiikan välittyminen talouteen. Uusi inflaatiotavoite ei ole ollut mikään sateentekijä,
mutta sillä on ollut omat ansionsa vakaan talouskehityksen kannalta. Symmetrinen keskipitkän aikavälin
tavoite on mahdollistanut rahapolitiikassa maltillisemman reaktion kuin mihin vanha tavoite olisi
velvoittanut.

Toisin sanoen uudistettu strategia auttoi välttämään rahapolitiikan äkkinäisen rajun kiristämisen korona- ja
energiakriisien aiheuttamien tarjontashokkien iskettyä Eurooppaan. Tämä maltillinen, pitkäjänteinen
rahapolitiikan linja puolestaan auttoi hyvin todennäköisesti välttämään euroalueen talouden kasvun ja
työllisyyden syvän taantumaa ja sen aiheuttamat rujot yhteiskunnalliset ja inhimilliset kustannukset.

Kalvo 6. Rahapolitiikan kiristäminen palauttanut euroalueen inflaatio-odotukset 2 % ankkuriin

Vuosien 2022 ja 2023 aikana sekä markkinapohjaiset että kyselytutkimukset osoittivat inflaatio-odotusten
nousua. Rahapolitiikan kiristymisen seurauksena inflaatio-odotukset kuitenkin palautuivat lähelle 2
prosenttia viime vuoden lopussa. Inflaatio-odotukset ovat pysyneet vakaasti 2 prosentin ankkurissa tänä
vuonna. Inflaatio-odotusten pysyminen linjassa EKP:n 2 %:n inflaatiotavoitteen kanssa sekä yritysten
työvoimakustannusten pysyminen maltillisina tukevat ennustettua inflaation tasaantumista.

Kalvo 7. Euroalueen palkkojen kehitys tasaantumassa

Vuosina 2022 ja 2023 palkat nousivat euroalueella nopeasti. Viime vuonna euroalueen palkat nousivat jopa
yli 5 prosentin vauhtia. Kehitys on kuitenkin asteittain tasaantumassa. EKP odottaa palkkojen nousun
työntekijää kohden hidastuvan niin, että kuluvana palkat nousevat euroalueella reilun 4 prosentin vauhtia.
Palkkojen nousu hidastuu seuraavina vuosina asteittain. Vuonna 2026 palkat nousevat EKP:n ennusteen
mukaan 3 prosenttia vuodessa. EKP:n käyttämät erilaiset palkkoja ennustavat indikaattorit ("wage trackers")
antavat tukea EKP:n palkkaennusteelle.

Kalvo 8. Inflaation jatkaessa hidastumistaan, voidaan rahapolitiikan jarrua alkaa keventää kesän korvilla

Päätimme viime viikon kokouksessamme pitää ohjauskorot ennallaan. Rahoitusolot ovat yhä kireät, ja
aiemmat koronnostot vaimentavat kysyntää edelleen, mikä edesauttaa inflaation hidastumista. Pyrimme tällä
varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti palautuu kohtuullisessa ajassa kahden prosentin
tavoitteen mukaiseksi.

Kesän korvilla voidaan jalkaa ryhtyä keventämään rahapolitiikan jarrulta, jos inflaatio hidastuu
ennakoidusti. Suurimmat riskit liittyvät geopolitiikkaan, Ukrainan vaikeaan tilanteeseen ja Lähi-idän
konfliktin mahdolliseen eskalaatioon kaikkine seurauksineen. Jos luottamuksemme siihen, että inflaatio
lähenee tavoitettaan kestäväällä tavalla, edelleen vahvistuu, voimme ryhtyä keventämään rahapolitiikan
viritystä ja laskea korkoja. Tulevat päätöksemme perustuvat päivitettyyn arvioon inflaationäkymistä,
pohjainflaation kehityksestä ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta. Joka tapauksessa määritämme
rahapolitiikan mitoituksen tulevissa kokouksissa aina tuoreimpien tietojen perusteella. Emme sitoudu
ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

Kalvo 9. Euroalueen kasvuanalyysi: pandemian jälkeinen talouskasvu tullut pääosin julkisesta kulutuksesta

EKP:n neuvostossa on jatkuvasti esillä myös pidemmän aikavälin rakenteellisia kysymyksiä. Talouskasvu on tärkeä tekijä myös euroalueen maiden velkakestävyuden kannalta. Tätä teemaa sivutaan myös tänään julkaistussa Euro & talous -liiteartikkelissa.

Kun tarkastellaan kumulatiivista BKT:n kasvua kysyntäeriin jaoteltuna, voidaan havaita, että euroalueen kasvu pandemian jälkeen on syntynyt pääosin julkisesta kulutuksesta. Investointien ja yksityisen kulutuksen kasvu v. 2019 jälkeen on ollut kumulatiivisesti lähellä nollaa.

Kalvo 10. Euroalueen murheenkryyninä heikko tuottavuuskehitys

Heikon tuottavuuskasvun merkitys korostuu, kun euroalueen ja muun Euroopan kehitystä verrataan Yhdysvaltojen tuottavuuskehitykseen. Euroopassa on jääty yhä selvemmin jälkeen Yhdysvaltojen tuottavuuskehityksestä, erityisesti pandemian jälkeinen ero kehityksessä on selvä. On esitetty useita hypoteeseja selitykseksi euroalueen heikommasta tuottavuuskehityksestä Yhdysvaltoihin nähden. Euroalueella esimerkiksi investoidaan vähemmän tutkimukseen ja kehitykseen. Uutta teknologiaa kehittäviä suuria teknologiayrityksiä on vähän. Pääomamarkkinat ovat ohuempia ja eriytyneemmät kuin Yhdysvalloissa.

EKP:n tekemä selvitys viittaa vielä yhteen selitykseen Yhdysvaltoja heikommasta tuottavuuskehityksestä: pandemian aikana julkisia tukia kohdennettiin euroalueella olemassa olevia rakenteita ylläpitävään toimintaan. Se hidasti talouden uudistumista.

Kalvo 11. Päätelmiä

Euroalueen talouden tilannetta ja rahapolitiikan näkymiä voi vetää yhteen seuraavasti.

- Kasvun ennustetaan elpyvän alkuun hitaasti. Kasvu nopeutuu vuoden loppua kohden reaalitulojen kasvun ja viennin elpymisen ansiosta.
- Rahapolitiikan nykyistä rajoittavuutta voidaan vähentää, jos EKP:n neuvoston varmuus inflaation hidastumisesta kohti tavoitetta kasvaa entisestään.
- Euroalueella inflaation kiihtyminen vuodesta 2021 lähtien oli seurausta ennen kaikkea energian ja ruoan hintasokeista sekä muista tarjontasokeista.
- Inflaatio on vakautumassa 2 prosentin tavoitteeseen keskipitkällä aikavälillä. Myös palkkojen kehitys on maltillistumassa, vaikka työmarkkinat pysyvät kireänä.
- Rahapolitiikan toimet ovat onnistuneet ankkuroimaan inflaatio-odotuksia ja vähentäneet hintapalkkakierteen riskiä.
- Sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä euroalue kaipaa investointeja, innovaatioita ja parempaa työn tuottavuutta. Tämä helpottaisi keskuspankin näkökulmasta myös palkka- ja inflaatiopaineita.
- Tuottavuuden paraneminen ei kuitenkaan tapahdu yhdessä yössä. Siihen tarvitaan pitkäjänteistä talouspolitiikkaa, joka tukee investointeja, innovaatioita ja vahvistaa yritysten kasvumahdollisuuksia.

Pääjohtaja Olli Rehn: Kasvua konfliktien varjossa? – Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka. Esitys hallituksen kehysriihessä 15.4.2024.

Suomen Pankin pääjohtaja Olli Rehn
Esitys hallituksen kehysriihessä
Helsinki, 15.4.2024
[Esitys](#) (pdf)

Kasvua konfliktien varjossa? – Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka

Arvoisa pääministeri, hyvät valtioneuvoston jäsenet, muut kuulijat,

Kiitos kutsusta käyttää puheenvuoro tässä hallituksen kehysriihen avausistunnossa. Käsittelen kahta teemaa otsikolla ”Kasvua konfliktien varjossa?”. Ensin euroalueen talouden näkymää ja rahapolitiikkaa viime viikon EKP:n neuvoston kokouksen pohjalta. Sen jälkeen Suomen talouden pitkän aikavälin näkymiä, erityisesti julkista taloutta.

KALVO 2: Euroalueen talouskasvu tahmeaa, vahvistuu 2025–26

Euroalueen talouskasvu on ollut viime aikoina tahmeaa. Viime aikojen ennakoivissa indikaattoreissa näkyy kuitenkin orastavia käänteen merkkejä, etenkin eteläisen Euroopan maissa ja palvelusektorilla.

EKP:n maaliskuun ennusteessa euroalueen talouden arvioidaan elpyvän tämän vuoden toisella puoliskolla. Kasvuksi arvioidaan 0,6 % tänä vuonna ja 1,5 % v. 2025–26, kun kotitalouksien reaalityulojen kasvu vahvistaa yksityistä kulutusta ja ulkomainen kysyntä vahvistuu. Myös julkinen kulutus kasvaa, vaikka finanssipolitiikka kokonaisuudessaan on kiristävää. BKT:n elpymistä tukevat vahvana säilyneet työmarkkinat.

Riskit heikommasta kehityksestä ovat kuitenkin suuret. Lähi-idän sodan eskalaatio voi nostaa öljyn ja kaasun hintoja. Venäjän bruttaali sota ja Ukrainan vaikea tilanne ruokkivat epävarmuutta. Geopolitiikka voi siis suistaa Euroopan talouden myönteisen kehityksen raiteiltaan.

KALVO 3: Inflaatio hidastunut kireän rahapolitiikan tuella

Euroalueen inflaatio on jatkanut hidastumistaan kohti 2 prosentin tavoitetta. Taustalla on energiahintojen lasku ja kiristynyt rahapolitiikka, joka välittyy yhä voimakkaasti reaalityalouteen ja siten myös inflaatioon.

EKP:n ennusteessa inflaation ennustetaan asettuvan 2,0 % tuntumaan ensi vuonna. Pohjainflaation ennustetaan pysyvän pidempään koholla.

Eurostatin ennakkotiedon mukaan inflaatio hidastui maaliskuussa 2,4 prosenttiin (helmikuussa 2,6 %). Energian ja ruoan hinnasta puhdistettu pohjainflaatio hidastui 2,9 prosenttiin (helmikuussa 3,1 %).

KALVO 4. Rahapolitiikan jarrua aletaan keventämään kesällä

Päätimme viime viikon kokouksessamme pitää ohjauskorot ennallaan.

Aiemmat koronnostot vaimentavat kysyntää edelleen, mikä edesauttaa inflaation hidastumista. Pyrimme tällä varmistamaan, että keskipitkän aikavälin inflaatiovauhti palautuu 2 prosentin tavoitteen mukaiseksi.

Tulevat päätöksemme perustuvat päivitettyyn arvioon inflaationäkymistä, pohjainflaation dynamiikasta ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta. Kuten pääjohtaja Christine Lagarde torstaina viesti, jos luottamuksemme siihen että inflaatio lähenee tavoitettaan kestäväällä tavalla edelleen vahvistuu, rahapolitiikan nykyistä rajoittavuutta voidaan vähentää.

Toisin sanoen kesän korvilla voidaan jalkaa ryhtyä keventämään rahapolitiikan jarrulla. Tämä ekonomistien koodikielellä ilmaistu ”rahapolitiikan rajoittavuuden vähentäminen” kun tarkoittaa selkosuomeksi sitä, että kesäkuussa voidaan ryhtyä laskemaan EKP:n ohjauskorkoja, jos inflaatio hidastuu ennakoitusti.

Joka tapauksessa määritämme rahapolitiikan rajoittavuuden tason ja keston myös tulevaisuudessa kokouksissa aina tuoreimpien tietojen perusteella. Emme sitoudu ennalta mihinkään tiettyyn korkouraan.

KALVO 5: Markkinat odottavat koronlaskuja kesäkuusta alkaen

Korkojen kehityksestä esitetään erilaisia ennusteita ja data-analytiikan tuotteita. Tämä kuvio näyttää, miten markkinat odottavat korkojen kehittyvän euroalueella seuraavan kahden vuoden aikana.

Markkinaodotusten mukaan EKP alkaa alentaa ohjauskorkoja kesäkuussa. Markkinat odottavat koronlaskujen jatkuvan niin, että EKP:n talletuskorot olisivat kuluvan vuoden lopussa hieman yli 3 prosentin tasolla, ja ensi vuoden lopussa noin 2,5 prosentin tasolla.

KALVO 6: Uusien asuntolainojen korot kääntyneet laskuun

Suomessa yleinen asuntolainojen viitekorko, 12 kuukauden euribor, nousi nopeasti EKP:n koronnostojen seurauksena ja myös niitä ennakoiden vuoden 2022 alkupuolelta alkaen.

Vastaavasti markkinoiden koronlaskuodotukset ovat näkyneet viime aikoina markkinakorkojen kehityksessä. 12 kuukauden euribor kääntyi laskuun jo viime vuoden lopulla.

KALVO 7: Kotitalouksien ostovoima on kasvanut

Vuonna 2022 erityisesti nopea inflaatio (vaalea sininen) heikensi suomalaisten kotitalouksien ostovoimaa. Vuoden 2022 lopulta alkaen myös kotitalouksien korkomenot kasvoivat (keltainen alue). Suurin osa suomalaisten asuntolainoista on vaihtuvakorkoisia, joten korkojen nousu nosti nopeasti asuntovelallisten lainanhoitokuluja.

Vaihtuvien korkojen takia lainanhoitomenot alkavat meillä pienentyä korkotason laskun myötä nopeammin kuin euroalueella keskimäärin.

Vuoden 2023 puolivälistä alkaen suomalaisten kotitalouksien reaalin ostovoima on vahvistunut. Keskeinen tekijä on ollut inflaation hidastuminen. Ansiotulojen ja sosiaalietuuksien lisäksi myös omaisuustulojen kasvu tukenut ostovoiman kehitystä.

KALVO 8: Suomen talous on yhä tukevasti taantumassa, ennuste pikkuhiljaa kohti kasvua vuosina 2025–2026

Maaliskuun väliennustemme mukaan BKT supistuu kuluvana vuonna 0,5 %. Viime vuoden talouskehitys jäi odotettua heikommaksi, ja ennusteluvut tarkentuivat alaspäin viime vuoden joulukuusta. Näkymä eteenpäin oli kuitenkin jotakuinkin ennallaan: Talouden ennustetaan alkavan vähitellen toipua taantumasta, kun kotitalouksien ostovoima vahvistuu, vientimarkkinoiden veto paranee ja korkojen odotetaan alenevan. Alkuvuoden datan perusteella ei vielä näy käännettä parempaan, mutta taantumien pohja on silti (ilmeisesti!) saavutettu.

KALVO 9: Julkisen talouden vahvistamisen lyhyt ja pitkä aikaväli

Suomen julkisen talouden alijäämä on muodostunut rakenteelliseksi ja on selvää, että menojen ja tulojen pysyvä epäsuhta täytyy korjata. Nyt olemme tilanteessa, jossa joudumme kansakuntana miettimään julkisen talouden vahvistamiseksi sekä nopeasti vaikuttavia, osin välittömiäkin toimia että uskottavaa pidemmän aikavälin suunnitelmaa.

Tärkeä lyhyen aikavälin indikaattori sopeutustarpeelle tulee EU:n vakaus- ja kasvusopimuksen liiallisen alijäämän menettelystä.

Joulukuun ennusteiden mukaan Suomen alijäämä ylittää tämän vakaus- ja kasvusopimuksen 3 prosentin alijäämärajan selvästi tänä ja ensi vuonna. Lisäksi joulukuun jälkeen heikentynyt suhdannetilanne ja julkisten menojen ennakoitua nopeampi kasvu ovat kasvattaneet arvioita alijäämästä. Tämä merkitsee riskiä joutua liiallisen alijäämän eli EDP-menettelyyn. Alijäämärajan noudattaminen ja velkaantumisen hidastaminen edellyttävät uusia suoria sopeutustoimia tämän vaalikauden aikana karkeasti ottaen 3 mrd. euron verran.

Mutta tarvitsemme myös pitemmän aikavälin suunnitelman Suomen julkisen talouden velkakestävyys turvaamiseksi. Samalla on tärkeää arvioida, olisiko nykyistä vahvempi finanssipolitiikan ohjauskehikko hyödyllinen tavoitteen saavuttamisessa. Ajankohta pohdinnalle on otollinen, koska EU:n finanssipolitiikan sääntöjen uudistuessa kotimaisiakin sääntöjä on uudistettava.

KALVO 10: Mitä voimme oppia Ruotsista?

Uudistustyössä hyödyllisenä vertailukohtana voisi olla Ruotsin ajan myötä vakiintunut finanssipolitiikan ohjauskehikko. Ruotsissa kokonaisuuden peruspilarit ovat tasapainotavoite ja velka-ankkuri sekä niiden kanssa johdonmukainen menokatto.

Tasapainotavoite koskee rakenteellista eli suhdanteen vaikutuksesta puhdistettua julkisyhteisöjen rahoitusasemaa. Valtiopäivät asettaa tasapainotavoitteen joka kahdeksas vuosi vaalikauden lopussa niin, että uusi tavoite koskee ennakoivasti seuraavia vaalikausia.

Velka-ankkuri puolestaan on keskipitkän aikavälin tavoite julkiselle velkasuhteelle. Se on nykyisin 35 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Menokatto on valtiopäivien asettama rajoite valtion ja eläkkeiden kokonaismenoille kolmeksi vuodeksi eteenpäin. Menokatto vastaa suomalaista menokehysjärjestelmää, mutta on sitä kattavampi. Lisäksi kuntien ja maakuntien tulojen on normaalioloissa katettava menot.

Kaikkiaan Ruotsin finanssipolitiikan ohjauskehikko muodostaa kokonaisuuden, jolla on riittävä selkänoja lainsäädännössä sekä perustellut ja laajasti parlamentaarisesti hyväksytyt tavoitteet ja mittarit.

KALVO 11: Kohti yhteistä tavoitetta vahvempien finanssipolitiikan instituutioiden avulla

Suomen Pankin arvion mukaan tätä Ruotsin mallia kannattaa meilläkin tutkia tarkkaan, kun uudistamme kansallisia finanssipolitiikan sääntöjämme. Valmistelutyö varmasti edistyy sitten, kun olemme saaneet tietoa siitä, miten uutta EU-sääntökehikkoa aletaan soveltaa.

Oleellista on myös yhteinen, jaettu tavoitteenasettelu. Miten saavuttaa parlamentaarinen yhteisymmärrys tasapainotavoitteesta ja kattaa useamman hallituskauden aikajänne? Avainkysymys kun – myös tutkimusten nojalla – on laajapohjainen sitoutuminen ja omistajuus.

Yhteinen tavoite ei kaventaisi demokratian liikkumatilaa. Demokraattinen päätöksenteko vain nojaisi kestävään raamiin. Vaalituloksen mukaiset poliittiset arvovalinnat ohjaisivat sekä julkisten menojen että verotuksen painotuksia rakennetta ja tasoa.

Mikä sitten olisi Suomelle mielekäs velkasuhteen tavoite? Ruotsissa ja Tanskassa julkinen velka on nyt noin 30 % BKT:stä, Suomessa 75 % ja lähivuosina jopa 80 %.

Velkasuhde olisi käännettävä mahdollisimman pian laskevalle uralle, mikä onkin hallituksen tavoite. Vakaus- ja kasvusopimuksen 60 % velkasuhde on hyvä virstanpylväs, jota kohti EU:n uudet finanssipolitiikan säännöt asettavat meille kunnianhimoiset askeleet. Ottaen huomioon Suomen väestökehitys, talouden rakenteet ja laajat hyvinvointipalvelut, meidän tulisi pitemmällä aikavälillä pyrkiä kohti velkasuhdetta, joka sisältää riittävän turvamarginaalin vakaus- ja kasvusopimuksen velkarajaan.

KALVO 12: Suomen talouskasvun edellytyksiä vahvistettava

Toinen iso haasteemme on kestävä kasvun eväiden vahvistaminen. Pidemmän aikavälin kasvunäkymille tärkeän osaamispääomamme kasvua rajoittavat työikäisen väestön supistuminen ja nuorten koulutustason nousun pysähtyminen. Osaava työvoima on perusehto myös innovaatioiden syntymiselle ja niiden hyödyntämiselle. Niihin nojaa työn tuottavuuden kasvu, joka on yksi Akilleen kantapäämme.

Osallistumisasteen nousu on vielä toistaiseksi tukenut työllisten määrän kehitystä. Panostamalla laadukkaaseen koulutukseen vahvistamme kykyämme innovoida ja hyödyntää innovaatioita. Väestörakenteemme muutos on kuitenkin niin merkittävää, että kasvun edellytyksiä on hyvin vaikeaa turvata ilman työ- ja koulutusperäisen maahanmuuton kasvua.

Julkinen valta edistää innovaatioita ja niiden käyttöönottoa parhaiten luomalla ihmisille ja yrityksille hyvät kehittämis- ja toimintaedellytykset. Pikavoittoja ei kannata tavoitella, vaan rakentaa pitkäjänteisesti pohjaa uusille ideoille, yrityksille ja toiminnoille. Kestävä talouskasvun eväitä voidaan turvata vain innovaatioita ja niiden hyödyntämistä tukevalla johdonmukaisella talous- ja rakennepolitiikalla.

KALVO 13: Yhteenveto

Hyvät kuulijat,

Euroalueen kasvu vahvistuu, elleivät konfliktit suista sitä raiteiltaan.

Suomen talous on yhä taantumassa, mutta kasvun ennustetaan käynnistyvän kuluvan vuoden loppupuolella. Inflaation hidastuminen on tukenut suomalaisten kotitalouksien ostovoimaa viime vuodesta lähtien.

Suomen julkisen talouden tilanne on vakava. On ymmärrettävää, että tällä hetkellä tavoitteenasettelussa korostuu EU:n finanssipoliittisten sääntöjen asettama raami, etenkin liiallisen alijäämän menettely.

Tarvitsemme toki toimia, joilla on välittömiä vaikutuksia. Yleisemmin on kuitenkin hyvä pyrkiä vahvistamaan julkista taloutta toimilla, jotka eivät vaikuta kotitalouksien ja yritysten toimintaympäristöön äkkinäisesti vaan niin, että niiden pystytään varautumaan ja sopeutumaan.

Tästä syystä olisi hyödyllistä rakentaa parlamentaarisesti yhteistä pitkän aikavälin tavoitetta ja sitä tukevaa kansallista finanssipolitiikan ohjauskehikkoa. Vahvempi finanssipolitiikan kehikko loisi tarpeelliseksi havaittua liikkumavaraa. Terve talous on osa turvallisuutta ja osa kestävää kansallista strategiaa – ja onnistuneen rahapolitiikan edellytys.

Ja lopuksi: kuten edellä totesin, että Suomen pidemmän aikavälin kasvupotentiaalia rajoittaa työikäisen väestön supistuminen ja nuorten koulutustason nousun pysähtyminen. Talouspolitiikan vaikeusastetta epäilemättä nostaa se, että samalla kun vahvistamme julkista taloutta, meidän pitää pystyä vahvistamaan myös kestävä talouskasvun eväitä.

Kiitos.

[Pääjohtaja Olli Rehn: Kasvua konfliktien varjossa? – Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka](#) from [Suomen Pankki](#)

Pääjohtaja Olli Rehn: Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka

Pääjohtaja Olli Rehn
Suomen Pankin sidosryhmätalaisuus
Helsinki, 15.3.2024
[Esityskalvot](#) (PDF)

Euroopan ja Suomen talouden näkymät ja rahapolitiikka

Arvoisat kutsuvieraat, hyvät ystävät,

Lämpimästi tervetuloa! On ilo ja kunnia saada teidät vieraaksemme tähän Suomen Pankin vuosittaiseen sidosryhmätapaamiseen. Tilaisuuden tarkoituksena on antaa katsaus Euroopan ja Suomen talouden ja työllisyyden näkyisiin ja rahapolitiikkaan.

Geopolitiikassa ja taloudessa puhaltavat nyt voimapolitiikan tuulet, jotka työntävät maita eriseuraisille reiteille, vastakkainasetteluun. Tässä tilanteessa yhteistyö suomalaisen yhteiskunnan eri kanteilla ja ulottuvuuksilla ei ole pelkästään arvokasta, vaan välttämätöntä. Parlamentaarisen Etyk/Etyj-työn veteraanina ajattelenkin, että otetaan tämä tilaisuus siinä hengessä luottamusta lisäävänä toimena. Siitähän meillä ei liene ylitarjontaa, vai mitä?

KALVO 2: Euroalueen talouskasvu alkaa elpyä tänä vuonna

Aloitin keskuspankin leipälajilla – rahapolitiikalla.

Hyviäkin uutisia on. Euroopan keskuspankin tuoreessa ennusteessa arvioidaan, että Euroopan talous on pikkuhiljaa elpymään päin. Inflaatio on hidastunut kohti 2 prosentin symmetristä tavoitetta, ja rahapolitiikka tekee edelleen työtään.

EKP ennustaa euroalueen talouden kasvavan tänä vuonna 0,6 prosenttia ja ensi vuonna 1,5 prosenttia. Kasvu käynnistyy yksityisen kulutuksen piristymisen kautta, kun ansioiden kasvu, melko hyvä työllisyys ja hidastuva inflaatio voimistavat reaalityulojen kasvua.

Kasvuun liittyvät riskit painottuvat heikomman kehityksen suuntaan johtuen etenkin geopolitiikasta, eli Venäjän laittomasta, brutaalista hyökkäyssodasta Ukrainassa sekä toisaalta Gazan sodan ja Punaisenmeren konfliktin vaikutuksesta energian hintoihin.

KALVO 3: Inflaatio hidastuu edelleen, mutta verkkaisemmin

Euroalueen inflaatio jatkaa hidastumistaan kohti 2 prosentin tavoitetta. EKP on korjannut vuoden 2024 inflaatioennustetta puolessa vuodessa lähes prosenttiyksiköllä alaspäin 2,3 prosenttiin, mikä on merkittävä muutos.

Pohjainflaatio, joka näkyy kuviossa paksulla mustalla viivalla, on kuitenkin yhä sitkeää. Erityisesti palveluinflaatio on voimakasta, ja korkeat palkankorotukset useissa euromaissa pitävät sitä yllä jonkin aikaa.

Energian hinnat ovat kuitenkin jo laskeneet vuoden takaisesta, mikä näkyy kuvion palkeissa keltaisella värillä. Energiakriisin hellittäminen – rahapolitiikan kiristysten lisäksi – onkin auttanut huomattavasti inflaation palautumisessa kohti EKP:n 2 prosentin tavoitetta.

Keskeisin EKP:n ohjauskorko on ollut 4 prosentin tasolla viime syyskuusta lähtien. Vuoden 2022

heinäkuusta alkaen toteutettu nopea koronnostojen sarja vaikuttaa talouteen voimakkaasti edelleen.

Miten eteenpäin? Korkopäätöksemme perustuvat arvioon inflaationäkymistä, pohjainflaation dynamiikasta ja rahapolitiikan välittymisen voimakkuudesta.

Aloitimme EKP:n neuvoston viime viikon kokouksessa keskustelun rahapolitiikan rajoittavan mitoituksen vähentämisestä – selkosuomella siis siitä, milloin koronlasku on syytä aloittaa.

Mikäli inflaatio painuu edelleen ja arviomme mukaan kestävästi alaspäin kohti tavoitetta, voidaan kesän korvilla jo pikkuhiljaa aloittaa hellittämään jalkaa rahapolitiikan jarrupolkimelta.

KALVO 4: Rahoitusvakauden näkymät paranemassa, mutta liikekiinteistöjen riskit seurannassa

Seuraavaksi pari sanaa siitä, miten makrotalouden näkymä vaikuttaa pankkien tilanteeseen. Aihe on tärkeä ja minulle läheinen, sillä aloitin viime vuonna Euroopan järjestelmäriskikomitean eli ESRB:n ensimmäisenä varapuheenjohtajana. Komitea arvioi ja antaa suosituksia Euroopan rahoitusvakautta uhkaavien riskien torjumiseksi.

Eurooppalaisten pankkien kannattavuus on parantunut korkojen nousun myötä, mutta kiinteistösektorin luottoriskien kasvu on tällä hetkellä erityinen huoli. Erityisesti Pohjoismaissa ja Baltiassa liikekiinteistöihin liittyvät vastuut edustavat merkittävää osaa pankkien taseista. Niihin liittyviä haavoittuvuuksia seuraamme jatkossakin.

KALVO 5: Ongelmalainojen määrä säilynyt Euroopassa vähäisenä

Eurooppalaisten pankkien sääntelyä ja valvontaa on uudistettu monin tavoin globaalien finanssikriisin jälkeen. Yhtenä ongelmana finanssikriisin jälkimainingeissa oli paikoitellen erittäin suureksi kasvanut ongelmalainojen määrä pankkien taseissa. Näiden niin sanottujen järjestämättömien lainojen määrä on saatu viime vuosina määrätietoisella työllä alenemaan selvästi, kuten kuviostakin nähdään.

Pankkien luottokannan laatu on säilynyt viime vuosina hyvänä huolimatta pandemiasta, Ukrainassa käytävästä sodasta ja muuttuneesta korkoympäristöstä. Tämä kertoo pankkien kriisinkestävyyden paranemisesta: pankeilla on ollut varaa tarvittaessa kirjjata ongelmalainoja luottotappioiksi. Vaikka kiinteistöalan luottoriskit ovatkin nyt kasvaneet, on pankkien lähtötilanne hyvä.

KALVO 6: Euroalueen pankkien puskurit

Kaiken kaikkiaan euroalueen pankkisektori on vahva, hyvin pääomitettu ja sen likviditeetti on hyvä. Tarvittaessa EKP voi käyttää koko arsenaaliaan täyttääkseen tehtävänsä hinta- ja rahoitusvakauden säilyttämiseksi euroalueella. Tarjoamme tarvittaessa riittävästi likviditeettitukea euroalueen rahoitusjärjestelmälle ja torjumme rahapolitiikan välittymisen uhkia.

Kriisinkestävyyden kannalta olennaista on, että euroalueen pankkien puskuireita on vahvistettu finanssikriisin jälkeen tiukennetun sääntelyn ansiosta. Kun puskuireita mitataan vakavaraisuudella suhteessa lainakantaan, ne ovat nyt kaksinkertaisia verrattuna vuoteen 2007.

KALVO 7: Tukevasta taantumasta kohti kasvua

Entä Suomen talous? Julkaisimme tänään Suomen talouden väliennusteen. Taantumän pohja on jo saavutettu, ja kasvun odotetaan käynnistyvän tämän vuoden aikana, kun kotitalouksien reaalin ostovoima vahvistuu.

BKT supistuu kuluvana vuonna 0,5 %, eli hiukan enemmän kuin vielä joulukuussa ennustimme. Ensi vuonna 2025 BKT kasvaa jo 1,7 %. Vuosina 2025 ja 2026 talouskasvun odotetaan olevan jopa hiukan nopeampaa kuin joulukuun ennusteessa.

Inflaation odotetaan hidastuvan vuonna 2024 Suomessa alle yhden prosentin, mikä edelleen vahvistaa kotitalouksien ostovoimaa.

KALVO 8: Työmarkkinoiden tilanne heikkenee vielä tänä vuonna

Työllisyys on toistaiseksi säilynyt suhdannetilanteeseen nähden melko hyvänä. Työllisyysaste ehti kivuta ennen taantumaa ennätyskorkealle, joten taantuma otettiin vastaan hyvästä lähtötilanteesta. Työmarkkinat seuraavat suhdannetilannetta kuitenkin viiveellä, joten työllisyysasteen odotetaan tänä vuonna vielä alenevan.

Työttömyysaste puolestaan on noussut keväästä 2022 alkaen jo miltei 1,5 prosenttiyksikköä. Vuoden 2023 lopulla yritykset ovat lisäksi turvautuneet aiempaa enemmän lomautuksiin. Työtunnit ovat vähentyneet selvästi nopeammin kuin työllisten määrä.

Työllisyysasteen odotetaan kääntyvän pieneen kasvuun vuonna 2025, kun taloustilanne paranee. Vuoden 2026 aikana saavutetaan ennusteen mukaan jo vuoden 2023 työllisyysaste.

Työllisyyden kehitykseen liittyy paljon epävarmuutta. Lomautukset voivat kääntyä irtisanomisiksi varsinkin rakennusteollisuudessa, jos asuntomarkkinat eivät ala vuoden loppua kohti toipumaan.

Epävarmuutta työllisyyskehityksestä lisäävät tietenkin myös työtaistelujen mahdollinen jatkuminen ja laajeneminen.

KALVO 9: Kahden kärjen taktiikka Suomen talouden pitkäaikaisten ongelmien ratkaisemiseksi

Kun katsotaan hieman lähivuosien kehitystä pidemmälle, Suomen taloudessa on kaksi isoa haastetta: kestävän talouskasvun edellytysten vahvistaminen ja julkisen talouden tasapainottaminen.

Suomen kansainvälinen menestys on perustunut osaamiseen ja koulutukseen. Mahdollisuuksien tasa-arvon edistäminen on ollut ja on hyvinvointivaltiomme ydintehtävä. Laadukas ja kattava koulutus on ollut Suomen suuri vahvuus, jonka uudistaminen vastaamaan tulevaisuuden tarpeisiin on yhteinen asiamme.

Suomen pidemmän aikavälin kasvunäkymille tärkeän inhimillisen pääoman kasvua rajoittavat työikäisen väestön supistuminen ja koulutustason nousun pysähtyminen. On selvää, että työ- ja koulutusperäinen maahanmuutto on saatava nykyistä sujuvammaksi. Yhtä selvää on, että työmarkkinoiden toimivuus on osa tervettä taloutta – itsestäänselvyys, tai ”understatement of the week”.

KALVO 10: Julkisen talouden alijäämä syvenee ja velkaantuminen jatkuu

Toinen iso haasteemme on se, että julkisen talouden tasapainottaminen on odotettuakin vaikeampaa. Alijäämä suhteessa BKT:hen heikkenee noin 3,7 prosenttiin kuluvana vuonna, jopa hieman sen yli.

Jo toteutetut sopeutustoimet eivät myöskään riitä kääntämään velkaantumiskehitystä. Oikeanpuoleisessa kuviossa näkyy Suomen julkisen velan suhde BKT:hen. Ilman uusia toimia velkasuhde jatkaa kasvuaan lähivuosina ja ylittää 80 prosenttia.

KALVO 11: Rakenteellisen alijäämän korjaaminen on syytä aloittaa

Suomen valtiontalous on ollut alijäämäinen jo 15 vuotta. Alijäämä on muodostunut rakenteelliseksi, menojen ja tulojen pysyväksi epäsuhdaksi.

Suhdannetilanne ei näillä näkymin perustele alijäämän korjaamisen lykkäämistä. Talouden ennustetaan lähtevän kasvuun vuoden lopulla ja kasvavan ensi vuonna 1,7 % ja seuraavana lähes samaa tahtia.

Ennusteiden mukaan Suomen julkinen alijäämä siis ylittää EU:n vakaus- ja kasvusopimuksen 3 prosentin alijäämärajan selvästi tänä ja ensi vuonna. Tämä merkitsee riskiä joutua liiallisen alijäämän eli EDP-

menettelyyn. Alijäämärajan noudattaminen ja velkaantumisen hidastaminen edellyttävät uusia suoria sopeutustoimia tämän vaalikauden aikana karkeasti ottaen 3 mrd. euron verran.

KALVO 12: Kohti yhteistä tavoitetta vahvempien finanssipolitiikan sääntöjen tuella

Hyvät kuulijat,

Suomen julkisen talouden velkakestävyys turvaamiseksi tarvittaisiin nyt hallituksen ja opposition rajat ja vaalikaudet ylittävää yhteistä tavoitteenasettelua. Vertailukohtana voisi olla Ruotsin finanssipolitiikan ohjauskehikko, joka sisältää useita julkisen talouden kestävyyttä tukevia tavoitteita ja periaatteita. Siksi muutama sana Ruotsin fipo-mallista.

Ruotsissa finanssipolitiikan sääntökehikon kehittäminen alkoi 1990-luvulla. Nykyään sen pääelementit ovat tasapainotavoite ja velka-ankkuri sekä niiden kanssa johdonmukainen menokatto. Lisäksi kunnille ja maakunnille on asetettu tasapainovaatimus. Olennainen osa kokonaisuutta on myös tiukka ja hyvin organisoitu valtiontalouden budjettiprosessi sekä ulkoinen riippumaton valvonta.

Velka-ankkuri on asetettu 35 prosenttiin BKT:stä, minkä arvioidaan antavan riittävän turvamarginaalin suhteessa EU:n vakaus- ja kasvusopimuksen sallimaan velkatasoon.

Laaja poliittinen konsensus finanssipolitiikan ohjauskehikosta vähentää finanssipolitiikan linjaan liittyvää epävarmuutta hallitusten vaihtuessa. Tavoitetta arvioidaan 8 vuoden välein. Arvio ajoittuu vaalikauden loppuun, joten uusi tavoite koskee aina seuraavia vaalikausia.

Kaikkiaan Ruotsin finanssipolitiikan ohjauskehikko muodostaa kokonaisuuden, jolla on riittävä selkänöja lainsäädännössä sekä perustellut ja laajasti parlamentaarisesti hyväksytyt tavoitteet ja mittarit.

Tulosten valossa tätä Ruotsin mallia kannattaa meilläkin katsastaa tarkkaan, kun kansallisia finanssipolitiikan sääntöjämme uudistetaan EU:n sääntöuudistuksen mukana.

Mutta mikä olisi Suomelle mielekäs velkasuhteen tavoite? Ruotsissa ja Tanskassa julkinen velka on nyt noin 30 % BKT:sta, Suomessa 75 % ja lähivuosina jopa 80 %. Hitunen realismia: meille Ruotsin ja Tanskan taso on tälle vuosikymmenelle liian kunnianhimoinen tavoite.

Velkasuhde olisi silti käännettävä mahdollisimman pian laskevalle uralle. Keskipitkällä aikavälillä pitäisi saavuttaa vakaus- ja kasvusopimuksen 60 % velkasuhde. Pitemmällä aikavälillä on syytä pyrkiä kohti pohjoismaista tasoa, joka sisältää riittävän turvamarginaalin myös suhteessa vakaus- ja kasvusopimuksen velkarajaan.

KALVO 13: Yhteinen tilannekuva

Hyvät ystävät,

Suomea on rakennettu talvisodan tammikuun kihlauksesta 1940 lähtien yrittämisen, osaamisen, työnteon ja myös yhteisymmärryksen pohjalta.

Nyt työmarkkinoilla on ajautettu konkeroon, jossa asioita ei pystytä edistämään yhteistyössä ja neuvotellen. Työmarkkinoiden jumi aiheuttaa laajasti vahinkoa Suomen taloudelle. Euroopassa soditaan ja Suomen taloudellinen toimintaympäristö on vaikea. Nyt jos koskaan meidän pitäisi pystyä ratkomaan sisäisiä ongelmiamme paremmin.

Työmarkkinoiden uudistamista kyllä tarvitaan, eikä tupoja kannata haikailla. Eläkeuudistukset, kilpailukyky sopimus ja maltilliset palkkaratkaisut kuitenkin osoittavat, että työmarkkinoilla palkansaajien ja työnantajien yhteistyöllä on saatu aikaan myös hyviä tuloksia.

Kannattaako siis heittää lapsi pesuveden mukana? Yhteistyöhön ja neuvotteluun perustuvasta

sopimusyhteiskunnasta ei ehkä kannattaisi suit sit luopua. Varmuuden vuoksi totean, että ei tässä syyllisiä kaivata, vaan Lahtista ja ratkaisureittiä.

Kun tätä mietin, niin päädyn siihen, että tällä hetkellä suomalaisen yhteiskunnallisen keskustelun ja päätöksenteon perustavanlaatuinen ongelma on yhteisen tilannekuvan puuttuminen.

Miksi tämä on pulmallista? Koska yhteinen tilannekuva on perusta ongelmien ratkaisuun tähtäävälle yhteistyölle. Eteneminen siinä edellyttää laadukasta, luotettavaa tutkimustyötä ja sen pohjalta valmiutta asialliseen vuoropuheluun, avoimessa yhteiskunnassa.

Suomen Pankin puolesta voin todeta, että olemme jatkossakin valmiita antamaan panoksemme yhteisen tilannekuvan luomiseen. Myös työmarkkinoiden yhteisen tilannekuvan rakentamiseen, jos sellaiseen on kysyntää – sitä en tiedä. Tarvettahan kyllä olisi.

Kun sanon tämän, toivon todella, ettei minua suoralta kädeltä leimata ”menneen maailman maalariksi”, jos lainaan nobelisti Kazuo Ishiguron kirjan nimeä, ja sanomaakin. Ishiguron mainiossa, ajatuksia herättävässä kirjassa sensei Ono, aiemmin arvostettu taidemaalari, on hyllytetty eläkkeelle ja hänen taiteensa julistettu pannaan.

En suostu hyväksymään, että yhteisymmärryksen taide joutaisi Suomessa julistaa pannaan.

Pikemminkin ajattelen, että yhteiskunnallinen eheys ja ristiriitojen järkiperäinen sääntely on edellytys Suomen kaltaisen, pysyvästi vaikealla geopoliittisella maailmankolkalla sijaitsevan pienen maan menestykselle. Vastakkainasettelun kierre uhkaa tätä eheyttä.

Pystyisimmekö parempaan tässä onnellisten tasavallassa?

Kiitos.

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