Kotimainen kysyntä euroalueen kasvun moottorina

21.3.2016 – Rahapolitiikkakatsaus – Rahapolitiikka

EKP:n neuvosto päätti laajennetusta omaisuuserien osto-ohjelmasta tammikuussa 2015. Tähän mennessä ostoja on tehty lähes 780 mrd. eurolla. Maaliskuun 2016 kokouksessaan neuvosto päätti keventää rahapolitiikkaa edelleen. Markkinat odottavatkin rahapolitiikan jatkuvan kevyenä pitkään.

Euroalueen talous jatkoi vuonna 2015 elpymistään. BKT kasvoi 1½ prosentin vauhtia, ja työttömyysaste laski prosenttiyksikön verran 10½ prosenttiin. Kasvu on vuosina 2016–2018 kuitenkin aiempaa enemmän kotimaisen kysynnän varassa. Vientimarkkinoiden kasvunäkymät ovat heikentyneet, ja nettoviennin vaikutus kasvuun jää ennustejaksolla hyvin pieneksi.

Myönteisestä reaalitalouden kehityksestä huolimatta euroalueen inflaatio jäi vuonna 2015 nollaan, mikä on alhaisin vuosikeskiarvo rahaliiton aikana. Hitaan inflaation taustalla oli pääosin öljyn hinta, joka halpeni edelleen vuoden 2015 aikana. Vaikka öljyn ja ruuan hinnanvaihteluista puhdistettu pohjainflaatio on pysynyt vakaampana, on sekin ollut vain prosentin tuntumassa. Inflaation kiihtyminen on maltillista koko ennustejakson ajan. Kiihtymistä kuitenkin tukevat öljyn hinnan vakautuminen, kevyenä jatkuva rahapolitiikka ja negatiivisen tuotantokuilun supistuminen.

Euroalueen kasvuriskit voidaan jakaa kahteen osaan, ulkoisiin ja sisäisiin. Ulkoisista riskeistä keskeisin on maailmantalouden laaja-alainen ja voimakas hidastuminen, joka

vaimentaisi sekä euroalueen kasvua että inflaatiota. Riskinä myös on, että öljyn hinnan voimakas lasku ja maailmantalouden hidastuminen osoittautuvat epälineaarisiksi, kun velkaantuneiden kansantalouksien taseet eivät enää kestä tilanteen heikkenemistä.

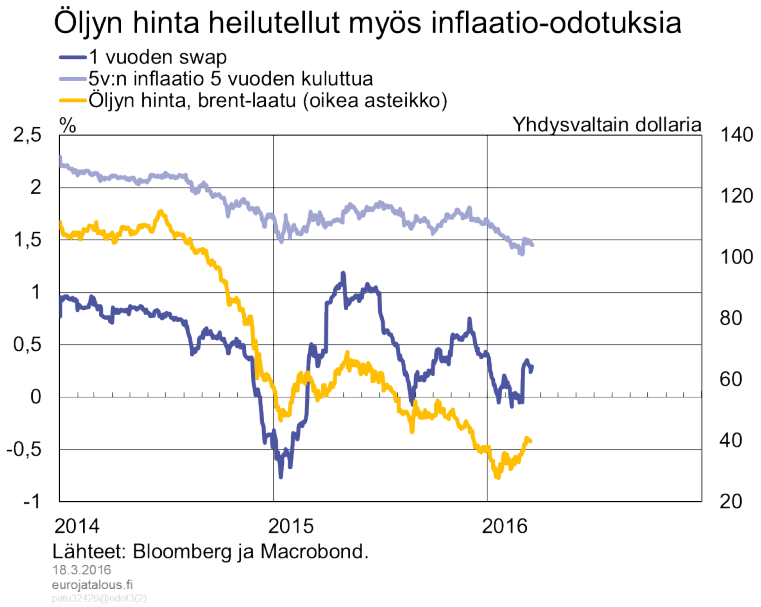
Euroalueen sisäiset riskit liittyvät siihen, että talouden elpyminen on yhä hauraalla pohjalla. Kriisin pitkäkestoisuus näkyy laajasti: tuotannolliset investoinnit ovat yhä vaimeita ja pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys on suurta. Uutena sokkina euroalueelle on tullut pakolaiskriisi, jonka vaikutuksiin liittyy paljon epävarmuutta. Poliittista epävarmuutta Euroopassa lisää myös Ison-Britannian EU-kansanäänestys.

EKP päätti laajoista lisätoimista

Vuonna 2015 euroalueen reaalitalous jatkoi elpymistään. BKT kasvoi 1½ prosentin vauhtia, ja työttömyysaste laski vuoden aikana prosenttiyksikön verran 10½ prosenttiin. Myönteisestä talouskehityksestä huolimatta euroalueen inflaatio jäi nollaan. Vuosi 2015 oli jo kolmas kokonainen vuosi, jolloin inflaatio oli hintavakaustavoitetta hitaampaa eli selvästi alle 2 %.

Suuren osan inflaation vaimeudesta selittää öljyn hinta, joka kääntyi vuoden 2015 puolenvälin jälkeen uudelleen laskuun. Toteutuneen inflaation lisäksi öljyn hinnan lasku on vaimentanut lyhyen ja myös pidemmän aikavälin inflaatio-odotuksia (kuvio 1). Vuoden 2016 alussa epävarmuus maailmantalouden näkymistä on lisääntynyt, mikä on näkynyt finanssimarkkinoilla huomattavana volatiilisuuden kasvuna. Nämä tekijät ovat heikentäneet euroalueen kasvu- ja hintavakausnäkymiä.

Kuvio 1



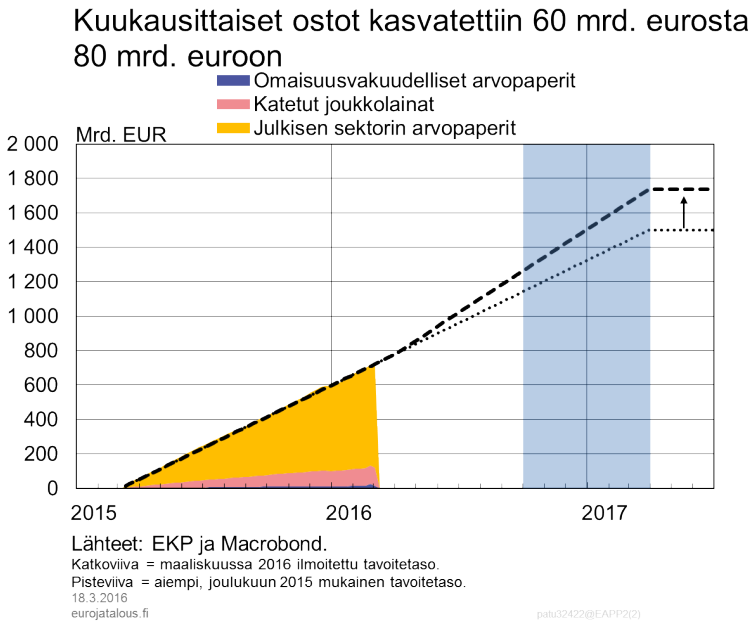
Maaliskuun 2016 kokouksessaan EKP:n neuvosto päättikin keventää rahapolitiikkaa kattavalla paketilla. Neuvosto päätti ensinnäkin laskea kaikkia EKP:n ohjauskorkoja. Perusrahoitusoperaatioiden korkoa laskettiin 0,05 prosenttiyksikköä eli 0,00 prosenttiin ja maksuvalmiusluoton korkoa niin ikään 0,05 prosenttiyksikköä eli 0,25 prosenttiin.

Talletuskorkoa laskettiin 0,10 prosenttiyksikköä –0,40 prosenttiin. Toiseksi omaisuuserien osto-ohjelmaa laajennettiin yrityssektorin velkakirjoihin ja kuukausittaisia ostomääriä kasvatettiin. Huhtikuusta 2016 alkaen ostoja tehdään 80 mrd. eurolla kuukaudessa. Kolmanneksi eurojärjestelmä käynnistää kesäkuussa kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden sarjan. Siinä lainojen ehdot on sidottu yritysluototuksen lisäämiseen.

Arvopaperien osto-ohjelma keventää rahataloutta

EKP:n neuvosto päätti laajennetusta omaisuuserien osto-ohjelmasta tammikuussa 2015. Tuolloin ostoja päätettiin tehdä maaliskuusta 2015 alkaen 60 mrd. euron kuukausitahtia ainakin syyskuuhun 2015 asti, jolloin ostojen kokonaissummaksi olisi muodostunut 1 140 mrd. Osto-ohjelma on toteutunut ilmoitetulla tavalla, ja suurin osa ostoista on kohdistunut euroalueen valtioiden liikkeeseen laskemiin velkakirjoihin (kuvio 2).

Kuvio 2



Joulukuussa 2015 EKP:n osto-ohjelmaa pidennettiin ainakin maaliskuun 2017 loppuun saakka (kuvio 2, korostettu alue). Neuvosto päätti myös, että osto-ohjelmassa hankittujen arvopaperien erääntyessä takaisin maksettava pääoma sijoitetaan uudelleen, ja näin jatketaan niin kauan kuin on tarpeen. Tämä tarkoittaa, että ostojen yhteenlaskettu koko pysyy halutulla tasolla, vaikka kuukausittaiset ostot loppuisivatkin (kuvio 2, katkoviivan vaakasuora osuus).

Maaliskuun 2016 kokouksessa kuukausittaisia ostoja kasvatettiin 60 mrd. eurosta 80 mrd. euroon (kuvio 2, katko- ja pisteviivan välinen erotus). Tämä kasvattaa ohjelman koon ainakin 1 740 mrd. euroon. Lisäksi ostettavien arvopaperien joukkoon lisättiin euroalueen pankkisektoriin kuulumattomien yritysten liikkeeseen laskemat investointiluokan joukkolainat.

Arvopaperien ostot keventävät euroalueen rahataloudellisia oloja kolmella tavalla.

Ensinnäkin osto-ohjelman pituus viestii siitä, että EKP:n neuvosto on sitoutunut pitämään korkotason yhä pidempään alhaisena (ns. signalointivaikutus). Tätä vaikutusta tukee myös ennakoiva viestintä: EKP:n neuvosto odottaa, että ohjauskorot pysyvät nykyisellä tasolla tai sitä alempina vielä omaisuuserien ostojen päätyttyäkin.

Toiseksi ohjelma lisää piirissään olevien arvopaperien kysyntää, mikä pienentää näiden paperien riskilisiä. Tämä näkyy pienempinä tuottoina, mikä laskee taloudessa vallitsevaa korkotasoa.

Kolmanneksi tämän ns. suoran vaikutuksen lisäksi osto-ohjelmaan kuuluvien arvopapereiden myyjät todennäköisesti ostavat tilalle joitakin muita, riskillisempiä arvopapereita. Tällöin myös niiden riskilisät supistuvat. Tätä osto-ohjelman ulkopuolisten arvopapereiden kysynnän kasvua ja sen laajempia myönteisiä vaikutuksia pääomamarkkinoille kutsutaan portfoliovaikutukseksi.

Kaiken kaikkiaan osto-ohjelma laskee taloudessa vallitsevaa korkotasoa.[1] Korkotason lasku tekee kulutuksesta ja investoinneista houkuttelevampia sekä mahdollisesti heikentää valuuttakurssia. Nämä tekijät lisäävät kokonaiskysyntää ja aikaa myöten inflaatiota.

Kohdennetut operaatiot tehostavat rahapolitiikkaa

Nykyisessä tilanteessa EKP:n tosiasiallinen ohjauskorko on talletuskorko. Tämä johtuu siitä, että keskuspankin mittavien arvopaperiostojen tuoma likviditeetin (tai reservien) tarjonta ylittää kysynnän. Tämä ”ylitarjonta” laskee eoniakorkoa. Koska keskuspankki maksaa ylimääräiselle likviditeetille (tai reserveille) talletuskorkoa, jota matalammalla korolla pankit eivät ole valmiita lainaamaan toisilleen, eonia on viime aikoina seurannut pienellä erotuksella talletuskorkoa.

Pidempien markkinakorkojen välitön reaktio talletuskoron (tai ohjauskoron) laskuun riippuu rahapolitiikkaan kohdistuvista odotuksista. Alhaisten korkojen ympäristössä talletuskoron laskulla on tavallisuudesta poikkeavia vaikutuksia. Kun lyhyen koron odotettu ura on pitkälle tulevaisuuteen rajoittunut alarajalleen, eli talletuskoron odotetulle tasolle, talletuskoron alentaminen laskee lyhyen koron odotettua uraa pitkältä matkalta. Koska pitkät korot voidaan esittää odotettujen lyhyiden korkojen keskiarvona, myös pidemmät korot laskevat. Talletuskoron laskulla voikin olla tavanomaista suurempi vaikutus pitkiin markkinakorkoihin.

Maaliskuussa EKP:n neuvosto päätti neljästä uudesta kohdennetusta pitempiaikaisesta rahoitusoperaatiosta (targeted longer-term refinancing operations eli TLTRO II), jotka toteutetaan neljännesvuosittain kesäkuun 2016 ja maaliskuun 2017 välisenä aikana. Näissä operaatioissa pankit voivat saada rahoitusta neljäksi vuodeksi määrän, joka on enintään 30 % operaation ehdot täyttävästä lainakannasta tammikuun 2016 lopussa. Operaatioissa käytettävä korko on perusrahoitusoperaatioiden korko. Korko voi kuitenkin laskea alimmillaan lainanottohetkellä vallinneen talletuskoron tasolle, jos riittävän iso osa rahoituksesta suuntautuu kotitalouksille (pl. asuntojen ostojen rahoitus)

1. Osto-ohjelman vaikutuksista korkotasoon, ks. Altavilla ym. (2015). EKP:n työpaperisarja, nro 1864.

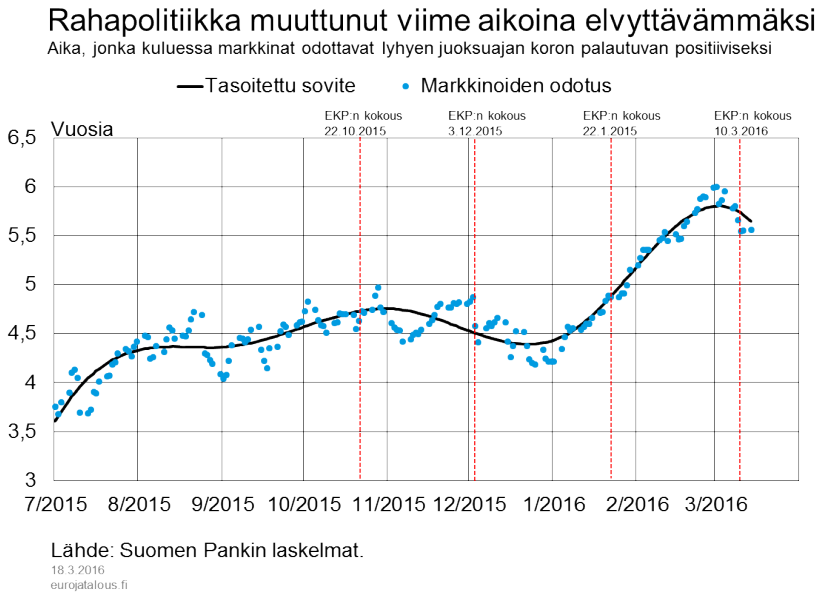
ja yrityksille myönnettyihin lainoihin.

Ohjauskorkojen laskun ja laajennetun osto-ohjelman avulla markkinakorot on painettu hyvin alhaisiksi. Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot tehostavat rahapolitiikan välittymistä reaalitalouteen. Näin pakettiin kuuluvat rahapoliittiset toimet tehostavat toisiaan.

Markkinat odottavat korkojen säilyvän pitkään alhaisina

Yksi tapa arvioida rahapolitiikan mitoitusta alhaisten korkojen tilanteessa on tarkastella muutoksia siinä, koska markkinat odottavat lyhyen koron muuttuvan positiiviseksi.[2]

Kuvio 3



Heinäkuussa 2015 markkinat odottivat lyhyen koron muuttuvan positiiviseksi noin 3½ vuoden kuluttua (kuvio 3) eli vasta vuoden 2019 alussa. Tämän jälkeen talouskehitys ja EKP:n neuvoston viestintä siirsivät odotettua hetkeä noin vuoden verran eteenpäin: markkinoiden odottama rahapolitiikka muuttui kevyemmäksi. EKP:n joulukuun 2015 kokouksen jälkeen markkinoiden odotukset lyhyen koron negatiivisesta ajanjaksosta lyhenivät noin puoli vuotta. Joulukuussa odotettu rahapolitiikka oli kuitenkin kevyempää kuin esimerkiksi heinäkuussa 2015. Vuoden 2016 alusta öljyn hinnan lasku, epävarmuus maailmantalouden kehityksestä, rahoitusmarkkinoiden volatiilisuuden kasvu ja EKP:n neuvoston viestintä muuttivat markkinoiden odottamaa rahapolitiikan mitoitusta elvyttävämpään suuntaan. Markkinat odottavat lyhyen koron muuttuvan positiiviseksi vuoden 2022 alkupuoliskolla.

---

2. Esitettyihin päivämääriin (kuvio 4) tulee suhtautua suuntaa antavina. Päivämäärät ovat laskettu ns. riskineutraalisuuden vallitessa, jolloin nykyisessä tilanteessa riskineutraalisuusoletus voi johtaa odotetun päivämäärän yliarviointiin. Toiseksi tulkinnassa tulee ottaa huomioon, että kyseessä on markkinoiden näkemys, joka voi erota keskuspankin näkemyksestä.

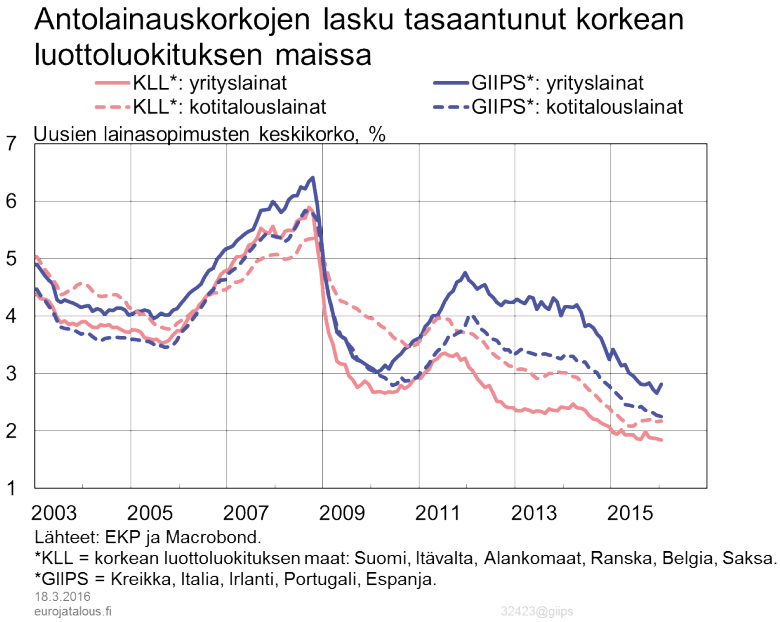
Maaliskuun 2016 kokouksen jälkeen markkinat odottavat EKP:n neuvoston viestinnän mukaisesti korkojen pysyvän alhaalla pidempään kuin osto-ohjelman on ilmoitettu kestävän. Kaiken kaikkiaan rahapolitiikassa on viimeisen puolen vuoden aikana siirrytty huomattavasti aiempaa elvyttävämpään suuntaan.

Lainakorot laskevat edelleen GIIPS-maissa

Euroalueella rahapolitiikka välittyy reaalitalouteen ensisijaisesti pankkien kautta. Kun rahapoliitiikkaa kevennetään, markkinakorot alenevat ja niiden lasku näkyy pankkien myöntämien lainojen koroissa.

Yrityslainojen korot ovat laskeneet euroalueella kesästä 2014 lähtien. Korkean luottoluokituksen maissa (tässä: Alankomaat, Belgia, Itävalta, Ranska, Saksa ja Suomi) aleneminen tasaantui vuoden 2015 aikana (kuvio 4). GIIPS-maissa eli Kreikassa, Italiassa, Irlannissa, Portugalissa ja Espanjassa uusien lainasopimusten keskikorot ovat jatkaneet laskuaan mutta ovat silti edelleen korkeammalla kuin euroalueella keskimäärin.

Kuvio 4



Lainakorkojen tasaantuminen korkean luottoluokituksen maissa on seurausta useasta eri tekijästä. Viitekorkojen aleneminen pienentää korkokatetta, mikä heikentää pankkien kannattavuutta, mikäli korkojen laskua ei kompensoida kasvattamalla viitekorkoihin lisättäviä marginaaleja. Samaan aikaan pankkien tulee sääntelyn kiristymisen vuoksi nostaa pääoma-asteitaan ja tuottaa omistajilleen myös tulosta. Lisäksi korkean luottoluokituksen maissa lainojen kysyntä on piristymässä, minkä myötä korkojen lasku voi tasaantua. Rahoituskustannuksista erityisesti talletuskoron laskuvara on pieni, jos euroalueen pankit eivät siirrä negatiivista talletuskorkoa vähittäisasiakkailleen. Toisaalta Saksassa ja Ranskassa myös kiinteään korkoon sidottujen lainojen osuus uusista lainasopimuksista kasvoi vuoden 2015 aikana selvästi edellisvuotista suuremmaksi. Kun kiinteäkorkoisten lainasopimusten korko oli keskimäärin noin ½ prosenttiyksikköä

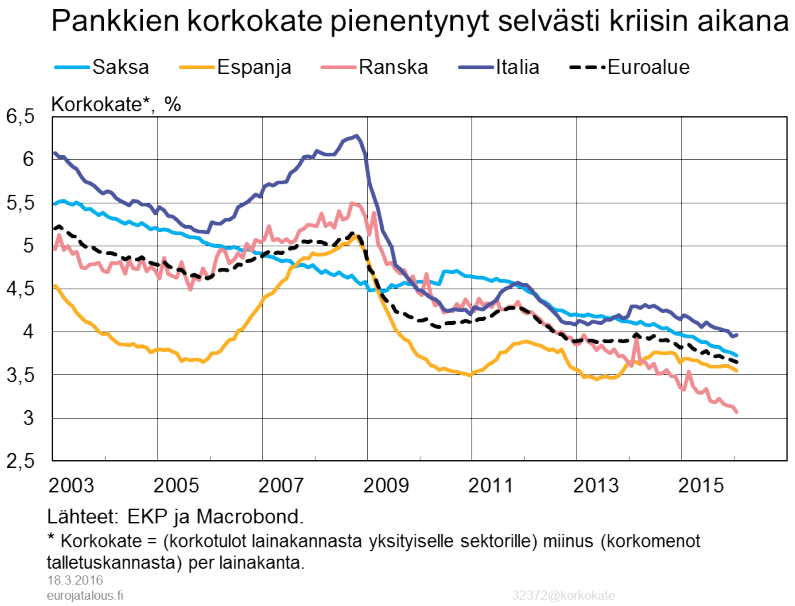
korkeampi kuin vaihtuvakorkoisten lainasopimusten, keskikorko nousi.

GIIPS-maissa – erityisesti Espanjassa ja Irlannissa – sen sijaan on edellytyksiä lainakorkojen laskun jatkumiselle. Korkoja pitävät matalina kilpailu asiakkaista ja lainakantojen tähän asti parhaimmassakin tapauksessa hyvin vaimea kasvu. Myös pankkien rahoituskustannukset ovat GIIPS-maissa pienenneet suhteellisesti enemmän verrattuna korkean luottoluokituksen maihin, mikä hyödyttää pankkien korkokatetta. Tammikuussa 2016 yrityslainakorkojen pidempään jatkunut lasku kuitenkin pysähtyi myös GIIPS-maissa. Tähän vaikutti osaltaan epävarmuuden lisääntyminen etenkin Italian ja Portugalin pankkisektorilla. Lisäksi näiden maiden suurena pysyttelevä hoitamattomien lainojen osuus heikentää pankkien kannattavuutta ja saattaa vaimentaa antolainauskorkojen laskua.

Pankkien korkokate pienenee

Rahapoliittisilla toimenpiteillä pyritään pitämään lyhyet korot alhaisina pidemmän aikaa ja samalla painamaan myös pitkiä korkoja yhä matalammiksi. Vaikka korkojen alhaisuus piristää taloudellista aktiivisuutta, sillä on samalla tahaton negatiivinen vaikutus pankkien korkokatteisiin.

Kuvio 5



Pankkien tuloista noin 65 % on euroalueella peräisin korkotuloista. Keskimäärin talletukset ja lainat yksityiselle sektorille kattavat molemmat noin 60 % euroalueen pankkisektorin varoista ja veloista. Kun korkotaso taloudessa laskee ja lyhyiden ja pitkien korkojen ero pienenee, pankkien korkotulo pienenee. Kuviossa 5 esitetty laskennallinen korkokate on tässä tarkastelussa vain suuntaa antava mittari, koska siitä puuttuvat pankkien muut korkotulot ja -menot. Koska vähittäispankkitoiminnalla on suuri osuus pankkisektorin tuloksesta euroalueella, on kuva kuitenkin oikeansuuntainen. Pankkien joukkovelkakirjoistaan maksama korko on viime vuosina alentunut muiden markkinakorkojen lailla, ja näin markkinaehtoinen velka on tullut pankeille

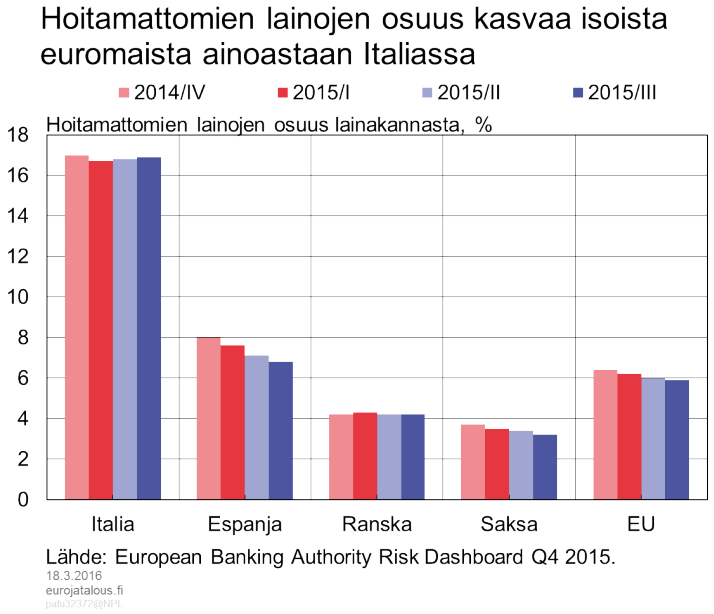
halvemmaksi. Joukkovelkakirjalainojen osuus pankkien varainhankinnasta on kuitenkin euroalueella keskimäärin pienentynyt.

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman painaessa velkapapereiden korkoja alemmas näiden papereiden myynnistä saatu voitto ja taseessa osin näkyvä arvonnousu kasvattavat pankkien pääomia. Tukemalla talouskasvua alhainen korkotaso pienentää luottoriskejä, vähentää luottotappioita ja näkyy hoitamattomien lainojen osuuden pienenemisenä. Näin alhainen korkotaso myös tukee pankkien kannattavuutta.

Hoitamattomien lainojen kasvu muutamien maiden ongelma

Hoitamattomien lainojen osuus on Euroopassa edelleen suhteellisen suuri ja pienenee hitaasti (ks. Euroalueen pankkisektori kerännyt voimia). Hoitamattomia lainoja (eli lainoja, joiden maksusuoritus on viivästynyt yli 90 päivää) oli EU-maissa vuoden 2015 kolmannella neljänneksellä noin 6 % lainakannasta (kuvio 6).

Kuvio 6



EKP:n vuonna 2014 toteuttamassa pankkien kattavassa arvioinnissa hoitamattomien lainojen määritelmät yhdenmukaistettiin. Tällöin noin 15 % Italian pankkisektorin lainasopimuksista uudelleenluokiteltiin hoitamattomiksi lainoiksi. Erinäisistä vero- ja lakiuudistuksista huolimatta hoitamattomien lainojen osuus ei ole Italiassa vielä vuoden 2015 ensimmäisten kolmen neljänneksen aikana alkanut pienentyä. Italian valtio neuvotteli tammikuussa 2016 EU:n kanssa sopimuksen, jonka nojalla se voi tietyin ehdoin myöntää takuun pankkien myymille hoitamattomille lainoille ja näin tehdä nämä lainat sijoittajille houkuttelevammiksi.

Vuoden 2016 alusta tuli voimaan uusi kriisinratkaisumenettely, jossa sijoittajien vastuu korostuu pankin ongelmatilanteessa. Yhteinen kriisinratkaisumenettely lisää johdonmukaisuutta ja ennakoitavuutta jokaisessa EU-maassa ja näin pidemmällä

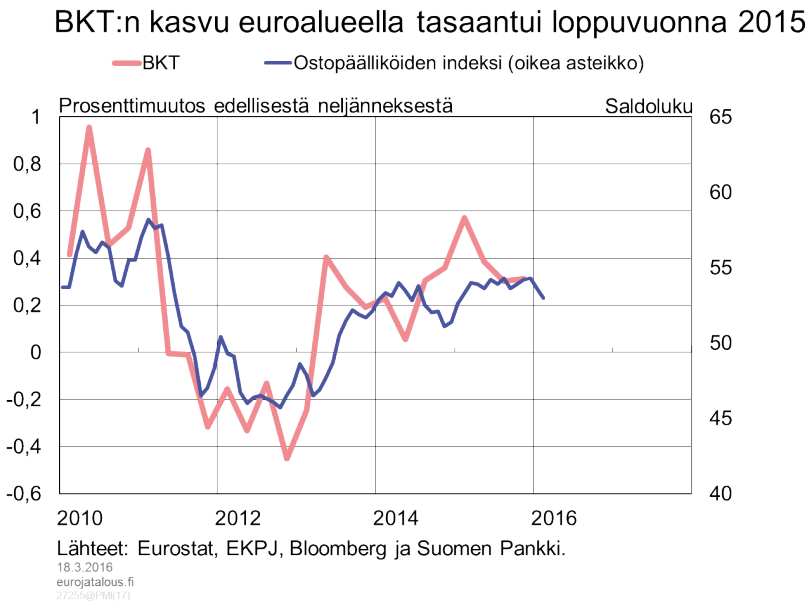
aikavälillä vähentää sijoittajien epävarmuutta.

Vaikka kriisinratkaisumenettelyn käyttöönotto tammikuussa 2016 ei ollut markkinoille yllätys, se on saattanut ainakin osittain vaikuttaa alkuvuonna nähtyyn pankkisektorin pörssikurssien laskuun. Epävarmuutta kasvattivat myös vuoden 2015 puolella tehdyt pankkijärjestelyt Italiassa ja Portugalissa.

Reaalitalouden kasvu kotimaisen kysynnän varassa

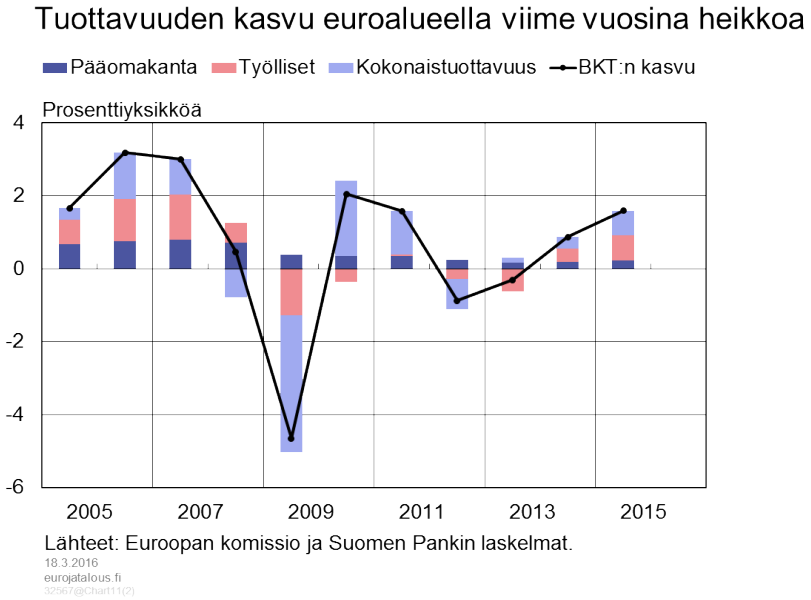
EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) bruttokansantuotteen kasvu jäi vuoden 2015 jälkipuoliskolla hieman hitaammaksi kuin Suomen Pankki syyskuussa ennusti, kun vienti ja investoinnit lisääntyivät ennustettua vaimeammin. Tähän vaikuttivat maailmankaupan ja nousevien talouksien kasvuvauhdin hidastuminen sekä rahoitusmarkkinoiden volatiliteetin lisääntyminen.

Kuvio 7



Euroalueella talouden sisäiset perustekijät eivät kuitenkaan ole viimeisen puolen vuoden aikana muuttuneet, ja ne tukevat kasvua. Kotimaisen kysynnän kasvua vuosina 2008–2014 jarruttaneet yksityisen sektorin velanhoidon rasittavuus, finanssipolitiikan kireys ja heikko kehitys työmarkkinoilla ovat hellittämässä. Euroalueen kasvu vuosina 2016–2018 on kuitenkin aiempaa enemmän kotimaisen kysynnän varassa. Vientimarkkinoiden kasvunäkymät ovat heikentyneet, ja nettoviennin vaikutus euroalueen kasvuun jää ennustejaksolla hyvin pieneksi. Lisäksi alkuvuonna finanssimarkkinoiden rauhattomuus on luonut epävarmuutta ja kiristänyt markkinaehtoista oman ja vieraan pääoman muotoista rahoitusta.

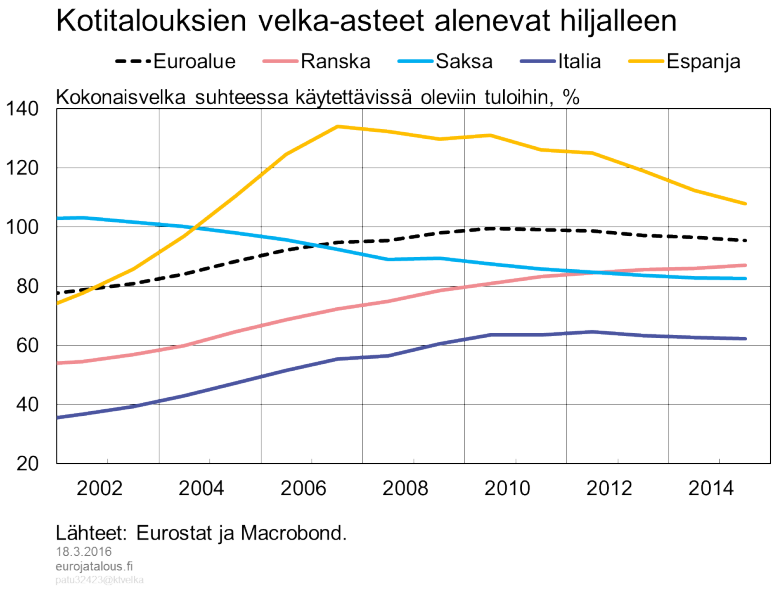
Kuvio 8



Yksityinen kulutus oli vuonna 2015 euroalueen BKT:n kasvua eniten tukenut kokonaiskysynnän osa. Sen arvo on noussut tasaisesti vuoden 2014 alusta lähtien, kun työllisyys on kohentunut ja energiatuotteiden hintojen lasku on tukenut reaalitulojen kasvua. Yksityisen kulutuksen lisääntymisen ennakoidaan jatkuvan koko ennustehorisontin ajan työllisyyden kohentuessa ja korkotason pysyessä alhaisena.

Euroalueen keskimääräinen kotitalouslainakannan vuosikasvu kiihtyi tasaisesti vuoden 2015 aikana. Kasvu on kuitenkin vaatimatonta verrattuna kriisiä edeltäneeseen aikaan, ja siksi kotitalouksien kokonaisvelan suhde käytettävissä oleviin tuloihin supistuu euroalueella edelleen hitaasti (kuvio 9).

Kuvio 9



Isoista euromaista kotitalouksien velanhoitokustannukset ovat pitkän aikavälin keskiarvoaan suuremmat Italiassa ja Ranskassa, mikä voi rajoittaa yksityisen kulutuksen kasvua lähivuosina. Etenkin Ranskassa kotitalouksien velkaantuminen on lisääntynyt yhtäjaksoisesti aina vuodesta 2002 lähtien, vaikka esimerkiksi asuntojen hinnat ovat vuodesta 2012 olleet laskusuunnassa. Saksassa kotitalouksien taseet taas mahdollistavat yksityisen kulutuksen kasvun myös tulevina vuosina. Kotitalouksien velanhoitokustannukset pienenevät Saksassa edelleen, lainakanta kasvaa hiljalleen ja asuntomarkkinoilla hintojen nousu on pysynyt kohtuullisena. Espanjassa puolestaan taseiden sopeutus kotitaloussektorilla jatkuu ja kotitalouksien lainakanta supistuu yhä, vaikka supistumisen vauhti hidastuukin tasaisesti.

Investointien kasvu edelleen vaimeaa

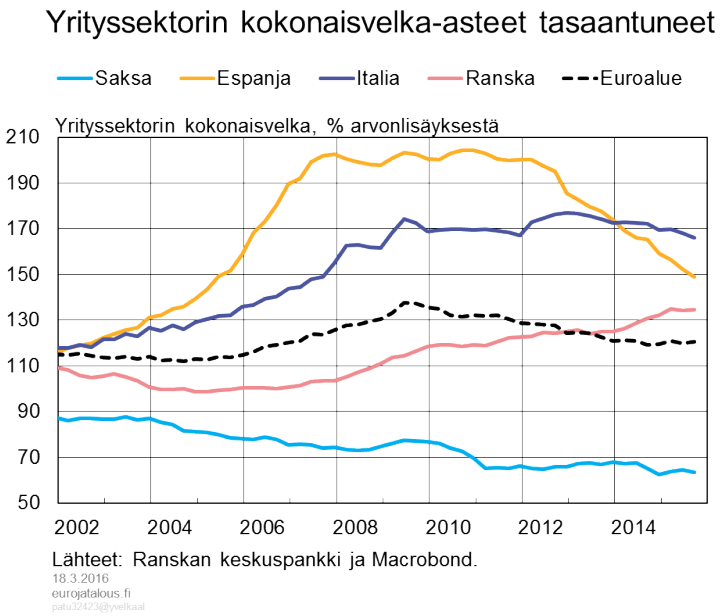
Yksityisten tuotannollisten investointien arvo on kasvanut euroalueella vuoden 2014 alusta lähtien. Investointien elpyminen on kuitenkin ollut hidasta. Sitä ovat jarruttaneet heikko kannattavuus, monin paikoin huono kilpailukyky ja vapaan tuotantokapasiteetin runsaus. Vuoden 2015 jälkipuoliskolla epävarmuus rahoitusmarkkinoilla lisääntyi, ja vuoden 2016 alussa mm. osakemarkkinoilla nähtiin korjausliike. Vuonna 2016 investointien koheneminen jääneekin aiemmin ennakoitua vaimeammaksi. Jatkossa korkotason säilyminen alhaisena kuitenkin auttaa yritysten velanhoitoa ja tukee investointien kasvua.

Euroalueen yrityslainakannan vuosikasvu on ollut positiivinen heinäkuusta 2015 alkaen. Yrityslainakannan kehityksessä erot isojen euromaiden välillä pysyivät kuitenkin vuoden 2016 alussa suurina. Espanjassa yrityslainakannan vuosikasvu on edelleen negatiivinen. Vaikka vanhoja lainoja kuoletettiin vuonna 2015 Espanjassa vielä enemmän kuin uusia otettiin, yrityslainakannan pieneneminen on kuitenkin tasaantumassa. Myös Italiassa yrityslainakannan kasvu heikkeni joulukuussa takaisin alle nollan. Ranskassa sen sijaan yrityslainakannan kasvuvauhti on ollut selvästi euroalueen keskiarvoa ripeämpää.

Kaikkiaan yrityssektorin velkarahoituksen kasvu hidastui vuoden 2015 aikana. Erityisesti yritysten joukkovelkakirjojen liikkeeseenlasku hiipui loppuvuotta kohti. Pienten ja keskisuurten yritysten mahdollisuus saada rahoitusta pankkisektorin ulkopuolelta on euroalueella edelleen vähäinen. Tästä huolimatta rahoituksen saatavuus on euroalueen yrityskyselyjen mukaan enää vähäinen ongelma kaikenkokoisten yritysten kannalta. Suurimpana ongelmana yritykset pitävät edelleen kysynnän puutetta.

Euroalueen yrityssektorin kokonaisvelka-asteet suhteessa arvonlisäykseen ovat säilyneet vuodentakaiseen nähden lähes muuttumattomina, vaikka maiden välillä onkin eroja (kuvio 10).

Kuvio 10



Espanjassa taseiden sopeutus jatkuu nopeana, kun yrityssektori sulattelee velkaansa. Matala korkotaso ja talouden piristyminen mahdollistavat hoitamattomien lainojen osuuden vähenemisen ja parantavat näin espanjalaisten pankkien tulevaa lainanantokykyä. Saksassa yrityssektorin kokonaisvelka-aste on pysynyt euroalueen keskiarvoa alempana, vaikka investoinnit ovat kehittyneet selvästi reippaammin. Ranskassa kotitaloussektorin ohella myös yrityssektorin velkaantuminen on kasvanut. Silti velanhoitokustannusten suhde yritysten nettotuloihin on Ranskassa pienenemään päin, ja tuotannolliset investoinnitkin lisääntyivät loppuvuodesta 2015.

Suurten euromaiden tilanteissa eroja

Saksassa BKT kasvoi 1,7 % vuonna 2015. Maan talouden perustekijät ovat edelleen hyvässä kunnossa. Kilpailukyky on hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Tasapainoisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden kyky sopeutua pakolaiskriisiin on hyvä. Lähivuosina Saksan talouden kasvu jatkuu ripeänä.

Ranskan talous kasvoi 1,2 % vuonna 2015, mikä merkitsee selvää paranemista edeltävien vuosien kehitykseen verrattuna. Kasvun ennustetaan yhä jonkin verran piristyvän ennustejaksolla. Sen moottorina toimivaa yksityistä kulutusta kohentaa kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, ja myös öljyn hinnan alhaisuus on lisännyt näitä tuloja. Kasvua tukevat niin ikään suotuisat rahataloudelliset olot. Viennin kasvun ennustetaan jatkuvan euron heikkenemisen, Ranskan teollisuuden muutoinkin paranemassa olevan kilpailukyvyn ja Ranskan viennille tärkeiden Etelä-Euroopan maiden paremman talouskehityksen ansiosta. Tuotannollisten investointien ennustetaan kohenevan asteittain lähivuosina. Suuri julkisten menojen BKT-suhde on alkanut supistua, mutta julkisen talouden sopeutus on hidasta. Työttömyyden ennustetaan pysyvän sitkeästi huomattavana.

Italiassa BKT kasvoi 0,8 % vuonna 2015 kolmen vuoden supistumisen jälkeen. Kasvu on perustunut viennin ja yksityisen kulutuksen hyvään kehitykseen, mutta myös investoinnit lisääntyivät vuoden 2015 alussa. Yksityistä kulutusta on tukenut työllisyyden kohentuminen, joka on kasvattanut kuluttajien luottamuksen hyvin vahvaksi. Italian BKT:n ennustetaan kasvavan lähivuosina noin prosentin tahtia. Ennustettua heikomman kehityksen riskit Italiassa liittyvät edelleen pankkijärjestelmään.

Espanjan talous kasvoi 3,2 % vuonna 2015. Jatkossa kasvun odotetaan jatkuvan ripeänä, vaikka vauhti hieman vaimeneekin. Työttömyysaste on alentunut vuoden 2013 alun 27 prosentin huipustaan noin 21 prosenttiin. Merkittävästi keventyneet rahoitusolot ja työllisyyden koheneminen tukevat talouskasvua. Kasvun jatkuminen kohentaa puolestaan julkista taloutta niin, että julkinen velkaantuminen alkaa vuoden 2016 huipun (noin 100 % bruttokansantuotteesta) jälkeen vähetä.

Iso-Britannia äänestää EU-jäsenyydestä

Ison-Britannian talous kasvoi 2,2 % vuonna 2015 ja talouskasvun ennustetaan jatkuvan suotuisana ennustejakson 2016–2018 ajan. Työmarkkinatilanne on parantunut edelleen, työllisyysaste on jo selvästi kriisiä edeltänyttä tasoaan korkeammalla ja yksityisen sektorin luottamus on pysynyt vahvana. Vaikka kokonaisinflaatio pysytteli öljyn ja raaka-aineiden hintojen laskun myötä nollan tuntumassa vuonna 2015, palveluiden hintojen nousu pysyi yli 2 prosentissa ja pohjainflaatiokin alkoi vuoden aikana nopeutua. Maassa järjestetään kansanäänestys EU-jäsenyydestä 23. kesäkuuta 2016, mikä lisännee epävarmuutta etenkin rahoitusmarkkinoilla. Vaikka investointien kehitys on pysytellyt suotuisana ja teollisuuden näkymät ovat valoisat, suurimmat ennustettua heikomman kehityksen riskit Ison-Britannian talouskehitykseen tulevat ulkopuolelta eli kansainvälisen talouskehityksen mahdollisesta hidastumisesta.

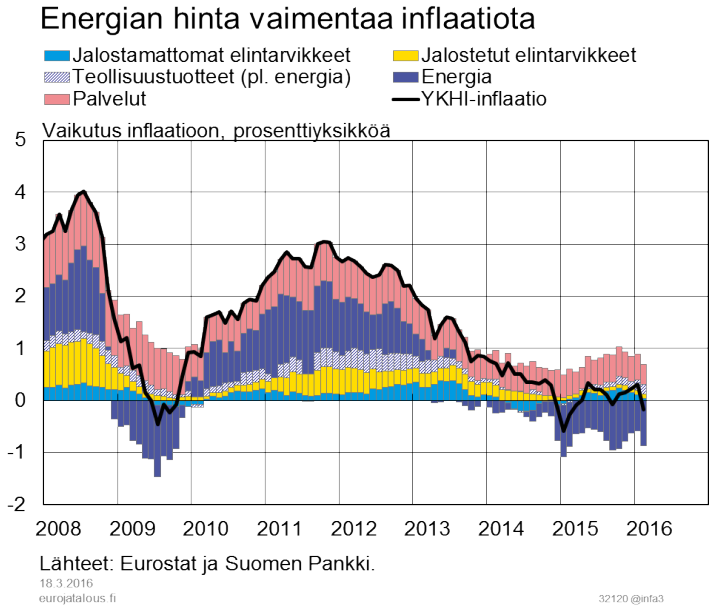
Ruotsin talous kasvoi 4,1 % vuonna 2015 ylittäen odotukset. Talouskasvu pohjautui erityisesti yksityisen kulutuksen ja asuntoinvestointien vahvaan kehitykseen. Työmarkkinat ovat kehittyneet positiivisesti, vaikka maahan viime aikoina saapuneiden maahanmuuttajien suuren määrän takia työttömyysaste ei ennustejaksolla paljoa laskekaan. Asuntomarkkinoiden kehitys ja siihen kytkeytyvä velkaantuneisuus pysyvät suurimpina riskeinä talousvakauden kannalta. Asuntojen hintojen nousu ja kotitalouksien velan määrä ovat huolestuttavalla tasolla. Ilman uusia makrovakausvälineitä talouden epätasapaino jatkaa kasvuaan, vaikka lyhyellä aikavälillä uusien makrovakausvälineiden käyttöönotto saattaakin hidastaa kotimaisen kysynnän kasvua.

Tanskassa talous kasvoi 1,2 % vuonna 2015. Työmarkkinat ja reaalitulot ovat yhä kehittyneet suotuisasti, mikä vahvistaa ennustejaksolla yksityisen kulutuksen kasvua. Suurin arvioitua huonomman kehityksen riski liittyy kansainvälisen talouskasvun odotettua heikompaan kehitykseen, jolloin vienti ei kasvaisi odotetusti. Toisaalta työmarkkinoiden vapaan kapasiteetin supistumisen ja pitkään jatkuneen velka-asteiden sulattelun jälkeen yksityinen kulutus voi hyvinkin kasvaa odotettua reippaammin.

Öljyn hinta pääsyy vaisuun inflaatioon

EU22-alueen (euroalue, Iso-Britannia, Ruotsi ja Tanska) inflaatiokehitys on ollut tahmeaa. Euroalueen inflaatio jäi vuonna 2015 nollaan, mikä on alhaisin vuosikeskiarvo rahaliiton aikana. Tammikuun 2015 notkahduksesta inflaatio nopeutui toukokuuhun mennessä lähes prosenttiyksikön verran, mutta hidastui jälleen kesän aikana nollan tuntumaan. Loppuvuonna inflaatiovauhti kiihtyi yhtäjaksoisesti syyskuun –0,1 prosentista ja oli 0,3 % tammikuussa 2016. Helmikuun inflaatio oli jälleen negatiivinen, –0,2 %. Myös Isossa-Britanniassa vuoden 2015 inflaatio oli nolla, Ruotsissa 0,7 ja Tanskassa 0,2 %.

Kuvio 11



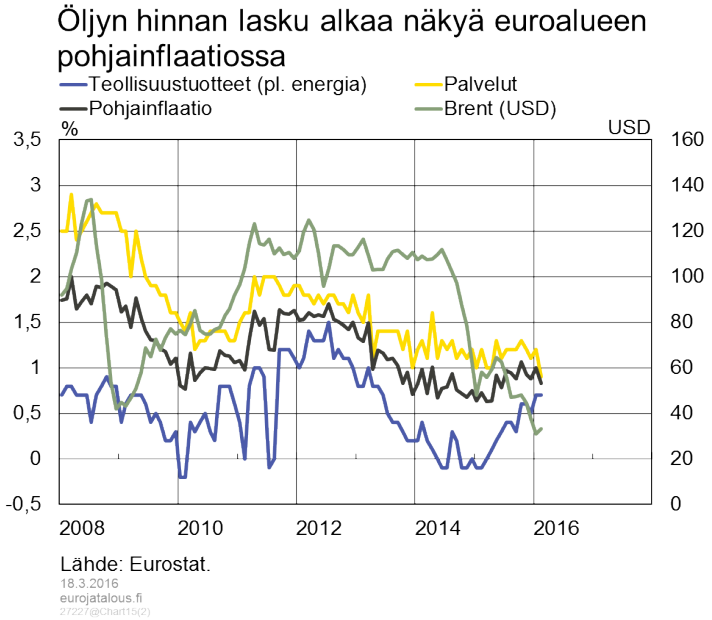
Hitaan inflaation taustalla oli pääosin öljyn hinta, joka halpeni edelleen vuoden 2015 aikana. Kevään hienoisen palautumisen jälkeen öljyn hinta laski uudelleen noin 65 dollarista noin 30 dollariin tynnyriltä. Alimmillaan hinta oli 28 dollaria tammikuussa 2016, mutta on nyt helmi-maaliskuussa noussut 40 dollarin tuntumaan.

Öljyn hinnan lasku vaikuttaa suoraan energiatuotteiden hintoihin, ja energiatuotteiden osuus kuluttajahintaindeksistä on noin 10 %. Öljyn hinnanmuutosten vaikutukset ovat kuitenkin suhteellisia: öljyn hinnan 50 prosentin laskun vaikutus energiatuotteiden hintoihin on sitä pienempi, mitä alhaisempi on öljyn hinta. Lisäksi erityisesti liikennepolttoaineissa kiinteän veron suuri osuus vaimentaa vaikutusta kuluttajahintoihin. Vuonna 2015 energiaerät hidastivat kuluttajahintainflaatiota keskimäärin 0,7 prosenttiyksikön verran.

Öljyn hinnan muutoksilla on myös epäsuora välitön vaikutus, joka näkyy taloudessa laajemmin. Energian hinnan aleneminen pienentää tuotantokustannuksia ja laskee lopputuotteiden hintoja. Tämä vaikutus näkyy niin sanotussa pohjainflaatiossa eli inflaatiossa, josta on poistettu energian ja ruuan hintojen vaikutus. Euroalueen pohjainflaatio on pysynyt kuluttajahintainflaatiota vakaampana ja oli vuoden 2015

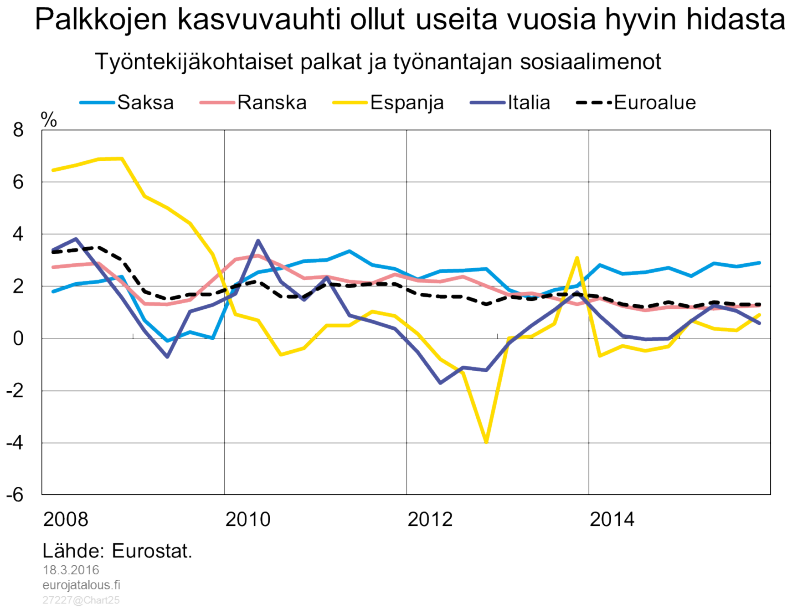
loppupuolella 1 prosentin tuntumassa. Pohjainflaation pääalaeristä palveluiden hinnat ovat pysyneet lähes muuttumattomina öljyn hinnan laskusta huolimatta ja teollisuustuotteiden (pl. energia) hinnat ovat nousseet selvästi vuoden 2015 aikana. Helmikuussa 2016 pohjainflaatio kuitenkin hidastui 0,2 prosenttiyksikköä 0,7 prosenttiin. Tämä viittaa siihen, että öljyn hinnan laskun välittömät epäsuorat vaikutukset alkavat osaltaan näkyä kuluttajahinnoissa. Yksittäisen kuukauden tietoihin liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta.

Kuvio 12



Öljyn hintaa merkittävämpänä tekijänä pohjainflaation vaimean kehityksen taustalla ovat euroalueen palkat ja niiden heikko kehitys. Palkkojen kasvuvauhti alueella on ollut jo useita vuosia hyvin hidasta. Palkkainflaatiota ovat hidastaneet erityisesti sopeutustoimia tehneet Espanja ja Italia, mutta myös Ranskassa palkkojen kasvuvauhti on hidastunut. Euroalueen suurista maista ainoastaan Saksan palkkakehitys on ollut jotakuinkin valoisaa. Palkkainflaation hidastumiseen on vaikuttanut euroalueella viime vuosina tuottavuuden heikkeneminen, joka hillitsee palkankorotusmahdollisuuksia.

Kuvio 13



Öljyn hinnan muutosten välittömät vaikutukset ovat pohjimmiltaan kertaluonteisia. Öljyn hinnan aleneminen laskee yleistä hintatasoa, mutta muutos ei vaikuta inflaatioon, eli kuluttajahintojen 12 kuukauden muutokseen, pysyvästi. Vaikka öljyn hinta ei lähtisikään nousuun, vaan jäisi pysyvästi nykyiselle 30–40 dollarin tasolle, poistuu öljyn halpenemisesta johtuva, inflaatiota hidastava vaikutus vuodessa.

Öljyn hinnan vaihtelut eivät siten sinänsä ole suuri huolenaihe, kun asiaa tarkastellaan hintavakauden kannalta oleellisella keskipitkällä aikavälillä. Tilanne on jopa päinvastainen: halpa öljy kasvattaa euroalueen kuluttajien ostovoimaa ja kulutusta, edistää talouskasvua ja kiihdyttää siten lopulta myös inflaatiota.

Öljyn hinnan laskulla voi kuitenkin olla myös pidempiaikaisia, välillisia vaikutuksia, jotka näkyvät inflaatio-odotusten kautta.

Öljyn hinta näkyy inflaatio-odotuksissa

Pidemmän aikavälin inflaatio-odotusten ankkuroituminen hintavakaustavoitteeseen on ensiarvoisen tärkeää. Kun öljyn hinta vuoden 2014 lopulla romahti, myös inflaatio-odotukset heikkenivät ja pidemmän aikavälin odotukset ovat jääneet vaisuiksi. Viimeaikainen öljyn hinnan lasku 30 dollarin paikkeille on heikentänyt myös inflaatio-odotuksia edelleen, ja pitkän aikavälin (viisi vuotta viiden vuoden jälkeen) odotukset ovat nyt ennätysvaimeat. Tämä on huolestuttava kehityssuunta, sillä öljyn hinnan muutosten ei pitäisi vaikuttaa pitkän aikavälin inflaatio-odotuksiin, jotka kuvastavat enemmänkin inflaationäkemyksiä yli talouden suhdannesyklien. Markkinaperusteisten inflaatio-odotusten heikkeneminen voi tosin johtua myös siitä, että inflaatioswapien riskilisät ovat kasvaneet. Kyselytutkimuksiin (SPF) perustuvat pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet edelleen kutakuinkin vakaina.

Suomen Pankin ennusteen mukaan EU22-alueen inflaatio jää 0,2 prosenttiin vuonna

2016. Tästä inflaation ennustetaan kiihtyvän 1,2 prosenttiin vuonna 2017 ja päätyvän 1,6 prosenttiin vuonna 2018.

Inflaatiovauhdin kiihtymistä hidastaa öljyn hinnan vaikutus, joka kuitenkin poistuu vähitellen. Öljyn hinnan arvioidaan olevan nyt lähellä pohjatasoa, josta se futuurihintojen perusteella nousee vähitellen. Inflaation kiihtyminen on maltillista koko ennustejakson ajan, sillä EU22-alueen tuotantokuilu on edelleen selvästi negatiivinen ja esimerkiksi IMF:n laskelmien mukaan sen odotetaan umpeutuvan melko hitaasti. Myös palkkojen kehitys ja lähiajan palkkanäkymät ovat maltilliset.

Inflaation kiihtymistä tukevat edelleen kevyenä jatkuva rahapolitiikka ja sen myötä alhaisena pysyttelevä euron valuuttakurssi. Lisäksi EU22-alueen työttömyys on edelleen vähenemässä ja kapasiteetin käyttöaste on noussut vähitellen.

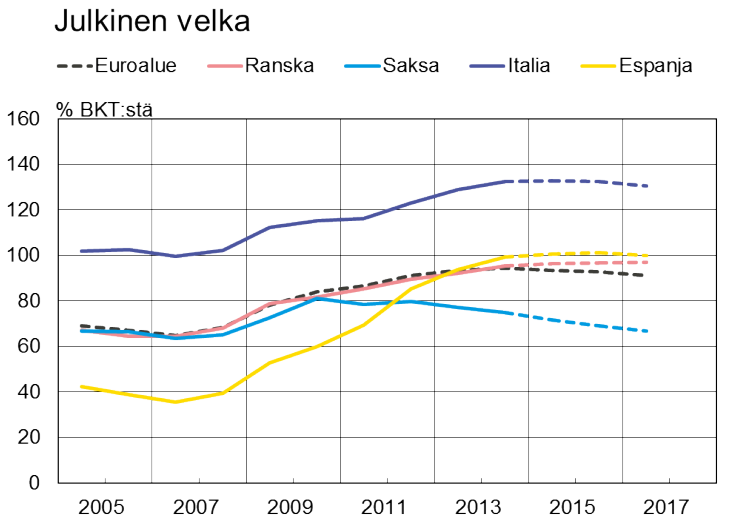
Pakolaiskriisi finanssipolitiikan kysymysmerkki

Finanssikriisin myötä euroalueen julkisen talouden vajeet syvenivät rajusti. Sittemmin ne ovat asteittain kohentuneet finanssipolitiikan päätösperäisten toimien ja suhdannetilanteen paranemisen ansiosta. Euroalueen julkinen velkasuhde pieneni vuonna 2015 ensimmäistä kertaa sitten vuoden 2007.

Vuonna 2016 euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen arvioidaan supistuvan hieman alle 2 prosenttiin BKT:stä. Melko suotuisa kehitys jatkuu myös lähivuosina, ja vuonna 2018 vajeen ennustetaan kutistuvan lähelle 1:tä prosenttia BKT:stä. Maiden välillä on kuitenkin yhä eroja.

Euroalueen suurista maista Saksassa ja Italiassa velkasuhde paranee vuonna 2016, mutta Espanjassa paraneminen alkaa vasta vuonna 2017. Ranskassa velkasuhde kasvaa yhä, tosin hyvin hitaasti. Ennusteet ovat kuitenkin hyvin alttiita muutoksille erityisesti niissä maissa, joissa kasvu on hidasta ja velka-asteet korkeita.

Kuvio 14



Vuosien 2015–2017 luvut perustuvat Euroopan komission ennusteeseen.
Lähteet: Euroopan komissio ja Macrobond.
18.3.2016
eurojatalous.fi
32424@Julk. velka isot

Julkisen talouden tilaan ja näkymiin vaikuttavat vallitseva korkotaso, suhdannetilanne ja finanssipolitiikan päätösperäiset toimet.

Julkisen talouden korkomenot ovat vähenemässä, sillä maat voivat aiemmin liikkeeseen laskettujen velkapapereiden erääntyessä myydä uusia velkapapereita alemmalla korolla. Jotkin euromaat joutuivat velkakriisin myllerryksessä laskemaan velkapapereitaan liikkeeseen hyvinkin korkealla korolla.

Julkisen talouden perusjäämä paranee lähinnä suotuisan suhdannetilanteen ansiosta. Aikaisempina vuosina euroalueen julkisen talouden perusjäämä kohentui finanssipolitiikan päätösperäisten toimien ansiosta. Vaikka menoleikkaukset jatkuvat yhä, niiden vastapainoksi joissain euromaissa ollaan myös osittain purkamassa aiemmin tehtyjä veronkorotuksia. Vaikka vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisen 60 prosentin (BKT:stä) velkarajan alle on monissa euromaissa yhä pitkä matka, finanssipolitiikka on vuodesta 2015 lähtien ollut selvästi kevyempää kuin edellisinä vuosina. Joissain maissa sopeutustoimien sijaan pyritään esimerkiksi tekemään kasvua ja työllisyyttä parantavia talouden rakenneuudistuksia, joilla sopeutustoimia voidaan jossain määrin korvata euroalueen finanssipolitiikan sääntöjen mukaan.

Euroalueen finanssipolitiikkaa keventää myös pakolaiskriisistä johtuva julkisten menojen kasvu. EU-tasolla tämä vaikutus jää kuitenkin esimerkiksi IMF:n arvioiden mukaan vuonna 2016 suhteellisen pieneksi (noin 0,1 prosenttiin BKT:stä).[3] Yksittäisissä maissa vaikutus voi olla paljon suurempi. Esimerkiksi Saksassa IMF arvioi sen olevan noin 0,3 % BKT:stä. Näihin arvioihin liittyy kuitenkin merkittäviä epävarmuuksia.

Finanssipolitiikan sääntöjen täytäntöönpanon tehostamiseksi Euroopan komissio päätti lokakuussa 2015 perustaa riippumattoman neuvoa-antavan Euroopan finanssipoliittisen komitean (European Fiscal Board, EFB),[4] jota esitettiin komission puheenjohtaja Junckerin EMU:n kehittämisraportissa (”Viiden puheenjohtajan raportti”). Komitean toiminnan on tarkoitus päästä kunnolla käyntiin vuoden 2016 kuluessa. Uuden elimen tehtävänä on arvioida finanssipolitiikan sääntöjen täytäntöönpanoa: erityisesti toimeenpanon johdonmukaisuutta, vakavia sääntörikkomustapauksia ja finanssipolitiikan mitoituksen asianmukaisuutta. Finanssipoliittisen komitean on myös tarkoitus tehdä yhteistyötä kansallisten finanssipoliittisten neuvostojen kanssa.

Taseiden kestokykyä koetellaan

Euroalueeseen kohdistuvat riskit voidaan jakaa kahteen osaan, ulkoisiin ja sisäisiin

Ulkoisista riskeistä keskeisin on maailmantalouden laaja-alainen ja voimakas hidastuminen, joka vaimentaisi sekä euroalueen kasvua että inflaatiota. Tämänkaltainen kehityskulku voi lähteä liikkeelle, jos öljyn hinnan rajusta pudotuksesta johtuvat voimakkaat haittavaikutukset yhdistyisivät Kiinan talouskasvun mahdolliseen äkkipysähdykseen. Öljyn hinnan voimakas ja pitkäkestoinen lasku on ajanut

3. Ks. https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2016/sdn1602.pdf.
4. Ks. http://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/?uri=CELEX:32015D1937.

öljyntuotannon varassa olevia maita, kuten Venäjä, syvään ahdinkoon. Pelkona on, että yhä useampi maa ajautuu vastaavaan tilanteeseen, jossa myös poliittinen epävarmuus kasvaa. Myös useat öljyyn ja muihin raaka-aineisiin nojaavat yritykset kamppailevat velanmaksun kanssa, ja konkurssejakin on jo nähty.

Tilannetta pahentaa useiden nousevien maiden yksityisen sektorin suuri dollarimääräinen velka. Niissä maissa, joiden valuutat ovat heikentyneet, raaka-aineiden viennistä saadaan enemmän tuloja kotimaanvaluutassa mitattuna. Samalla kuitenkin ulkomaanvaluutan määräinen velka kasvaa oman valuutan määräisesti mitattuna sitä suuremmaksi, mitä enemmän valuutta heikkenee. Ulkomaanvaluutan määräisesti velkaantuneiden ja raaka-aineden tuotantoon nojaavien maiden kriisiytymisellä voi olla arvaamattomia seurauksia.

Riskinä on, että öljyn hinnan pitkäkestoisen pudotuksen vaikutukset ja maailmantalouden voimakas hidastuminen osoittautuvat epälineaarisiksi, kun velkaantuneiden kansantalouksien taseet eivät enää kestä tilanteen heikkenemistä. Jo valmiiksi suuri julkisen ja yksityisen sektorin velkataakka merkitsee useassa maassa sitä, että taseet eivät kestä kovin suurta sokkia. Kun puskurit on käytetty, vaikutukset voivat olla odottamattoman suuret. Tässä tapauksessa epäsuotuisat vaikutukset talouskasvuun ja inflaatioon voisivat osoittautua laaja-alaisiksi ja yllättävän voimakkaiksi, jolloin myös rahoitusvakaus voi vaarantua. Kyseessä voi pahimmillaan olla finanssikriisin ns. kolmas aalto.

Ratkaisemattomat ongelmat voivat pysäyttää elpymisen

Euroalueen elpyminen on yhä hauraalla pohjalla. Julkinen velkaantuneisuus on huomattava, ja eräissä maissa pankkisektori kamppailee suuren hoitamattomien lainojen määrän kanssa. Kreikan talousvaikeudet jatkuvat yhä, ja myös Portugalin sekä Italian talouskehitys on hyvin vaimeaa.

Alkuvuodesta 2016 rahoitusmarkkinat huolestuivat pankkisektorin tilasta. Huomio kohdistui erityisesti muutamiin isoihin pankkeihin, jotka olivat ilmoittaneet suurista tappioista. Euroopassa reaktioiden voimakkuutta selitettiin myös vuodenvaihteessa voimaan tulleilla sijoittajanvastuuta kasvattavilla säännöillä, joiden takia sijoittajat voivat ongelmien paljastuessa olla aiempaa herkempiä reagoimaan. Pankkien osakekurssien lasku oli kuitenkin laaja-alaista niin maantieteellisesti kuin pankkityypeittäinkin.

Vaikka monessa suhteessa on menty parempaan suuntaan, kriisin pitkäkestoisuus näkyy laajasti: tuotannolliset investoinnit ovat yhä vaimeita ja pitkäaikais- ja nuorisotyöttömyys on suurta, mikä heikentää kasvunäkymiä. Usean maan hallituspohja on jo muuttunut, ja pelkona ovat uudistusten hidastuminen ja takapakki väistämättömissä sopeutustoimissa. Eurokriisi ei siis ole täysin ohi, ja tilanteen kärjistyessä euroalueen elpyminen voi pysähtyä. Poliittista epävarmuutta Euroopassa lisää myös Ison-Britannian tuleva kansanäänestys EU-jäsenyydestä (23.6.). Ison-Britannian EU-eron vaikutukset olisivat negatiiviset koko Euroopan kannalta.

Uutena sokkina euroalueen hauraaseen tilanteeseen on tullut pakolaiskriisi, jonka mittakaavan ja epäsuotuisten vaikutusten kasvaminen voi pahimmillaan vaarantaa

alueen elpymisen. Jo nyt Eurooppaan saapunut pakolaismäärä on ollut sokki, jonka vaikutuksiin liittyy paljon epävarmuutta.

Jotta pakolaisten vastaanotto ja sopeutuminen onnistuisivat ja pidemmän aikavälin vaikutukset olisivat myönteiset, tulijoiden määrän pitäisi olla kohtuullinen ja kohdistua tasapuolisesti kaikkiin EU-maihin. Tällöin lyhyen aikavälin kasvuvaikutus olisi myönteinen julkisen kulutuksen kohenemisen myötä ja pitkän aikavälin vaikutus työikäisen väestön määrän lisääntymisen kautta.

Jos pakolaisvirta suuntautuu jatkuvasti epätasaisesti tiettyihin maihin, joissa tilanne jo nyt koetaan haastavaksi, ilmapiiri voi heikentyä ja seuraukset olla arvaamattomia. Ilmapiiriä heikentävät mm. pakolaisuuden lieveilmiöt, kuten ihmiskauppa ja terrorismiin liittyvä pelko. Jos pakolaiskriisissä ajaudutaan tilanteeseen, jonka seurauksena Schengen-alueen toiminta lakkaisi ja käyttöön otettaisiin yhä merkittävämmät vapaan liikkuvuuden rajoitukset, talouskasvua haittaava epävarmuus lisääntyisi. Voimakas pakolaismäärän kasvu yhdistettynä pakolaisten epätasaiseen sijoittumiseen tai vaihtoehtoisesti rajojen nykyistä laajempi sulkeminen lisäisivät molemmat epävarmuutta EU:n tulevaisuudesta. Euroopan kiinnostavuus investointikohteena vähenee, jos yhteisiin ongelmiin ei kyetä löytämään yhteisiä ratkaisuja.

Avainsanat

talouskasvu, maailmantalous, inflaatio, rahapolitiikka