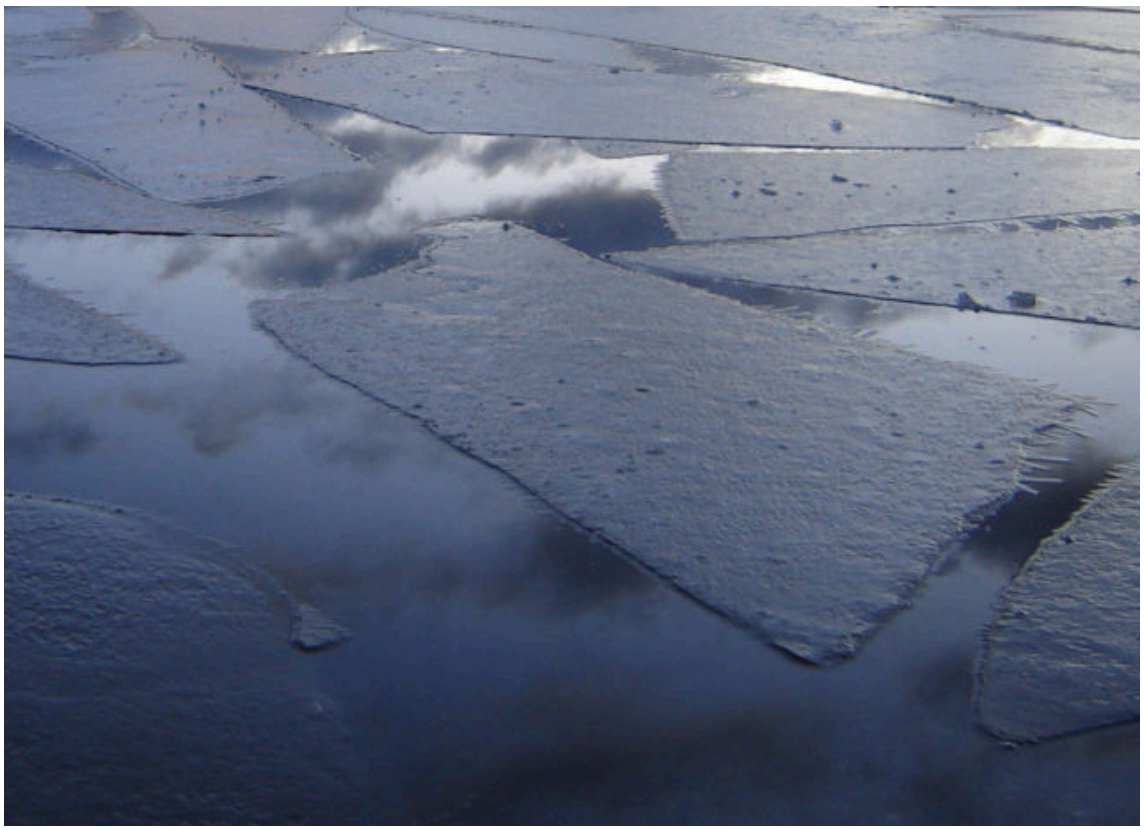
Rahapolitiikkakatsaus

Rahapolitiikka vahvistaa euroalueen talouden kohenemista

Rahapolitiikka | 25.03.2015

EKP:n neuvoston päätös keventää rahapolitiikkaa laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman avulla lisää kysyntää ja kiihdyttää inflaatiota usean kanavan kautta. Pankkien taseiden kattavan arvioinnin valmistuminen sekä EKP:n toimet kohentavat rahapolitiikan välittymistä pankkien luotonannon kautta. Yritysten rahoitusolojen keveneminen sekä euroalueen yrityssektorin kohtuullinen velkaantuneisuus luovat edellytyksiä investointien käynnistymiselle. Kotitalouksien suuret velanhoitokulut sekä vähäinen nettovarallisuus pitävät yhä useassa euroalueen maassa yllä painetta velkaantuneisuuden pienentämiseen ja heikentävät kotitalouksien kysyntää. Vaikka poikkeuksellisen kevyt rahapolitiikka on perusteltua hintavakauden turvaamiseksi, kielteisiä sivuvaikutuksia ei voida täysin sulkea pois. Kevyen rahapolitiikan kohdentumista tuotannollisiin investointeihin asuntomarkkinoiden sijaan voidaan tukea makrovakauspolitiikalla.

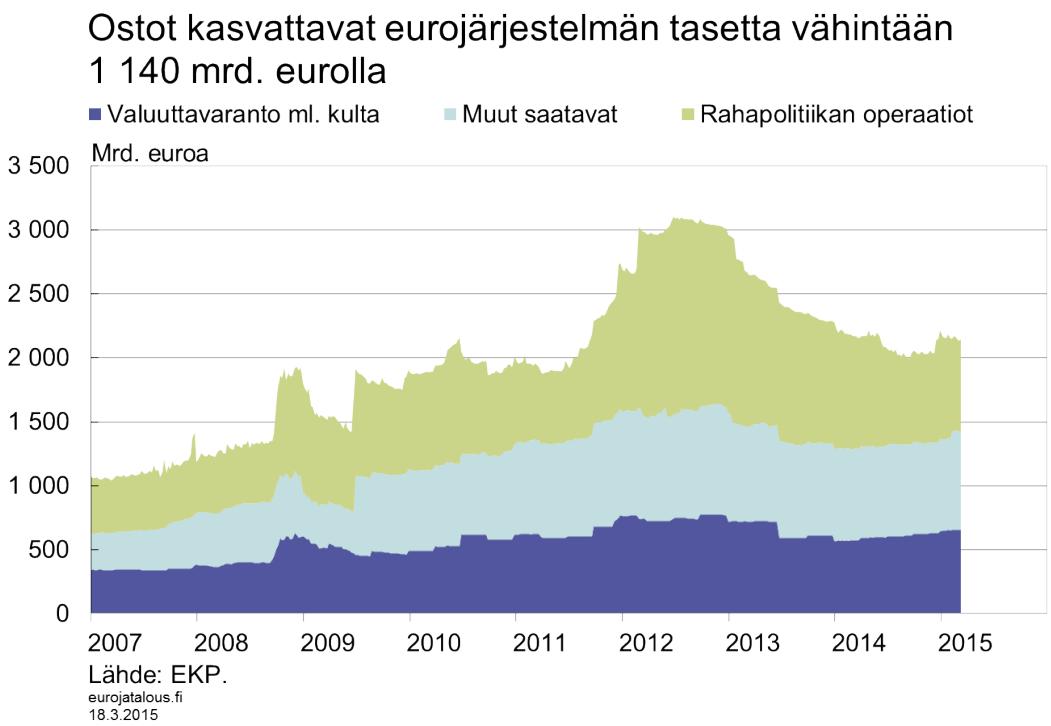


Uusia ostoja tehdään, kunnes hintavakaustavoite on saavutettu

Tammikuussa EKP:n neuvosto päätti laajennetusta omaisuuserien osto-ohjelmasta (expanded asset purchase programme, EAPP). Ostoja jatketaan, kunnes inflaatio on kestävästi lähelle 2:ta prosenttia johtavalla polulla. Ohjelmassa eurojärjestelmä ulottaa ostonsa euroalueen valtioiden sekä yhteiseurooppalaisten laitosten joukkolainoihin. Loka-marraskuussa 2014 aloitetut yksityisten arvopapereiden (pankkien katettujen joukkolainojen sekä omaisuusvakuudellisten arvopapereiden) ostot jatkuvat edelleen. Arvopapereita ostetaan yhteensä 60 mrd. eurolla kuukaudessa maaliskuusta 2015 alkaen vähintään syyskuuhun 2016 asti. Ostojen yhteismääräksi tulee siis vähintään 1 140 mrd. euroa, ja valtaosa on euroalueen valtioiden joukkolainoja.

Ennakoiva viestintä, jonka mukaan EKP:n neuvosto on sitonut arvopaperiostot inflaation kiihtymiseen hintavakaustavoitteen mukaiseksi, on keskeinen osa tammikuun rahapoliittisia päätöksiä. Pitkittyvän hitaan inflaation vaiheessa on vaarana, että inflaatio-odotukset alkavat irtautua keskipitkän aikavälin ankkuristaan. Rahapoliittisten korkojen jo ollessa alarajalla inflaatio-odotusten hiipuminen nostaisi reaalikorkoa eli rahapolitiikka kiristyisi. Tammikuussa 2015 EKP:n neuvosto arvioi, että rahapolitiikan lisäkevennykseen on tarvetta, sillä inflaationäkymät olivat edelleen heikentyneet. Laajojen arvopaperiostojen avulla on mahdollista keventää rahapolitikkaa merkittävästi tilanteessa, jossa tavanomaisia koronlaskuja ei enää voida tehdä.

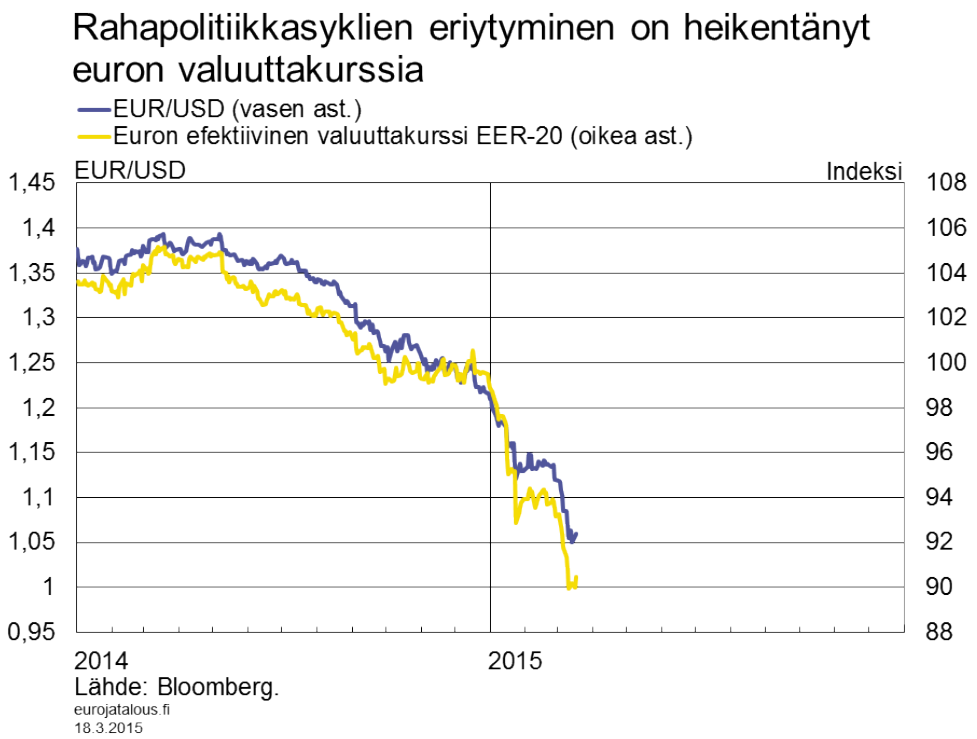
Kuvio 1.



Euroalueen rahapolitiikan lisäkeventäminen valtionvelkakirjoja ostamalla eroaa muiden keskeisten keskuspankkien toimista siinä, että euroalueella ostojen kohteena ovat yhden maan sijasta usean valtion velkapaperit. Euroalueen valtioiden joukkolainoja ostetaan jälkimarkkinoilta suhteessa maan kokoon (ns. pääoma-avain). Ostokohteena ovat euromääräiset vakavaraiset investointiluokan velkapaperit, joiden juoksuaika on 2–30 vuotta. EU:n/IMF:n sopeutusohjelmia toteuttavien valtioiden velkapapereille, jotka eivät yllä investointiluokkaan, asetetaan jonkin verran muita tiukemmat kelpoisuusvaatimukset ja ostot keskeytetään ohjelman arvioinnin ajaksi. Lisäksi ostoja rajoitetaan niin, että eurojärjestelmällä saa olla hallussaan korkeintaan 33 % kunkin liikkeeseenlaskijan joukkolainoja ja enintään 25 % kustakin liikkeeseenlaskusta.

EKP:n neuvosto päätti myös, että yhteiseurooppalaisten laitosten velkapapereiden ostoista (joiden osuus on 12 % kaikista uudentyyppisistä ostoista) mahdollisesti aiheutuvat luottotappiot jaetaan. Lisäksi EKP:n osuus ostoista on 8 %, joten 20 prosenttiin uudentyyppisistä ostoista liittyy riskinjakojärjestelyjä.

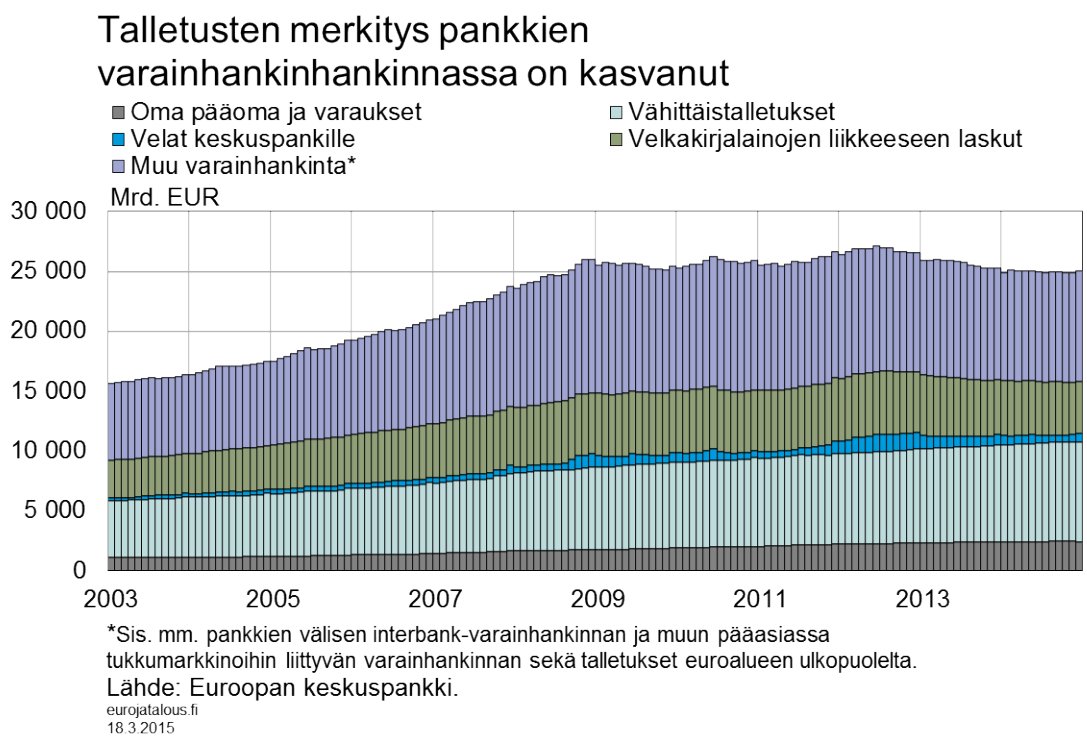
Kuvio 2.



Osto-ohjelma kiihdyttää kysyntää ja inflaatiota usean kanavan kautta

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman myötä pidemmät korot laskevat, yritysten ja kotitalouksien rahoitusolot kevenevät (lainakorot laskevat ja rahoituksen saatavuus paranee) ja arvopapereiden hinnat nousevat. Rahapolitiikan keventäminen inflaationäkymiin sidotun osto-ohjelma avulla kasvattaa inflaatio-odotuksia, mikä alentaa reaalikorkoa. Reaalikoron lasku sekä rahoitusolojen yleinen keveneminen vaikuttavat talouteen niin, että kysyntä kasvaa ja inflaatio kiihtyy. Määrällisen keventämisen kokonaisvaikutukset talouteen tulevat pitkälti samoja kanavia pitkin kuin tavallisen koronlaskun.

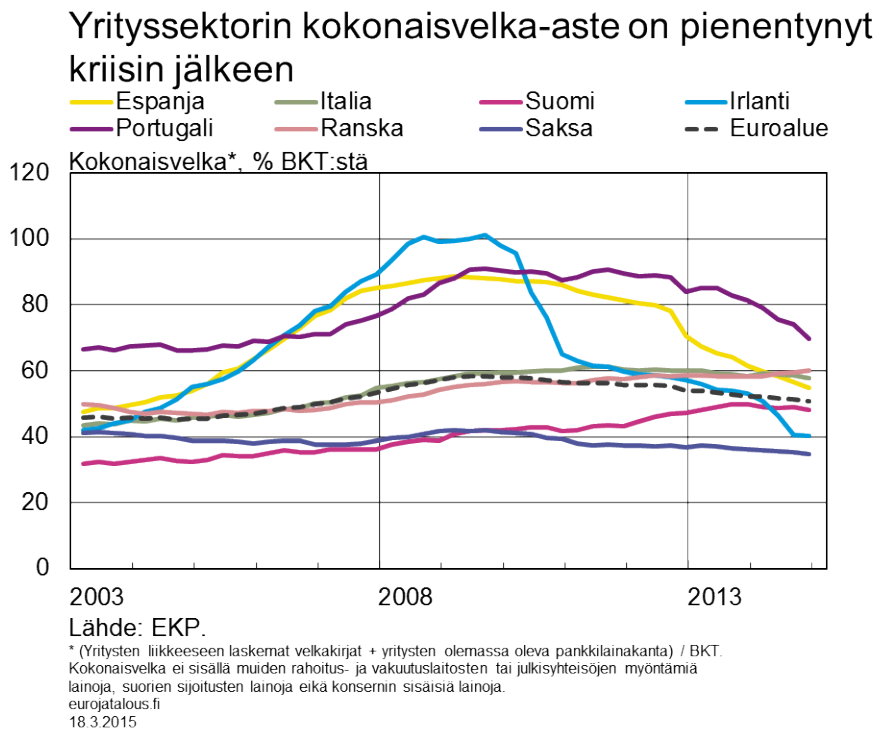
Kuvio 3.



Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa keskuspankeilla on kokemusta laajoista arvopapereiden osto-ohjelmista. Näistä maista onkin jo saatavissa tietoa ohjelmien vaikutuksista. Tutkimuksista saadut arviot vaikutusten suuruudesta vaihtelevat, mutta tulevaa rahapolitiikkaa koskevan, osto-ohjelmaan liittyvän viestinnän on todettu olevan merkittävä osa kokonaisvaikutusta. Rahapoliittisten toimien vaikutukset inflaatiovauhtiin näkyvät kuitenkin vasta myöhemmin, ja euroalueen inflaatio voi öljyn hinnan jo toteutuneen alenemisen takia pysyä negatiivisena usean seuraavan kuukauden ajan.

Yhdysvalloissa kahden ensimmäisen osto-ohjelman vaikutuksia (vuosina 2008 ja 2010) on voinut lisätä se, että lähtötilanteessa valtionlainakorot olivat korkeammalla kuin euroalueella tällä hetkellä. Euroalueella valtionlainakorot alenivat selvästi vuonna 2014, kun luottamus julkiseen taloudenpitoon alueella pysyi hyvänä ja odotukset EKP:n valtionlainojen ostoista vahvistuivat vuoden loppua kohden. Vuoden 2015 alussa 10 vuoden valtionlainakorot ovat vakiintuneet erittäin mataliksi ja useassa maassa lyhyimmät valtionlainakorot ovat painuneet jopa negatiivisiksi.

Kuvio 4.



Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa talouden tila ja näkymät ovat kohentuneet, ja markkinat arvuuttelevat erityisesti Yhdysvaltain keskuspankin aloittavan koron nostot jo vuoden 2015 aikana. Tässä tilanteessa eurojärjestelmän päätös rahapolitiikan lisäkeventämisestä heikentää euron valuuttakurssia.

Eurojärjestelmän päätös laajentaa arvopaperiostojaan on heijastunut euroalueen lähimaihin. Jo muutama päivä ennen EKP:n neuvoston päätöstä Sveitsin keskuspankki päätti luopua alarajasta, jonka se oli asettanut Sveitsin frangille suhteessa euroon. Sveitsin keskuspankki on myös laskenut talletuskorkonsa –0,75 prosenttiin. Vaimentaakseen kruunun vahvistumispaineita myös Tanskan keskuspankki on joutunut laskemaan talletuskorkonsa –0,75 prosentiin. Ruotsin keskuspankki on kahdessa erässä laskenut ohjauskorkonsa negatiiviseksi, –0,25 prosenttiin, sekä ilmoittanut ostavansa yhteensä 30 mrd. kruunulla Ruotsin valtion velkapapereita.

Makrovakausvälineillä ehkäistään mahdollisia rahapolitiikan kielteisiä sivuvaikutuksia

Vaikka poikkeuksellisen kevyt rahapolitiikka on perusteltua euroalueen nykyisessä taloustilanteessa, sillä voi olla myös ei-toivottuja sivuvaikutuksia. Niitä voivat olla esimerkiksi rahoitusvakauteen liittyvien riskien kasvu tai vaikutukset tulonjakoon.

Rahapoliittisten korkojen säilyminen pitkään matalina ja arvopaperiostojen tuoma lisäkevennys voivat joissakin euroalueen maissa tai joillakin sektoreilla kiihdyttää velkaantumista ja lisätä muita rahoitusvakauteen kohdistuvia riskejä.

Eurojärjestelmän ensisijaisena tavoitteena on hintavakauden turvaaminen, ja rahapoliittiset päätökset perustuvat arvioihin euroalueen hintavakauteen kohdistuvista riskeistä. Rahoitusvakauteen liittyvien riskien kasvuun tulee vastata ensisijaisesti makrovakauspolitiikalla niin, että nämä riskit eivät merkittävästi kasva.

Euroalue on makrovakauspolitiikan kannalta nyt huomattavasti paremmassa asemassa kuin vielä joitakin vuosia sitten. Euroopan keskuspankki sai uusia makrovakausvaltuuksia pankkivalvonnan käynnistyttyä marraskuussa 2014, ja vastasyklinen pääomapuskurivaatimus on käytettävissä kaikissa euroalueen maissa viimeistään vuodesta 2016 alkaen. EKP:llä on oikeus tiukentaa maakohtaisia vastasyklisiä pääomapuskureita ja muita vakavaraisuusdirektiivissä ja -asetuksessa säädettyjä makrovakausvälineitä yli kansallisten viranomaisten asettaman tason.[1]

Merkittävä osa euroalueen makrovakauspolitiikasta on kuitenkin edelleen kansallisten viranomaisten vastuulla. Yhteisen rahapolitiikan toimintaympäristössä alueen maat voivat vahvalla kansallisella makrovakauspolitiikalla tukea oman sekä koko euroalueen talouden vakautta ja parantaa rahoitusjärjestelmän kriisinsietokykyä. Tärkeää on, että jäsenmaat ottavat omien kansallisten tarpeidensa mukaisesti kattavasti käyttöön makrovakausvälineitä, jotta toimenpiteet voitaisiin kohdentaa parhaalla mahdollisella tavalla. Tarvitaan sekä tehokkaita luotonannon kasvua hillitseviä välineitä että luotonannon liialliseen kasvuun liittyvien riskien ymmärrystä, jotta makrovakauspolitiikka ei olisi liian passiivista.

Pitkään matalana pysyvä korkotaso sekä rahapolitiikan epätavanomaiset toimet ovat nostaneet esille kysymyksen erittäin kevyen rahapolitiikan mahdollisista vaikutuksista tulojen ja varallisuuden jakautumiseen. Rahapolitiikka voi vaikuttaa tulojen ja varallisuuden jakoon useaa reittiä, joista osa voi lisätä ja osa vähentää näitä eroja. Tutkimustulokset viittaavat siihen, että arvopaperien laajat ostot voivat kasvattaa tulo- ja varallisuuseroja. Koska suurituloiset kotitaloudet omistavat tyypillisesti enemmän arvopapereita ja suurempi osa niiden tuloista on pääomatuloja, arvopaperien hintojen nousu hyödyttää niitä enemmän kuin pienituloisia kotitalouksia. Toisaalta pienituloiset sekä velkaiset kotitaloudet hyötyvät matalista koroista. Lisäksi kevyen rahapolitiikan kysyntää lisäävä vaikutus voi kasvattaa työllisyyttä enemmän matalapalkkaisilla kuin korkeapalkkaisilla aloilla.

Rahapolitiikan välittyminen pankkien luotonannon kautta kohenemassa

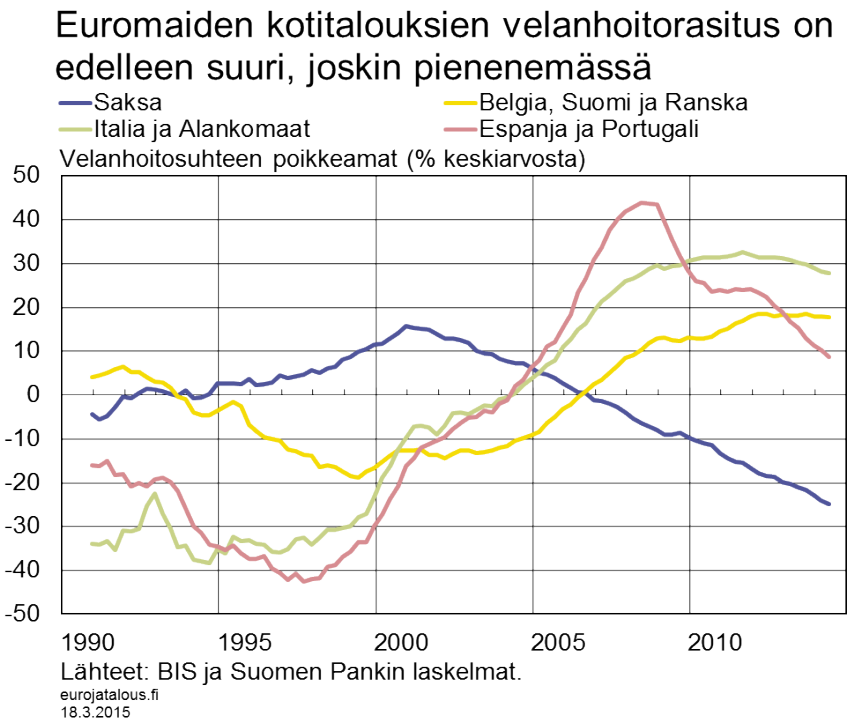
EKP toteutti vuonna 2014 pankkien taseiden kattavan arvioinnin. Tämän arvioinnin alla, etenkin vuoden 2013 lopulla, euroalueen pankit sopeuttivat taseitaan vähäriskisempään suuntaan sekä pienentämällä taseitaan että parantamalla vakavaraisuuttaan. Lokakuussa 2014 valmistuneen kattavan arvioinnin mukaan suurin osa alueen merkittävistä pankeista on tarpeeksi vahvoja vastaanottamaan vakavia sokkeja kansainvälisiltä rahoitusmarkkinoilta ja reaalitaloudesta.

Rahoitusjärjestelmän vakauden kannalta on ensiarvoisen tärkeää, että pankkien riskinsietokyky on riittävä. Rahapolitiikan välittyminen pankkien kautta edellyttää kuitenkin, että pankkien pääomat riittävät myös luotonannon ja siten riskinoton lisäämiseen. Vuoden 2014 tilastojen perusteella näyttää siltä, että taseiden sopeuttaminen aggregaattitasolla olisi päättynyt. Euroalueen pankkien yhteenlaskettu tase ja riskipainotettujen saamisten määrä ovat kääntyneet kasvuun, mikä on positiivista rahapolitiikan välittymisen kannalta. Tämä ei ole kuitenkaan heikentänyt pankkien vakavaraisuutta, joka on pysynyt kutakuinkin ennallaan.

Vaikka pankkien tila on kohentunut, on niiden toimintaympäristö edelleen vaativa. Euroalueen pankkisektorin suurin ongelma on yhä heikko kannattavuus. Pankkien kannattavuutta heikentävät talouden tilan heikkous ja siitä johtuvat arvonalentumistappioiden suuri määrä, luottojen huono laatu ja kehitys sekä luottojen hinnoittelun kannalta ongelmallinen tasainen korkokäyrä.[2] Lisäksi yksittäisten suurten pankkien kannattavuutta ovat rasittaneet oikeudenkäyntikulujen kasvu ja viranomaisten asettamat sanktiot.

Talouden heikon tilan takia pankit kärsivät myös edelleen suurista luottoriskeistä etenkin Etelä-Euroopan maissa. Geopoliittisten riskien kasvu ja näistä riskeistä johtuvat negatiiviset reaalitalouden vaikutukset ovat myös lisänneet niiden pankkien haavoittuvuutta, joilla on merkittävää toimintaa useissa Itä- ja Keski-Euroopan maissa sekä muissa nousevissa talouksissa, kuten Latinalaisessa Amerikassa. Lisäksi Sveitsin frangin nopea vahvistuminen tammikuussa 2015, kun keskuspankki luopui valuuttakytköksestä, saattaa kasvattaa luottotappioiden määrää niissä maissa, joissa lainoja on sidottu merkittävästi Sveitsin frangiin.

Kuvio 5.



Pankit saattavat yhä vältellä riskipitoisen yrityslainanannon kasvattamista

EKP:n rahapoliittiset toimet tukevat rahoituksen välitystä monin keinoin. Kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (TLTRO) ja pankkien liikkeeseen laskemien katettujen joukkolainojen osto-ohjelmat pienentävät pankkien varainhankinnan kustannuksia ja alentavat siten antolainauksen kustannuksia ja lisäävät sen määrää. Myös maaliskuussa 2015 alkaneella julkisen sektorin joukkovelkakirjoihin laajenevalla osto-ohjelmalla pyritään siihen, että EKP:n pankeilta ostamien velkakirjojen avulla lisätty likviditeetti kanavoituisi talouteen lainanannon kasvuna.

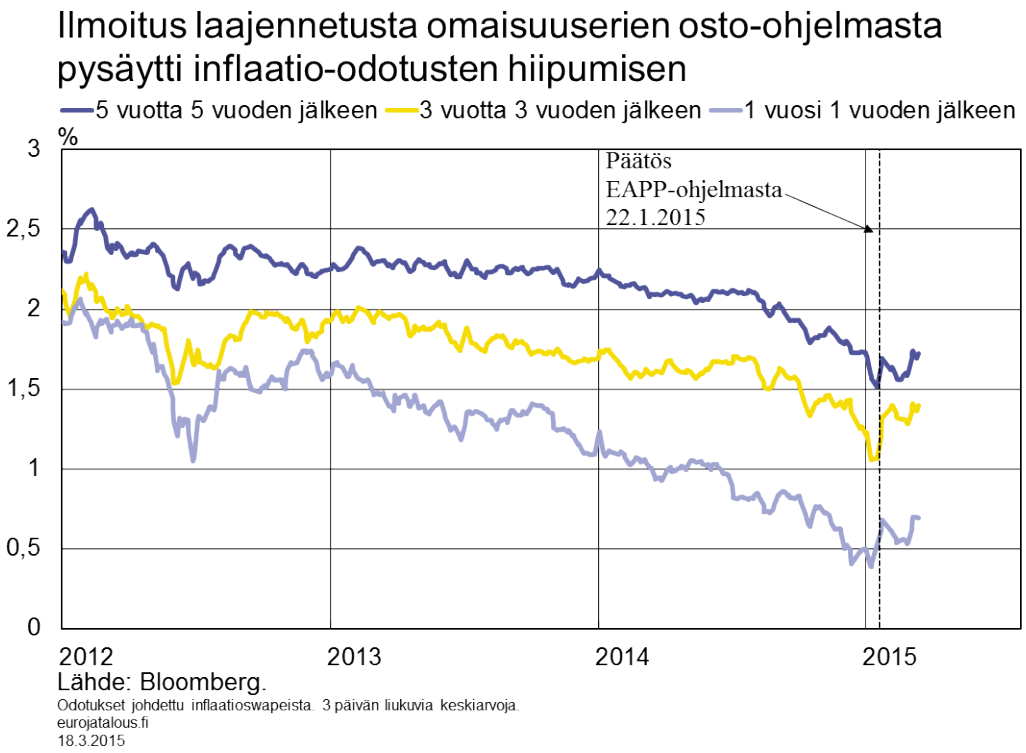
Rahapolitiikan välittymisessä pankkien kautta on kuitenkin edelleen haasteita. Vaikka tarve vähentää riskiä pankkien taseissa olisikin pääosin päättynyt, ei ole ilmeistä, että pankit olisivat merkittävästi valmiita lisäämään riskinottoaan lähitulevaisuudessa. Rahapolitiikan toimien ohella pankkien riskiottokykyyn ja halukkuuteen vaikuttavat myös sääntelyuudistukset ja vallitseva talouden tila.

Pankit tarvitsevat vähäriskisiä velkakirjoja vakuuksina keskuspankkioperaatioissa ja muussa toiminnassaan. Sääntelyuudistukset pakottavat pankit jatkossa ylläpitämään myös suurempia

likviditeettipuskureita. Riskillisemmän luotonannon lisääminen edellyttää pankeilta myös lisäpääomia, eikä uuden pääoman hankkiminen heikon kannattavuuden aikana ole aivan ongelmatonta. Lisäksi eurojärjestelmän valtionlainaostojen suorat pankkisektoriin kohdistuvat vaikutukset eroavat maittain, sillä pankkien omistamien julkisten joukkovelkakirjojen määrä niiden taseissa vaihtelee.

Varainhankintakustannusten laskun vaikutus rahapolitiikan välittymisen kanavana voi olla rajallinen. Sitä heikentävät mm. taseen pienenemisestä johtuva varainhankinnan tarpeen yleinen väheneminen ja sääntelyuudistuksista aiheutuva paine lisätä talletusten osuutta kokonaisvarainhankinnasta. Myös sijoittajavastuun kasvattaminen lisää osaltaan pankkien varainhankinnan kustannuksia. Toisaalta vaikka euroalueen pankkien keskimääräiset varainhankinnan kustannukset ovat jo pienentyneet alhaisiksi, joissakin maissa laskuvaraa on edelleen.

Kuvio 6.



Pankit hyötyvät EKP:n toimenpiteistä myös epäsuorasti reaalitalouden positiivisten vaikutusten kautta. Paraneva reaalitalous näkyy pankeissa niiden taseen ja kannattavuuden kohenemisena, kun mm. hoitamattoman lainakannan osuus pienenee. Samalla pankkien luottoriskit vähenevät, mikä antaa pankeille paremmat edellytykset lisätä lainanantoa.

Pidemmällä aikavälillä on luultavaa, että euroalueen pankkisektorin rakenne muuttuu. Jos

pankkien kannattavuus pysyy pitkään heikkona, se pakottaa pankkeja tehostamaan toimintojaan ja kehittämään liiketoimintamallejaan. Tämä voi myös edelleen kasvattaa yritysten markkinavarainhankinnan merkitystä euroalueen rahoitusjärjestelmässä.

Kevyt rahapolitiikka tukee investointeja euroalueella

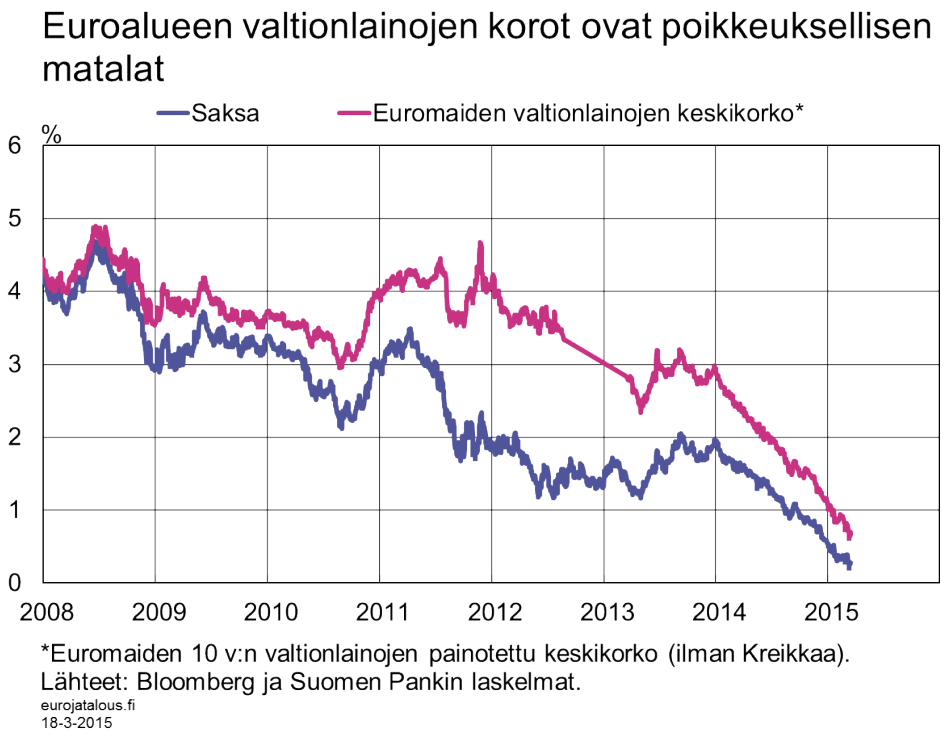
Euroalueen yritysten rahoitusolot ovat keventyneet merkittävästi vuoden 2014 aikana. EKP:n luotonantoa tukevien toimien sekä maaliskuussa 2015 käynnistyneen laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman odotetaan yhä alentavan sekä yritysten pankkilainoistaan maksamia korkoja että niiden pääomamarkkinoilta tulevan varainhankinnan kustannuksia.

Yritysten rahoituksen saatavuutta ja kustannuksia seurataan sekä yrityksille suunnatulla kyselyllä (ns. SAFE-kysely) että pankkien luotonantokyselyn (Bank Lending Survey) perusteella. Yritysten rahoitusoloja selvittävän EKP:n SAFE-kyselyn mukaan euroalueen yritykset arvioivat rahoituksen saatavuuden olleen aiempaa pienempi ongelma syyskuussa 2014 päättyvänä puolivuotisjaksona. Luotonantokyselyn mukaan taas yritysluottojen kysyntä on piristynyt vuoden 2014 viimeisellä neljänneksellä ja luottoehdot ovat keventyneet etenkin marginaalien pienenemisen kautta. Yritykset arvioivat oman pääomatilanteensa parantuneen. Myös pankit näkevät lainanottajien taloustilanteen vuoden 2014 viimeisellä neljänneksellä vaikuttaneen positiivisesti luottoehtojen keventymiseen.

Sekä PK- että suurten yritysten luottoehdot ovat keventyneet, ja erot maiden välillä ovat pienentyneet. Luottoehtoja on helpotettu paitsi kaventamalla marginaaleja myös pidentämällä lainojen keskimääräistä maturiteettia ja kasvattamalla lainojen kokoa. Lisäksi vakuusvaatimuksia on kevennetty ja yrityksille on annettu enemmän mahdollisuuksia tilinylityksiin. Riskillisemmissä lainoissa muutos on ollut pienempi, mikä viittaa pankkien olevan edelleen hyvin varovaisia kasvattamaan riskinottoaan. Yrityslainakannan kehityksessä on kuitenkin myönteisiä merkkejä, sillä lainakannan pitkään jatkunut supistuminen näyttäisi hiljalleen olevan päättymässä.

Markkinarahoituksen osuus isojen yritysten lainakannasta on kasvanut samaan aikaan kun kustannukset ovat laskeneet ennätysalhaalle. Rahalaitosten osuus suurten yritysten ulkoisesta rahoituksesta on pienentynyt ja markkinarahoituksen osuus kokonaisvelasta kasvanut euroalueella keskimäärin 5 prosenttiyksikköä vuoden 2008 jälkeen ja oli vuoden 2014 kolmannella neljänneksellä noin 12 %. Markkinarahoituksen osuuden kasvu selittyy myös osittain kustannusten alenemisella. Yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen tuottovaatimukset ovat laskeneet euroalueella ennätysalas vuoden 2015 alkupuolella. Laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma tukee yritysten joukkolainamarkkinoita sitä kautta, että valtion velkakirjoja myyvien sijoittajien odotetaan siirtyvän riskipitoisempiin sijoituskohteisiin, kuten yrityslainoihin.

Kuvio 7.



Vaikka yritysemissiot ovat osaltaan korvanneet pankkien luotonannon vajetta isojen yritysten tapauksessa, PK-yrityksillä ei ole käytössä samanlaisia vaihtoehtoisia rahoituslähteitä, ja ne ovat siksi edelleen hyvinkin riippuvaisia pankkien luotonannosta. Lisäksi markkinarahoituksen osuus yritysten varainhankinnasta eroaa selvästi maakohtaisesti. Esimerkiksi Espanjassa ja Irlannissa yritysten velkakirjojen liikkeeseenlaskut ovat pysyneet myös kriisin aikana hyvin vähäisinä pankkien luotonantoon nähden, kun taas Ranskassa ja Portugalissa markkinarahoituksen suhteellinen osuus on ollut perinteisesti suurempi ja myös edelleen kasvanut kriisin aikana.

Euroalueen yrityssektorin velkaantuneisuus ei merkittävä investointien jarru

Rahoituksen saatavuuden paraneminen ja kustannusten supistuminen eivät vielä näy investointien kasvuna. Tuotannolliset investoinnit ovat euroalueella edelleen noin 10 % pienemmät kuin vuonna 2008, ja niiden osuus bruttokansantuotteesta on supistunut noin 4 prosenttiyksikköä. Yrityslainojen kysynnässä on kuitenkin selviä merkkejä piristymisestä. Pankkien luotonantokyselyn (BLS) mukaan yrityslainojen kysyntä on euroalueella selvästi piristynyt vuoden 2014 lopulla, ja sen odotetaan pysyvän positiivisena myös alkuvuonna 2015.

Tutkimusten mukaan luottoehtojen keventäminen ja lainojen kysynnän kasvu ennakoivat

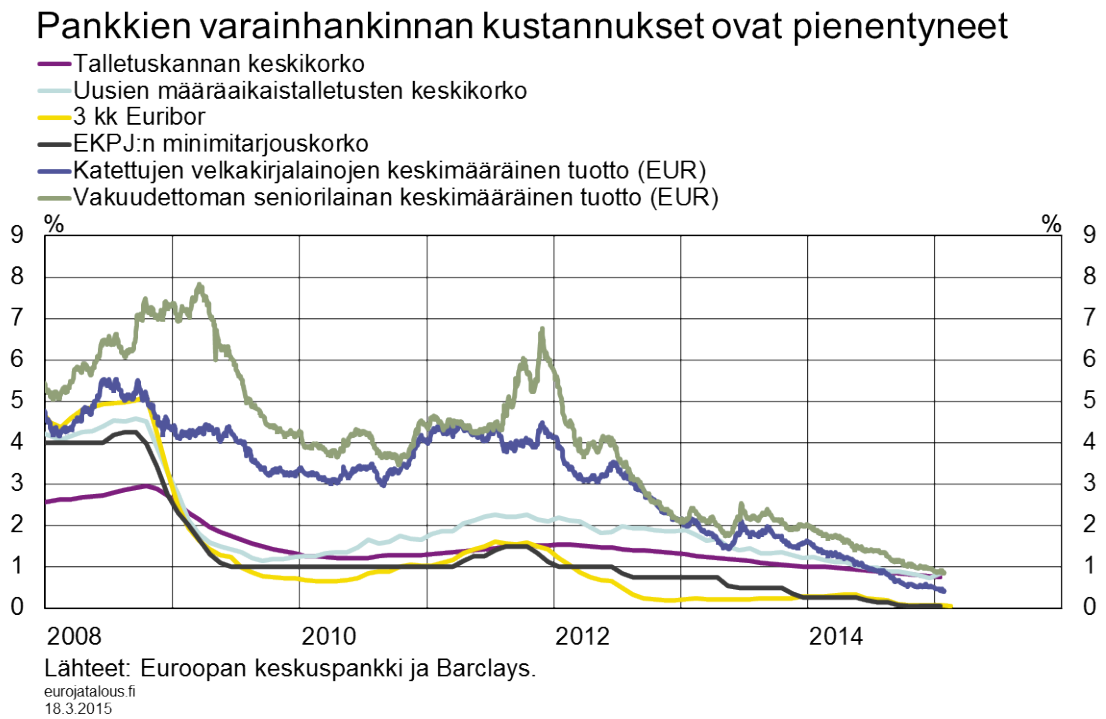
reaalitaloudellista kasvua vasta 3–4 vuosineljänneksen päähän. Viimeaikaisen rahoitusolojen keventymisen myötä investointien voisi siis odottaa alkavan kasvaa vuoden 2015 aikana.

Investointien heikon kehityksen taustalla voivat olla myös epävarmuus tulevasta talouskehityksestä ja sitä kautta yritysten riskinottohalukkuuden vähentyminen. Euroalueen luottamusindikaattorien perusteella odotukset talouskehityksestä ovat kuitenkin kohentuneet ja uusimmat reaalitalouden tilastotiedot ovat olleet markkinaodotuksia parempia.

Kasvua tukeva rahapolitiikka saattaa lisätä yritysten investointihalukkuutta myös epäsuorasti, sillä laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma nostaa todennäköisesti myös osakekursseja. Osakkeiden arvon noustessa yritysten markkina-arvo kasvaa ja rahoituskustannukset entisestään pienenevät. Tämän myötä uuden pääoman liikkeeseenlasku on yrityksille aiempaa kannattavampaa, mikä näkyy lopulta yritysten investointimahdollisuuksien kasvuna. Pörssikurssit ovatkin kulkeneet samansuuntaisesti investointien kehityksen kanssa sekä Yhdysvalloissa että euroalueella.

Toisaalta luottojen alhainen hinta tai saatavuuden parantuminenkaan eivät riitä voimistamaan talouden toimeliaisuutta, jos ylivelkaantuneet yritykset pyrkivät pienentämään velkataakkaansa, eivätkä tämän vuoksi investoi. Euroalueen yritysten velkasuhde (velan kokonaismäärä bruttokansantuotetta kohti) on supistunut huippuvuodesta 2009, joskin kehityksessä on maittain hyvin isoja eroja.

Kuvio 8.



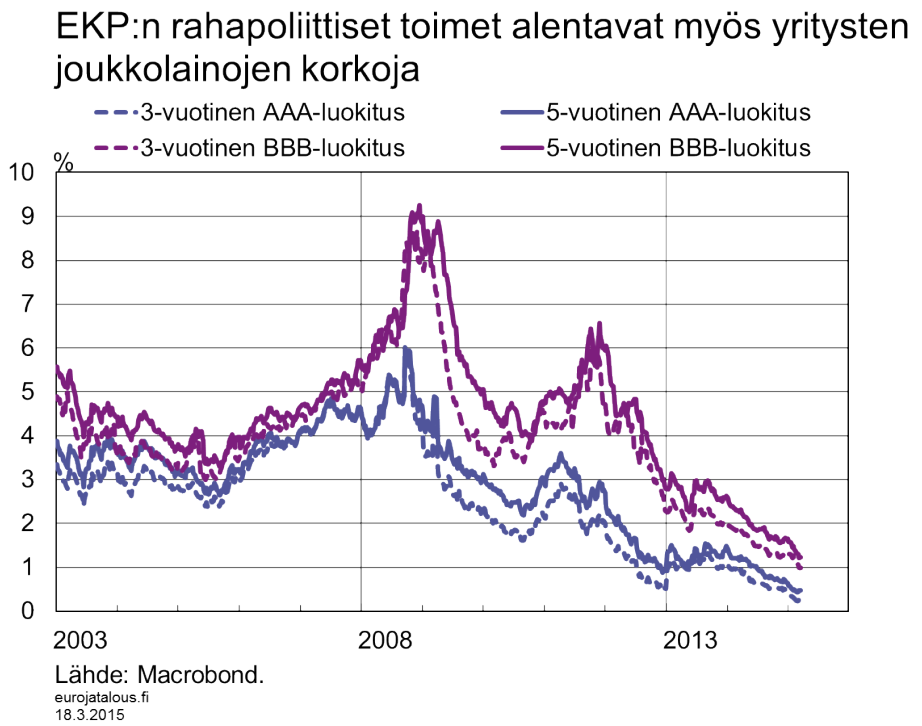
Esimerkiksi Saksassa kokonaisvelka-aste on yrityssektorilla ollut viimeiset 15 vuotta selvästi alhaisempi kuin euroalueella keskimäärin, kun taas Irlannissa ja Espanjassa velkasuhde kasvoi kriisin kärjistymiseen asti nopeasti. Näissä maissa yritykset ovat kuitenkin parin viime vuoden aikana purkaneet merkittävästi velka-astettaan, eikä euroalueen yrityssektoria voida yleisesti ottaen pitää kovin suuresti velkaantuneena. Silti joidenkin maiden keskimääräistä korkeammat velka-asteet voivat edelleen olla osasyynä yritysten lainamäärien ja investointien heikkoon kehitykseen.

Kotitalouksien velkataakan keventäminen jarruttaa kulutusta euroalueella

Hintavakauden saavuttamisen kannalta on erityisen tärkeää, että rahapoliittiset toimet vaikuttavat myönteisesti investointien lisäksi myös kulutukseen. Yksityinen kulutus euroalueella oli vuoden 2014 kolmanteen neljännekseen mennessä noussut kutakuinkin rahoituskriisiä edeltävälle tasolle. On myös tärkeää, että toimenpiteet eivät aiheuta rahoitusmarkkinoilla uutta epätasapainoa, kuten esimerkiksi asuntomarkkinakuplaa. Tämä riski on kuitenkin tällä hetkellä melko vähäinen, sillä asuntojen hinnat ovat laskeneet useimmissa euromaissa finanssikriisin jälkeen.

Uusien rahapoliittisten toimien odotetaan alentavan yhä myös kotitalouksien lainakorkoja. Asuntolainojen viitekorkoina tyypillisesti käytetyt euriborit ovat alentuneet koko vuoden 2014 ajan rahapolitiikkakorkojen laskun myötä. Vaikutus uusien asuntolainojen keskikorkoon on ollut maltillisempi. Asuntolainakoroissa on kuitenkin maittaisia eroja siinä, kuinka paljon ne voivat alentua.

Kuvio 9.



Euroalueen kotitaloudet ovat edelleen melko velkaantuneita. Kotitalouksien velka-asteet (velat suhteessa tuloihin) ovat kutakuinkin samoissa lukemissa kuin ennen globaalia finanssikriisiä. Tämä voi vaikeuttaa rahapolitiikan välittymistä reaalitalouteen, sillä uusien luottojen kysyntä pysyy vaisuna, jos kotitaloudet sopeuttavat edelleen taseitaan. Asuntojen reaalihintojen noin 15 prosentin lasku rahoituskriisin alkuvaiheesta nykyhetkeen tukee myös tätä käsitystä.

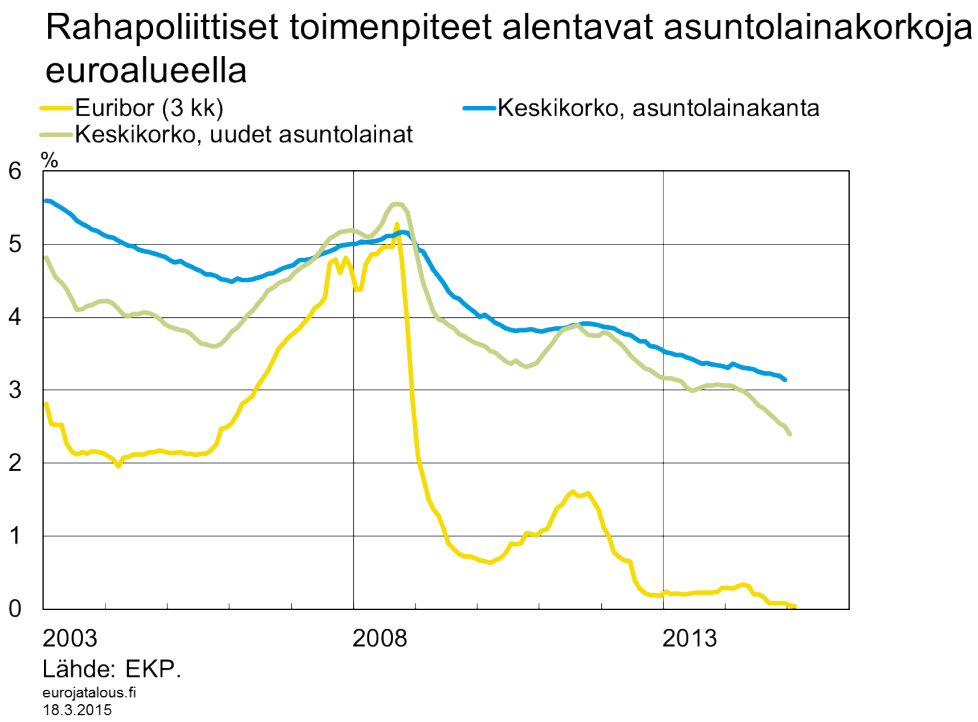
Velka-asteen liian yksinkertainen tarkastelu voi kuitenkin johtaa harhaan, sillä useissa maissa kotitaloussektorin velka-aste suhteessa esimerkiksi bruttokansantuotteeseen on ollut kasvutrendiltään positiivinen yli 30 vuoden ajan. Tällöin on vaikea arvioida, mikä velka-aste viestittää ylivelkaantumisesta ja mikä ei.

Tarkempi kuva kotitalouksien tämänhetkisestä velkaantuneisuudesta saadaan tarkastelemalla velanhoitosuhdetta eli velanhoitokuluja (korkokulut ja lainojen lyhennykset) jaettuna nettotuloilla. Tämä indikaattori ei kasva ajan myötä, ja sen poikkeamat pitkän ajan keskiarvosta

näkyvät käänteisesti yksityisen kulutuksen kasvussa.[3] Velanhoitosuhteen poikkeamat eivät kuitenkaan kerro koko tarinaa, sillä suuria velanhoitokustannuksia voidaan ylläpitää – ainakin jonkin aikaa – ottamalla uusia luottoja. Tämä on mahdollista niin kauan kuin kotitalouksien nettovarallisuus pysyy huomattavana. Vastaavasti, kun nettovarallisuus on alhainen, kotitalouksilta puuttuvat vakuudet uusiin lainoihin, ja ne joutuvat supistamaan velkakantaansa.

Siten nettovarallisuuden poikkeamat pitkän ajan keskiarvosta luovat kuvan kotitalouksien taipumuksesta kasvattaa tai pienentää velkataakkansa. Kotitalouksien velanhoitosuhteet ovat selkeästi pitkän ajan keskiarvon yläpuolella kaikissa isoissa euroalueen maissa Saksaa lukuun ottamatta. Nettovarallisuus sen sijaan on keskiarvon alapuolella. Yhdessä nämä tekijät todennäköisesti heikentävät jatkossakin kotitalouksien kysyntää ja luovat painetta velan määrän pienentämiseen.

Kuvio 10.

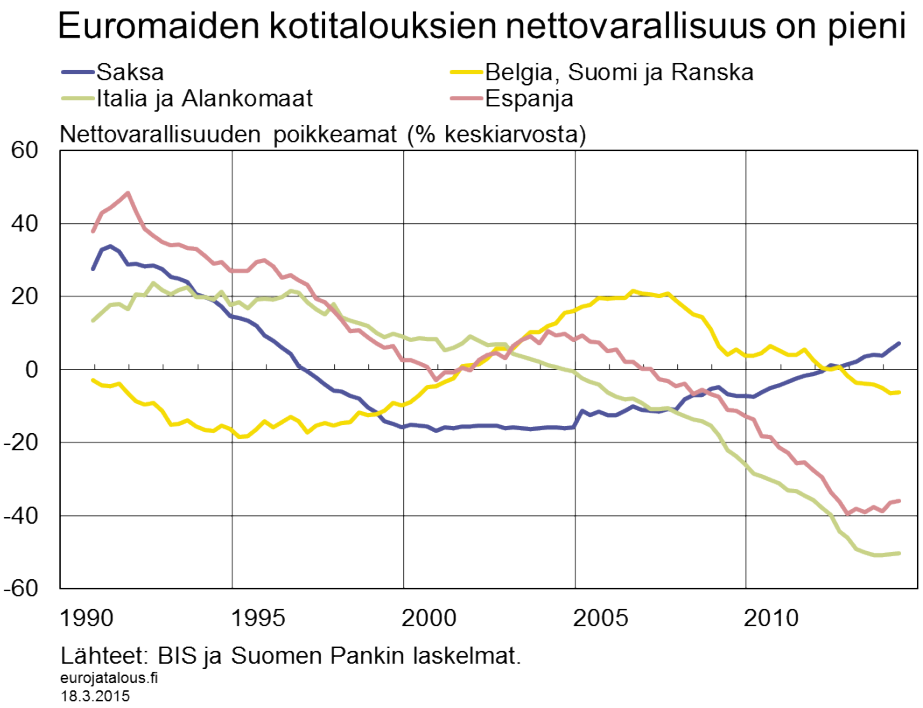


Kevyt rahapolitiikka tukee osaltaan kotitalouksien velkaantuneisuuden purkua. Sikäli kuin toimenpiteet pienentävät lainanhoitokustannuksia, ne voivat parhaimmissa tapauksissa edesauttaa taseiden sopeutumista. Euroalueen lainakannan keskikorko on jo alentunut noin 3 prosenttiin, mutta sen voidaan odottaa yhä laskevan jonkin verran. Toisaalta pahimmassa tapauksessa uudet toimenpiteet voivat keinotekoisesti ylläpitää varallisuushintoja ja siten hidastaa taseiden luonnollista sopeutumista.

Kotitalouksien uusien luottojen kysyntä pysynee vastedes maltillisena. Toisaalta tämä vaimentaa rahapolitiikan välittymistä yksityiseen kulutukseen, mutta samalla estää kevyen rahapolitiikan voimakkaan kohdentumisen asuntomarkkinoille. Tämä tarkoittaa, että toimenpiteiden kuluttajahintainflaatiota kiihdyttävä vaikutus voi jäädä odotettua pienemmäksi, mutta toisaalta asuntojen hintojen voimakasta nousua tuskin nähdään.

Maakohtaiset erot rahapolitiikan välittymisessä euroalueen kotitalouksien kautta reaalitalouteen ovat kuitenkin suuret. Tähän vaikuttaa mm. kotitalouksien velkaantuneisuus, jossa on suuria maakohtaisia eroja. Euroalueen maat voidaan jakaa tässä suhteessa karkeasti neljään ryhmään.

Kuvio 11.



Ensimmäisessä ryhmässä ovat maat, joissa oli raju kotimainen rahoitusbuumi ja systeemikriisi globaalin finanssikriisin yhteydessä. Näitä maita ovat esimerkiksi Espanja ja Portugali.[4] Nopea velkaantuminen näissä maissa kasvatti velanhoitosuhteen ennätyskorkeaksi juuri ennen kriisiä. Kriisin jälkeisessä ympäristössä nämä maat ovat kuitenkin onnistuneet vähentämään velkataakkansa. Tärkein yksittäinen tekijä tässä on ollut asuntojen hintojen romahdus, joka johti nettovarallisuuden arvon romahtamiseen ja sen myötä luottojen tarjonnan nopeaan supistumiseen. Myös lainakorkojen alentuminen helpotti velanhoitopaineita ja paransi siten kotitalouksien takaisinmaksukykyä.

Italia ja Alankomaat muodostavat toisen ryhmän. Kotitalouksien velanhoitopaineet kasvoivat näissä maissa ennen kriisiä lähes vastaavalla tavalla kuin Espanjassa ja Portugalissa, joskaan eivät yhtä voimakkaasti. Velanhoitopaineiden kasvu on näissä maissa kestänyt pitkään ja nettovarallisuuden arvo on alentunut. Tämä epäsuotuisa kehitys on vasta viime aikoina ollut kääntymässä. Velan määrän vähentäminen kestää luultavasti vielä pitkään, ja toipuminen on hidasta.

Kolmannessa ryhmässä on maita, joissa oli lyhyt elpymisen jakso finanssikriisin jälkeen, mutta joissa tällä hetkellä selkeästi näkyy, että velanhoitopaineiden lisääntyminen heikentää talouskasvua (Belgia, Ranska ja Suomi). Asuntojen hinnat eivät näissä maissa romahtaneet samalla tavalla kuin muissa ryhmissä, joten nettovarallisuus pysyi suurena ja kotitalouksien velkaantuneisuus jatkui. Tämä kehitys sai myös tukea lainakorkojen alenemisesta kevyen rahapolitikan myötä. Nettovarallisuus on näissä maissa muuttunut viime aikoina negatiiviseksi, mikä viittaa siihen, että edessä on pitkä velan vähentämisen vaihe, jossa talouskasvu on hidasta.

Ainoa euroalueen tasolla merkittävä poikkeus kotitalouksien velkakehityksessä on Saksa, joka yksin muodostaa neljännen ryhmän. Saksassa asuntojen reaalihinnat laskivat pitkään ennen rahoituskriisiä ja pitivät nettovarallisuuden alhaalla. Tästä syystä Saksan kotitaloudet vähensivät velkakantaansa ja siten velanhoitosuhde on tällä hetkellä selkeästi keskiarvoa pienempi. Nettovarallisuuden poikkeamat ovat myös muuttuneet positiivisiksi viime aikoina asuntojen hintojen elpymisen myötä. Tällä perusteella yksityisen kulutuksen kasvulukujen voidaan lähitulevaisuudessa odottaa olevan Saksassa aiempaa parempia.

Viitteet

1. Muita EKP:n säädettävissä olevia makrovakausvälineitä ovat mm. kansallisen rahoitusjärjestelmän kannalta systeemisesti merkittäville rahoituslaitoksille asetettavat lisäpääomavaatimukset (ns. O-SII-vaatimukset) ja asuin- ja kiinteistövakuudellisten luottojen vähimmäisriskipainot pankkien vakavaraisuuslaskennassa. ↑
2. Pankin korkokate muodostuu (pitkäaikaisista) lainoista perityn ja (lyhytaikaisille) talletuksille maksettavan koron erotuksesta. ↑
3. Drehmann, Mathias – Juselius, Mikael (2012) Do debt service costs affect macroeconomic and financial stability? BIS Quarterly Review. Syyskuu 2012. ↑
4. Irlanti kuuluu myös tähän maaryhmään, mutta velanhoitosuhteen ja nettovarallisuuden poikkeamien laskemiseksi tarvittavat tilastotiedot puuttuvat. ↑

Asiasanat

euroalue, makrovakaus, rahapolitiikka