

## RAHAPOLITIIKKAKATSAUS

# Sykettä euroalueen taloudessa

Rahapolitiikka | 24.09.2015

Rahapolitiikka on euroalueella ollut viimeiset vuodet hyvin elvyttävää. Suotuisa kehitys on nähtävissä myös pankkien antolainauskoroissa. Rahapolitiikan välittyminen on tehostunut, kun alueen pankkijärjestelmä on vahvistunut ja pankkien vakavaraisuus kohentunut aiemmista vuosista.



## EKP sitoutunut rahapoliittiseen elvytykseen

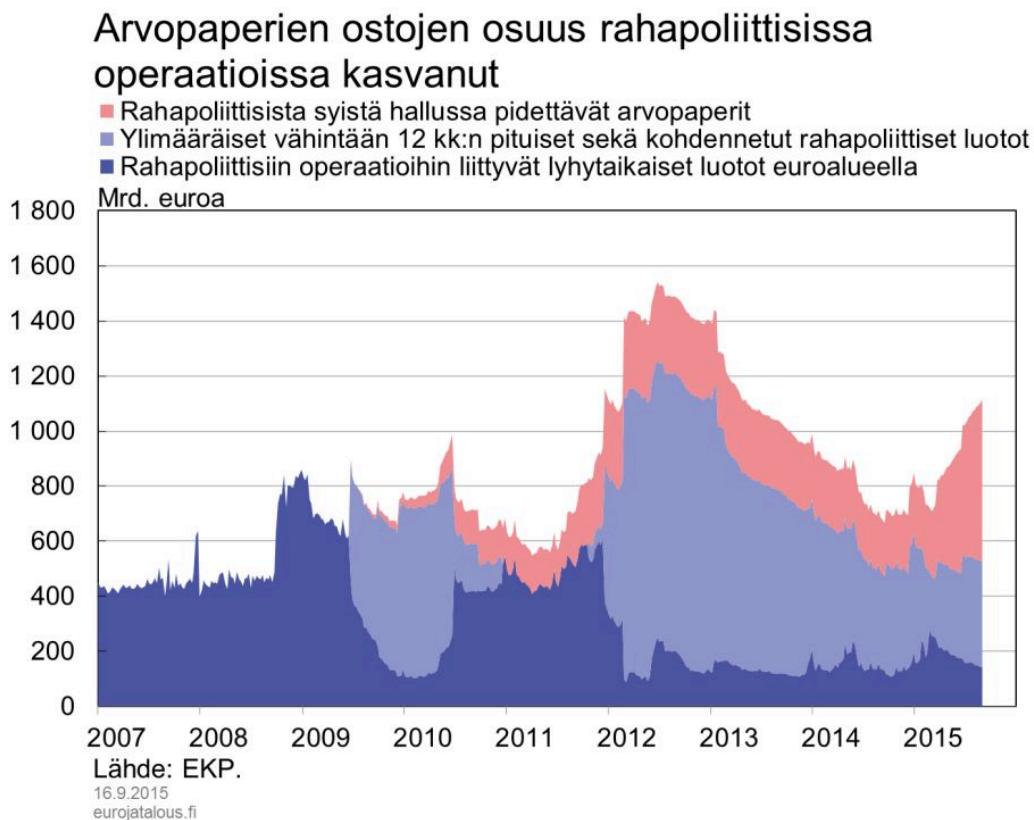
Vuoden 2014 aikana euroalueen talouskehitys heikkeni, inflaatio hidastui ja inflaatio-odotukset vaimenivat. Tämän vuoksi EKP:n neuvosto päätti tammikuussa 2015 lisätä rahapoliittista elvytystä laajentamalla omaisuuserien osto-ohjelman koskemaan myös julkisen sektorin velkakirjoja. EKP ja euroalueen kansalliset keskuspankit ostavat julkisen sektorin velkakirjoja, pankkien katettuja joukkolainoja ja yksityisiä omaisuusvakuudellisia arvopapereita yhteensä 60 mrd. eurolla kuukaudessa. Ostoja aiotaan jatkaa ainakin syyskuuhun 2016 saakka ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen

mukaiselle uralle eli hieman alle 2 prosenttiin keskipitkällä aikavälillä.

EKP:n neuvosto on korostanut sitoutumistaan osto-ohjelman täysimääräiseen toteuttamiseen. Tehtyjen päätösten toteuttaminen on nähty ehdoksi sille, että inflaatio palautuu tavoitteen mukaiseksi tulevina vuosina. Osto-ohjelman sujuvan etenemisen takaamiseksi neuvosto päättikin syyskuussa kasvattaa kustakin liikkeeseenlaskusta ostettavien velkakirjojen enimmäismäärän 25 prosentista 33 prosenttiin.<sup>1</sup>

Inflaatio-odotusten kasvu ensimmäisen vuosipuoliskon aikana heijastelee toivottua kehitystä, mutta toteutunut inflaatio on vain vaivoin positiivinen eikä inflaatio vielä ole kestävällä uralla kohti tavoitetta. Kesäkuussa alkanut öljyn hinnan lasku on luonut inflaatioon hidastumispaineita, mikä on näkynyt markkinapohjaisten inflaatio-odotusten laskuna (kuvio 1).

Kuvio 1.



Loppukesän aikana lyhyen aikavälin inflaatio-odotukset ovat laskeneet huomattavasti. Muutos on koskenut myös pidemmän aikavälin odotuksia. Pelkkä öljyn hinnan lasku vaimentaa inflaatiota tilapäisesti, mutta jos inflaation hitaus vaikuttaa inflaatio-odotusten muodostumiseen, on vaarana pidempiaikainen inflaation hidastuminen. Inflaation ja inflaatio-odotusten viimeaikainen kehitys

osoittaa, ettei ohjelman täysimääräisen toteuttamisen tarpeellisuutta ole syytä kyseenalaistaa.

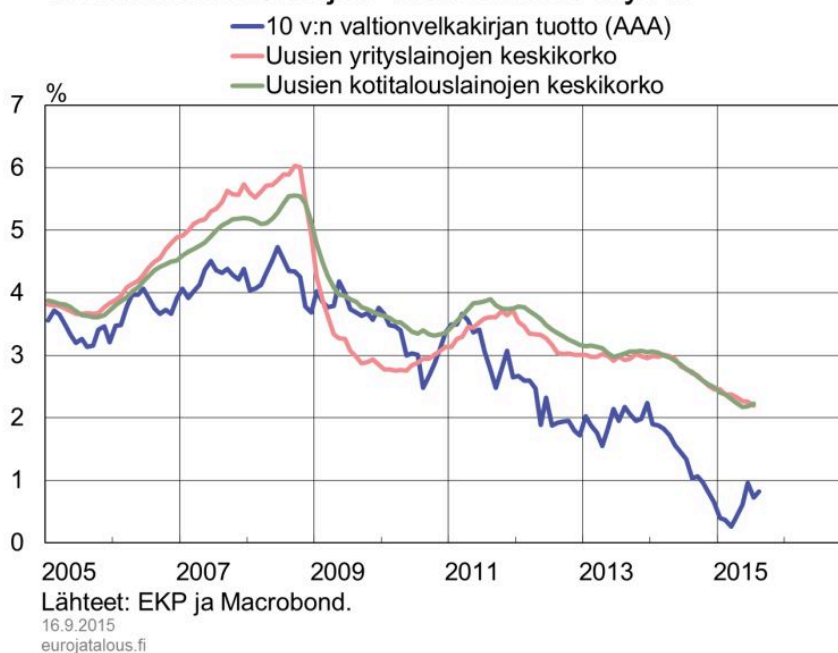
EKP:n neuvosto seuraa erittäin tarkasti uusia tietoja kehityksestä ja korostaa olevansa mandaattinsa rajoissa valmiina turvautumaan kaikkiin käytettävissä oleviin keinoihin. Tilanteen niin vaatiessa nykyinen laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma tarjoaa mahdollisuuksia lisätä rahapoliittista elvytystä muuttamalla ohjelman kokoa, koostumusta tai kestoa.

## Rahapolitiikka hyvin elvyttävää

Laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman kautta oli elokuun loppuun mennessä ostettu arvopapereita noin 360 mrd. eurolla. Ohjelma kasvattaa eurojärjestelmän taseen kokoa ja lisää arvopaperien osuutta rahapoliittisissa operaatioissa (kuvio 2).

Kuvio 2.

### Euroalueen rahoitusolot keventyneet myös antolainauskorkojen alenemisen myötä



Laajennettu osto-ohjelma on osa ns. epätavanomaista rahapolitiikkaa. Rahapolitiikassa voidaan toteuttaa epätavanomaisia toimia kahdesta syystä: niillä halutaan tukea ohjauskorolla harjoitetun rahapolitiikan välittymistä tai keventää rahoitusoloja erityisesti tilanteessa, jossa nimelliskoron alaraja estää ohjauskoron käytön rahapolitiikan toteutuksessa.

Finanssikriisin alkuvaiheessa painottui ensin mainittu syy, mikä näkyi rahapoliittisiin operaatioihin

liittyvien luottojen kasvuna. Syksyllä 2008 rahapolitiikan mitoitusta kevennettiin ohjauskorkoja laskemalla ja samalla rahapolitiikan välittymistä tehostettiin luopumalla pankkijärjestelmälle lainattavan likviditeetin määrällisistä rajoitteista. EKP:n neuvosto tehosti rahapolitiikan välittymistä pitempiin korkoihin erityisesti keskuspankkiluottojen juoksuaikaa pidentämällä. Kesällä 2009 eurojärjestelmä toteutti ensimmäisen 12 kuukauden pituisen operaation, ja vuodenvaihteessa 2011–2012 suoritetuissa kahdessa operaatiossa keskuspankkien myöntämien luottojen juoksuaika kasvatettiin peräti 3 vuoteen. Rahapolitiikan välittymistä tehostettiin vuodesta 2009 alkaen myös arvopaperiostojen avulla (ns. SMP-ohjelma ja katettujen joukkolainojen osto-ohjelmat), mutta eurojärjestelmän taseen rahapoliittisista operaatioista ne muodostivat vain 20 % (kuvio 2).

Koska EKP:n keskeiset ohjauskorot saavuttivat teknisen alarajansa vuoden 2014 aikana, rahapolitiikan lisäkeventämisessä on turvauduttu arvopaperiostoihin. Nämä toimet tunnetaan yleisesti nimellä määrällinen keventäminen (Quantitative Easing, QE). Osto-ohjelma on näkynyt arvopaperiomistusten kasvuna eurojärjestelmän taseessa. Elokuun 2015 lopussa eurojärjestelmän taseen rahapoliittisista operaatioista jo yli 50 % koostui arvopaperiostoista.<sup>2</sup>

Kun käytetään epätavanomaisia rahapolitiikan välineitä, rahapolitiikan mitoituksen – eli sen, miten paljon rahapolitiikka tukee talouskasvua – kuvaaminen ei ole yksiselitteistä. Tavanomaisia rahapolitiikan välineitä käytettäessä mitoitusta voidaan tarkastella seuraamalla ohjauskorkoa tai lyhyitä (riskittömiä) markkinakorkoja.

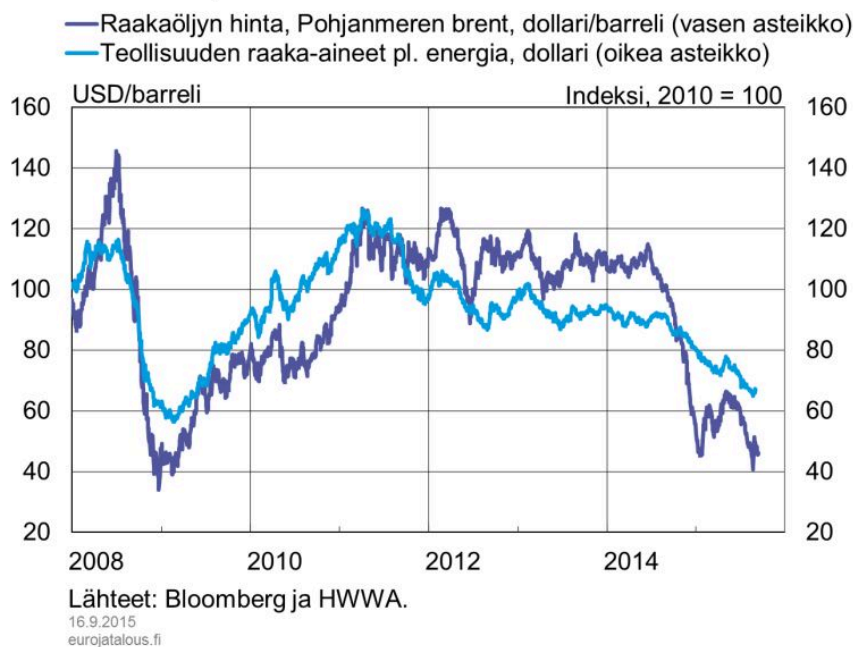
Rahapolitiikan mitoitusta nimelliskoron alarajalla voidaan arvioida ns. varjokoron avulla. Varjokorko mittaa kuvitteellista ohjauskorkoa tilanteessa, jossa nimelliskoroilla ei ole alarajaa. Tällöin nimelliskoron alarajalla rahapolitiikkaa keventävät epätavanomaiset toimet näkyvät varjokoron negatiivisina arvoina.

Varjokoron voidaan ajatella vastaavan kysymykseen, mikä ohjauskorko tuottaisi havaitun korkotason, jos ohjauskorko voisi olla miten negatiivinen tahansa. Ajatuksena on siis, että epätavanomaisilla toimilla lasketaan korkotasoa taloudessa, ja varjokoron avulla arvioidaan, miten paljon ohjauskorkoa olisi pitänyt laskea, jotta samansuuruinen lasku olisi saatu aikaiseksi muuttamalla ohjauskorkoa.

Varjokorko on ei-havaittava muuttuja, joten se pitää laskea käyttämällä mallia. Julkisesti saatavilla on kaksi euroaluetta koskevaa varjokorkoarviota: Uuden-Seelannin keskuspankin ekonomistin Leo Krippnerin malliin perustuva arvio ja Chicagon yliopiston tutkijoiden Wun ja Xian malliin perustuva arvio (kuvio 3).

Kuvio 3.

### Raaka-aineiden hintojen alhaisuus kasvattaa reaalityuloja euroalueella



Varjokorot osoittavat, että euroalueella toteutettujen erilaisten epätavanomaisten toimien myötä rahapolitiikka on muodostunut elvyttävämmäksi kuin pelkkiä ohjauksorkoja tarkastelemalla voisi päätellä: molemmat varjokorot ovat huomattavasti alle EKP:n soveltamien ohjauksorkojen. Varjokoron tasoon liittyy kuitenkin huomattavaa epävarmuutta, ja eri mallit antavat rahapolitiikan mitoituksesta hyvin erilaisen kuvan. Joka tapauksessa varjokoroista voidaan nähdä, että jo toteutetut epätavanomaiset toimet ovat keventäneet rahapolitiikkaa ja laajennetun omaisuususerien osto-ohjelman myötä rahapolitiikka on mitoitettu hyvin elvyttäväksi. Epätavanomaisten toimien avulla rahapolitiikka säilyy aktiivisena, vaikkei ohjauksorkoja voidakaan muuttaa.

### Rahoitusolot helpottuneet euroalueella

Taloudessa vallitsevat korot muodostuvat juoksuajaltaan eripituisten velkapaperien tuotoista, jotka osaltaan määrittävät myös pankkilainoissa käytettävät korot. Rahapolitiikan ostot alentavat markkinakorkoja, joiden lasku heijastuu myös pankkien antolainauksessa käytettäviin korkoihin. Tämä taas kasvattaa investointeja ja kulutusta.

Juoksuajaltaan eripituisten velkakirjojen tuotto voidaan esittää kahden tekijän summana. Ensimmäinen tekijä on riskitön tuotto, joka määräytyy velkakirjan juoksuajalta odotettujen

lyhyiden korkojen keskiarvona. Toinen tekijä on ns. riskilisiä (preemio), joka on sijoittajan vaatima tuotto (korvaus) esimerkiksi siitä, että sijoitusta ei tehdä lyhyen juoksuajan vähäriskiseen velkakirjaan.

Rahapolitiikan keventämiseksi tehtävien velkakirjaostojen vaikutusmekanismit voidaan jakaa kahteen pääluokkaan: 1) signaalointi- ja 2) portfoliovaikutus.<sup>3</sup> Signaalointikanava vaikuttaa velkakirjatuottoihin pienentämällä riskitöntä tuottoa, ja portfoliokanava taas supistaa riskilisiä.

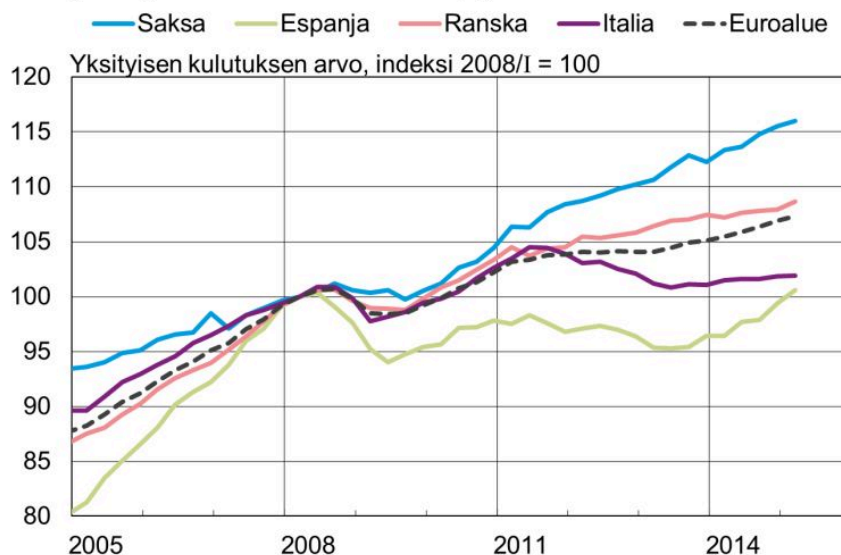
Velkakirjaostojen signaalointivaikutuksessa keskuspankki viestii ostoilla sitoutumistaan elvyttävään rahapolitiikkaan tulevaisuudessa. Tällöin rahoitusmarkkinat odottavat lyhyiden korkojen pysyvän alhaisina yhä pidempään, mikä näkyy kaikkien velkakirjojen tuottojen pienenemisenä.

Portfoliovaikutus voi syntyä monella eri tavalla, mutta keskeistä kaikissa mekanismeissa on, että velkakirjaostoilla vähennetään yleisön hallussaan pitämien velkakirjojen määrää (tai juoksuajaa) ja muutetaan markkinatoimijoiden taseita vähemmän riskillisiksi. Juoksuajaltaan pitkien velkakirjojen tarjonta siis vähenee, jolloin niiden pitämisestä vaadittava korvaus pienenee.<sup>4</sup> Lisäksi markkinatoimijat voivat pyrkiä kompensoimaan taseiden muutoksia ostamalla riskillisempiä arvopapereita, jolloin niiden hinnat nousevat.

Markkinoiden odotukset määrällisen keventämisen alkamisesta laskivat valtionvelkakirjojen tuottoja jo ennen päätöstä osto-ohjelmasta. Ostojen alettua tuotot painuivat edelleen, mutta huhtikuun 2015 loppupuolelta alkaen erityisesti juoksuajaltaan pitkien velkakirjojen tuotot alkoivat nousta (kuvio 4). Tämä kehitys pysähtyi kesäkuun lopussa, jonka jälkeen pidemmän juoksuajan tuotot ovat jälleen laskeneet. Samanaikaisesti juoksuajaltaan lyhyiden velkakirjojen tuotot ovat kuitenkin pysyneet lähes muuttumattomina. Markkinat ovat siis uskoneet EKP:n neuvoston olevan sitoutunut arvopaperiohjelmaan, mistä syystä juoksuajaltaan lyhyiden velkakirjojen tuotot heijastelevat ennakoivan viestinnän mukaista rahapolitiikkaa.

Kuvio 4.

## Reaalitulojen suotuisa kehitys on auttanut osaltaan yksityisen kulutuksen elpymistä



Lähde: OECD Economic Outlook (kesäkuu 2015).

16.9.2015  
eurojatalous.fi

Pitkän juoksuajan velkakirjojen tuottojen kasvuun kevätkesän 2015 aikana on monta mahdollista syytä. Ensinnäkin talouskasvua ja inflaatiota koskevat odotukset voimistuivat, mikä lisää odotuksia tulevaisuudessa kiristyvästä rahapolitiikasta. Toiseksi monet euroalueen valtiot ovat laskeneet liikkeeseen lisää velkakirjoja, mikä kasvattaa näiden tarjontaa. Tämä vähentää velkakirjastojen portfoliovaikutusta. Kolmanneksi pitkien korkojen lasku oli merkittävää ennen eurojärjestelmän valtionlainojen ostojen alkamista ja ensimmäisten ostoviikkojen aikana. Markkinat ovat voineet yliarvioida arvopaperiostojen vaikutuksia velkakirjamarkkinoihin, etenkin niiden saatavuuteen, jolloin huhtikuun jälkipuoliskolla alkanut tuottotasojen nousu voi olla korjausta liiallisiin odotuksiin. Neljäntenä kokonaisuutena on joukko erilaisia markkinateknisiä ja kausiluonteisia syitä.

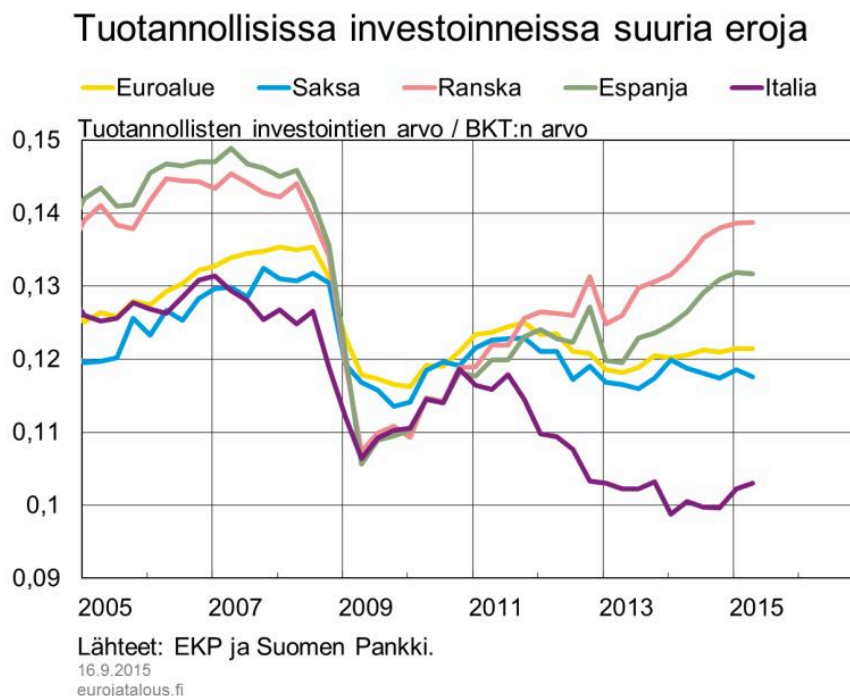
Näille edellä mainituille tekijöille vastakkaiset kehityskulut näkyvät taas valtionvelkakirjojen tuottojen pienenemisenä. Kesäkuun lopusta alkaneen tuottojen vaihtelun voi nähdä ainakin sopivan hyvin yhteen inflaatio-odotusten muutosten kanssa.

Kaiken kaikkiaan eurojärjestelmän valtionvelkakirjojen ostojen ja niiden ennakkoinnin voidaan todeta pidemmän aikavälin tarkastelussa alentaneen valtionvelkakirjojen tuottoja. Laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma ja siihen liittyvä ennakoiva viestintä ovat siis odotuksien mukaisesti laskeneet pidempiä korkoja euroalueella. Valtionvelkakirjojen tuottoon vaikuttavat kuitenkin

muutkin tekijät kuin rahapolitiikka, joten vaikuttaminen tuottoihin rahapolitiikan avulla on vaikeampaa kuin esimerkiksi vaikuttaminen lyhyisiin rahamarkkinakorkoihin ohjauksella.

Rahapolitiikan keventämiseksi tehtävien arvopaperiostojen välittymisen kannalta on tärkeää, että velkakirjatuottojen pieneneminen näkyy laaja-alaisesti talouden rahoituskustannusten alenemisena. Sekä OECD:n että Euroopan komission laskemat indeksit osoittavat euroalueen rahataloudellisten olojen keventyneen merkittävästi vuoden 2015 alusta (kuvio 5).

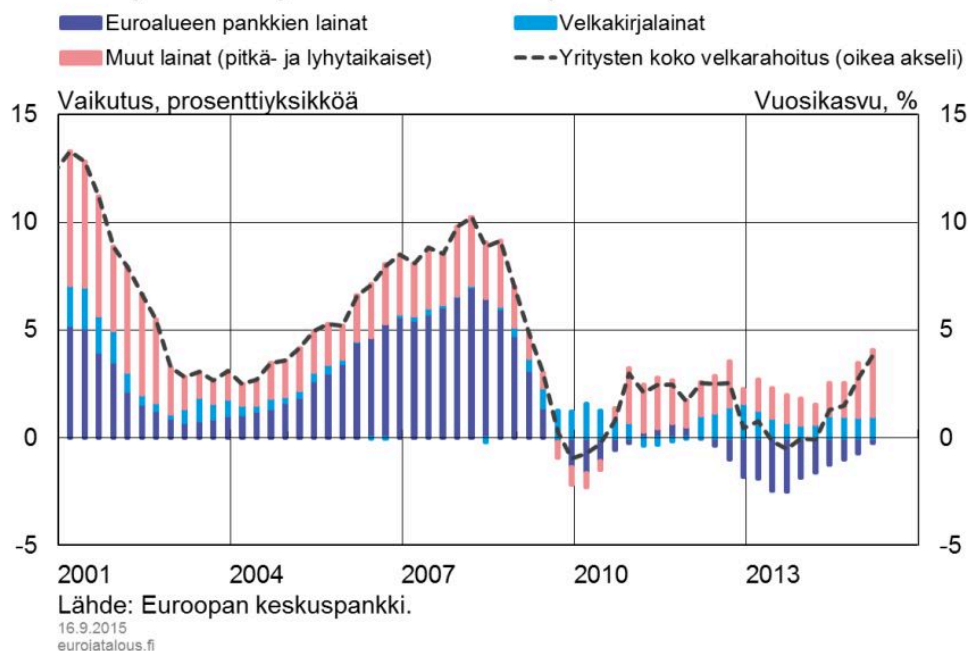
Kuvio 5.



Suotuisa kehitys on nähtävissä myös pankkien antolainauskoroissa. Koska euroalueen rahoitusjärjestelmä on pankkikeskeinen, rahapolitiikkatoimien tulisi näkyä myös pankkien myöntämien lainojen määrän kasvuna ja keskikoron alenemisena. Huolimatta valtiovelkakirjojen korkojen heilahtelusta pankkien sekä yrityksille että kotitalouksille myöntämien lainojen korot ovat jatkaneet kesällä laskuaan (kuvio 6)

Kuvio 6.

## Yrityssektorin velkarahoitus lisääntynyt ulkopuolisten toimijoiden myöntämien luottojen kautta



Pankkilainojen ja valtionvelkakirjojen välinen korkoero kasvoi alkuvuonna 2015 lähelle vuoden 2008 ennätyslukemia, 2:ta prosenttiyksikköä. Ennen kriisiä korkoero oli vain puolet nykyisestä. Jos talouskehitys pysyy suotuisana, antolainauskorkojen laskun jatkuminen on mahdollista, vaikka markkinakorot jäisivät korkeammiksi.

## Pankit keskittyvät nyt perinteiseen pankkitoimintaan

Euroalueen pankkijärjestelmä on vahvistunut ja pankkien vakavaraisuus kohentunut aiemmista vuosista. Parempi vakavaraisuus on ensisijaisen tärkeää, jotta pankit pystyvät kasvattamaan luotonantoon ja siten tukemaan reaalityalouden elpymistä ja rahapolitiikan välittymistä.

Pankkien taseet alkoivat kasvaa vuoden 2014 lopulla kahden vuoden supistumisen jälkeen. Pankit ovat supistaneet riskipainotettujen varojen määrää, lisänneet antolainauksia ja kasvattaneet omaa pääomaa. Viime vuosien heikon kannattavuuden takia oman pääoman kasvattaminen voittovaroilla on ollut euroalueella yleisesti haasteellista. Omaa pääomaa onkin hankittu markkinoilta osakeannoin. Pankkien osakeantien suhteellisesti suurta määrää viime vuosina kuvastaa se, että viimeisen kolmen vuoden aikana pankkien nettomääräiset osakeannit ovat muodostaneet yli puolet euroalueen kokonaisnettomäärästä, vaikka pankkien markkina-arvo on

vain kymmenesosa koko osakemarkkinoista.

Kuvio 7.



Pankkisektorin taakkana ovat hoitamattomat lainat. Ne ovat jäänteitä kriisiä edeltäneestä yksityissektorin liiallisesta velkaantumisesta ja kriisin jälkeisestä talouden heikosta tilasta (kuviot 7). Suuri hoitamattomien lainojen määrä heikentää pankkien kannattavuutta lainoista saatavien vähäisempien korkotuottojen sekä niitä varten tehtävien luottotappiovarausten takia.

Hoitamattomat lainat käyttävät lisäksi suhteellisesti enemmän pankkien rajallista omaa pääomaa ja siten vähentävät luotonantoon hyödynnettävissä olevia varoja. Talouden tilan parantuessa hoitamattomien lainojen osuus lainakannasta on vähitellen alkanut pienentyä, vaikka maittaiset erot ovatkin säilyneet suurina. Kriisiytyneistä maista etenkin Espanjassa ja Irlannissa hoitamattomien lainojen osuudet ovat vähitellen pienentyneet, kun taas Kreikan, Kyproksen ja Italian olemassa olevasta lainakannasta hoitamattomien lainojen osuus on viime aikoina edelleen kasvanut.

Luottotappioiden yleinen väheneminen tukee pankkien kannattavuuden paranemista. Kannattavuutta parantaa osaltaan myös pankkien liiketoiminnan painopisteen muutos. Pankit ovat kasvattaneet vähäriskisten yritys- ja asuntoluottojen osuutta taseestaan ja vastaavasti

kutistaneet investointipankkitoimintojaan. Kun talletuksilla rahoitetaan entistä suurempi osa antolainauksesta ja pankit saavat lisäksi edullista keskuspankkirahaa, korkokate on kehittynyt olosuhteisiin nähden suotuisasti. Vaikka euroalueen pankkien kannattavuus on vähitellen kohenemassa, on se silti edelleen keskimäärin huomattavasti heikompi kuin ennen kriisiä.

## Euroalueen talous palaamassa raiteilleen

Euroalueen ulkoisista tekijöistä raakaöljyn maailmanmarkkinahinta on laskenut kesäkuukausien aikana lähelle vuoden alun tasoa. Samanaikaisesti myös raakaöljyn futuurihinnat laskivat likimain samalle tasolle kuin vuoden alussa. Öljyn hinnan laskuun ovat vaikuttaneet sekä tarjonta- että kysyntätekijät. Öljyn hintatason alentuminen kuluneen 12 kuukauden aikana ei ole juuri vähentänyt öljyn tuotantoa: öljystä on ylitarjontaa. Kysyntäodotuksia ovat vähentäneet erityisesti markkinoiden arviot Kiinan kasvunäkymien heikentymisestä heinä-elokuussa. Euroalueen näkökulmasta öljyn hinnan lasku on pääosin positiivinen tarjontalähtöinen tekijä, joka tukee euroalueen kasvua mutta myös hidastaa lähimmän vuoden aikana euroalueen inflaatiota.

Kuvio 8.

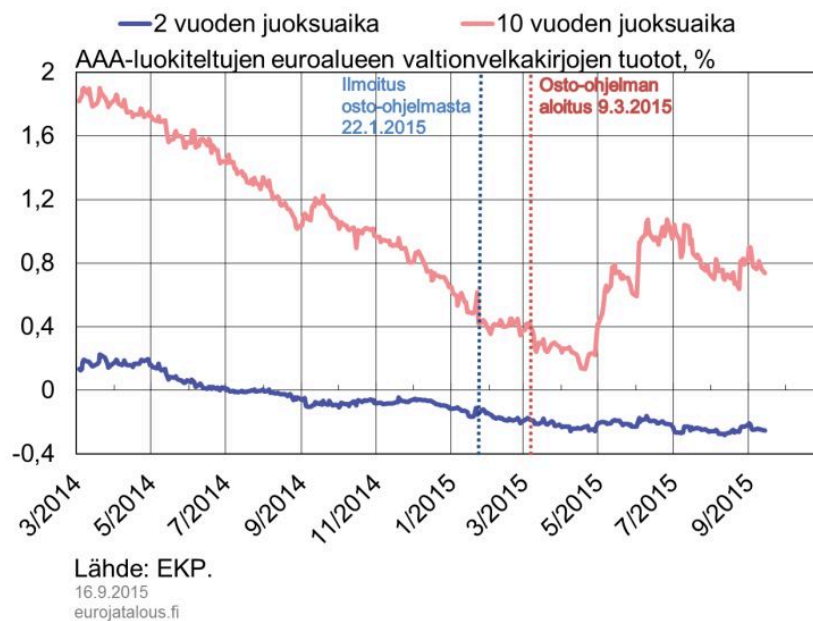


Muiden raaka-aineiden hintojen lasku painottuu suuremmassa määrin kysyntätekijöihin. Raaka-aineiden kysynnän kasvuvauhti on hidastumassa, kun Kiinan kasvun rakenne muuttuu. Investointien paino kokonaiskysynnässä antaa tilaa yksityiselle kulutukselle, ja tuotantopuolella

palvelusektorin osuus on nopeasti kasvanut lähes 50 prosenttiin kokonaistuotannosta. Kiinan talouskasvun hidastuminen, pörssikurssien lasku ja huono vientikehitys ovat hermostuttaneet rahoitusmarkkinoita syyskesällä. Elokuun 2015 alkupuolella hermostuneisuutta lisäsi Kiinan keskuspankin toteuttama valuuttakurssimekanismin uudistus. Elokuun jälkipuoliskolla Kiinan pörssikurssit suorastaan romahtivat ja rauhattomuus levisi laajalti kehittyneisiin ja nouseviin talouksiin. Syyskuun aikana markkinat ovat sahanneet uusien, alhaisempien kurssitasojen ympärillä.

Kuvio 9.

### Valtiolainojen tuotot vaihdelleet huomattavasti viime aikoina

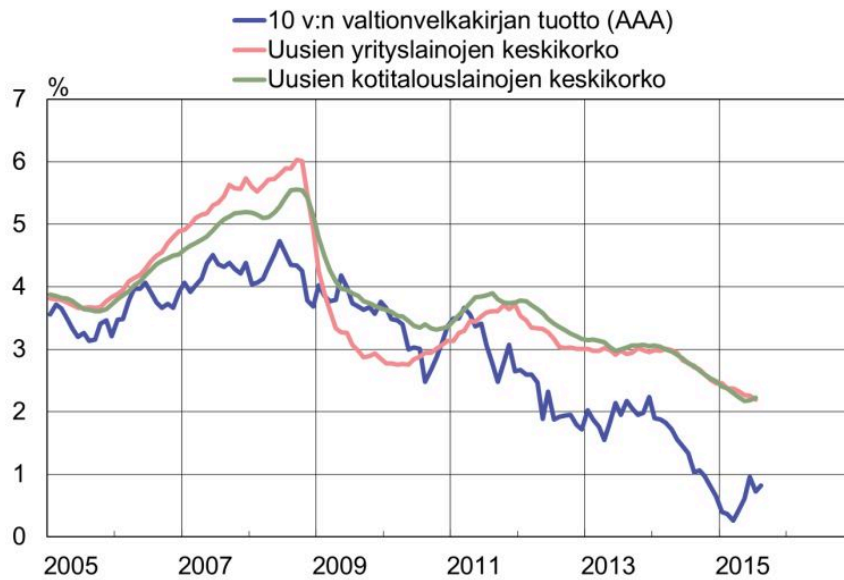


Euroalueen **vientimarkkinoiden** kasvunäkymät ovat hieman aiempaa heikommat.

Maailmankaupan volyymi on alkuvuonna pienentynyt lähinnä Aasian tuonnin supistumisen vanavedessä. Suomen Pankin ennusteessa maailmankaupan kasvun ennustetaan jäävän pysyvästi aiemmin arvioitua hitaammaksi. Kaiken kaikkiaan nettoviennin vaikutus euroalueen kasvuun on jäämässä ennustejaksolla hyvin pieneksi.

Kuvio 10.

### Euroalueen rahoitusolot keventyneet myös antolainauskorkojen alenemisen myötä



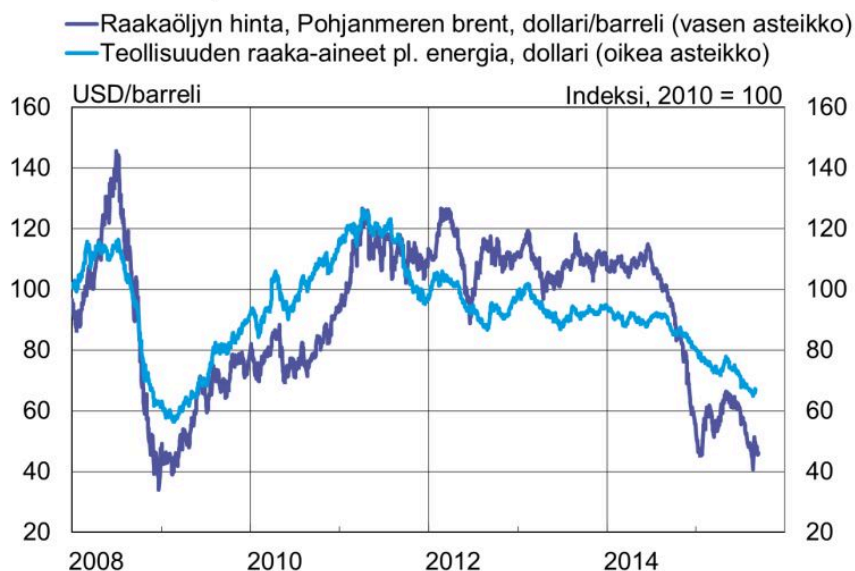
Lähteet: EKP ja Macrobond.

16.9.2015  
eurojalous.fi

Euroalueen **yksityisen kulutuksen** arvo on noussut tasaisesti vuoden 2014 alusta lähtien ja on nykyisellään noin 8 % suurempi kuin vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä (kuvio 11). Yksityinen kulutus olikin vuonna 2014 BKT:n kasvua eniten tukenut kokonaiskysynnän osatekijä. Sitä tuki reaalityulojen kasvu työllisyyden kohentuessa ja energiatuotteiden hintojen laskiessa.

Kuvio 11.

## Raaka-aineiden hintojen alhaisuus kasvattaa reaalityuloja euroalueella

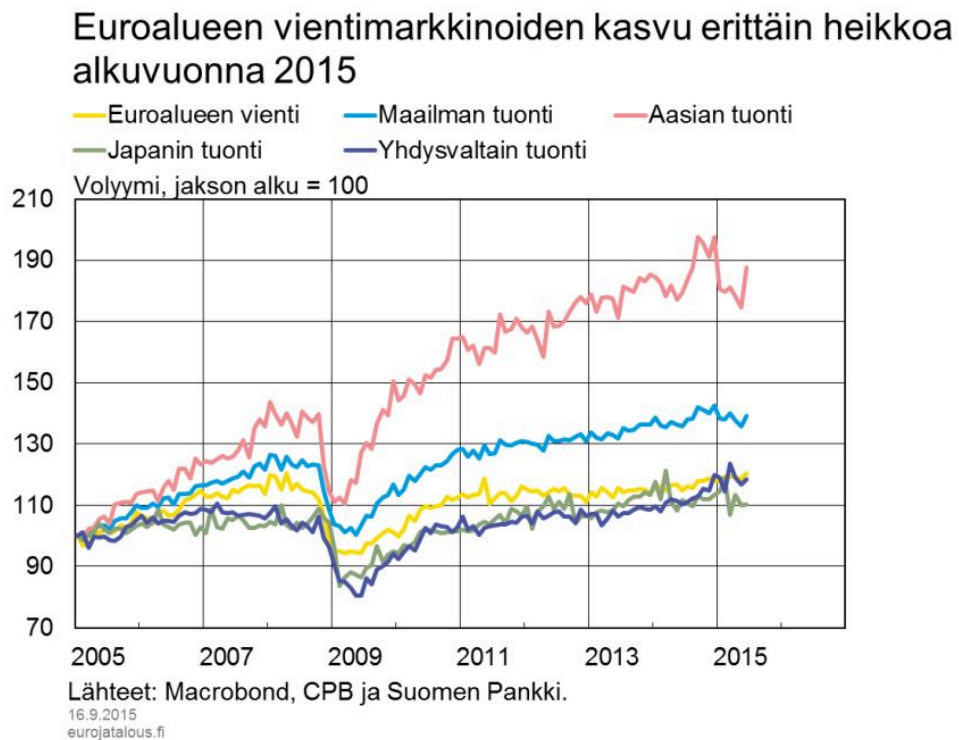


Lähteet: Bloomberg ja HWWA.

16.9.2015  
eurojatalous.fi

Yksityinen kulutus elpyy jatkossakin, kun työllisyysnäkymät paranevat ja korkotaso pysyy erittäin alhaisena. Korkomenojen pysyessä maltillisina velkapääoman lyhentäminen nopeutuu ja kotitalouksilla on hyvä mahdollisuus parantaa taloudellista riskinsietokykyään. Kotitalouksien velkaantumista voidaan tarkastella tutkimalla kotitalouksien korkokulujen ja lainanlyhennysten osuutta nettotuloista (kuvio 12). Tämän niin kutsutun velanhoitosuhteen poikkeama pitkän aikavälin keskiarvosta vaikuttaa käänteisesti yksityisen kulutuksen kasvuun.

Kuvio 12.



Jos kotitaloudet käyttävät suhteellisesti suuremman osuuden tuloista velanhoitokuluihin, on se pois yksityisestä kulutuksesta. Vaikka maittaiset erot ovat pysyneet suurina, euroalueen keskimääräinen velanhoitosuhde on laskenut lähelle pitkän aikavälin keskiarvoa ja trendi on laskeva. Tämän lisäksi euroalueen kotitalouksien keskimääräinen nettovarallisuus on kasvanut vuoden 2014 aikana, vaikka onkin edelleen pitkän aikavälin keskiarvon alapuolella.

Useissa euromaissa asuntomarkkinat ovat edelleen vasta elpymässä. Euroalueen keskimääräinen asuntohintaindeksi onkin yhä nimellisesti noin 5 % ja reaalisesti lähes 15 % alempana kuin vuoden 2008 alussa. Toisaalta esimerkiksi Itävallassa ja Irlannissa asuntojen hinnat ovat nousseet viime aikoina suhteellisen nopeasti etenkin suurissa kaupungeissa.

Euroalueen keskimääräinen kotitalouslainakannan kasvuvauhti on piristynyt vuoden 2015 aikana. Maiden väliset erot ovat kuitenkin huomattavat. Isoista euromaista Ranskassa ja Saksassa vauhti on selvästi kasvamaan päin, kun Espanjassa kotitalouslainakannan supistuminen ei ole vielä taittunut. Uusien asuntolainasopimusten keskikorko on euroalueella laskenut nopeassa tahdissa vuoden 2014 alusta lähtien.

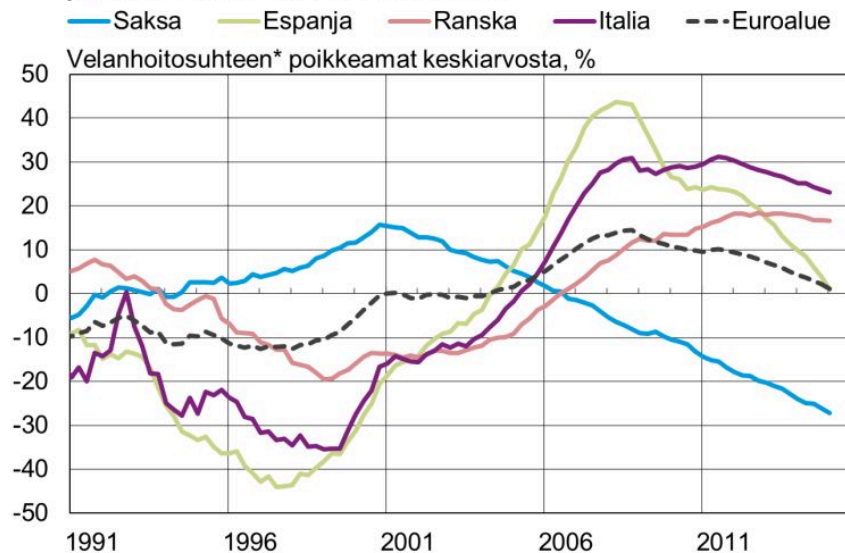
Pankkien luotonantokyselyn (Bank Lending Survey) mukaan pankit helpottivat asuntoluottojen ehtoja vuoden 2015 toisella neljänneksellä. Ehdot kevenivät enemmän kuin pankit vielä

huhtikuussa odottivat. Isoista euromaista etenkin Ranskassa ja Italiassa asuntoluottoehdot kevenivät selvästi. Asuntoluottojen kysyntä pysyi ensimmäisen neljänneksen tapaan vahvana. Kotitalouksien asuntoluottokysynnän kasvun taustalla nähtiin olevan sekä matala korkotaso että hyvät asuntomarkkinanäkymät.

**Yksityisten tuotannollisten investointien** arvo on kasvanut vuoden 2014 alusta lähtien, mutta nämä investoinnit ovat edelleen noin 5 % alemmalla tasolla kuin vuoden 2008 ensimmäisellä neljänneksellä. Investointien käynnistymistä hidastavat heikko kannattavuus, vapaan tuotantokapasiteetin runsaus ja paikoin luotonannon pullonkaulat. Epävarmuus tulevasta talouskehityksestä pitää sijoittajien vaatimat riskilisät suurina, ja näin pääoman keskimääräinen kustannus ei ole pienentynyt samaa tahtia pankki- ja velkakirjalainojen kustannusten kanssa. Tuotannollisten investointien kehitys etenkin Espanjassa ja Saksassa on kuitenkin ollut viime aikoina rohkaisevaa. Helpotusta investointitaantumaan tuo osaltaan syksyllä täysimittaisesti toimintansa aloittava Euroopan strategisten investointien rahasto, joka pyrkii kanavoimaan yhteensä yli 300 mrd. euroa yrityksille tuottavien investointien käynnistämiseksi ja työpaikkojen luomiseksi.

Kuvio 13.

### Euroalueen velanhoitosuhde lähestymässä pitkän aikavälin keskiarvoa



Lähteet: BIS ja Suomen Pankin laskelmat.

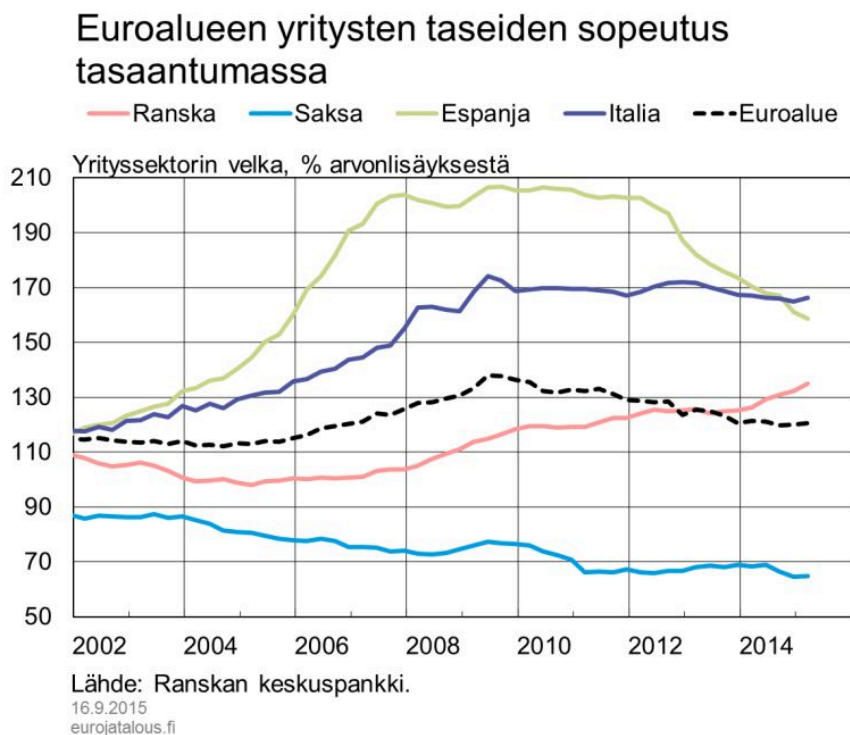
\*(Korkokulut ja lainojen lyhennykset) / nettotulot

16.9.2015  
eurojatalous.fi

Yritysten velkaantuneisuus on euroalueella keskimäärin edelleen hienoisesti vähentynyt ja on jo pienempi kuin kriisin alkaessa (kuvio 14). On tärkeää, että kriisin aikana velkaantuneet yritykset

sopeuttavat taseitaan ja että rahoitus kanavoidaan terveiden, tuottavien yritysten investointitarpeisiin.

Kuvio 14.



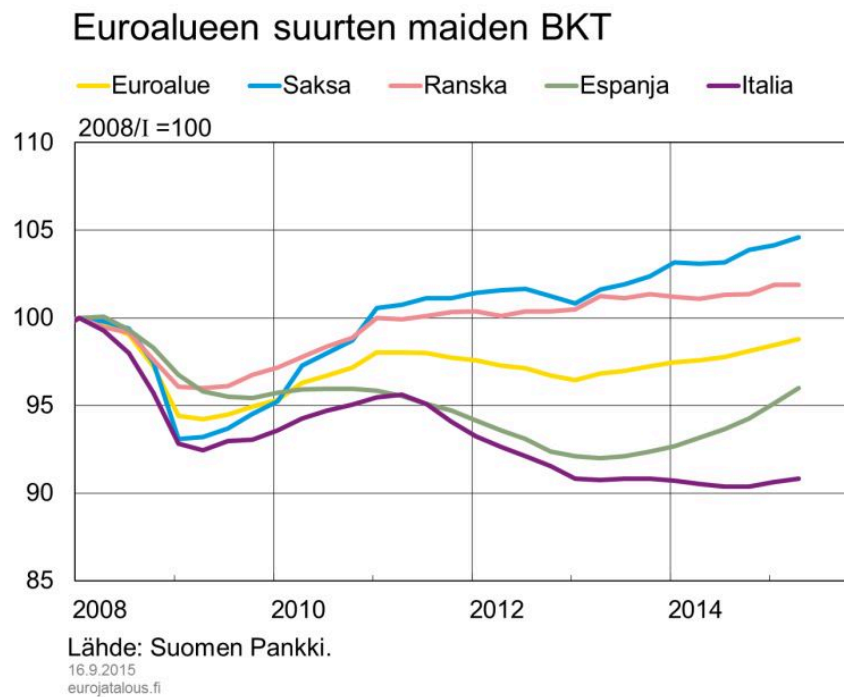
Yritysten velka-asteet ovat kehittyneet euroalueella maittain hyvin eri tavalla vuoden 2008 jälkeen. Positiivista on, että niissä maissa, joissa velkaantuminen kasvoi erittäin ripeästi ennen kriisiä (Irlanti, Espanja, Portugali), velkaa on sulateltu ja velkaantuminen on vähentynyt jo hyvinkin lähelle kriisiä edeltäneitä lukemia. Toisaalta niissä maissa, joissa velka-asteet ovat kehittyneet sekä historiallisesti että euroalueen keskiarvoon nähden maltillisesti, velka-asteen nousua ei voi pitää pelkästään epäsuotavana.

Euroalueen yrityslainakannan supistuminen on jo yleisesti päättynyt, vaikka isoissa euromaissa ei Ranskaa lukuun ottamatta olekaan vielä havaittavissa suurempaa piristymistä. Yritysluottojen kysyntä kehittyi niin ikään suotuisasti, joskin hieman vaimeammin kuin pankit odottivat. Syyksi tähän pankit näkivät vaihtoehtoisten rahoituslähteiden käytön lisääntymisen yritysten varainhankinnassa.

Euroalueen yritysten rahoituksensaantia selvittävän ns. SAFE-kyselyn mukaan rahoituksen saatavuus oli heikentynyt jo maaliskuussa 2015 päättyneenä puolivuotiskautena yritysten ongelmista pienimmäksi. Suurimmaksi ongelmaksi nähtiin edelleen kysynnän puute. Samalla kun

pankkilainojen tarve kasvoi ja yritysten oma tilanne parani, pankkien halukkuus myöntää lainoja lisääntyi ja hylättyjen lainahakemusten osuus supistui. Luotonantokyselyn mukaan pankit ovat vuoden 2015 toisella neljänneksellä jatkaneet alkuvuonna alkanutta luottoehtojen keventämistä, mikä näkyy etenkin marginaalien pienenemisenä. Lähes kaikissa euromaissa kavennettiin vuoden toisella neljänneksellä myös isompiriskisten yrityslainojen marginaaleja.

Kuvio 15.



Vaikka euroalueen pankkien myöntämien yrityslainojen vuosikasvu on edelleen negatiivinen, yritysten koko velkarahoitus on ollut kasvussa vuoden 2013 loppupuolelta saakka. Markkinaehtoisen velkarahoituksen, euroalueen ulkopuolisten pankkien ja muiden kuin luottolaitosten myöntämien lainojen osuus yritysten ulkoisesta rahoituksesta on kasvanut (kuvio 15). EKP:n osto-ohjelma tukee osaltaan yrityselvämääränsä kasvua, kun sijoittajat myyvät valtiolainoimistuksiaan ja siirtyvät isompiriskisiin arvopapereihin.

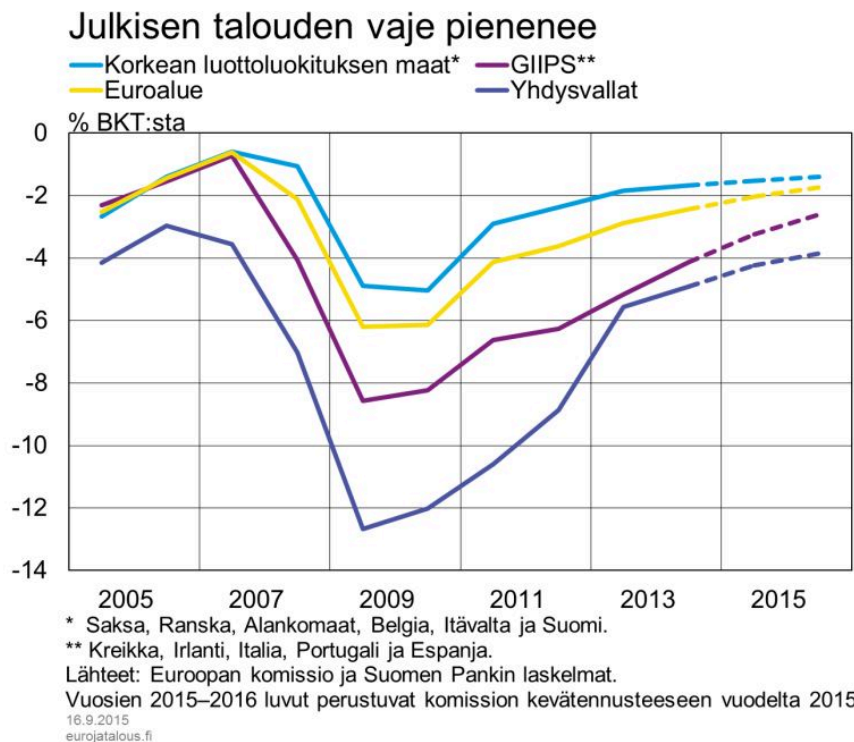
## Suurten euromaiden tilanne aiempaa valoisampi

**Saksassa** talouden perustekijät ovat hyvässä kunnossa. Kilpailukyky on erittäin hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Tasapainoisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansioista julkisen talouden sopeutustarvetta ei lähivuosina ole.

**Ranskan** talouskasvun ennustetaan kohenevan ennustejaksolla vuoden 2014 heikon kehityksen jälkeen. Kasvun moottorina toimii piristynyt yksityinen kulutus. Veronalennukset ja pienemmät energiakustannukset lisäävät yritysten voittoja, mikä yhdessä matalien korkojen kanssa parantaa ranskalaisten yritysten investointimahdollisuuksia. Julkisen talouden sopeutustoimet jatkuvat aikaisempaa maltillisemmin.

**Espanjan** talous on kasvanut hyvin voimakkaasti vuoden 2015 ensimmäisellä puoliskolla. Tuotanto on kuitenkin nyt saavuttanut vasta vuoden 2009 tason. Työttömyysaste on alentunut vuoden 2013 alun 27 prosentin huipustaan noin 22 prosenttiin. Talouskasvua tukevat pankkisektorin tervehdyttämiseksi vuonna 2012 tehdyn EU-/IMF-ohjelman onnistuminen sekä mm. työmarkkinoiden joustoa lisäävät rakenteelliset uudistukset. Rahoitusolojen keventyminen on jatkunut, ja maa hyötyy kevyestä rahapolitiikasta. Espanjan julkinen talous on edelleen voimakkaasti alijäämäinen ja julkinen velka kasvaa vuonna 2015 jo noin 100 prosenttiin.

Kuvio 16.



**Italian** viimeaikainen odotettua nopeampi talouskasvu, investointien vahva kehitys, rahoitusolojen parantuminen ja luottamusindikaattorien nouseva trendi antavat viitteitä maan talouden pysyvän elpymisen mahdollisesta alkamisesta. Pankkien antolainauskorot ovat edelleen laskeneet ja rahoituksen saatavuus parantunut, mikä on saanut kotitalouksien ottamat luotot kasvuun ja vähentänyt yritysten lainakannan supistumista. Erityisesti investointien nopea kasvu

pitkän supistumisen jälkeen ja teollisuuden erittäin vahvat näkymät antavat viitteitä positiivisesta talouskehityksestä ennustejaksolla.

**Ison-Britannian** talousnäkymät pysyvät lähivuosina suotuisina. Työmarkkinoiden positiivinen kehitys, öljyn hinnan alhaisuus, reaaliansioiden kehityksen koheneminen sekä yksityisen sektorin luottamuksen kasvu tukevat yksityistä kulutusta ja vahvistavat yrityssektorin kasvunäkymiä. Vaikka asuntojen hinnat ovat yhä nousseet, kotitaloudet ovat edelleen pienentäneet velkaantuneisuuttaan. Toukokuun 2015 parlamenttivaaleissa konservatiivit saivat enemmistön alahuoneeseen ja järjestävät lupauksensa mukaisesti vuoden 2017 loppuun mennessä äänestyksen Ison-Britannian EU-jäsenyydestä.

**Ruotsin** talouskasvu pysyy vakaana ennustejaksolla. Kasvu pohjaa nykyisellään vahvasti kotimaiseen kysyntään, mutta myös vienti piristyy, kun euroalue elpyy. Työmarkkinat ovat kehittyneet suotuisasti, työvoiman määrän kasvu on ennustejaksolla aiempaa nopeampaa ja yksikkötyökustannukset ovat kehittyneet maltillisemmin kuin monissa muissa maissa. Suurin arvioitua heikomman kehityksen riski sisältyy asuntojen hintojen nousuun ja sitä kautta kotitalouksien jatkuvan velkaantumisen kasvuun.

**Tanskassa** talouden näkymät ovat vuonna 2015 vahvistuneet. Talouskasvu on suurelta osin seurausta sekä yksityisen että julkisen kysynnän vahvistumisesta, mutta myös vientisektori on elpynyt. Rakentaminen on piristynyt, ja investoinnit elpyvät ripeästi ennustejaksolla. Tanskassa vallitsee nykyisellään lähes täystyöllisyys. Työmarkkinoiden kireys onkin suurin tekijä huonomman kehityksen kannalta, jos työn kysyntä ylittää tarjonnan lähitulevaisuudessa.

Suomen Pankin arvio maailmantalouden lähivuosien kasvusta esitellään tarkemmin [Maailmantalouden epävarmuus kasvanut](#) -artikkelissa.

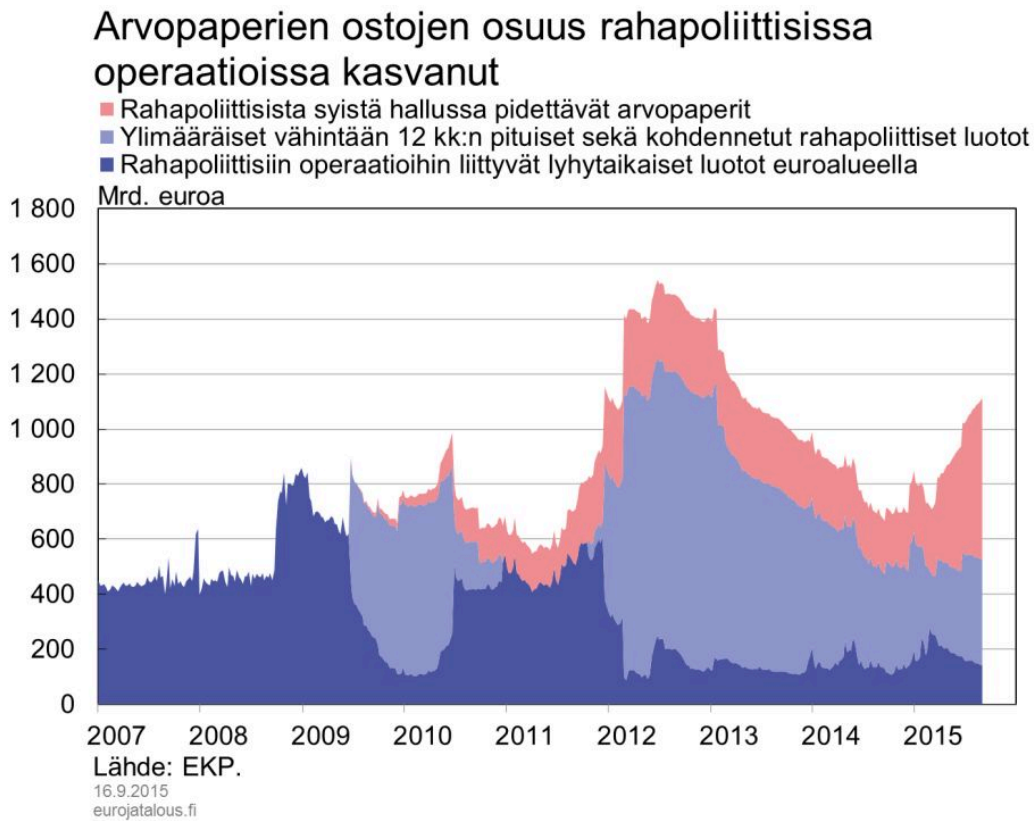
## Inflaatio pysyttelee tavoiteltua hitaampana

Euroalueen inflaatio hidastui voimakkaasti syksyn 2014 aikana (kuvio 17). Hintojen muutosvauhti oli vuoden 2015 alussa hitaimmillaan  $-0,6\%$ , mutta on sittemmin kiihtynyt ja kääntynyt positiiviseksi huhtikuusta lähtien. Inflaatio on kuitenkin edelleen hyvin hidasta ja kaukana EKP:n hintavakaustavoitteesta.

Suurin yksittäinen tekijä inflaation äkillisen hidastumisen taustalla vuoden 2014 jälkipuoliskolla oli öljyn hinta. Kuluttajahintainflaation muut osatekijät eivät ole juuri muuttuneet. Kuluttajahintaindeksin suurimmassa aluerässä, palveluiden hinnoissa, nousu on ollut jo pitkään hyvin hidasta, 1 prosentin tuntumassa. Teollisuustuotteiden sekä jalostettujen ja varsinkin jalostamattomien elintarvikkeiden hinnat ovat kääntyneet nousuun, mutta toisaalta niiden

vaikutus kuluttajahintainflaatioon on suhteellisen vähäinen. Kaikissa indeksin alaerissä hintojen kehitys on kuitenkin jo pidemmän aikaa ollut selvästi pitkän ajan keskiarvoaan vaimeampaa, mikä on aiheuttanut kuluttajahintainflaation jo pitkään jatkuneen hidastumisen.

Kuvio 17.

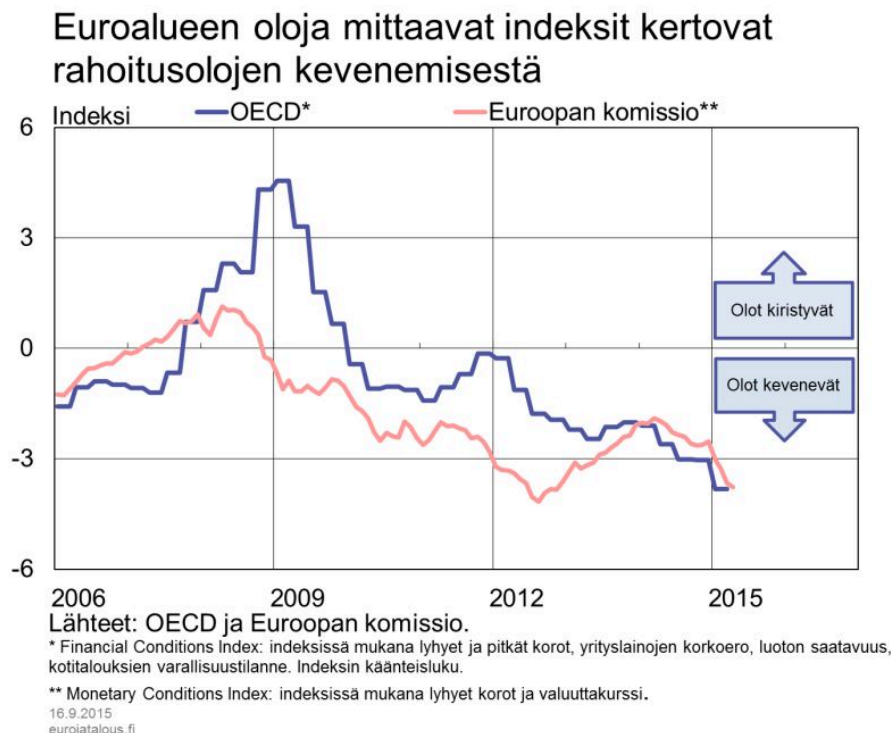


Öljyn hinnan vaihtelun vaikutukset inflaatioon voivat olla välittömiä (suoria ja epäsuoria) tai välillisiä. Välittömien öljyn hinnan muutosten vaikutus kuluttajahintoihin on lähtökohtaisesti kertaluonteinen eikä muutoksilla näin ollen ole pysyvää vaikutusta inflaatioon. Öljyn hinnan muutoksen mahdolliset välilliset vaikutukset ilmenevät inflaatio-odotusten ja palkkakehityksen kautta. Toisin kuin välittömät vaikutukset välilliset vaikutukset saattavat näkyä taloudessa laajemminkin. Tilapäiselläkin öljyn hintasokilla voi siten olla pidempiaikaisia vaikutuksia inflaatioon. Mikäli öljyn hinnan laskun suorat vaikutukset hidastavat inflaatiota, vaimentaa tämä inflaatio-odotuksia, mikä puolestaan heijastuu palkkoihin vähentäen palkkapaineita. Tällöin on riski, että talous ajautuu alenevien palkkojen ja hidastuvan inflaation kierteeseen.

Negatiivisen inflaation tai deflaation todennäköisyyttä voidaan mitata inflaatio-optioiden avulla (kuvio 18). Keskimääräisen inflaation negatiivisuuden todennäköisyydet ovat ns. riskineutraaleja todennäköisyyksiä, eli ne kuvastavat tapahtuman todennäköisyyden lisäksi myös eri tilojen riskiä

markkinatoimijoiden kannalta.

Kuvio 18.



Muiden markkinapohjaisten inflaatio-odotusten mukaisesti negatiivisen inflaation todennäköisyys on lyhyellä aikavälillä kasvanut huomattavasti öljyn hinnan laskun vuoksi. Pidemmän aikavälin keskimääräisen inflaation negatiivisuuden todennäköisyys on myös kasvanut, mutta kasvu on ollut maltillisempaa kuin lyhyen aikavälin odotuksissa. Negatiivisen inflaation todennäköisyys kaikilla aikaväleillä on kuitenkin edelleen pienempi kuin tammikuun 2015 alussa.

Öljyn hinnan ohella valuuttakurssimuutokset ja niiden välittyminen ovat toinen kotimaiseen inflaatioon vaikuttava ulkopuolinen tekijä. Valuuttakurssimuutosten vaikutus kuluttajahintoihin on kuitenkin kaiken kaikkiaan vähäinen, sillä tuontihyödykkeidenkin hintoihin vaikuttavat tuontihintojen ohella monet kotimaiset kustannustekijät, kuten kuljetus-, varastointi- ja jalostuskustannukset. Lisäksi euroalueen ulkopuolisen tuonnin osuus alueen kulutuskorista on vain noin 25 %. Arvioiden mukaan euron 10 prosentin heikentyminen kiihdyttää inflaatiota keskimäärin noin 0,4 %.

Euroalueella kotimaiset hintapaineet ovat maltilliset. Vaimean kasvun, negatiivisen tuotantokuilun sekä suuren työttömyyden oloissa palkkakehitys on ollut heikkoa. Työntekijäkohtaisen palkkasumman kasvuvauhti on hidastunut jo parin vuoden ajan eikä juuri



Euroalueen julkisen velkasuhteen kasvun taittuminen perustuu siihen, että kolme julkisen velan kehitykseen vaikuttavaa perustekijää ovat kohentuneet. Nämä tekijät ovat talouskasvu, julkisen talouden velkojilleen maksamat korkomenot ja julkisen talouden perusjäämä.

Euroalueen lähivuosien talouskasvun paraneminen on pääosin suhdanneluonteista.

Kohentaakseen kasvua pitkällä aikavälillä Euroopan komissio on

kasvustrategiassaan<sup>5</sup> painottanut pitkän aikavälin kasvun kannalta suotuisaa finanssipolitiikkaa, investointeja sekä kasvupotentiaalia ja työllisyyttä parantavia rakenneuudistuksia.

Toisena tekijänä julkisen talouden korkomenot ovat pienentyneet. Valtionlainojen korot ovat eurojärjestelmän arvopapereiden osto-ohjelman myötä alentuneet markkinoilla vuodentakaisesta.

Kolmantena tekijänä euroalueen julkisen talouden perusjäämän koheneminen on auttanut julkisen velan BKT-suhteen kasvun taittamisessa. Perusjäämä on parantunut, kun julkista taloutta on sopeutettu korottamalla veroja ja leikkaamalla menoja. Työtä on monissa euromaissa vielä paljon jäljellä, jotta päästäisiin alle vakaus- ja kasvusopimuksen mukaisen velkarajan, joka on 60 % BKT:stä. Esimerkiksi Euroopan komission loppukeväästä julkistamat maakohtaiset suositukset edellyttävät lähivuosina uusia sopeutustoimia niin Ranskalta, Italialta kuin Espanjalta. Silti euroalueen finanssipolitiikka on ennustejakson alkupuolella selvästi kevyempää kuin edeltävinä vuosina.

Pitkällä aikavälillä euroalueen julkiselle taloudelle asettaa haasteita myös ns. ikääntymismenojen kasvu. Komission tuoreen ikääntymisraportin<sup>6</sup> mukaan ikäsidonnaiset kokonaismenot kasvavat euroalueella noin 1,5 prosentin verran vuoteen 2060 mennessä. Tilanne on kuitenkin selvästi parantunut sitten vuoden 2012 raportin, jonka mukaan ikäsidonnaisten kokonaismenojen kasvu oli samassa ajassa vielä yli kaksinkertainen. Kehitys johtuu erityisesti eläkemenojen aikaisemmin ennustettua pienemmästä kasvusta, mihin ovat vaikuttaneet muun muassa monissa euroalueen maissa toteutetut eläkeuudistukset.

## Kiinan talouden äkkipysähdys on euroalueen keskeisin ulkoinen riski

Euroalueeseen kohdistuvat riskit voidaan jakaa kolmeen osaan: ulkoisiin, sisäisiin sekä pidemmän aikavälin riskeihin. Ulkoisista riskeistä on tällä hetkellä keskeisin Kiinan talouden mahdollinen äkkipysähdys, johon velkavetoisen kasvun hidastuminen voi pahimmillaan johtaa. Kiinan kysynnän vaimeneminen kohdistuu erityisesti raaka-aineita tuottaviin maihin, mutta äkkipysähdyksen

vaikutukset leviäisivät laajasti maailmantalouteen. Raaka-aineiden hinnat alenisivat entisestään, millä olisi myös euroalueen inflaatiota hidastava vaikutus.

Kiina yllätti elokuussa siirtymällä valuuttakurssin markkinaperusteisen määräytymisen suuntaan. Tämä antoi juanille tilaa heikentyä suhteessa Yhdysvaltain dollariin noin 3 %. Dollarin vahvistuminen ja Yhdysvaltain talousnäkökymien heikkeneminen Kiinan talouskasvun voimakkaan hidastumisen myötä voisivat siirtää loppuvuodeksi ennakoitua Yhdysvaltain koronnoton ja rahapolitiikan normalisoinnin aloituksen myöhemmäksi.

Vaikka Yhdysvaltain rahapolitiikan normalisoituminen on sinänsä toivottavaa, riskinä voivat olla yllättävän voimakkaat rahoitusmarkkinareaktiot. Tällä hetkellä yhtenä huolenaiheena on nousevien maiden yksityisen sektorin suuri Yhdysvaltain dollarin määräinen velka. Mitä enemmän dollari vahvistuu, sitä suuremmaksi kasvaa näiden maiden yksityisen sektorin velka oman valuutan määräisesti mitattuna. Esimerkiksi Kansainvälinen järjestelypankki (BIS)<sup>7</sup> on arvioinut, että rahoitusjärjestelmän mekanismit ja aiempaa tiiviimmät dollarikytkennät voivat voimistaa dollarin arvonmuutosten vaikutuksia. Näistä syistä Yhdysvaltain koronnoton vaikutukset voivat osoittautua tavanomaista suuremmiksi ja levittäytyä aiempaa laajemmin maailmantalouteen, mikä lisää myös rahoitusmarkkinoiden vakautteen kohdistuvia riskejä.

## Euroalueen sisäinen eriytyminen lisää epävarmuutta

Sisäisistä riskeistä keskeinen on euroalueen maiden pysyvä tai jopa paheneva eriytyminen. Jos rahaliitossa olevien maiden talouskehitys eriytyy voimakkaasti maittain, sekä yhteisen rahapolitiikan että kansallisen talouspolitiikan eri lohkojen vaikeudet kasvavat. Euroalueella jäsenmailla on ensisijainen vastuu taloutensa kehityksestä. Talouden joustavuutta lisäävät tekijät auttavat maata sopeutumaan sokkeihin ja ylläpitämään kestäväää ja tasapainoista talouskehitystä. Riskinä on, että joustavuus ei riitä ja politiikkatoimet ovat tilanteeseen sopimattomia tai riittämättömiä. Tällöin yksittäisen maan talouskehitys voi erkaantua yhä kauemmas euroalueen keskimääräisestä kehityksestä, mistä voi olla seurauksena joko pitkäkestoisesti hyvin vaimeaa kasvua tai ylikuumeneminen ja sitä seuraava romahdus.

Pahimmillaan yksittäisen euromaan erittäin voimakas eriytyminen voisi johtaa tilanteeseen, jossa pelko siitä, että maa eroaa euroalueesta, kasvaa voimakkaasti. Kreikan tilanteen viime kuukausien kehitystä voidaan pitää huolestuttavana esimerkkinä tämänkaltaisten tapahtumien mahdollisuudesta. Kun Kreikan toisen EU-/IMF-tukipaketin loppuunsaattamista koskevat neuvottelut katkesivat kesällä, tukipaketin ehtoja koskeneen kansanäänestyksen jälkimainingeissa esillä oli myös Kreikan väliaikainen ero euroalueesta.

Tämänkaltaisen vaihtoehdon vaarana ovat epälineaariset kehityskulut. Euroalueen

keskimääräisestä kehityksestä kauas erkaantuneen maan tilanne voi kärjistyä äkillisesti. Epävarmuuden kasvun seuraukset saattavat kestää huomattavan pitkään: epävarmuus saattaa esimerkiksi vaikuttaa yritysten sijoittuspäätöksiin.

## Tulevaisuudennäkymien muutokset altistavat politiikkavirheille

Euroalueeseen kohdistuu myös pidemmän aikavälin trendeihin liittyviä riskejä. Alueen tilanne on hyvin erilainen kuin vielä ennen finanssi- ja velkakriisin alkua. Finanssikriisin pitkä jälki yhdistyy euroalueella väestön ikääntymiseen ja potentiaalisen tuotannon vaimeaan kasvuvauhtiin. Tulevaisuudennäkymien muutokset altistavat tilannearvion ja politiikan mitoituksen virheille.

Viime aikoina nähty pakolaisvirtojen voimakas kasvu tuo uuden elementin euroalueen pidemmän aikavälin näkymiin. Tämän ilmiön taustalla olevat syyt – kuten Syyrian sota ja Pohjois-Afrikan maiden vaikeudet – aiheuttavat suurta inhimillistä kärsimystä. Lyhyellä aikavälillä näin voimakas pakolaisvirta voi aiheuttaa monenlaisia vaikeuksia euroalueen sisällä. Talouden näkökulmasta yksi pidemmän aikavälin myönteinen vaikutus euroalueella voisi kuitenkin olla työikäisen väestön määrän kasvu ja ikärakenteen nuorentuminen useassa alueen maassa. Tämä kuitenkin edellyttää onnistuneita toimia, jotta pakolaisten vastaanotto ja sopeutuminen sujuvat hyvin.

Toisena keskeisenä pidemmän aikavälin riskinä on julkisen talouden pitkäkestoisesti heikko kriisinsietokyky useassa euroalueen maassa. Tällaisessa tilanteessa finanssipolitiikan joustovara puuttuu lähes täysin, eli uuden kriisin sattuessa julkisia menoja joudutaan supistamaan hyvin voimakkaasti, mikä tunnetusti pahentaa kriisiä. Globaalin finanssikriisin iskiessä vuonna 2008 julkisen talouden liikkumavara oli huomattavasti suurempi kuin nykytilanteessa. Nyt liikkumavara on yleisesti pienentynyt, ja muutaman euroalueen maan julkisen talouden kestävyys voi vaarantua melko pienenkin sokin seurauksena. Koska velkaantuneisuuden vähentäminen on hyvin hidasta, julkisen talouden joustovara puuttuu usealta euroalueen maalta pidemmän aikaa, jolloin myös kriisiytymisen uhka on olemassa pidemmän aikaa.

## Viitteet

1. Enimmäismäärän kasvattaminen ei koske tilanteita, joissa eurojärjestelmä saattaisi tapauskohtaisen arvioinnin perusteella muodostaa määrävähemmistön. ↑
2. Rahapoliittisten toimien merkittävyttä ei kuitenkaan voi suoraan mitata eurojärjestelmän taseen kautta. Esimerkiksi rahapoliittisten suorien kauppohenkilöiden ohjelma (ns. OMT-ohjelma) oli hyvin vaikuttava rahapoliittinen toimenpide, vaikka ohjelmassa ei ole ostettu yhtään arvopaperia. Lisäksi ennakoiva viestintä on merkittävä rahapoliittinen keino, vaikka se ei suoraan näy eurojärjestelmän taseessa. ↑
3. Jaottelu on karkea, koska joissain mekanismeissa on molempia vaikutuskanavia mukana.

Lisäksi velkakirjaostojen kolmantena vaikutuskanava voidaan pitää inflaatio-odotusten vaikutuskanavaa, jossa raha- ja finanssipolitiikan yhteisvaikutuksella luodaan inflaatio-odotuksia talouteen. ↑

4. Jotta juoksuajaltaan tietynpituisten velkakirjojen tarjonnalla olisi vaikutusta velkakirjojen tuottoon, on velkakirjamarkkinoilla oltava jäykkyyksiä ja epätäydellisyyksiä. Tyypillisesti velkakirjojen arvostamisessa käytettävissä malleissa ei esiinny portfoliovaikutusta, koska malleissa ei ole tarvittavia jäykkyyksiä, jolloin velkakirjojen tarjonta ei myöskään vaikuta niiden tuottoon. Tämä on osaltaan voinut johtaa Ben Bernanken toteamukseen, jonka mukaan ”määrällinen keventäminen toimii käytännössä, mutta ei teoriassa”. Ks. Central banking after the great recession: lessons learned and challenges ahead (16.1.2014). The Brookings Institution. ↑
5. Ks. [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/2015/ags2015_en.pdf). ↑
6. Ks. [http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/european\\_economy/2015/pdf/ee3\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/european_economy/2015/pdf/ee3_en.pdf). ↑
7. Shin (2015) Global liquidity and monetary policy transmission. Esitys SUERF:n ja Suomen Pankin järjestämässä konferenssissa ”Liquidity and Market Efficiency – Alive and Well?”. Helsinki 3.7.2015. ↑

## Asiasanat

EU, euroalue, inflaatio, maailmantalous, rahapolitiikka, taloustilanne