Rahapolitiikkakatsaus

Kasvua poikkeuksellisten riskien varjossa

Rahapolitiikka | 29.09.2016

Euroalueella rahapolitiikkaa on kevennetty viime vuosina merkittävästi. Toimista keskeisimmät ovat laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma, kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä talletuskoron lasku negatiiviseksi. Neuvosto on korostanut sitoutumistaan inflaation palauttamiseksi kestävästi tavoitteeseensa eli lähelle, mutta alle 2 prosentin vauhtiin. Osto-ohjelma on edennyt suunnitelmien mukaan ja alentanut euroalueen korkotasoa laajasti.



Rahapolitiikka pysyy kevyenä vielä pitkään

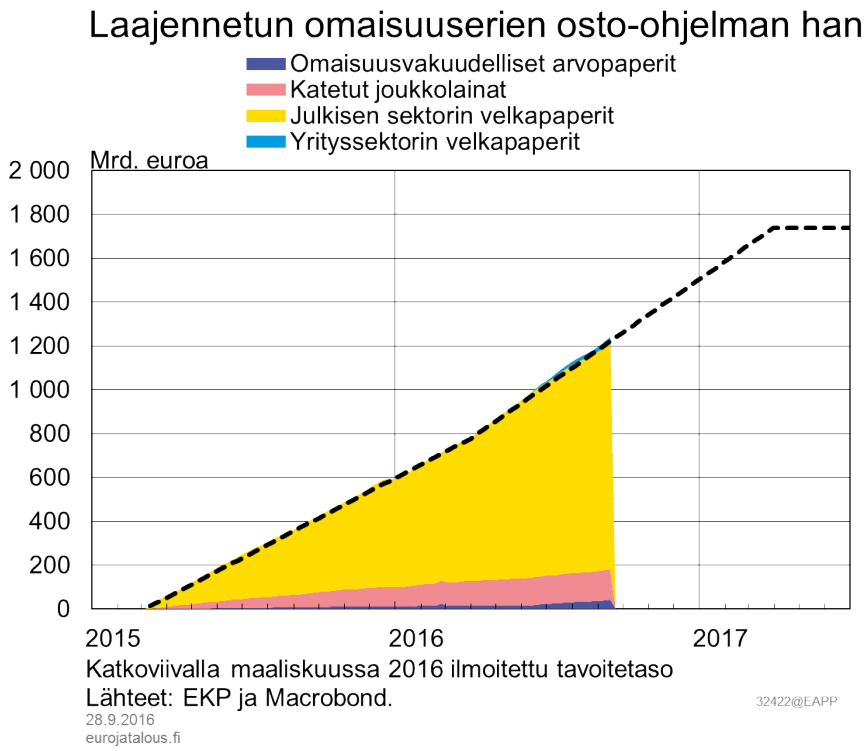
Euroalueen kuluttajahintainflaatio on pysynyt noin kolme vuotta nollan tuntumassa, mutta sen odotetaan kiihtyvän lähivuosina kevyen rahapolitiikan tukemana. Inflaatiovauhti nopeutuu lähimmän vuoden aikana myös öljyn hinnan odotetun maltillisen nousun myötä. EKP:n neuvosto on korostanut olevansa sitoutunut palauttamaan inflaation kestävästi tavoitteeseensa eli lähelle, mutta alle 2 prosentin vauhtiin.

EKP:n neuvosto on keventänyt rahapolitiikkaa merkittävästi vuoden 2014 puolivälistä lähtien hintavakauden ylläpitämiseksi euroalueella. Näistä toimista keskeisimmät ovat laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma, kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot sekä talletuskoron lasku negatiiviseksi. Osana tätä kokonaisuutta rahapolitiikan välittymistä vahvistetaan ennakoivalla viestinnällä (forward guidance). Rahapolitiikan ennakoivan viestinnän avulla EKP:n neuvosto kertoo laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman ja matalan korkotason kestosta. Pääsanoma on, että toimia sitoudutaan jatkamaan niin kauan kuin hintavakaustavoitteen näkökulmasta on tarpeen. Kun sitoutuminen hintavakauden ylläpitämiseen on vahvaa, inflaatio-odotukset pysyvät ankkuroituneina, jolloin osto-ohjelman ja luotto-operaatioiden teho kasvaa.

Syyskuun 2016 kokouksessaan EKP:n neuvosto päätti, että perusrahoitusoperaatioiden korko on edelleen 0,00 %, maksuvalmiusluoton korko 0,25 % ja talletuskorko –0,40 %. Neuvosto on niin ikään kertonut, että korot pysyvät nykytasolla tai matalampina vielä sen jälkeenkin, kun arvopaperiostot ovat päättyneet. EKP:n neuvosto korosti myös edelleen, että epätavanomaisiin rahapoliittisiin toimiin lukeutuvia 80 mrd. euron suuruisia kuukausittaisia ostoja jatketaan ainakin maaliskuun 2017 loppuun ja tarvittaessa sen jälkeenkin, kunnes EKP:n neuvosto katsoo inflaatiovauhdin palautuvan kestävästi tavoitteen mukaiseksi.

Laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma on edennyt suunnitelmien mukaan ja alentanut euroalueen korkotasoa laajasti. Ohjelmassa ostetaan euroalueen maiden julkisen sektorin velkapapereita, pankkien katettuja joukkolainoja, omaisuusvakuudellisia arvopapereita ja kesäkuusta 2016 lukien myös yrityssektorin velkapapereita. Ks. EKP:n osto-ohjelma laajentui yrityslainoihin. Arvopaperiostoja tehtiin maaliskuusta 2015 alkaen 60 mrd. eurolla kuukaudessa, ja määrää kasvatettiin 80 mrd. euroon huhtikuussa 2016. Laajennetussa osto-ohjelmassa on elokuun 2016 loppuun mennessä tehty ostoja yhteensä noin 1 230 mrd. euron edestä. Näistä julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelman osuus on noin 1 000 mrd. Syyskuussa EKP:n neuvosto ilmoitti eurojärjestelmän arvioivan eri vaihtoehtoja, joilla voidaan varmistaa omaisuuserien osto-ohjelman kitkaton toteutus jatkossa.

Kuvio 1.

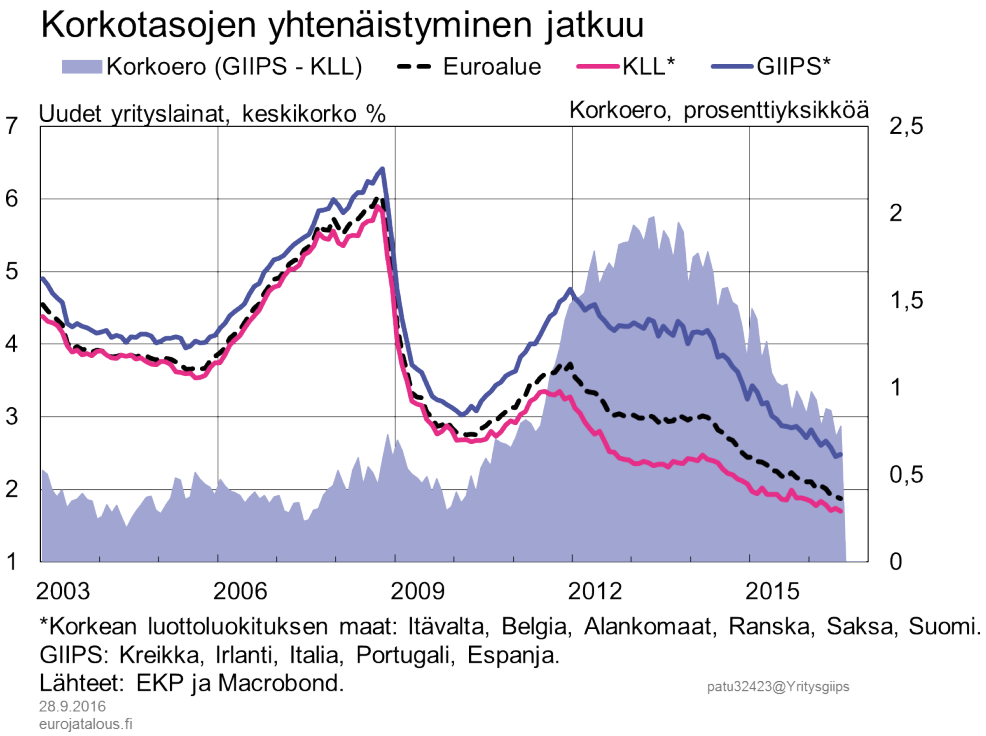


Arvopaperiostojen lisäksi käynnissä ovat uudet kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot (TLTRO II), joista EKP:n neuvosto päätti maaliskuussa 2016. Operaatiot toteutetaan neljännesvuosittain kesäkuun 2016 ja maaliskuun 2017 välisenä aikana.[1] Nämä operaatiot on suunniteltu kasvattamaan erityisesti pankkien luototusta yrityksille ja siten tukemaan reaalitalouden elpymistä. Näissä operaatioissa pankit voivat saada rahoitusta neljäksi vuodeksi perusrahoitusoperaatioiden korolla, joka on tällä hetkellä 0,0 %. Korko voi kuitenkin laskea alimmillaan lainanottohetkellä vallinneen talletuskoron tasolle (tällä hetkellä –0,4 %) sillä ehdolla, että pankki on lisännyt luotonantoaan yrityksille ja kotitalouksille (pl. asuntolainat). Kun pankeille näin turvataan edulliset varainhankinnan kustannukset useaksi vuodeksi, pankkien on mahdollista alentaa kotitalouksille ja yrityksille myönnettävien luottojen korkoja.

Rahapoliittisista koroista perusrahoitusoperaatioiden korko laskettiin nollaan maaliskuussa 2016. Talletuskorko pudotettiin ensimmäisen kerran negatiiviseksi kesäkuussa 2014. Tämän jälkeen neuvosto on alentanut talletuskorkoa asteittain, syyskuussa 2014 (–0,2 prosenttiin), joulukuussa 2015 (–0,3 prosenttiin) ja maaliskuussa 2016 (–0,4 prosenttiin). Kun pankkijärjestelmässä on erityisesti omaisuuserien osto-ohjelman takia runsaasti ylimääräistä likviditeettiä, lyhyet rahamarkkinakorot seuraavat perusrahoitusoperaatioiden koron sijasta talletuskoron kehitystä. Negatiiviseksi laskettu talletuskorko on painanut lyhyet rahamarkkinakorot negatiivisiksi. Tästä hyötyvät esimerkiksi asuntovelalliset, joiden pankkilainat on sidottu lyhyisiin

rahamarkkinakorkoihin. Negatiivinen talletuskorko vaikuttaa myös pidempiä korkoja alentavasti, mikä tukee talouden elpymistä.

Kuvio 2.

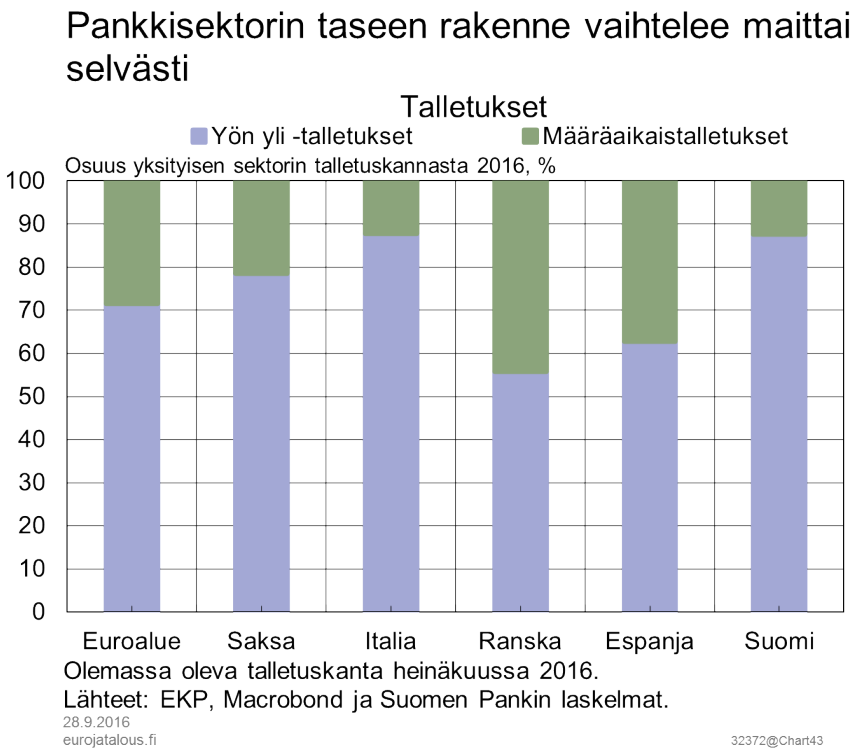


Rahapoliittiset toimet muodostavat kokonaisuuden, jonka tarkoituksena on keventää rahoitusoloja laajasti (laskea pitkiä korkoja, kotitalouksien ja yritysten pankkilainakorkoja sekä ylläpitää varallisuuserien hintoja). Kevyt rahapolitiikka ylläpitää inflaatio-odotuksia niin, että ne pysyvät ankkuroituneina hintavakaustavoitteeseen, vaikka toteutunut inflaatio on vielä toistaiseksi tavoiteltua hitaampaa.

Rahoituksen hinta alentunut edelleen

Pankkien myöntämien uusien yrityslainojen keskikorot ovat kesän 2016 aikana jatkaneet laskuaan Kreikassa, Irlannissa, Italiassa, Portugalissa ja Espanjassa, joihin velkakriisi kohdistui voimakkaimmin. Erityisesti Espanjassa korkojen aleneminen on ollut merkittävää. Korkean luottoluokituksen maissa (Alankomaat, Belgia, Itävalta, Ranska, Saksa ja Suomi) lasku on ollut huomattavasti vaimeampaa. Korkotasojen yhtenäistyminen näiden kahden maaryhmän välillä jatkuu. Korkoero on pienentynyt viimeisten kolmen vuoden aikana yli prosenttiyksikön ja on nykyisellään lähes yhtä pieni kuin keväällä 2011 eli ennen euroalueen velkakriisin puhkeamista.

Kuvio 3.



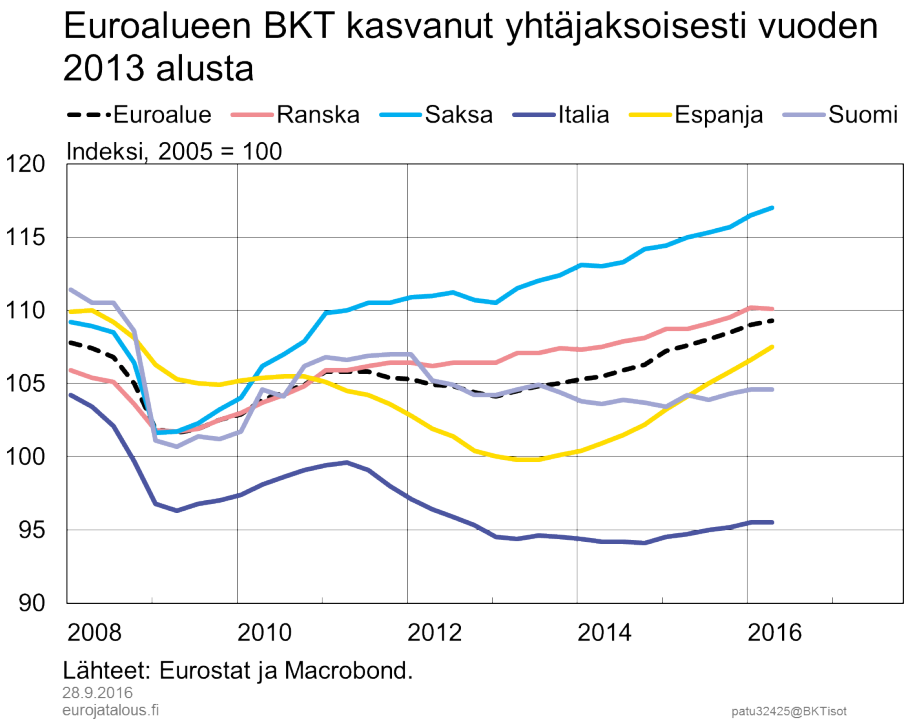
Pankkilainojen ohella myös markkinaehtoinen rahoitus on käynyt yrityksille entistä halvemmaksi. Yritysvelkakirjojen korot laskivat merkittävästi vuoden 2016 alusta, kun EKP ilmoitti investointiluokan yritysvelkakirjojen sisällyttämisestä osto-ohjelmaan. Velkakirjojen korkoerot investointiluokan sisällä ovat lisäksi pienentyneet selvästi vuoden alusta.

Uusien asuntolainojen keskikorko on laskenut vuoden 2016 alusta euroalueella keskimäärin noin 3 kymmenystä ja oli heinäkuussa 1,9 %. Isoista euromaista etenkin Ranskassa lasku on viimeisen puolen vuoden ajalta ollut merkittävä, yli ½ prosenttiyksikköä. Sen sijaan Espanjassa lasku on ollut huomattavasti vaatimattomampaa.

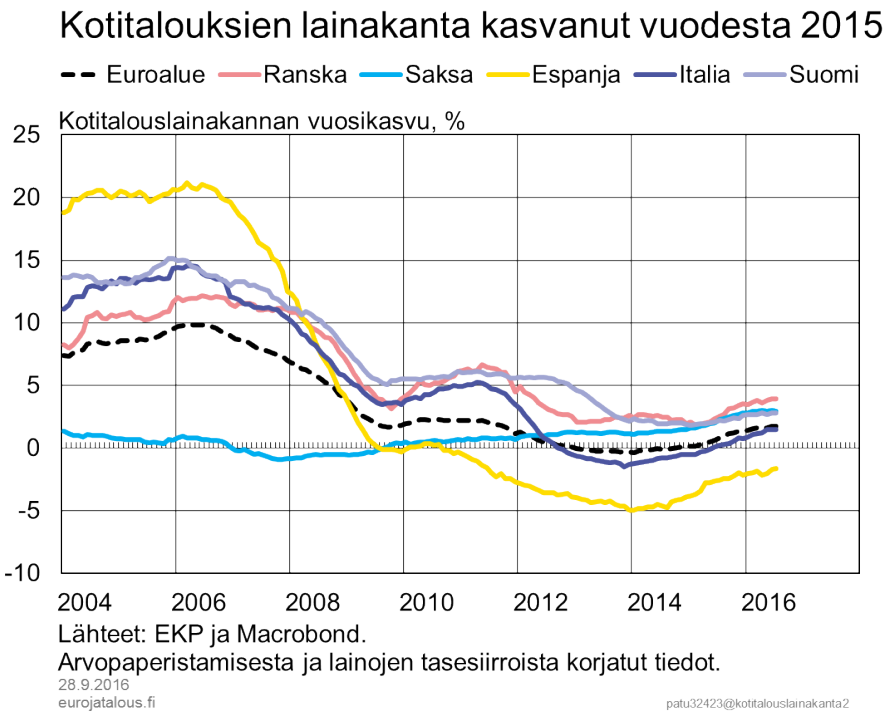
Korkotaso välittyy talouteen nopeammin vaihtuvakorkoisten luottojen kautta

Rahapolitiikan kevenemisen myötä laskenut korkotaso välittyy talouteen kotitalouksille ja yrityksille sitä nopeammin, mitä lyhempään korkoon pankkilainat on sidottu. Pienemmät velanhoitokustannukset piristävät yksityistä kysyntää, mikä tukee talouskasvua ja inflaation palautumista kohti tavoitetta.

Kuvio 4.



Kuvio 5.



Vuonna 2016 myönnetyistä uusista asuntolainoista 45 % on euroalueella sidottu korkeintaan

vuoden markkinakorkoon. Osuus on vuosien saatossa kasvanut; vielä 2000-luvun alussa vain viidennes uusista asuntolainoista myönnettiin vaihtuvakorkoisina. Yrityslainoissa tilanne ei ole vastaavasti muuttunut. Vuonna 2016 otetuista uusista lainoista 85 % on euroalueella vaihtuvakorkoisia, eli osuus oli lähes yhtä suuri jo 2000-luvun alkupuolella. Suhteessa vähiten vaihtuvakorkoisia lainoja myönnetään isoista euromaista Ranskassa ja Saksassa.

Pankit hyödyntävät perinteisesti toiminnassaan ns. maturiteettitransformaatiota, eli ne hankkivat lyhytaikaista velkarahaa käyttöönsä matalalla korolla ja lainaavat sitä eteenpäin korkeammalla korolla pitkäaikaisiksi lainoiksi. Kun lyhyiden ja pitkien korkojen ero taloudessa pienenee, eli korkokäyrä loiventuu, pankkien saama korkomarginaali pienenee. Vaikka lyhyet markkinakorot ovat laskeneet negatiivisiksi, pankit eivät ole pystyneet täysin siirtämään tätä negatiivista korkoa asiakkaiden maksettavaksi. Näin korkoero on pienentynyt entisestään. Pankkien saamaan korkokatteeseen vaikuttavat lainojen ja talletusten lisäksi myös muut korkokulut ja -tuotot, jotka syntyvät esimerkiksi erilaisista velkakirjalainoista, johdannaisista ja pankkien itsensä liikkeeseen laskemista velkakirjalainoista.

Euroalueen pankkisektorin perinteisestä vähittäispankkitoiminnasta saama nettokorkotulo (yksityisen sektorin lainakannasta perityn koron ja talletuksille maksettujen korkojen erotus) on pienentynyt viime vuosina. Euromääräisesti laskettu erotus yksityisen sektorin lainoista saatujen korkotulojen ja yksityisen sektorin talletuksille maksettujen korkomenojen välillä on euroalueella supistunut vuoden 2014 puolivälistä yli 30 mrd. euroa (10 %).

Kuvio 6.



Isoista euromaista Espanjassa pankkien korkotuotto on supistunut vuoden 2014 puolivälistä noin 8 mrd. euroa (15 %). Korkotulot ovat Espanjassa vähentyneet sekä lainakannan pienenemisen että korkojen alenemisen myötä lähes 15 mrd. euroa. Samaan aikaan ovat kuitenkin myös korkomenot pienentyneet talletuskorkojen laskun myötä. Saksassa ja Ranskassa korkotulot ovat vähentyneet suhteessa lähes yhtä paljon. Korkotaso on Saksassa korkeampi, mutta Ranskassa matalamman korkotason vaikutusta kompensoi nopeammin kasvava lainakanta. Ranskassa korkomenot eivät ole pienentyneet yhtä paljon kuin muissa maissa, mikä johtuu suhteellisen korkeaa korkoa tuottavasta määräaikaistalletusten suuresta osuudesta. Nettokorkotulo onkin Ranskassa pienentynyt suhteessa enemmän (13 %) kuin Saksassa (8 %).

Pidemmällä aikavälillä erittäin matala korkotaso kuitenkin myös edesauttaa pankkien kannattavuutta. Korkojen alhaisuus tukee reaalitalouden kehitystä ja lisää luottojen kysyntää yksityisellä sektorilla. Kasvavat lainavolyymit lisäävät korkotuloa, ja luottotappioiden väheneminen pienentää niistä pankeille syntyviä kustannuksia. Yleisen korkotason aleneminen on tehnyt markkinaehtoisen rahoituksen myös pankeille edullisemmaksi. Lisäksi EKP:n kohdennettujen pitempiaikaisten rahoitusoperaatioiden erityisen edulliset ehdot pienentävät edelleen pankkien varainhankinnan kustannuksia.

Pankkien häiriönsietokyky on parantunut

Euroopan pankkiviranomainen (European Banking Authority, EBA) julkisti heinäkuun 2016 lopussa EU:n laajuisen stressitestin tulokset. Mukana oli 51 pankkia, joiden varojen osuus EU:n pankkijärjestelmästä on noin 70 %. Näistä pankeista 37 on EKP:n suorassa valvonnassa. EKP toteutti saman stressitestin sisäisenä valvontatoimenpiteenä myös 57 muulle valvonnassaan olevalle pankille. Näiden pankkien tuloksia ei julkistettu, mutta pankit voivat halutessaan julkistaa tuloksensa itse.

Pankkien häiriönsietokykyä testattiin käyttämällä kolme vuotta kestävää epäsuotuisaa skenaariota. Epäsuotuisa skenaario rakentui merkittävästi ennustettua heikommasta talouskehityksestä ja vakavista rahoitusmarkkinoiden häiriöistä. Testin lähtötilanteessa pankkien keskimääräinen ydinpääomasuhde (CET1) oli 13,2 %. Epäsuotuisassa skenaariossa Euroopan pankkien pääoma supistui keskimäärin 3,8 prosenttiyksikköä ja oli epäsuotuisan skenaarion päätepisteessä, vuoden 2018 lopussa 9,4 %.

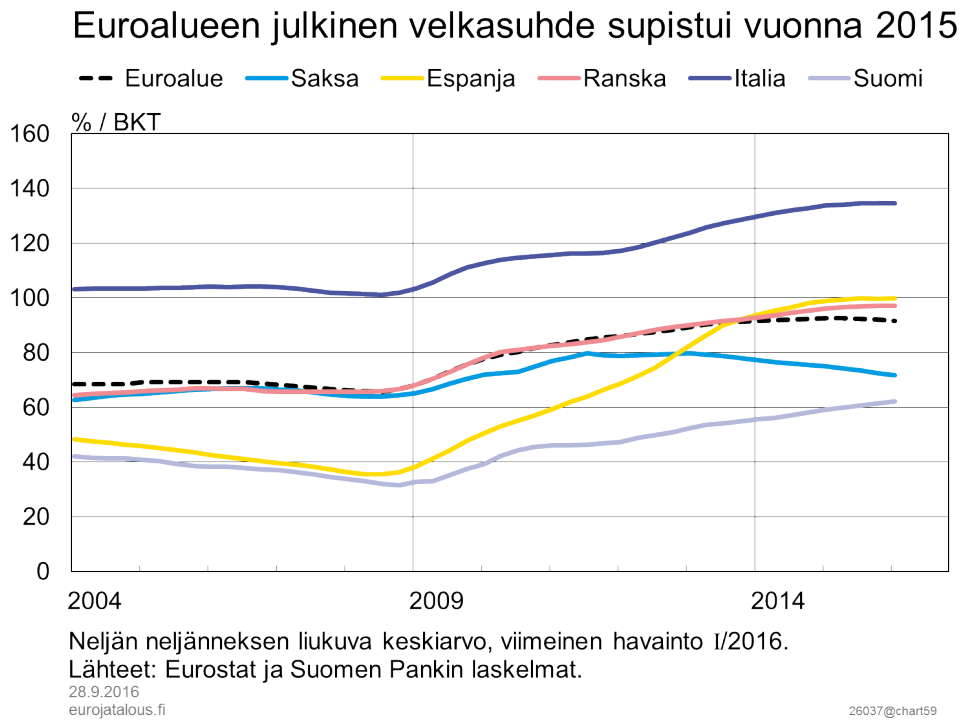
Vaikka pankit selviytyivät testistä keskimäärin hyvin, niiden välisissä tuloksissa oli merkittäviä eroja. Yhtä poikkeusta lukuun ottamatta kaikkien pankkien ydinpääoman määrä kuitenkin ylitti selvästi vuoden 2014 stressitestin epäsuotuisassa skenaariossa käytetyn 5,5 prosentin viitearvon.

Stressitestien tuloksista huolimatta Euroopan pankkisektorin merkittävät rakenteelliset ongelmat ovat vielä ratkaisematta. Suurin osa eurooppalaisista pankeista kamppailee edelleen heikon kasvun ja alhaisten korkojen toimintaympäristön ja muiden tekijöiden aiheuttamissa kannattavuusongelmissa. Heikon kannattavuuden taustalla olevat syyt vaihtelevat maittain ja pankeittain. Kriisimaissa pankkien kannattavuutta heikentävät kriisin perinnöksi jääneet suuret määrät järjestämättömiä lainoja, jotka heikentävät pankkien toimintakykyä ja niiden tehtävää rahoituksen välittämisessä. Osassa maista pankkisektori kärsii ylikapasiteetista ja tehottomuudesta. Suurissa investointipankeissa kannattavuutta heikentävät erityisesti epävakaa markkinatilanne sekä toimintojen sopeuttaminen vastaamaan uudistunutta rahoitusmarkkinasääntelyä. Kannattavuushaasteiden kanssa painivien pankkien on kyettävä sopeutumaan tiukempaan sääntelyyn ja pystyttävä uudistumaan varmistaakseen kannattavan toimintamallin myös jatkossa.

Brexit vaimentaa kasvua Euroopassa

Euroalueen bruttokansantuotteen kasvu oli vuoden 2016 alkupuoliskolla hieman aiemmin arvioitua nopeampaa. Varsinkin yksityinen kulutus on kasvanut ripeästi, mutta vienti on kehittynyt odotettua heikommin. Pehmeät reaalitalouden indikaattorit viittaavat kasvun jatkuvan lähineljänneksinä samaa vauhtia kuin toisella neljänneksellä.

Kuvio 7.



Euroalueen talouden sisäiset perustekijät eivät ole viimeisen puolen vuoden aikana muuttuneet. Ne tukevat kasvua. Kevyt rahapolitiikka jatkuu, yksityisen sektorin velanhoidon rasittavuus pienenenee, finanssipolitiikan kireys vähenee ja työllisyys kohenee. Näiltä osin vuonna 2013 euroalueella alkaneen suotuisan kehityksen arvioidaan jatkuvan koko ennustejakson ajan.

Ison-Britannian kesäkuisessa kansanäänestyksessä noin 52 % äänestäjistä kannatti EU-eroa. Äänestystuloksen välittöminä seurauksina olivat rahoitusmarkkinoiden laaja-alainen uudelleenhinnoittelu, yleinen epävarmuuden kasvu ja Englannin punnan heikentyminen keskeisiin valuuttoihin nähden. Alun yllätyksen jälkeen osakemarkkinat ovat osin toipuneet ja epävarmuus rahoitusmarkkinoilla on vähentynyt. Punnan heikompi arvostus vaikuttaa kuitenkin pysyvämmältä. Eroprosessin lopputulos – millaiset taloudelliset suhteet Iso-Britannia solmii EU:n kanssa – on kuitenkin vielä pitkään hämärän peitossa. Ks. Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?

Brexitäänestyksen taloudellisia vaikutuksia euroalueeseen voidaan tässä vaiheessa arvioida lähinnä kauppakanavan kautta. Suomen Pankin ennusteessa oletetaan (ks. Maailmantalous kiihdyttää vaimeasti), että Ison-Britannian tuonti supistuu eron myötä senkaltaisesti kuin Englannin pankki on arvioinut, euroalueen viennin markkinaosuus Isossa-Britanniassa ei muutu ja että investointien suhde vientiin ei muutu. Luotettavampia tilastotietoja brexitäänestyksen vaikutuksista saataneen vasta vuoden loppupuolella. Suomen Pankin ennusteessa myös oletetaan,

että rahoitusmarkkinoilla mahdollisesti koettavat uudet brexitneuvotteluihin liittyvät ns. epävarmuuspiikit jäävät lyhytaikaisiksi.[2]

Toinen euroalueen reaalitalouden tulevaa kasvua jossain määrin hidastava tekijä on Italian heikko taloustilanne. Maan pankkisektoriin liittyvät ongelmat murentavat yritysten ja kotitalouksien luottamusta talouteen. Vähittäismyynnin ja teollisuustuotannon kehitys on ollut alkuvuonna heikkoa.

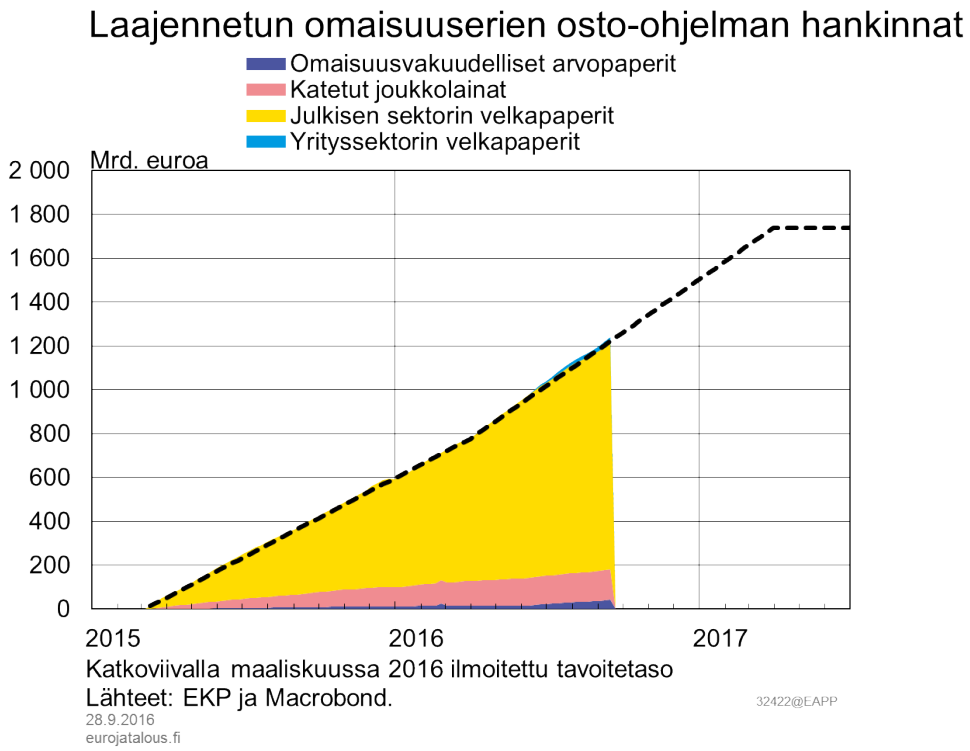
Kotimainen kysyntä yhä euroalueen kasvun moottori

Yksityinen kulutus ja yksityiset investoinnit olivat vuonna 2015 ja vuoden 2016 alkupuoliskolla eniten euroalueen kasvua tukeneet kokonaiskysynnän osatekijät. Kasvun rakenne jatkuu samankaltaisena ennusteperiodilla. Nettoviennin vaikutus kasvuun on keskimäärin hieman negatiivinen.

Yksityistä kulutusta tukee kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, kun työllisyystilanne jatkaa kohentumistaan ja työntekijäkohtaiset työtulot lisääntyvät edelleen. Kun kotitalouksien kokonaisvelan suhde käytettävissä oleviin tuloihin supistuu yhä ja korkotaso pysyy erittäin alhaisena, kotitalouksien velanhoidon kustannukset pienenevät.

Euroalueen keskimääräinen kotitalouslainakanta on jatkanut maltillista kasvuaan vuoden 2016 ensimmäisen puoliskon aikana. Heinäkuussa kotitalouslainakanta suureni 1,8 % vuodentakaiseen verrattuna. Maakohtaiset erot ovat tässäkin suuret. Ranskassa vuosikasvu on jo lähes jo 4 %, kun se isoista euromaista Espanjassa on edelleen negatiivinen.

Kuvio 8.

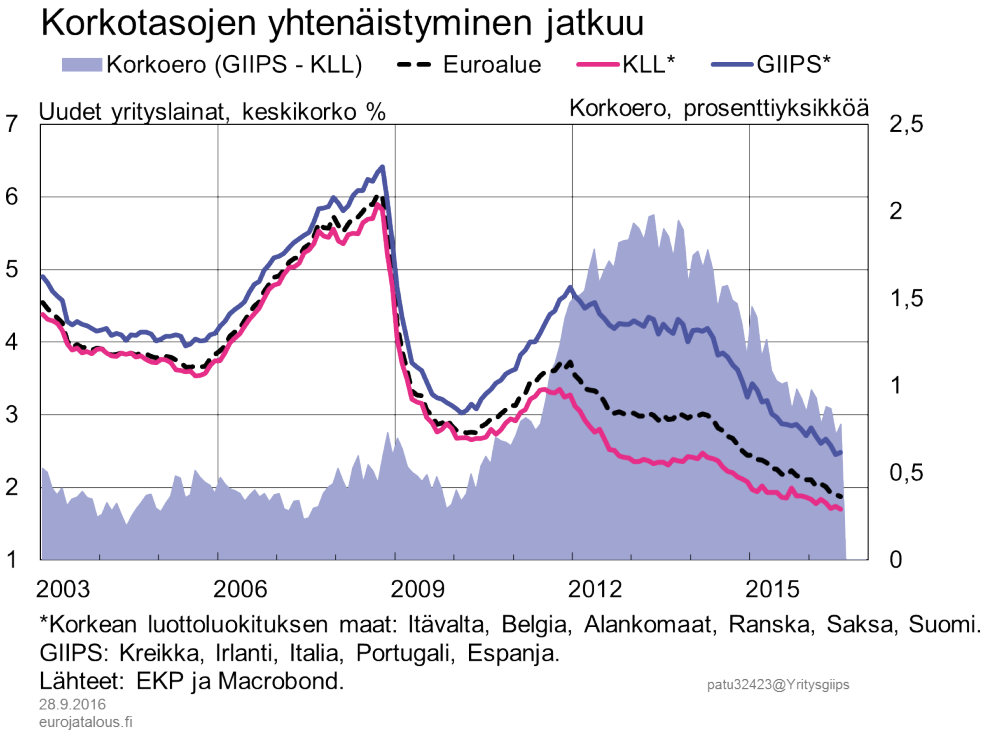


Ranskassa kotitalouksien velkaantuneisuus on lisääntynyt edelleen. Matalan korkotason myötä velanhoitokustannusten suureneminen suhteessa tuloihin on kuitenkin taittunut. Italiassa kokonaisvelka suhteessa tuloihin on pysytellyt suhteellisen tasaisena viime vuodet, mutta matalan korkotason myötä velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin ovat pienentyneet ja lähestyvät pitkän aikavälin keskiarvoaan. Saksassa kotitalouksien velkaantuminen vähenee edelleen ja velanhoitokustannusten supistuminen ylläpitää yksityistä kulutusta. Espanjassa kotitalouksien tasesopeutus jatkuu, velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin pienenevät ja positiiviseksi kääntynyt asuntojen hintojen kehitys kasvattaa kotitalouksien varallisuutta, mikä vahvistaa kotimaista kysyntää.

Yksityisten **tuotannollisten investointien** kasvu kiihtyi euroalueella 2,7 prosenttiin vuonna 2015 ja kehitys on jatkunut vuoden 2016 alkupuoliskolla keskimäärin lähes yhtä voimakkaana. Taustalla ovat kapasiteetin käyttöasteen nousu, rahoituksen saatavuuden paraneminen sekä investointien tilapäiset verohelpotukset Ranskassa ja Italiassa. Investointien kasvua tukevat erittäin alhainen korkotaso, rahoituksen saatavuuden paraneminen, tarve uudistaa pääomakantaa vuosien 2008–2013 heikon investointiaktiivisuuden jälkeen sekä aiempaa pienempi yrityssektorin velan pääomasuhde. Investointien lisääntymistä kuitenkin jarruttavat brexit ja sen seurauksiin liittyvä epävarmuus sekä osin myös työ- ja hyödykemarkkinoiden jäykkyydet. Investointien vaikutus kasvuun on ennustejaksolla kuitenkin merkittävä.

Euroalueen keskimääräinen yrityslainakannan vuosikasvu on vahvistunut vuoden 2016 aikana ja oli heinäkuussa 1,9 %. Euroalueen kokonaisluku kuitenkin peittää alleen suuret maakohtaiset vaihtelut. (Tarkemmin aiheesta, ks. Miksi yrityslainojen määrä kasvaa euroalueella niin hitaasti?)

Kuvio 9.



Euroalueen yrityksille tehdyn kyselyn mukaan pienten ja keskisuurten yritysten hylättyjen lainahakemusten määrä oli vuoden 2015 jälkimmäisellä puoliskolla pienin sitten kriisin. Vastaavasti lainahakemuksia hyväksyttiin täysimääräisinä enemmän kuin kertaakaan vuoden 2008 jälkeen. Matala korkotaso näkyy myös yritysten velanhoitokustannuksissa, jotka ovat nettotuloihin nähden edelleen supistuneet, mikä on edesauttanut yrityssektorin velkojen sulattelua. Yrityssektorin kokonaisvelka suhteessa bruttokansantuotteeseen on vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä noin 3 % pienempi kuin vuotta aiemmin.

Suurista euromaista Italian tilanne edelleen hauras

Saksassa talouden perustekijät ovat hyvässä kunnossa. Vuonna 2015 Saksan talous kasvoi 1,7 %, ja vuoden 2016 alkupuoliskolla kasvu on jatkunut samassa vauhdissa. Yksityisen kulutuksen koheneminen on edelleen ollut vahvaa, ja asuntoinvestoinnit ovat lisääntyneet melko voimakkaasti. Vahvan kotimaisen kysynnän ansiosta kasvunäkymät ennustejaksolla ovat hyvät. Kotitalouksien velkaantuneisuus on maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Yksityisen kulutuksen vaikutus kasvuun säilyykin ennusteperiodilla voimakkaana. Asuntoinvestointien

lisääntyminen jatkuu asuntojen hintojen nousun vanavedessä. Vaikka Saksan kilpailukyky on vahva, vientimarkkinoiden aiempaa hitaampi kasvu brexitin vuoksi rasittaa myös Saksan viennin ja BKT:n kasvua ennusteperiodilla. Maan talouden kehitys on ennusteperiodilla keskimäärin hyvää luokkaa. Tasapainoisen julkisen talouden ja suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden kyky sopeutua hieman aiempaa hitaamman kehityksen aikaan on hyvä.

Vuonna 2015 **Ranskan** talous kasvoi jo selvästi paremmin (1,2 %) kuin edeltävinä vuosina. IMF:n arvioiden mukaan brexitin vaikutukset Ranskan talouteen ovat suuruudeltaan noin euroalueen keskitasoa. Edeltävistä vuosista poiketen Ranskan julkista taloutta ei nettomääräisesti sopeuteta vuonna 2016, mutta sopeutuksen ennustetaan alkavan uudelleen ennustehorisontin lopulla. Vaikka työttömyys vähenee ennustejaksolla vain hitaasti, pitkän aikavälin näkymät ovat parantuneet kesällä hyväksyttyjen työmarkkinauudistusten ansiosta.

Vuoden 2013 käännepisteen jälkeen **Espanjan** talouskasvu kiihtyi jo 3,2 prosenttiin vuonna 2015. Kasvun odotetaan jatkuvan selvästi euroalueen keskiarvoa nopeampana, mutta vaimenevan vuonna 2017. Brexit hidastaa Espanjan kasvua lähivuosina hieman, kun vienti Isoon-Britanniaan ja jonkin verran myös muulle euroalueelle vaimenee. Kasvua tukevat hintakilpailukyvyn paraneminen, rakenneuudistukset ja asuntokuplan pohjan saavuttaminen. Suotuisan kehityksen tukena ovat lisäksi rahoitusolojen voimakas keventyminen rahapolitiikan ja pankkisektorin tervehdyttämisen yhteisvaikutuksesta. Ripeänä jatkuva kasvu vähentää työttömyyttä sekä kiihdyttää inflaatiota ennustejaksolla. Julkisen sektorin vaje on kuitenkin yhä suuri ja velka kasvanut noin 100 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Vuoden sisään jo kahdet parlamenttivaalit ja hallituksen muodostamiseen liittyvät vaikeudet varjostavat tällä hetkellä Espanjan näkymiä.

Italian kasvuennustetta on muutettu aiemmin arvioitua huonomman kehityksen suuntaan koko ennustehorisontin osalta. Italian heikkoa talouskehitystä selittävät pääosin maan pankkisektoriin liittyvät epävarmuudet, jotka murentavat yritysten ja kotitalouksien luottamusta talouteen. Italian taloudessa on kuitenkin myös talouskasvua tukevia elementtejä. Työllisten lukumäärä on lisääntynyt alkuvuonna, ja rahapolitiikka tukee maan kasvua edelleen. Merkittävimmät riskit Italian talouden näkymien kannalta liittyvät pankkisektorin tilanteeseen ja marraskuussa pidettävään kansanäänestykseen.

Ison-Britannian kansanäänestys muutti oletuksia

Ison-Britannian kannalta merkittävä ennustettua heikomman kehityksen riski toteutui kun brexitleiri voitti kesäkuun lopun kansanäänestyksessä. Uusi pääministeri Theresa May on ilmoittanut toimittavansa eroilmoituksen Eurooppa-neuvostolle aikaisintaan vuoden 2016 lopulla, mikä käytännössä tarkoittaa Britannian pysyvän EU-jäsenmaana ennustejakson loppuun asti. Suomen Pankin ennuste nojaa Englannin pankin arvioon brexitin vaikutuksista. Epävarmuus saa

yritykset lykkäämään uusia investointeja ja rekrytointeja. Heikentynyt punta nopeuttaa tuontihintojen kautta inflaatiota. Yritysten oletetaan ennakoivan ja vähitellen sopeutuvan nykyistä jonkin verran vähemmän avoimeen kaupankäyntiympäristöön. Englannin pankki ilmoitti elokuun alussa odotettua suuremmasta elvytyspaketista. Syyskuun kokouksessa näkemykset brexitin vaikutuksista pidettiin ennallaan ja ilmoitettiin valmiudesta lisätoimiin loppuvuodesta. Kuluvan vuoden talouskasvu pysyy 2 prosentissa vahvan ensimmäisen vuosipuoliskon ansiosta. Ennustejaksolla talouskasvu heikkenee investointihalukkuuden ja kotimaisen kysynnän vähenemisen myötä. Suomen Pankin ennusteen perusurassa kasvu säilyy kuitenkin positiivisena koko ennusteajanjakson. (Brexitin jälkeisestä tilanteesta tarkemmin, ks. Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään?)

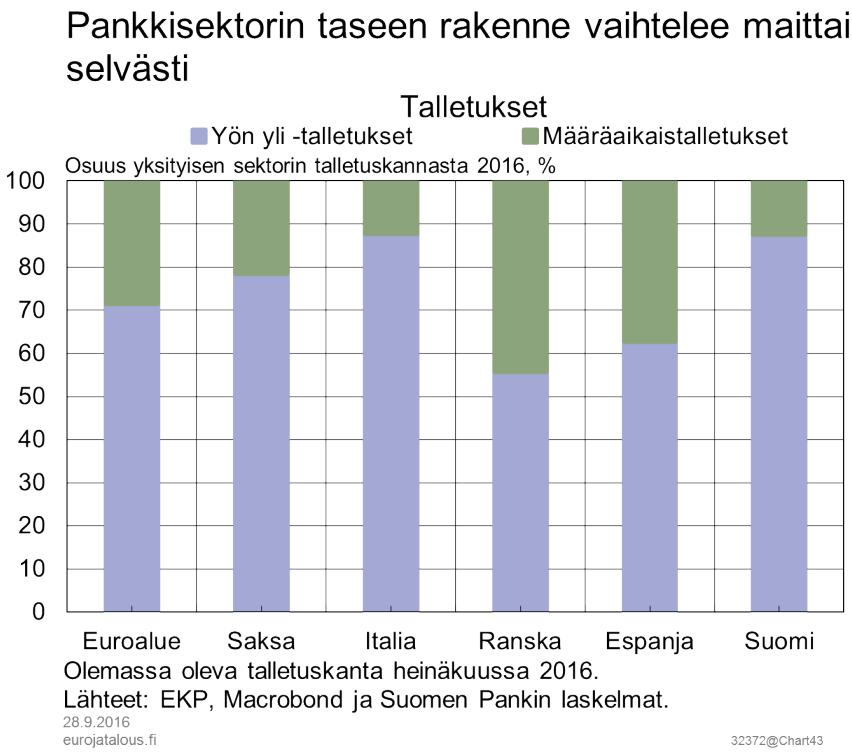
Ruotsin talous kasvoi 4,2 % vuonna 2015. Suotuisaa kehitystä ovat vuoden 2016 ensimmäisellä puoliskolla tukeneet etenkin yksityinen kulutus ja investoinnit, joista erityisesti asuntoinvestoinnit olivat reippaassa kasvussa. Kuluvan vuoden kasvu pysyykin reilussa 3 prosentissa. Hitaammin kohenevien vientimarkkinoiden myötä talouskasvu hidastuu seuraavien parin vuoden aikana noin 2½ prosenttiin. Suurimpana ennustettua huonomman kehityksen riskinä talousvakauden kannalta pysyvät alhaisen korkotason ylläpitämä kotitalouksien velkaantumisen lisääntyminen ja asuntomarkkinoiden ylikuumeneminen. Ilman tarvittavia makrovakaustoimenpiteitä epätasapaino kasvaa edelleen.

Talous kasvoi **Tanskassa** 1,2 % vuonna 2015. Yksityinen kulutus ja kotimarkkinat kokonaisuudessaan kehittyvät suotuisasti. Työllisyys kohenee (75,3 % vuoden 2016 toisella neljänneksellä), työttömyysaste on alhainen (4,2 %) ja reaalitulot kasvavat. Palveluiden vienti (erityisesti laivarahtaus) EU:n ulkopuolisiin maihin on kuitenkin kehittynyt vaatimattomasti, mikä näkyy myös pieninä BKT-kasvulukuina.

Inflaatio edelleen hidasta

Euroalueen yhdenmukaistettu kuluttajahintainflaatio on nopeutunut kesän 2016 aikana positiiviseksi, mutta hintojen nousuvauhti on edelleen hyvin hidasta. Elokuussa inflaatio oli 0,2 %, ja vuoden alusta laskien keskimääräinen inflaatiovauhti on ollut nollan tuntumassa. Inflaatiota vaimentaa edelleen alhainen öljyn hinta. Kuitenkin myös energian ja ruuan hinnoista puhdistettu, ns. pohjainflaatio on pysytellyt sitkeästi alle 1 prosentin, mikä kuvastaa kotimarkkinoiden vähäisiä hintapaineita. Inflaatio on ollut vaisua myös muissa EU-maissa. Tanskassa kuluttajahintainflaatio on nollan tuntumassa, ja Ruotsissa sekä Isossa-Britanniassakin hintojen nousuvauhti on kuluvan vuoden aikana ollut maltillista. Ruotsissa ja Tanskassa inflaation kiihtyminen on lähivuosina kuitenkin ripeämpää kuin euroalueella parempien kasvunäkymien vuoksi. Isossa-Britanniassa inflaatiota kiihdyttää brexit ennen kaikkea punnan heikkenemisen kautta.

Kuvio 10.

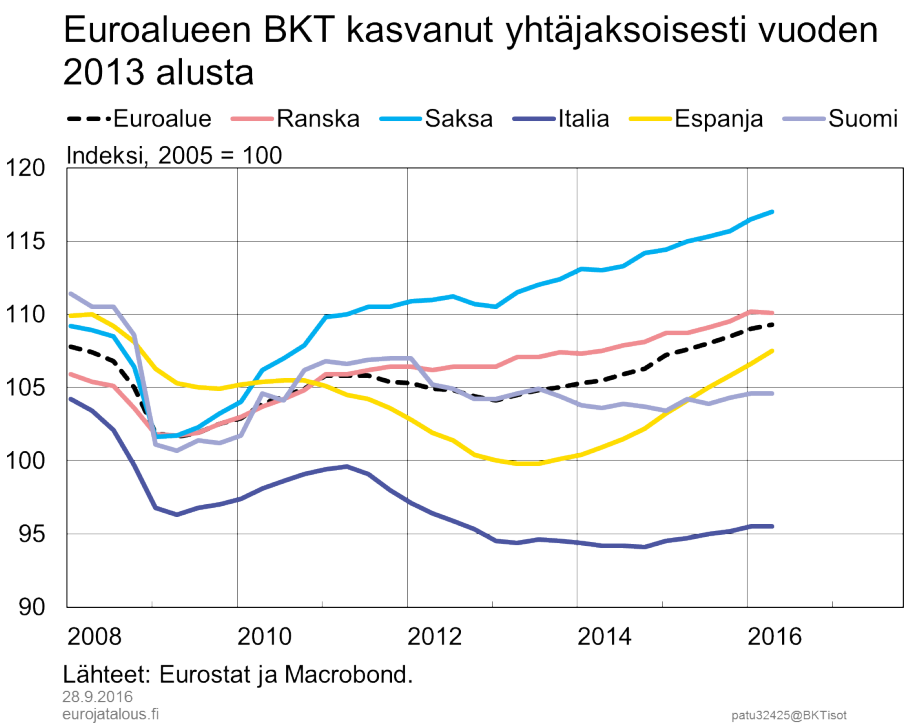


Suomen Pankin inflaationäkemyksen perustana on kolme keskeistä tekijää: raakaöljyn hinta, inflaatio-odotukset sekä tuotantokuilu.

Öljyn hinta on edelleen verrattain alhainen, ja ylitarjonnan vuoksi sen ennustetaan pysyvän matalana pitkälle vuoteen 2017. Ks. Öljymarkkinat hakevat uutta tasapainoa. Öljyn hinnan muutosten vaikutuksesta on kuitenkin odotettavissa inflaation hetkellinen kiihtyminen vuosien 2016 ja 2017 vaihteessa. Tämä johtuu ns. pohjavaikutuksesta. Öljyn hinta on tällä hetkellä vakiintunut selvästi korkeammaksi kuin viime vuodenvaihteessa ja kun inflaatiota mitataan hintojen muutoksena vuodentakaiseen verrattuna, on tällä selkeä hintoja nostava vaikutus.

Öljyn hinnan välittömät vaikutukset inflaatioon ovat kuitenkin kertaluonteisia. Öljyn hinnan kohoaminen nostaa yleistä hintatasoa mutta muutos ei vaikuta inflaatioon eli kuluttajahintojen 12 kuukauden muutokseen pysyvästi. Futuurihintojen perusteella öljyn hinnan vuotuinen nousuvauhti tasaantuu, jolloin vaikutus inflaatioonkin pienenee. Öljyn hinnan vaihtelut eivät siten itsessään ole suuri huolenaihe tarkasteltaessa asiaa hintavakauden kannalta oleellisella keskipitkällä aikavälillä. Öljyn hinnan vaihtelulla voi kuitenkin olla myös pidempiaikaisia, välillisiä vaikutuksia, jotka heijastuvat inflaatio-odotusten kautta lopulta palkanmuodostukseen.

Kuvio 11.



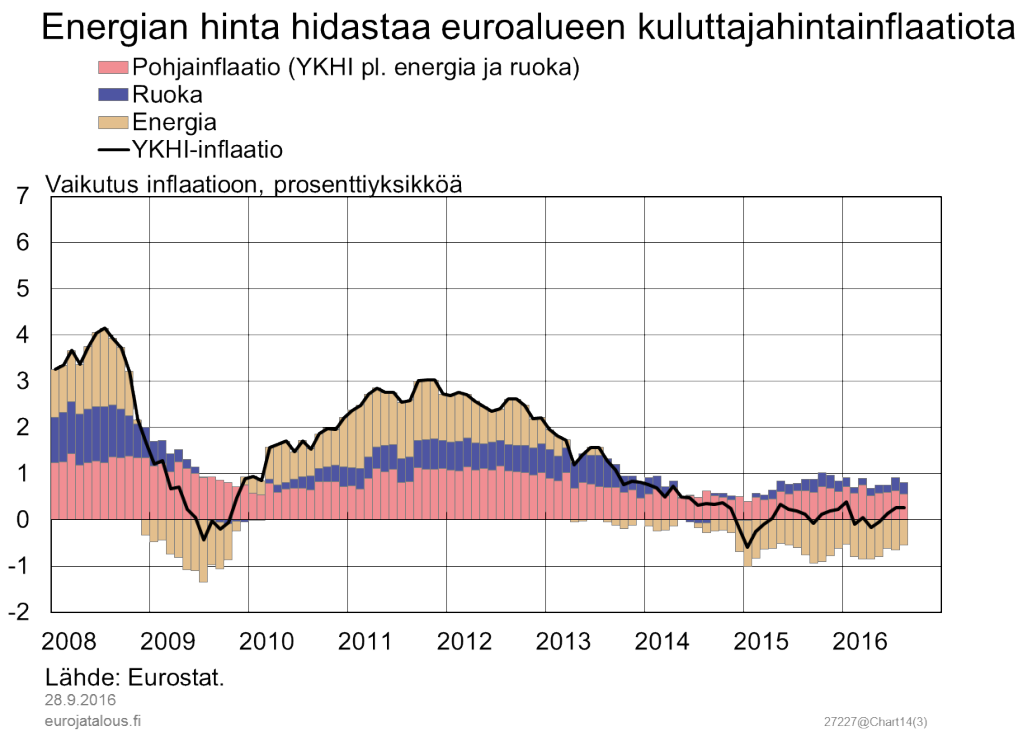
Kun öljyn hinta laski uudelleen vuoden 2015 lopulla ja vuoden 2016 alussa, myös markkinaperusteiset inflaatio-odotukset vaimenivat laajalti. Öljyn hinnan nousu keväällä 2016 sitä vastoin kiihdytti vain lyhyen aikavälin inflaatio-odotuksia. Sittemmin myös keskipitkän aikavälin odotukset ovat alkaneet uudestaan vahvistua. Pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovat kuitenkin jääneet vaimeiksi ja ovat nyt poikkeuksellisen matalalla. Kyse ei ole yksin euroalueen ongelmasta, sillä myös Yhdysvalloissa pitkät inflaatio-odotukset ovat hiipuneet, tosin viime aikoina hieman vähemmän kuin euroalueella.

Pitkien inflaatio-odotusten hiipuminen on huolestuttava kehityssuunta. Inflaatio-odotukset kuvastavat talouden toimijoiden näkemyksiä inflaation kehityksestä ja ovat siten keskeinen tekijä inflaatiodynamiikassa. Inflaatio-odotusten heikkeneminen voi ajaa talouden tilaan, jossa palkkojen nousuvauhti hiipuu ja sitä kautta lopulta myös kuluttajahintainflaatio hidastuu.

Markkinaperusteiset inflaatio-odotukset heijastavat kuitenkin jossain määrin muutakin kuin pelkästään inflaationäkemystä, joten ne eivät ole yksinomaan varteenotettava inflaatio-odotusten mittari. Ks. Miten hyvin inflaatioswapit heijastavat odotettua inflaatiota? Kyselytutkimuksiin perustuvat euroalueen keskimääräiset, pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ovat pysyneet kutakuinkin muuttumattomina, ja ammattiennustajien odotusten voidaankin katsoa olevan edelleen ankkuroituneena hintavakaustavoitteen tuntumaan. Eri lähteet kuitenkin osoittavat, että inflaatio-odotukset poikkeavat jonkin verran toisistaan. Viime vuosina ero markkinaperusteisten

ja ammattiennustajien inflaatio-odotusten välillä on kasvanut. Tästä syystä inflaationäkymiä arvioitaessa on syytä ottaa inflaatio-odotusten kehitys huomioon laaja-alaisesti.

Kuvio 12.



Kolmas inflaationäkymään vaikuttava tekijä on reaalitalouden tilaa kuvaava tuotantokuilu eli potentiaalisen ja toteutuneen tuotannon välinen erotus. Negatiivinen tuotantokuilu tarkoittaa, että talouden resurssit ovat vajaakäytössä, mikä näkyy mm. heikkona työllisyytenä. Tällöin taloudessa on käyttämättömiä voimavaroja ja paineet palkkojen ja sitä kautta hintojen nousuun ovat vähäiset. Eri arvioiden mukaan euroalueen tuotantokuilun odotetaan umpeutuvan vasta vuosikymmenen lopussa. Näin ollen, vaikka pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset ovatkin edelleen ankkuroituneet, pysyy pohjainflaation nopeutumisvauhti todennäköisesti lähivuodet vaimeana ja hintavakaustavoitteen saavuttaminen siirtyy hieman kauemmas. Tuotantokuilun ajantasainen arviointi on kuitenkin hyvin epävarmaa.

Kaiken kaikkiaan, jos markkinaperusteiset pidemmän aikavälin inflaatio-odotukset eivät kohene ja euroalueen tuotantokuilu säilyy ennusteperiodin lopulla nyt arvioidun mukaisena, lähivuosien inflaatio pysyy maltillisena, mutta kuitenkin vakaasti kohti hintavakautta vievällä uralla. Kuluvan vuoden lukuja painaa vielä öljyn hinnanmuutosten pohjavaikutus. Tämän jälkeen talousnäkymien paraneminen ja kevyenä jatkuva rahapolitiikka alkavat vähitellen kiihdyttää inflaatiota. Ennusteeseen liittyy kuitenkin epävarmuuksia, ja esimerkiksi vaikeasti ennakoitavan öljyn hinnan arvioitua suuremmat heilahdukset voivat muuttaa inflaatiokehitystä merkittävästikin.

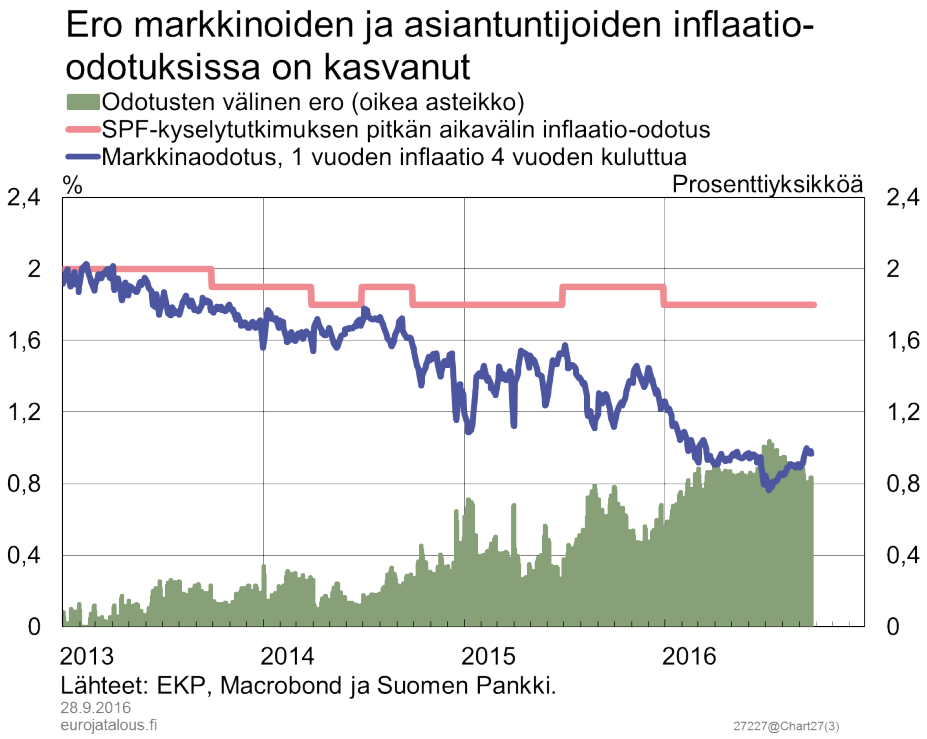
Suhdannetilanne ja pienemmät korkomenot kohentavat yhä euroalueen julkista taloutta

Finanssipolitiikan päätösperäiset toimet ja parempi suhdannetilanne ovat viime vuosina pienentäneet euroalueen julkisen talouden vajeita, jotka heikkenivät merkittävästi vuonna 2008 kärjistyneen finanssikriisin myötä. Finanssikriisin pitkästä varjosta kertoo se, että euroalueen julkisen velan suhde alkoi supistua vasta vuonna 2015.

Euroalueen julkisen talouden kokonaisvajeen arvioidaan pienenevän hieman vuonna 2016 ja supistuvan alle 2 prosentin suhteessa BKT:hen. Sama kehitys jatkuu myös seuraavina vuosina mutta vuonna 2017 aiemmin ennustettua hitaammin. Vuonna 2018 vajeen ei ennusteta vielä kutistuvan alle 1 prosentin BKT:stä. Vajeen suuruus vaihtelee maittain huomattavastikin.

Euroalueen suurista maista vain Saksassa velkasuhteen ennustetaan supistuvan vuosina 2016–2017. Italiassa ja Espanjassa velkasuhde alkaa pienentyä vuonna 2018, mikä merkitsee aiemmin ennustettua heikompaa kehitystä. Ranskassa velkasuhteen kasvun arvioidaan vasta pysähtyvän vuonna 2018. Näihin ennusteisiin liittyy kuitenkin merkittäviä epävarmuuksia, koska ne riippuvat ratkaisevasti toteutuneesta talouskasvusta.

Kuvio 13.



Yleisesti julkisen talouden tila ja näkymät riippuvat vallitsevasta korkotasosta,

suhdannetilanteesta ja finanssipolitiikan päätösperäisistä toimista. Näistä tekijöistä vallitseva korkotaso on tällä hetkellä erityisen suotuisa, mikä merkitsee julkisen talouden kannalta yhä vähenevіä korkomenoja.

Suhdannetilanne on monessa euroalueen maassa yhä selvästi tärkein julkisen talouden perusjäämää kohentava tekijä, kun vuoteen 2014 asti finanssipolitiikan päätösperäiset toimet olivat keskeisessä osassa. Vuonna 2016 finanssipolitiikka on euroalueen tasolla jopa jonkin verran elvyttävää; osasyynä tähän on pakolaiskriisistä johtuva julkisten menojen kasvu. Vakaus- ja kasvusopimus edellyttää kuitenkin myöhemmin ennustejaksolla jälleen finanssipolitiikan kiristämistä monissa euromaissa.

Ecofin-neuvosto totesi kesällä 2016, etteivät Espanja ja Portugali ole toteuttaneet tehokkaita toimia liiallisen alijäämän korjaamiseksi. Maat eivät ole saaneet liiallisia alijäämiään korjattua määräajassa, ja finanssipolitiikan sopeutustoimet ovat jääneet merkittävästi neuvoston suosituksesta. Espanjalta edellytetään lisätoimia 0,5 % BKT:stä sekä vuonna 2017 että 2018 ja Portugalilta 0,6 % BKT:stä vuonna 2017. Espanjalle ja Portugalille määrättävät sakot kuitenkin peruttiin maiden komissiolle lähettämissä perustelluissa pyynnöissä esitettyjen näkökohtien ansiosta.

Viime aikoina myös euroalueen finanssipolitiikan asianmukainen mitoitus on ollut esillä.[3] Erityisesti Saksaa on usein rohkaistu muidenkin euromaiden kasvua tukevaan kotimaiseen elvytykseen, esimerkiksi tuottaviin ja kasvua vahvistaviin infrastruktuuri-investointeihin. Saksan yhä ylijäämäisen valtiontalouden näkökulmasta tämä olisi mahdollista. Toisaalta Saksan julkinen velkasuhde on suotuisesta kehityksestään huolimatta vielä jonkin verran 60 prosentin (BKT:stä) velkarajaa suurempi.

Riskit painottuvat ennustettua heikomman kehityksen suuntaan

Kansainvälisen talouden ennusteen riskit painottuvat jälleen kerran ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Ennusteen perusuran kannalta keskeisimmät riskit voidaan jakaa kansainvälisen talouden riskeihin ja EU22-alueen sisäisiin riskeihin.

Kansainvälisen talouden riskit

Mahdollinen ennustettua positiivisemman kehityksen riski liittyy Yhdysvaltain kasvunäkymiin, jotka saattavat osoittautua odotettua suotuisammiksi. Näin saattaa käydä, jos **Yhdysvaltain tuottavuuden kasvu** ripeytyy lähemmäs vuosien 1995–2004 vauhtia. Työn tuottavuuteen vaikuttavat tekijät voidaan jakaa työvoiman osaamiseen, pääomakannan syventymiseen ja ns.

kokonaistuottavuuteen. Näistä viime vuosien heikon kehityksen takana ovat olleet investointien vähäisyys ja erityisesti huono kokonaistuottavuus. Matala korkotaso tukee osaltaan yritysten investointeja. Sen sijaan kokonaistuottavuuden kehitystä on hyvin vaikea arvioida. Jos Yhdysvaltain kasvunäkymät paranisivat merkittävästi, tämä johtaisi myös euroalueen kannalta parempaan talouskehitykseen, kun euroalueen ulkoinen kysyntä kohenisi.

Yhdysvaltojen ja koko maailmantalouden näkymät voivat kuitenkin myös heiketä merkittävästi erityisesti, jos jo virinnyt protektionismikeskustelu leviää laajemmalle ja ulottuu myös poliittisiin päätöksiin kehittyneissä talouksissa. Erityisiä kysymysmerkkejä liittyy vapaakauppa-alueneuvottelujen (Trans-Pacific Partnership Agreement [TPP] ja Transatlantic Trade and Investment Partnership [TTIP]) mahdolliseen kariutumiseen. **Protektionismiin ja sisäänpäin käpertymiseen** liittyvät kehityskulut ovat luonteeltaan poliittisia, ja siksi niiden todennäköisyyden ja vaikutusten arviointi taloustieteellisten välineiden avulla on hyvin vaikeaa.

Kiinan talous kasvoi alkuvuonna odotettua ripeämmin. Tästä huolimatta on epätodennäköistä, että maan talouskasvu pystyisi jatkossa yllättämään merkittävästi ennustettua positiivisempaan suuntaan. Kiinan talouskasvun reipas tahti on yhä enemmän perustunut velkavetoiseen kasvuun, mikä lyhyellä aikavälillä altistaa Kiinan talouden rahoitusmarkkinahäiriöille. Pitemmän aikavälin ongelma Kiinan talouskehityksessä on ollut se, että kasvu on rakennettu pitkälti vientivetoiseksi ja investointipainotteiseksi. Kiinan talouden rakennetta onkin yritetty muuttaa tasapainoisemmaksi kotimaisen kulutuskysynnän suuntaan, mikä tarjoaisi paremmat eväät kestävän talouskasvun ylläpitämiseen pitkällä aikavälillä.

Kiinan talouteen liittyy merkittävä ennustettua heikomman kehityksen riski, sillä taloudessa on suuria epätasapainoja, joiden purkautuminen hallitsemattomasti voi johtaa selvästi suurempiin rahoitusmarkkinahäiriöihin kuin Kiinassa on viime vuosina koettu. Etenkin yritysten velkaantuminen on lisääntynyt hyvin nopeasti, ja velkaa on keskittynyt tehottomiin yrityksiin, joiden velanhoitokyky on heikentynyt. Mahdollinen **Kiinan rahoitusmarkkinahäiriö** voi kärjistyä talouskriisiksi, jossa epävarmuus kasvaisi ja luottamus talouskehitykseen heikkenisi nopeasti. Epävarmuuden lisääntyminen kasvattaisi yritysten riskipreemioita eli yritysten rahoituskustannuksia ja leikkaisi sitä kautta investointeja. Suuremmat rahoituskustannukset vähentäisivät myös yritysten tuotantoa ja työn kysyntää, mikä hidastaa palkkojen nousuvauhtia. Heikentyvä työllisyys ja palkkakehitys vähentäisivät kotitalouksien tuloja, ja tätä kautta myös yksityisen kysynnän kasvu hidastuisi. Koska Kiinan taloudellinen merkitys on suuri ja maa on syvästi integroitunut maailmantalouteen, vaikutukset näkyisivät myös nousevissa talouksissa. Suomen Pankissa kansainvälisen raha- ja finanssitalouden ns. GIMF-mallin avulla tehtyjen laskelmien mukaan Kiinan kasvun hidastuminen prosenttiyksikön verran leikkaisi Yhdysvaltojen ja euroalueen kasvusta noin 0,3–0,4 prosenttiyksikköä.

EU22-alueen sisäiset riskit

Yksi ilmeinen riski euroalueella on **Ison-Britannian EU-eron** (brexitin) vaikutus talouskehitykseen. Milloin ja miten ero käytännössä toteutuu, on kuitenkin vielä arvailujen varassa. Kolme kuukautta brexitäänestyksestä – missä mennään? Brexitin lyhytaikaiset taloudelliset vaikutukset syntyvät luottamus-, varallisuus- ja valuuttakurssikanavien kautta. Pidemmällä aikavälillä työvoiman vapaan liikkuvuuden ja mahdollisten tullien vaikutukset korostuvat.

Brexitiä koskevat skenaariot perustuvat yleensä kahteen tai kolmeen eri oletukseen siitä, miten Iso-Britannia järjestää kauppasuhteensa EU:n (ja muun maailman) kanssa. Laskelmissa Ison-Britannian tullimaksut (suhteessa EU27-alueeseen) suurenevat pysyvästi. Suotuisassa vaihtoehdossa EU-tullit ovat samankaltaiset kuin Norjan ETA-sopimuksessa (keskimäärin reilu prosentti), jolloin suorat kauppavaikutukset jäävät hyvin pieniksi. Jos sen sijaan oletetaan, että tullit nousisivat WTO-maiden tullien tasolle (lähes 5 prosenttiin), vaikutukset olisivat selvästi suuremmat.

Tullimaksujen korotus vaikuttaa siten, että Ison-Britannian tuonti ja vienti EU-alueelle supistuvat pysyvästi. Tuontihyödykkeiden kallistuminen lisää kustannuksia, mikä johtaa yritysten vähäisempiin investointeihin ja pääomakantaan pitkällä aikavälillä. Vastaavasti kotitaloudet joutuvat vähentämään kulutusmenojaan. Laskelmissa punta heikkenee, kun yritykset yrittävät saada tuotantoa myytyä ulkomaille, koska kotimainen kysyntä ei vedä. Rahoituspalvelut ovat tavarakaupan lisäksi merkittävä vaikutuskanava.

Toinen erityisesti euroaluetta koskeva huoli ovat **Italian pankkijärjestelmän** 360 mrd. euron järjestämättömät lainat. Italian valtiovarainministeriön arvion mukaan näistä noin 85 mrd. euroa on varsinaisia ongelmaluottoja, joihin ei ole luottotappiovarauksia eikä myöskään pankkien omia pääomia käytettäväksi. Italian hoitamattomien luottojen ongelma voi kärjistyä, jos rahoitusmarkkinoilla syntyy epäilyjä italialaispankkien tilasta ja/tai perustuslain uudistamista koskeva kansanäänestys johtaa poliittiseen pattitilanteeseen. Sekä alkuvuoden 2016 Kiinan kasvuhuolista kummunneen että brexittuloksen jälkeiset rahoitusmarkkinoiden häiriöt tarttuivat markkinoiden heikoiksi arvioimien pankkien osakkeiden ja luottoriskisopimusten hintoihin.

Myös Portugalin pankkien ongelmaluottojen määrä on huomattavan suuri eli noin 30 mrd. euroa. Pankkien tilanteen lisäksi Portugalin tilanteen haurautta lisää myös se, että valtion luottoluokitus, joka on ehto mm. valtion ja valtion takaamien joukkolainojen vakuuskelpoisuudelle EKP:n rahapolitiikkaoperaatioissa, on vain yhden luottoluokituslaitoksen (DBRS) varassa.

Viitteet

1. Kesäkuussa 2016 TLTRO II -operaatiossa haettu määrä oli noin 400 mrd. euroa. Tästä merkittävä osa oli seurausta siitä, että pankkien sallittiin siirtyä aiemmasta TLTRO I -ohjelmasta TLTRO II -ohjelmaan. ↑
2. Ks. myös Hukkinen, Juhana – Kortela, Tomi (2014) Kriisien vaikutus euroalueen talouteen. BoF Online 15.12.2014. ↑
3. Vakaus- ja kasvusopimuksen säännöt eivät velvoita yksittäisiä euromaita ottamaan koko euroalueen finanssipolitiikan mitoitusta huomioon. ↑

Asiasanat

inflaatio, maailmantalous, rahapolitiikka, talouskasvu