Rahapolitiikkakatsaus

Maailmantaloudessa suotuisaa kehitystä ja uusia huolia

Rahapolitiikka | 30.03.2017

Maailmantalouden kasvu voimistuu vuoden 2016 tilanteeseen verrattuna ja jatkuu reilun 3 prosentin vauhtia vuosina 2017–2019. Luottamuksen koheneminen niin Yhdysvalloissa kuin laajemminkin voimistaa kasvua lyhyellä aikavälillä. Yhdysvaltain kasvu voi vuosina 2018–2019 olla ennustettua nopeampaa, jos uuden hallinnon odotetut kasvua vahvistavat toimet toteutuvat täysimääräisesti. Toisaalta protektionististen toimien näköpiirissä oleva lisääntyminen saattaa heikentää maailmantalouden ja kaupan kasvua oleellisesti.

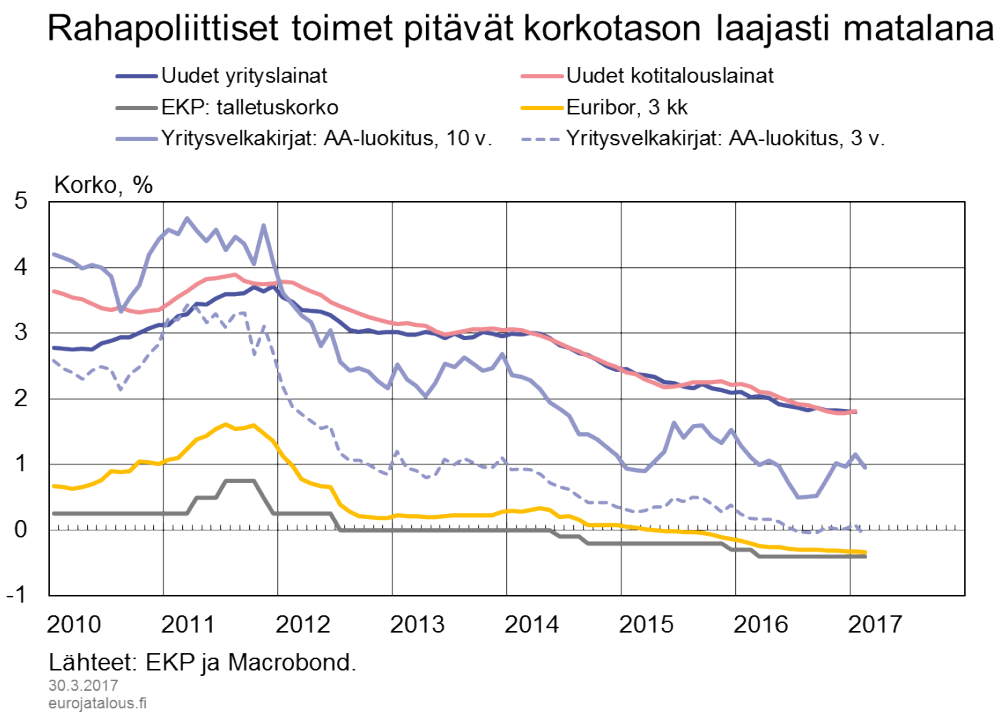


Rahapolitiikka jatkuu poikkeuksellisen kevyenä

Talouskasvu on euroalueella jatkunut laaja-alaisena, mutta inflaatiopaineet ovat edelleen vähäiset. EKP:n neuvosto päätti joulukuun 2016 rahapolitiikkakokouksessaan pidentää laajennetun

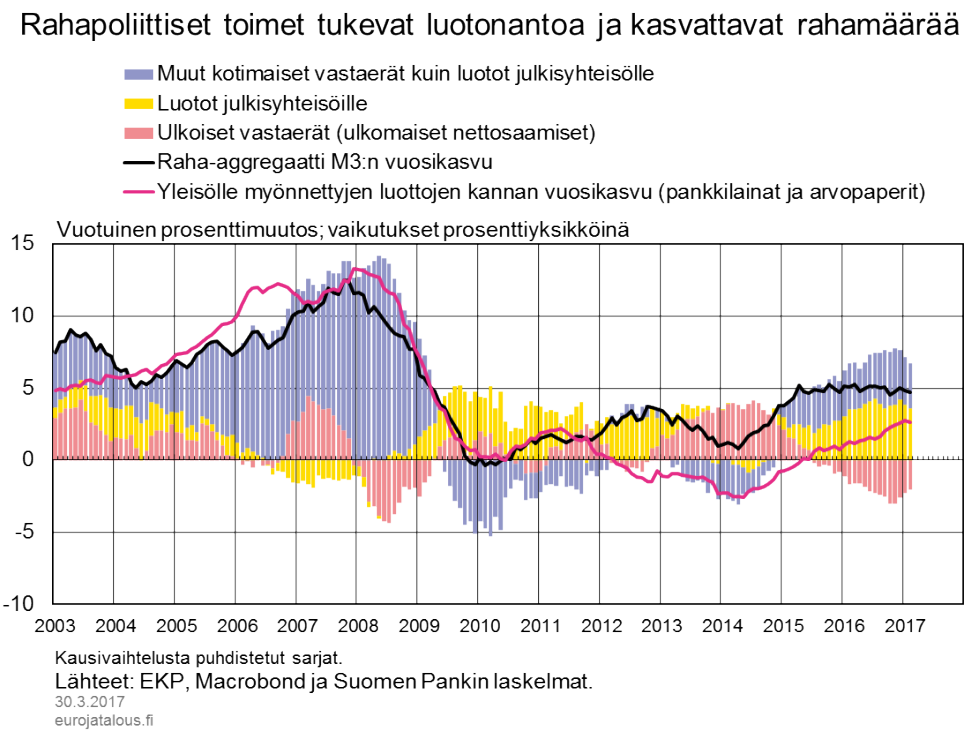
omaisuuserien osto-ohjelman kestoa vuoden 2017 loppuun. Tarvittaessa ostoja voidaan jatkaa, kunnes inflaatiovauhti on palautunut kestävästi tavoitteeseensa. Samalla neuvosto päätti palauttaa kuukausittaiset rahapoliittiset ostot 60 mrd. euroon huhtikuusta 2017 lähtien. Mikäli talousnäkymät heikkenevät uudelleen tai jos rahoitusmarkkinatilanne ei enää myötävaikuta inflaatiovauhdin nopeutumiseen, ostoja voidaan kasvattaa uudelleen. Ostojen sujuvuuden varmistamiseksi neuvosto päätti lyhentää julkisen sektorin velkapapereiden osto-ohjelmassa ostettavien arvopapereiden jäljellä olevan vähimmäisjuoksuajan kahdesta vuodesta yhteen sekä hyväksyä jatkossa ohjelman piiriin sellaisetkin arvopaperit, joiden tuotto alittaa EKP:n talletuskoron.

Kuvio 1.



Rahapoliittiset korot ovat yhä poikkeuksellisen matalalla. Rahapolitiikan vastapuolille maksettava talletuskorko on maaliskuusta 2016 alkaen ollut –0,40 % (Euroalueen rahamarkkinat muutosten kourissa). Neuvosto ei odota nostavansa ohjauskorkojaan ennen kuin osto-ohjelma on päättynyt. EKP:n neuvoston maaliskuussa 2016 aloittama sarja kohdennettuja pitempiaikaisia rahoitusoperaatioita (TLTRO II) loppuu, kun viimeinen erä on toteutettu maaliskuussa 2017. Näissä operaatioissa pankeille on tarjottu edullista rahoitusta neljäksi vuodeksi perusrahoitusoperaatioiden korolla (tällä hetkellä 0,0 %). Jos pankki on lisännyt tarpeeksi luotonantoaan yrityksille ja kotitalouksille, korko voi laskea samansuuruiseksi kuin lainanottohetkellä vallitseva talletuskorko. Kokonaisuudessaan pankit ovat ottaneet TLTRO II-operaatioissa rahoitusta 740 mrd. euroa.

Kuvio 2.

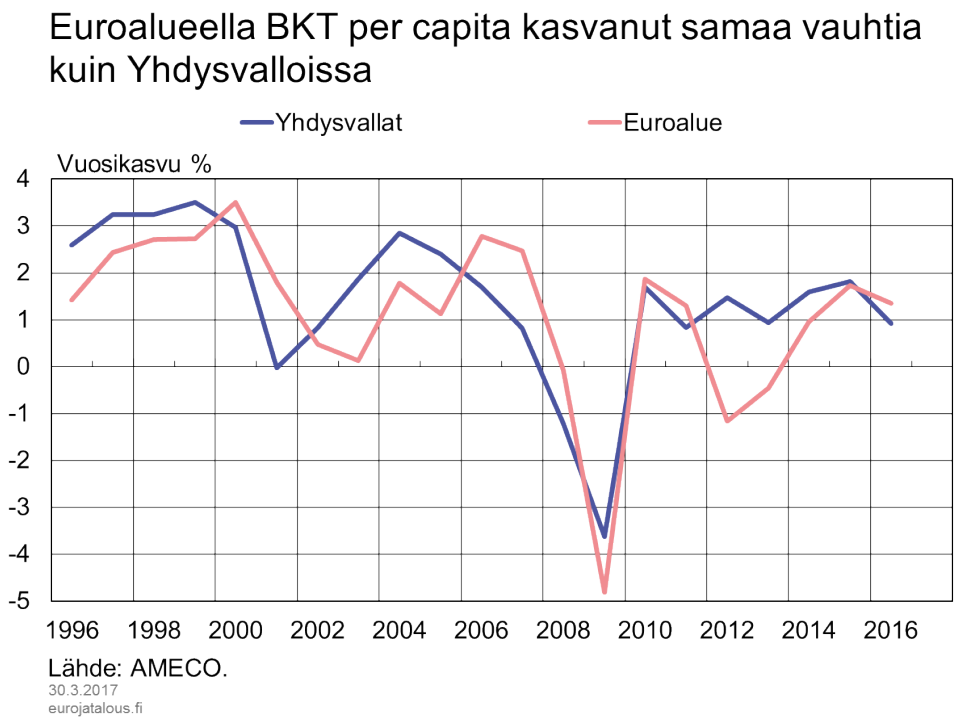


Rahapoliittiset toimenpiteet pitävät korkotason laajasti matalana ja yksityisen sektorin rahoitusolot suotuisina. Rahapolitiikan keveys ylläpitää myös varallisuuserien hintoja ja tukee inflaatio-odotusten voimistumista, mikä alentaa reaalikorkoja. Euroalueen valtionlainakorot ovat hieman kohonneet kesästä 2016, mutta ovat yhä keskimäärin matalat.

Pankkien antolainauskorot historiallisen matalalla

Uusien pankkilainojen keskikorot alenivat edelleen vuoden 2016 aikana, ja kotitalouslainojen keskikorko laski enemmän kuin yrityslainojen. Uusien yritys- ja kotitalouslainojen keskikorko oli vuoden 2017 alussa hieman alle 2 %. Yrityslainojen keskikoron lasku näyttää pysähtyneen syksyn 2016 aikana. Kehitystä vahvisti se, että pankit kiristivät vuoden 2016 viimeisellä neljänneksellä jonkin verran yrityslainojen luottoehtoja.[1]

Kuvio 3.



Uusien yrityslainojen korkoero velkakriisistä pahiten kärsineiden maiden (ns. GIIPS-maat eli Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali ja Espanja) ja hyvän luottoluokituksen maiden (tässä Alankomaat, Belgia, Itävalta, Ranska, Saksa ja Suomi) välillä pieneni edelleen loppuvuonna 2016. Uusien yrityslainojen keskikorko oli GIIPS-maissa vuoden 2017 alussa noin 2,5 %, mikä on vajaan prosenttiyksikön korkeampi kuin vastaava keskikorko hyvän luottoluokituksen maissa. Kreikassa uusien yrityslainojen keskikorko oli vuoden alussa noin 5 % eli lähes 3 prosenttiyksikköä suurempi kuin vastaava keskikorko Italiassa tai Espanjassa. Euroalueen matalimmat keskikorot (noin 1,5 %) uusissa yrityslainoissa tilastoitiin vuoden alussa Alankomaissa ja Luxemburgissa. Suomessa vastaavat yrityslainakorot olivat vuoden 2017 alussa euroalueen keskimääräisellä tasolla eli noin 1,8 %. Yritysten markkinaehtoisen rahoituksen hinta eli yritysvelkakirjalainojen korko on yhä poikkeuksellisen matalalla.

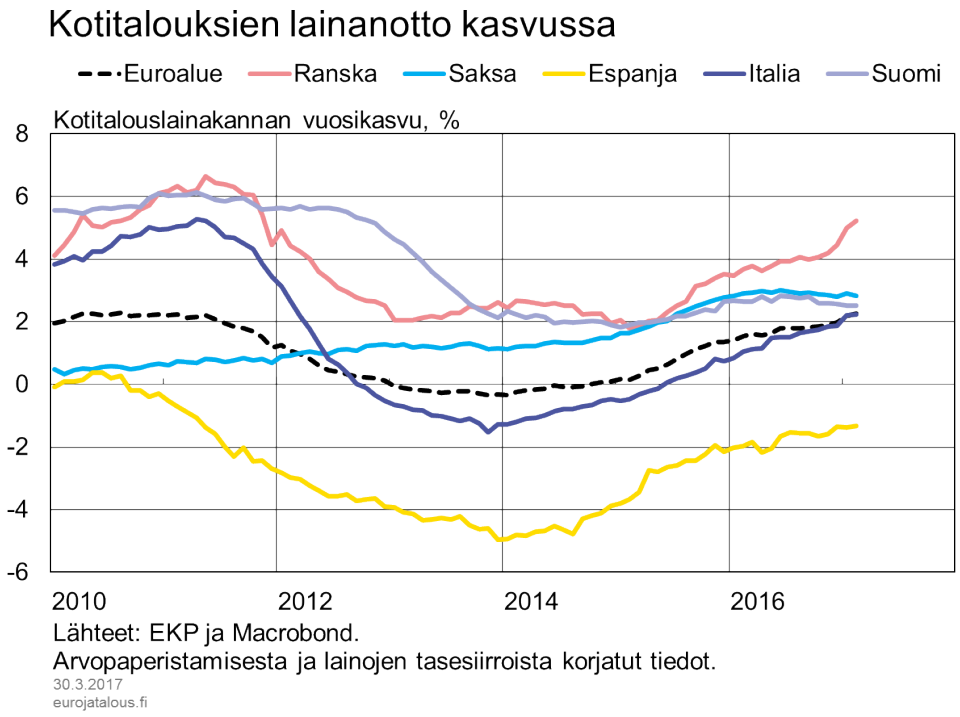
Kotitalouslainojen keskikorot laskivat vuoden 2016 aikana hyvän luottoluokituksen maissa enemmän kuin GIIPS-maissa, ja maaryhmien välinen korkoero leveni muutaman kymmenyksen verran. Uusien kotitalouslainojen keskikorko oli GIIPS-maissa vuoden 2017 alussa noin 2 % ja korkean luottoluokituksen maissa vastaavasti hieman alle 2 %. EKP:n luotonantokyselyn mukaan pankit odottavat niin asunto- kuin kulutusluottojenkin luottoehtojen edelleen keventyvän alkuvuodesta 2017. Hajonta uusien kotitalouslainojen keskikoroissa kaikkien euromaiden kesken oli vuoden 2017 alussa pari prosenttiyksikköä. Euroalueen korkein uusien kotitalouslainojen keskikorko oli Irlannissa (noin 3 %) ja matalin Suomessa (noin 1 %).

Matala korkotaso vahvistaa luotonannon kasvua

EKP:n rahapoliittiset elvytystoimet alentavat korkotasoa ja tukevat luotonannon kasvua. Laajennettu osto-ohjelma alentaa korkotasoa ostokohteita laajemmin, sillä arvopaperin myyjän on sijoitettava arvopaperien myynneistä saamansa rahat muihin omaisuuseriin. Arvopapereista saatavien tuottojen pienetessä lainanannosta tulee pankeille aiempaa houkuttelevampaa. Vaikka EKP:n negatiivinen talletuskorko kasvattaa pankkien kustannuksia, se myös kannustaa pankkeja käyttämään rahamarkkinoita likviditeettierojensa tasaamiseen. Matala korkotaso kasvattaa yritysten ja kotitalouksien lainojen kysyntää ja tukee myös sitä kautta taloudellista aktiivisuutta.

Rahoituksen määrällä on yhteys inflaation kehitykseen, reaalitalouteen ja rahoitusmarkkinoiden vakauteen. Kun rahamuuttujat kasvavat, se tarkoittaa yleensä myös reaalitaloudellisen aktiivisuuden lisääntymistä. Jos luotot (pankkilainat ja pankkien sijoitukset yleisön liikkeeseen laskemiin arvopapereihin) kasvavat nopeasti ja samanaikaisesti rahamäärän kanssa, kertoo se yleensä taloudellisen toimeliaisuuden ja hieman pidemmällä aikavälillä myös inflaatiopaineiden lisääntymisestä. Jos uusia luottoja taas otetaan lähinnä erääntyvien luottojen maksamiseen, eikä kulutukseen tai investointeihin, rahan määrä taloudessa ei kasva eikä hintapaineita synny. EKP kiinnittääkin rahoitusmuuttujista erityistä huomiota lainanannon kasvuun.[2]

Kuvio 4.



Rahamäärää[3] ovat viime aikoina entistä enemmän kasvattaneet yksityiselle sektorille myönnetyn luotonannon jatkuva elpyminen ja pankkisektorin pitkäaikaisen velan supistuminen (violetit pylväät kuviossa 4). Pitkäaikaisen velan supistumiseen on vaikuttanut se, että pitkäkestoiset talletukset ovat muuttuneet vähemmän houkutteleviksi alhaisen korkotason ja lyhyiden ja pitkien korkojen eron pienenemisen myötä. EKP:n kohdennetut pitempiaikaiset rahoitusoperaatiot ovat osaltaan korvanneet pankkien muuta pitkäaikaista rahoitusta.

Rahamäärää kasvattavana tekijänä toimivat myös luotot julkisyhteisöille (keltaiset pylväät kuviossa 4). Erä pitää sisällään sekä pankkisektorin julkisyhteisöille myöntämät luotot (joiden kanta on viime aikoina vähentynyt) että eurojärjestelmän laajennettuun osto-ohjelmaan kuuluvat julkisen sektorin arvopaperiostot, jotka ovat lisänneet myyjäosapuolten pankkitalletuksia. Vastaavasti rahamäärän kasvua vaimentaa pääoman vienti (vaaleanpunaiset pylväät kuviossa 4). Tähän erään ovat vaikuttaneet mm. EKP:n euroalueen ulkopuolisilta myyjiltä osto-ohjelman mukaisesti tekemät velkapaperiostot, joiden myyntituotot on kotiutettu.

Rahamäärä on euroalueella kasvanut vuoden 2015 alkupuolelta lähtien suhteellisen tasaisesti noin 5 prosentin vuosivauhtia. Vuoden 2016 aikana luotonanto on lisääntynyt samanaikaisesti rahamäärän kanssa. Luottojen määrä taloudessa kasvaa, kun pankit lisäävät lainanantoaan tai ostavat yleisön liikkeeseen laskemia velkapapereita. Vaikka euroalueen pankkisektorin sijoitukset yksityisen sektorin velkapapereihin ovat nykyisellään noin 2 000 mrd. euroa eli lähes nelinkertaiset verrattuna 1990-luvun lopun tilanteeseen, perinteiset pankkilainat muodostavat edelleen noin 85 % yksityisen sektorin yhteenlasketusta luottokannasta.

Pankkilainakantojen vuosikasvu on jatkanut elpymistään euroalueella, vaikka maakohtaiset erot pysyvät suurina. Pankkien yksityiselle sektorille myöntämien lainojen yhteenlaskettu kanta[4] kasvoi loppuvuonna 2016 ja vuoden 2017 alussa reilun 2 prosentin vuosivauhtia. Pankkien yksityisen sektorin velkapaperisijoitusten vuosikasvu kiihtyi loppuvuodesta ja oli tämän vuoden alussa noin 7 %.

Lainakantojen elpyminen vaatii luonnollisesti myös yksityiseltä sektorilta lainanottohalukkuutta. Pankkien luotonantokyselyn mukaan sekä yritys- että kotitalouslainojen kysyntä pysyi vuoden 2016 viimeisellä neljänneksellä vahvana ja positiivisen kehityksen nähdään jatkuvan myös vuoden 2017 puolella.

Pankkien vakavaraisuus kohentunut tasaisesti

Markkinoiden epäluottamus eurooppalaisia pankkeja kohtaan on vähentynyt merkittävästi viimeisen puolen vuoden aikana. Pankkien osakekurssit ovat nousseet ja riskilisät pysyneet pieninä. Pankkiosakkeet ovat hyötyneet odotuksista, jotka koskevat Yhdysvaltojen uuden

hallinnon talouskasvua lisääviä toimia sekä rahoitussektorin sääntelyn purkamista.

Talousnäkymien kohentuminen ja lyhyiden ja pitkien korkojen välisen eron kasvu ovat pankkien kannattavuuden kannalta pidemmällä aikavälillä myönteinen asia. Viimeaikainen kurssinousu on kuitenkin kääntänyt huomion pois monista pankkien pitkän aikavälin kannattavuuteen liittyvistä haavoittuvuuksista. Yhteisen valvontamekanismin (SSM) mukaan euroalueen pankkien kannattavuus on edelleen heikko. Vuoden 2016 kolmannella neljänneksellä pankkien keskimääräinen oman pääoman tuotto pieneni merkittävästi vuodentakaisesta ja oli noin 5,5 %. Heikon kannattavuuskehityksen taustalla ovat olleet etenkin korkokatteen sekä palkkio- ja komissiotuottojen huono kehitys sekä erilaiset rakenteelliset ongelmat.

Monissa euroalueen maissa pankkien kannattavuuteen vaikuttavat edelleen velkakriisistä perinnöksi jääneet suuret määrät järjestämättömiä saamisia, jotka heikentävät pankkien kannattavuutta ja kykyä välittää rahoitusta reaalitalouteen. Tämä ylläpitää myös euromaiden välistä luotonannon eriytyneisyyttä. Pankkien järjestämättömien saamisten ongelmaa on pyritty ratkaisemaan useilla keinoilla, mutta ratkaisu vie aikaa.

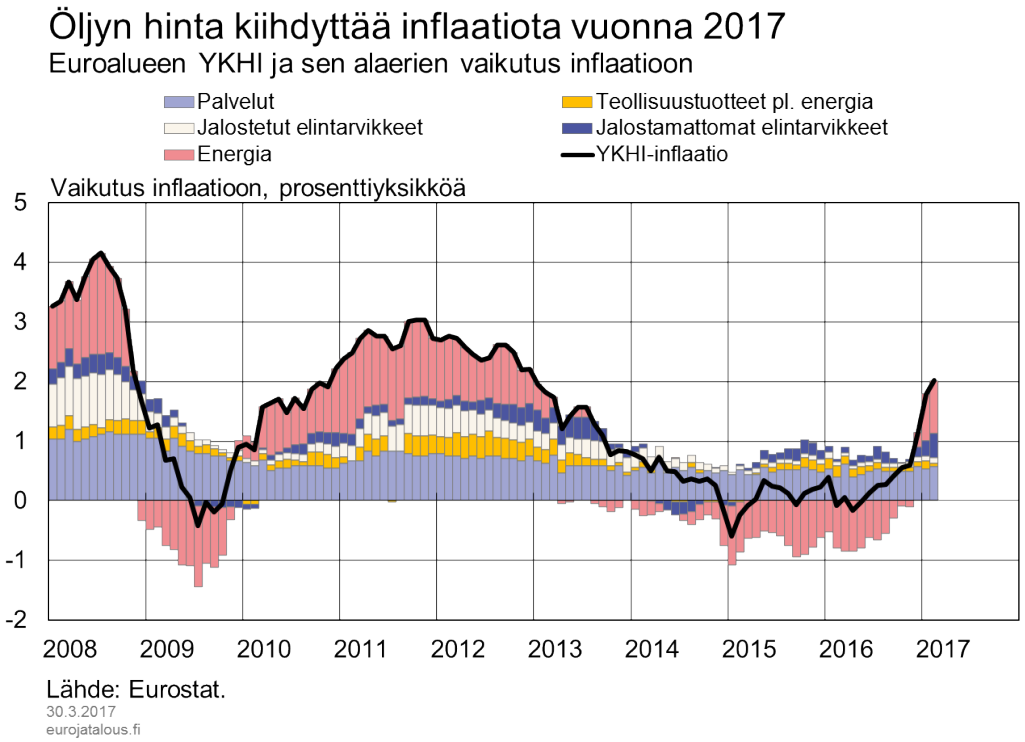
Euroopan pankkisektori kärsii osittain myös ylikapasiteetista ja tehottomuudesta. Sektori on talouteen nähden suuri, ja osassa keskeisistä maista pankkikonttoreita on paljon. Pankkien suuri lukumäärä sekä kiristynyt kilpailu supistuvista tuotoista ovat osaltaan heikentäneet pankkien kannattavuutta. Kannattavuusongelmat vaikuttavat pankkien kykyyn uudistua siten, että pankit pystyisivät vastaamaan muuttuviin asiakaspreferensseihin ja sektorin ulkopuolelta tulevan kilpailun lisääntymiseen. Riskinä on, että tuottojen heikkeneminen vaikeuttaa pankkien tervehtymistä ja huonontaa edelleen pankkien kykyä rahoittaa reaalitaloutta. Toistaiseksi pankkien kustannusten ja tuottojen suhde on pysytellyt suurena kustannusleikkauksista huolimatta.

Positiivista kuitenkin on, että kannattavuusongelmista huolimatta euroalueen pankkien vakavaraisuus on parantunut tasaisesti vuodesta 2008 lähtien ja lähes kaksinkertaistunut kriisin jälkeen. EKP:n mukaan euroalueen pankkien keskimääräinen ensisijaisiin omiin varoihin perustuva ns. Tier 1 -vakavaraisuussuhde oli vuoden 2016 kolmannella neljänneksellä 14,5 %. Pankkien kannalta olisikin tärkeää, että parhaillaan valmisteluvaiheessa olevat sääntelyhankkeet saataisiin vietyä loppuun. Tämä vähentäisi epävarmuutta pankkien tulevista pääomatarpeista ja tukisi tätä kautta luotonantoa. Keskustelu sääntelyn purkamisesta ylläpitää epävarmuutta. Sääntelyn keventäminen voi kasvattaa rahoitusjärjestelmän haavoittuvuuksia pitkällä aikavälillä. Jos talouskehitykseen tai markkinoihin liittyvät riskit realisoituisivat, haavoittuvuudet heikentäisivät rahoituksen välittymistä, mikä puolestaan vaikuttaisi negatiivisesti reaalitalouden kehitykseen.

Euroalue kasvanut yhtäjaksoisesti neljä vuotta

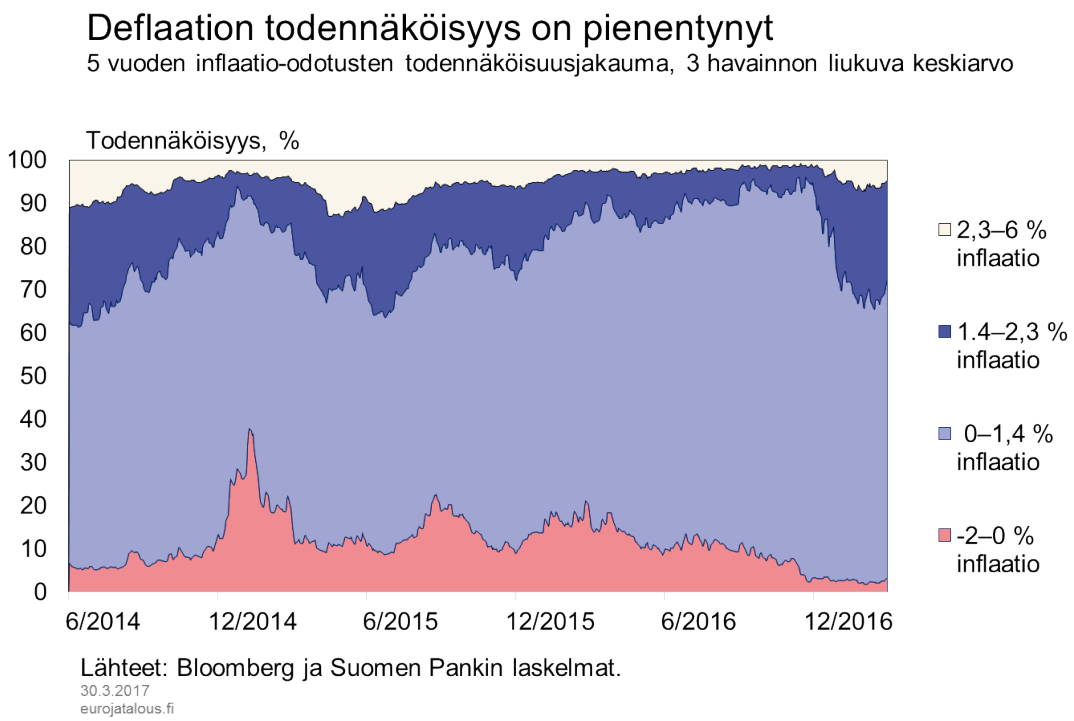
Euroalueen bruttokansantuote kasvoi 1,7 % vuonna 2016 yksityisen kulutuksen ja investointien vetämänä. Luottamusindikaattorien kohoaminen viittaa kasvun jatkuvan ripeänä vuoden 2017 alkupuoliskolla. Yhtäjaksoista kasvua on nyt kestänyt neljä vuotta. Euroalueen talouden sisäiset perustekijät eivät ole viimeisen puolen vuoden aikana muuttuneet. Ne tukevat kasvua. Kevyenä jatkuva rahapolitiikka pitää yksityisen sektorin rahoitusolot yhä suotuisina ja velanhoidon rasittavuuden maltillisena. Finanssipolitiikka on lähivuosina kutakuinkin neutraalia ja työmarkkinat jatkavat kohentumistaan. Näiltä osin suotuisan kehityksen arvioidaan jatkuvan myös tulevina vuosina.

Kuvio 5.



Vaikka euroalueen talous on kasvanut yhtäjaksoisesti viime vuosina, on bruttokansantuotteen kasvu jäänyt kahdenkymmenen viime vuoden aikana hitaammaksi kuin Yhdysvalloissa. Kuitenkin väkilukuun suhteutettuna ero euroalueen ja Yhdysvaltain bruttokansantuotteen kasvussa on pienempi. Vuosina 2015–2016 euroalueen bruttokansantuotteen kasvu on väkilukuun suhteutettuna ollut jopa voimakkaampaa kuin Yhdysvalloissa. Toisaalta euroalueen valtioiden velkakriisi näkyy selvästi Yhdysvaltain kasvua hitaampana kehityksenä myös väkilukuun suhteutetuissa kasvuluvuissa erityisesti vuosina 2012–2013.

Kuvio 6.

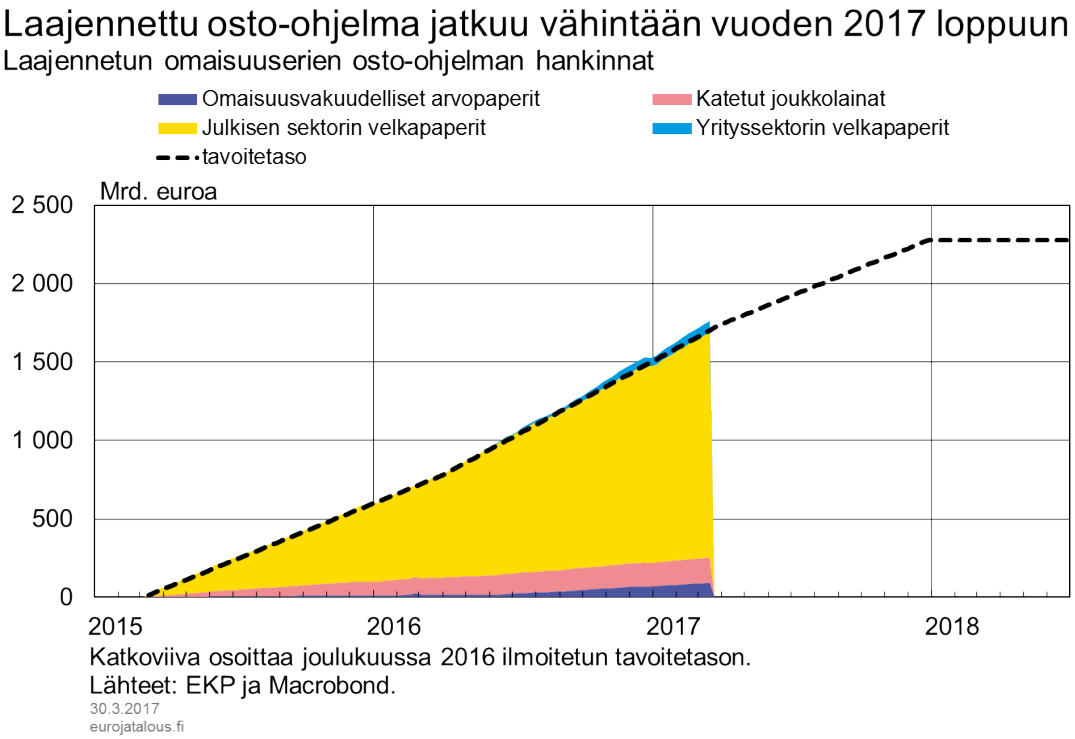


Kotimainen kysyntä on euroalueen kasvun moottori

Yksityinen kulutus ja yksityiset investoinnit ovat olleet vuosina 2015–2016 eniten euroalueen kasvua tukevia kokonaiskysynnän osatekijöitä. Kasvun rakenne jatkuu lähivuosina samankaltaisena. Julkinen kulutus tukee keskimäärin hieman kasvua, mutta nettoviennin vaikutus on hyvin vaatimaton.

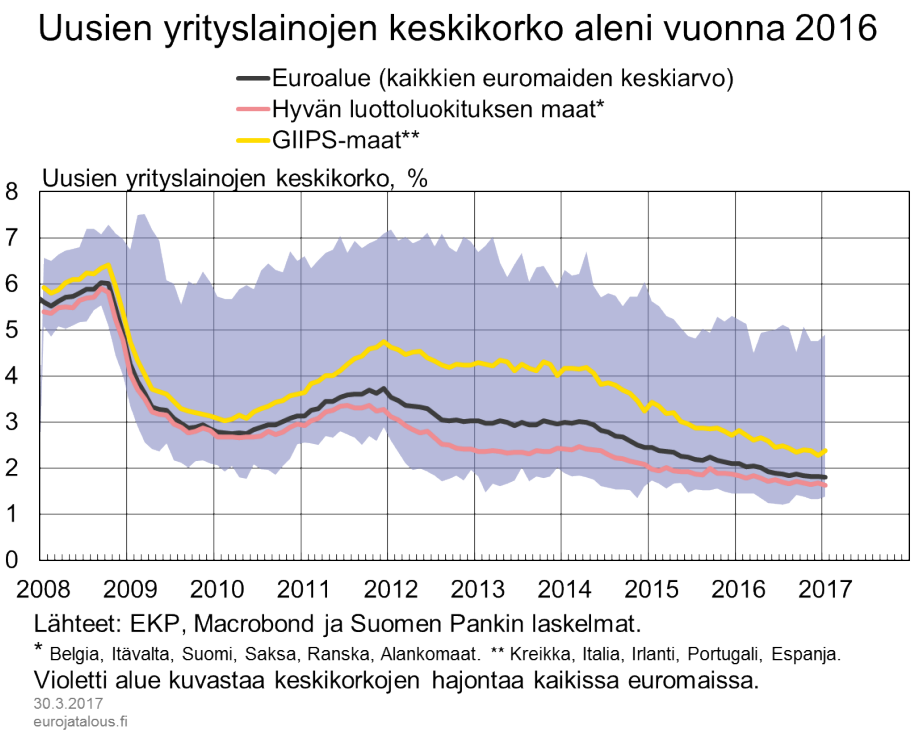
Yksityistä kulutusta ylläpitää kotitalouksien käytettävissä olevien tulojen kasvu, kun työllisyystilanne jatkaa kohenemistaan ja työntekijäkohtaiset työtulot lisääntyvät edelleen. Toisaalta inflaation lievä kiihtyminen vaimentaa käytettävissä olevien reaalitulojen kasvua. Euroalueen työttömyysaste on alentunut noin 12 prosentin huipustaan jo hieman alle 10 prosenttiin. Maakohtaiset erot työttömyysasteessa ovat kuitenkin yhä suuret. Vaikka suhdannetilanne vähentää työttömyyttä lähivuosina edelleen, euroalueella aletaan lähestyä rakennetyöttömyyden tasoa. Rakenteellisen työttömyyden vähentämiseksi tarvitaan yhä päättäväisiä maakohtaisia toimia.

Kuvio 7.



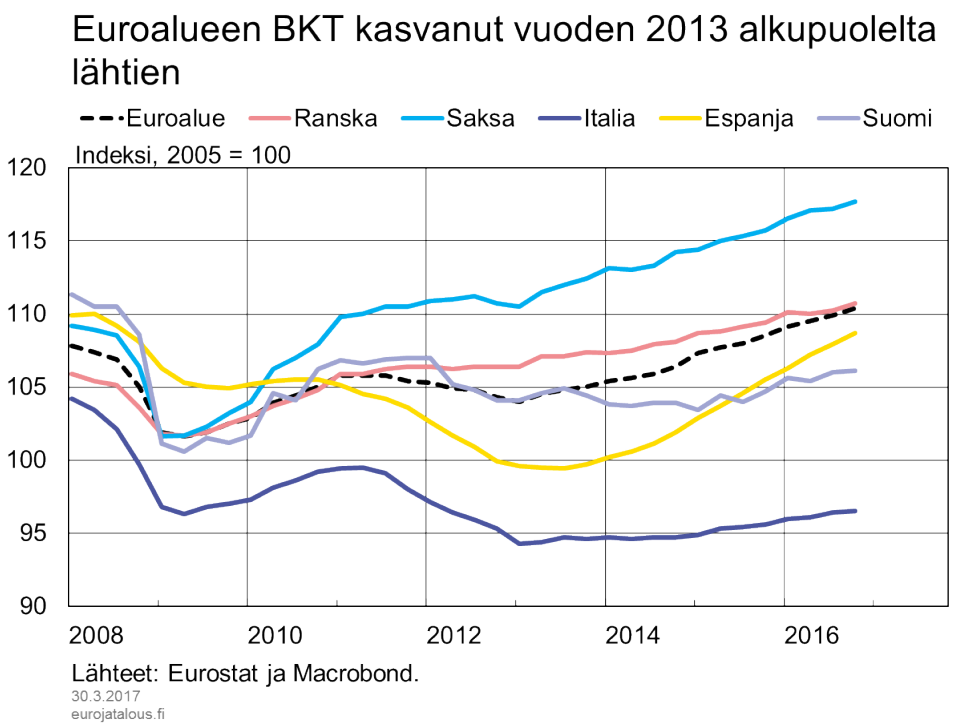
Rahoitusolojen pysyminen kevyenä lisää kotitalouksien lainanottoa. Euroalueen kotitalouksien lainakannan kasvuvauhti piristyi loppuvuotta kohti ja oli vuoden 2017 alussa reilun 2 prosentin vauhdissa vuodentakaiseen verrattuna. Kotitalouksien velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin pienenivät euroalueella edelleen vuoden 2016 aikana matalan korkotason myötä. Ranskassa kotitalouksien lainanotto kasvaa selvästi euroalueen keskiarvoa voimakkaammin ja samalla uusien kotitalouslainojen korot ovat laskeneet alueen keskiarvoa nopeammin. Uusien lainojen reipas kasvu ja vanhojen lainojen uudelleenneuvottelut ovat pitäneet ranskalaisten kotitalouksien velanhoitokustannukset (korkokulut ja lainojen lyhennykset) suhteessa tuloihin pienenevinä. Saksassa kotitalouksien lainanoton kasvuvauhti on pysynyt huomattavasti maltillisempana ja kokonaisvelka suhteutettuna kotitalouksien tulokehitykseen on säilynyt vakaana. Espanjassa kotitaloudet jatkavat yhä velkojensa sulattelua ja kotitalouslainakanta supistuu. Italiassa kotitalouslainakanta sen sijaan kasvaa, mutta velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin ovat pysyneet maltillisina.

Kuvio 8.



Euroalueen talouden kestävän kohenemisen edellytyksenä on investointien kasvun piristyminen. Yksityisten tuotannollisten investointien suotuisa kehitys jatkoi vuoden 2016 jälkipuoliskolla muutaman vuoden kestänyttä vaimeaa kasvuaan. Yksityiset tuotannolliset investoinnit ovat kuitenkin yhä selvästi vähäisempiä kuin ennen globaalin finanssikriisin huippua. Investointien kasvua tukevat lähivuosina erittäin alhainen korkotaso, rahoituksen saatavuuden paraneminen, tarve uudistaa pääomakantaa vuosien 2008–2013 heikon investointiaktiivisuuden jälkeen sekä yrityssektorin velkaantuneisuuden merkittävä väheneminen eräissä maissa.

Kuvio 9.



Rahoitusolojen keveys tukee myös euroalueen yritysten lainanottoa. Yrityslainakannan vuosikasvu oli vuoden alussa noin 2,5 %. Kasvu on kuitenkin edelleen varovaista: tammikuussa 2017 lainakanta oli kumulatiivisesti 1 prosentin suurempi vuodentakaiseen verrattuna. Velanhoitokustannukset suhteessa tuloihin ovat kotitalouksien tapaan myös yrityssektorissa pienentyneet.

Yrityssektori sulattelee yhä velkaantumistaan. Yritysten kokonaisvelka suhteessa bruttokansantuotteeseen tai yritysten tuottamaan arvonlisään on supistunut edelleen vuoden 2016 aikana. Euroalueen yritysten maksamat korkokulut ja lainojen lyhennykset suhteessa nettotuloihin ovat jatkaneet pienenemistään. Isoista euromaista velkatasoja on sulateltu selvästi eniten Italiassa ja Espanjassa. Ranskassa myös yrityslainakannan vuosittainen kasvuvauhti on euroalueen keskiarvoa selvästi kovempaa. Vaikka ranskalaisyritysten kokonaisvelka suhteessa maan BKT:hen kasvoi, matalan korkotason myötä velanhoitokustannukset suhteessa nettotuloihin pienenivät. Saksassa lainakannan kasvuvauhti kiihtyi selvästi euroalueen keskiarvoa nopeammaksi loppuvuodesta 2016, mutta suhteutettuna BKT:hen kokonaisvelka-aste pysyi tasaisena ja selvästi euroalueen isoista maista alhaisimpana.

Suurista euromaista Italian kasvunäkymät yhä vaimeat

Saksan talous kasvoi 1,9 % vuonna 2016. Saksan talouden odotetaan jatkavan vahvaa kasvua

lähivuosina yksityisen kulutuksen ja työllisyyden suotuisan kehityksen vetämänä. Talouden perustekijät ovat Saksassa otollisessa kunnossa: kilpailukyky on hyvä, kotitalouksien velkaantuneisuus maltillista ja työttömyys euroalueen vähäisimpiä. Suurista euromaista alhaisimman velka-asteen ansiosta julkisen talouden sopeutustarvetta ei ennustejakson aikana ole.

Ranskan talous kasvoi 1,1 % vuonna 2016. Kasvu hidastui hieman edellisvuotisesta mutta oli selvästi ripeämpää kuin aiempina vuosina. Kasvun ennustetaan piristyvän lähivuosina. Kasvua ylläpitää kotimainen kysyntä, erityisesti yksityinen kulutus. Myös investoinnit ovat elpymässä. Taloutta tukevat yhä suotuisat rahataloudelliset olot. Ranskan julkisen talouden sopeutustoimet jatkuvat maltillisesti. Työttömyys vähenee vain hitaasti kasvusta huolimatta, koska Ranskan työttömyys on merkittäviltä osin luonteeltaan rakenteellista. Työmarkkinauudistusten vaikutuksen odotetaan näkyvän tilanteen paranemisena vasta pidemmällä aikavälillä.

Espanjan talous on kasvanut ripeästi vuoden 2013 käännepisteen jälkeen. Bruttokansantuote saavutti vuoden 2016 lopussa jo suunnilleen finanssikriisiä edeltäneen tasonsa. Kasvun odotetaan jatkuvan euroalueen keskiarvoa nopeampana, mutta vaimenevan asteittain. Kasvua tukevat hintakilpailukyvyn paraneminen, rakenneuudistukset ja asuntokuplan pohjan saavuttaminen muutama vuosi sitten. Suotuisan kehityksen tukena ovat lisäksi kevyenä pysyneet rahoitusolot rahapolitiikan ja pankkisektorin tervehdyttämisen yhteisvaikutuksesta. Kasvu jatkuu ripeänä, ja tämä vähentää työttömyyttä sekä kiihdyttää inflaatiota ennustejaksolla. Julkisen sektorin vaje on kuitenkin yhä suuri, ja BKT:hen suhteutettu velka on pysytellyt noin 100 prosentissa.

Italian talous palasi pitkään jatkuneen supistumisen jälkeen kasvuun vuosina 2015 ja 2016, joskin tämä kehitys on ollut suhteellisen vaimeaa, vuonna 2016 hieman alle 1 prosentin. Kasvun ennustetaan jatkuvan lähivuosina noin prosentin vauhtia. Kasvua tukevat Italian hallituksen toimet pankkijärjestelmän tilan parantamiseksi, elvyttävä rahapolitiikka sekä viennin koheneminen. Työllistämiseen kohdistuneiden verohelpotusten poistuminen on heikentänyt työllisyyden kehitystä, mikä taas näkyy kulutuksen kasvun lievänä hidastumisena. Jos työllisyyden kehitys ei kohene tai viennin kasvu hidastuu, kasvu voi osoittautua vielä ennakoitua hitaammaksi. Italian kasvunäkymien vaimeus ja huomattava julkinen velkaantuneisuus (hieman yli 130 % suhteessa bruttokansantuotteeseen) ovat yhä huolenaihe.

Ison-Britannian EU-vetäytymisneuvottelut alkavat

Iso-Britannia on ilmoittanut jättävänsä EU-eroilmoituksen maaliskuussa 2017. Ilmoitus käynnistää EU:n perussopimuksen artiklan 50 mukaiset viralliset vetäytymisneuvottelut, joilla on kahden vuoden määräaika.

Pääministeri May linjasi tammikuussa 2017 Ison-Britannian tavoittelevan mahdollisimman pitkälle vietyä vapaakauppasopimusta Euroopan unionin kanssa. Koska neuvottelut vapaakauppasopimuksesta ovat yleensä pitkäkestoisia prosesseja, epävarmuus tulevasta jatkuu pidemmän aikaa, ja jonkinlainen siirtymäkauden sopimus EU-eron ja uuden sopimuksen ratifioinnin väliseksi ajaksi olisi varmasti molempien osapuolten intresseissä.

Ison-Britannian talous kasvoi vuonna 2016 noin 2 prosentin vauhtia. Punta on jäänyt kansanäänestyksen jälkeen kauppapainoisesti noin 10 % heikommaksi, mikä on nostanut tuontihintoja ja kiihdyttänyt inflaation vuoden 2017 alussa noin 2 prosenttiin. Englannin pankki on ilmoittanut olevansa valmis myös koronnostoihin, jos inflaatio kiihtyy liiallisesti. Inflaation kiihtyminen vaimentaa kotitalouksien reaalitulojen ja kulutuksen kasvua. Investoinnit ja – heikommasta valuuttakurssista huolimatta – myös vienti ovat kehittyneet vaimeasti. Investointinäkymiä heikentää epävarmuus tulevista neuvotteluista. BKT:n kasvun ennakoidaan jäävän alle 2 prosenttiin vuonna 2017 ja pysyttelevän noin 1½ prosentissa lähivuosina.

Ruotsissa BKT kasvoi vuonna 2016 hieman yli 3 %. Tuotantokuilun arvioidaan sulkeutuneen vuoden 2016 aikana, minkä takia bruttokansantuotteen kasvun odotetaan hieman vaimenevan. Ruotsin talouskasvun odotetaan pysyvän lähivuosina noin 2½ prosentissa. Talouskasvuun nähden maltillisena pysynyt inflaatio on pitänyt Ruotsin keskuspankin rahapolitiikan mitoituksen kevyenä. Suurimpia ennustettua heikomman kehityksen riskejä talouden vakauden kannalta ovat edelleen asuntomarkkinoilla kummitteleva kupla ja se, että kotitalouksien velan paisuminen jatkuu.

Tanskassa talous kasvoi vuonna 2016 noin 1 prosentin vauhtia. Työmarkkinat ovat lähellä täystyöllisyyttä, ja inflaatio on pysynyt erittäin hitaana. Reaalitulojen kasvu on tukenut yksityistä kulutusta. Kasvu kiihtyy kotimaisen kysynnän vetämänä seuraavina vuosina noin 1½ prosenttiin.

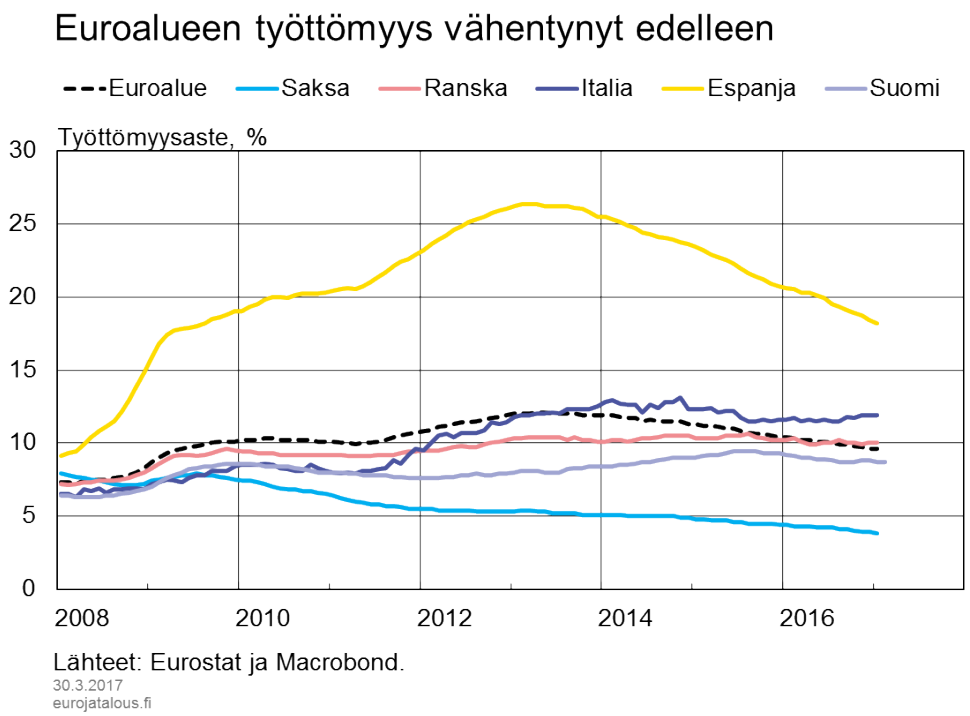
Öljyn hinnan vaikutus voimistaa inflaatiota – pohjainflaatio kiihtyy hitaammin

Euroalueen inflaatio kiihtyi vuoden 2016 loppupuolella pitkän hitaan inflaation kauden jälkeen. Vuoden 2016 keskimääräinen inflaatio oli vain 0,2 %, mutta joulukuussa inflaatio kiihtyi jo 1,1 prosenttiin ja vuoden 2017 alussa noin 2 prosenttiin.

Syynä inflaation nopeaan kiihtymiseen on pääosin öljyn hinta, jonka suorat vaikutukset näkyvät inflaatiossa kahta kautta. Yhtäältä öljyn hinnan tasainen nousu vuoden 2016 pohjalukemista kasvattaa kustannuksia. Toisaalta öljyn hinnan muutos heijastuu inflaatioon myös mekaanisesti ns. pohjavaikutuksen kautta [Ks. Väliaikaiset tekijät ovat kiihdyttäneet euroalueen inflaatiota]. Öljyn hinta on nyt selvästi korkeampi kuin vuoden 2016 alussa. Koska inflaatiota mitataan hintojen muutoksena vuodentakaiseen verrattuna, on vertailuajankohdan alhaisella öljyn hinnalla

merkittävä inflaatiota kiihdyttävä vaikutus. Vaikka öljyn hinta pysyttelisi nykyisellä tasollaan eikä enää nousisi, öljyn hinnan pohjavaikutus näkyy inflaatiossa koko kuluvan vuoden ajan. Öljyfutuurien sekä eri tahojen esittämien arvioiden perusteella öljyn hinta vakiintuu lähivuosina 55 dollarin tuntumaan tynnyriltä. Jos öljyn hinta pysyy vakaana, energiakomponentista aiheutuva, kuluttajahintoja vuonna 2017 kiihdyttävä öljyn pohjavaikutus haihtuu vuoden 2018 alussa.

Kuvio 10.

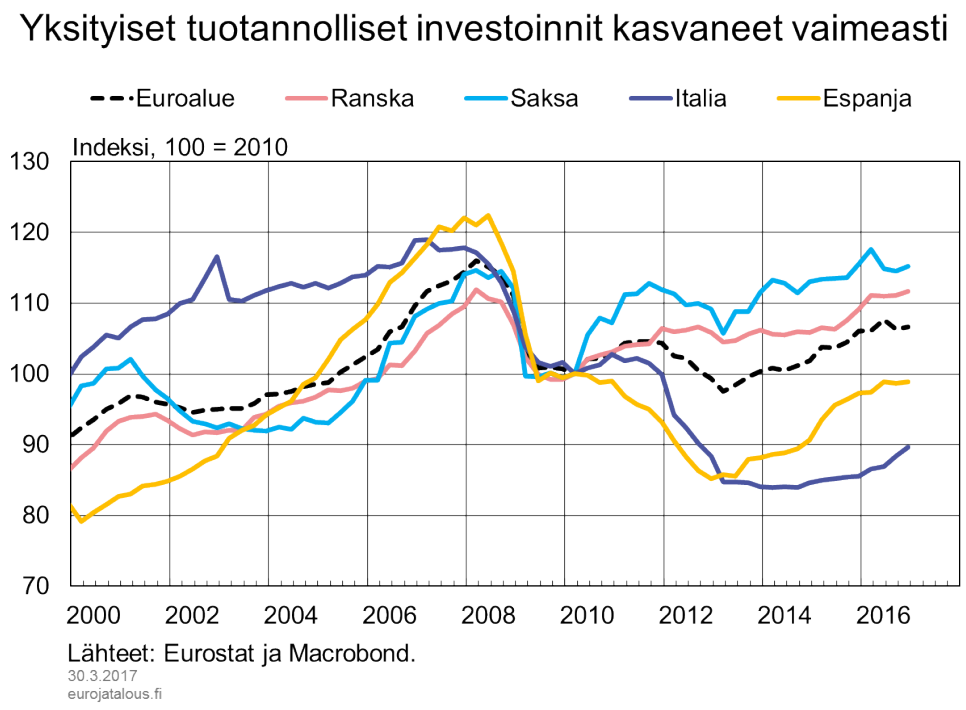


Öljyn hinnan muutokset aiheuttavat inflaatioon yleensä vain tilapäisiä heilahteluja (Nousevien ja laskevien hintojen yleisyys euroalueella). Keskipitkän aikavälin inflaationäkymiä arvioitaessa on hyvä tarkastella myös raaka-aineiden ja ruuan hinnoista puhdistettua ns. pohjainflaatiota, joka heijastaa euroalueen sisäisiä pitempikestoisia hintapaineita. Pohjainflaatio on kolmen viime vuoden ajan pysytellyt sitkeästi hieman alle 1 prosentin, kun euroalueen alkuvaiheesta laskettu keskiarvo on ollut 1,5 prosentin tuntumassa. Pohjainflaatiota on hillinnyt euroalueen viime vuosien maltillinen palkkakehitys, eikä palkkainflaation kiihtymisestä ole edelleenkään merkkejä. Polttoaineiden ja energian hintojen nousun siirtyminen kulutushyödykkeiden hintoihin laajemminkin heikentää kuluttajien ostovoimaa ja saattaa sitä kautta kasvattaa palkkavaatimuksia. Jos inflaation väliaikainen kiihtyminen öljyn hinnan nousun takia johtaa palkankorotuksiin, puhutaan ns. kerrannaisvaikuksista. Ainakaan toistaiseksi inflaation tilapäinen kiihtyminen ei kuitenkaan ole siirtynyt palkkainflaatioon ja tehnyt sitä kautta inflaation kiihtymisestä pysyvämpää.

Inflaation odotetaan pysyvän maltillisena lähivuosina, sillä taloudessa on yhä käyttämättömiä voimavaroja. Useiden eri arvioiden mukaan tuotanto on yhä potentiaaliaan vähäisempää eli euroalueen tuotantokuilu on edelleen auki. Avoin tuotantokuilu tarkoittaa, että talouden resurssit ovat vajaakäytössä. Tästä syystä paineet palkkojen ja sitä kautta hintojen nousuun ovat vähäiset. Näin ollen pohjainflaation odotetaan kiihtyvän vain vähitellen tuotantokuilun umpeutuessa asteittain lähivuosien aikana.

Lisäksi inflaatiovauhtia pitävät maltillisena yhä vaimeat inflaatio-odotukset. Hintavakaustavoitteen näkökulmasta on kuitenkin myönteistä, että inflaatio-odotukset ovat voimistuneet selvästi kesän 2016 poikkeuksellisen alhaisista lukemista. Odotusten vahvistuminen on ollut laaja-alaista, ja kehitys on näkynyt niin markkinainformaatiosta johdetuissa inflaatio-odotuksissa kuin aivan viime aikoina myös ammattiennustajille suunnatuissa kyselytutkimuksissakin. Lyhyen aikavälin inflaatio-odotusten kasvu heijastaa pitkälti öljyn hinnan nousua sekä viimeaikaista ripeää toteutuneen inflaation vauhtia. Oleellisempaa kuitenkin on rahoitusmarkkinoilta mitattujen yli suhdannesyklin ulottuvien pidemmän aikavälin odotusten vahvistuminen. Se osoittaa, että talouden toimijoiden näkemys inflaation kehityksestä on vahvistunut ja riski, että inflaatio-odotukset irtaantuisivat keskuspankin hintavakaustavoitteen antamasta ankkurista, on pienentynyt (Ovatko inflaatio-odotukset kohonneet?)

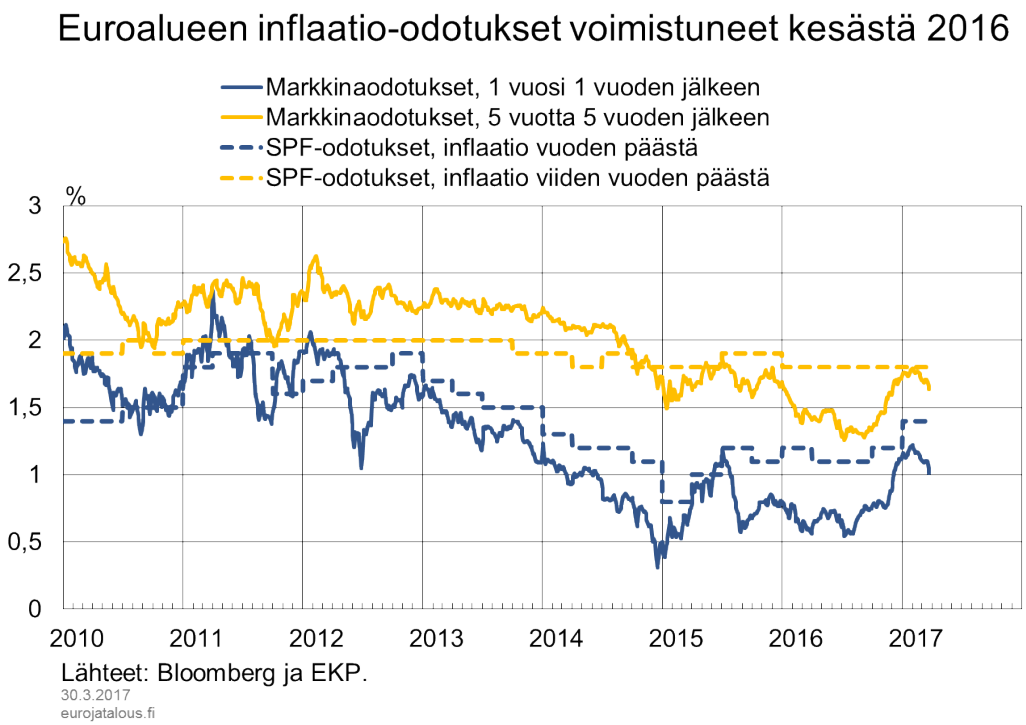
Kuvio 11.



Inflaatio-odotusten koheneminen ja viimeaikainen inflaatiokehitys ovat hälventäneet euroalueen

deflaatiouhkaa. Inflaatio-odotusten hiipuminen voi aiheuttaa hintamekanismiin itseään ruokkivan kierteen, joka lopulta johtaa hintojen nousuvauhdin hidastumiseen. Markkinainformaatiosta laskettu negatiivisen inflaation todennäköisyys on kuitenkin kesästä 2016 lähtien kutistunut lähes olemattomiin. Vaikka keskipitkällä aikavälillä inflaatiovauhdin odotetaan edelleen pysyvän maltillisena, on myös yli 2 prosentin inflaation todennäköisyys lisääntynyt.

Kuvio 12.



Kaiken kaikkiaan euroalueen inflaationäkymät ovat kohentuneet viimeisen puolen vuoden aikana. Öljyn hinnan kehitys kiihdyttää merkittävästi inflaatiota vuonna 2017, mutta pohjavaikutuksen poistuttua inflaatiovauhti kuitenkin hieman tasaantuu. Taloudessa on edelleen vapaata kapasiteettia, ja palkkakehitys on maltillista, minkä vuoksi pohjainflaation kiihtyminen tulee olemaan verkkaista. Positiiviset talousnäkymät, tuotantokuilun umpeutuminen, kevyenä jatkuva rahapolitiikka ja inflaatio-odotusten kasvu kiihdyttävät myös keskipitkän aikavälin inflaatiota vähitellen lähemmäs hintavakaustavoitetta.

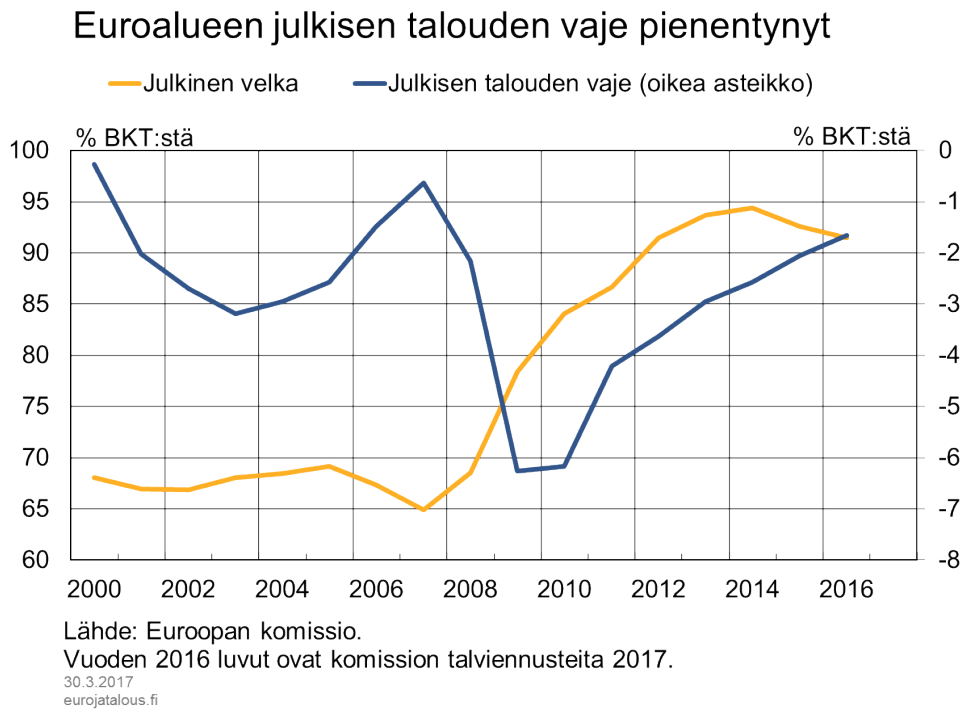
Euroalueen julkinen velka supistuu hitaasti

Vuonna 2008 kärjistynyt globaali finanssikriisi ja sitä seurannut euroalueen valtioiden velkakriisi heikensivät euroalueen julkisen talouden tilaa pitkäkestoisesti. Vasta vuonna 2015 euroalueen julkisen velan suhde ohitti huippunsa (noin 94 % suhteessa bruttokansantuotteeseen vuonna 2014) ja alkoi pienentyä. Velka-asteen alenemisen odotetaan jatkuvan lähivuosina. Euroalueen

suurista maista vain Saksassa julkisen sektorin velkaantuneisuuden odotetaan vähenevän selvästi, kun taas Ranskassa, Italiassa ja Espanjassa julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen pysyy lähivuosina suunnilleen ennallaan.

Euroalueen julkisen talouden vajeen pieneneminen on parin viime vuoden ajan ollut lähinnä paremman suhdannetilanteen ja korkomenojen pienenemisen varassa. Alueen julkisen talouden kokonaisvaje jatkoi supistumistaan vuonna 2016 ja painui selvästi alle 2 prosentin suhteessa BKT:hen. Vuoden 2000 jälkeen alle 2 prosentin on päästy tätä ennen vain vuosina 2006–2007, jotka olivat erittäin suotuisia. Vajeen odotetaan yhä pienentyvän selvästi vuonna 2017, mutta seuraavina vuosina aiempia hitaammin. Vajeen suuruus vaihtelee maittain: Saksassa julkinen talous on ylijäämäinen, mutta muissa alueen suurissa maissa se on yhä merkittävästi alijäämäinen.

Kuvio 13.



Suhdannetilanteen lisäksi julkisen talouden tila ja näkymät riippuvat vallitsevasta korkotasosta ja finanssipolitiikan päätösperäisistä toimista. Näistä tekijöistä suhdannetilanne on tällä hetkellä keskeisin euroalueen julkista taloutta kohentava tekijä. Vallitseva korkotaso on etenkin lyhyemmissä mutta myös pidemmissä maturiteeteissa yhä hyvin matala. Julkisen talouden korkomenojen odotetaankin lähivuosina pysyvän edelleen kohtuullisina. Julkista taloutta vakauttavien finanssipolitiikan päätösperäisten toimien merkitys on vuoden 2014 jälkeen ollut pieni. Lähivuosina euroalueen finanssipolitiikan mitoituksen ennustetaan olevan suunnilleen neutraali. Ennustejakson lopulla paineet finanssipolitiikan kiristämiseksi kuitenkin kasvavat

monissa euromaissa, koska tuotantokuilujen sulkeutuessa vakaus- ja kasvusopimuksen vaatimukset kiristyvät.

Keskustelu euroalueen finanssipolitiikan asianmukaisesta mitoituksesta on jatkunut. Euroopan komissio esitti tiedonannossaan[5] marraskuussa 2016, että euroalueen suhdannetilanteen perusteella finanssipolitiikan pitäisi olla elvyttävää ja että suositeltava elvytys vuonna 2017 olisi 0,5 % BKT:stä. Komissio totesi samalla, että vakaus- ja kasvusopimuksen sitoumuksista on pidettävä kiinni. Niiden maiden, joilla on finanssipoliittista liikkumavaraa, pitäisi kuitenkin komission näkemyksen mukaan ottaa kansallisessa politiikassaan paremmin huomioon myös euroalueen finanssipolitiikan kokonaismitoitus. Erityisesti näin tulisi tehdä kasvua parantavia julkisia investointeja suunniteltaessa. Euroryhmä piti kuitenkin euroalueen neutraalia finanssipolitiikan mitoitusta nykyiseen tilanteeseen sopivana, mutta korosti myös julkisten menojen kohdentamista kasvua tukevalla tavalla. Nykyisessä suhdannetilanteessa finanssipoliittista elvytystä tärkeämpää on rakenneuudistusten määrätietoinen toteuttaminen. Tämä kohentaisi euroalueen pidemmän aikavälin kasvunäkymiä.

Riskit painottuvat edelleen ennustettua heikomman kehityksen suuntaan

Euroalueen kasvu- ja hintanäkymien kannalta keskeisimmät riskit voidaan jakaa kansainvälisen talouden riskeihin ja euroalueen sekä EU:n sisäisiin riskeihin. Vaikka Yhdysvaltojen kasvunäkymiin liittyy ennustettua positiivisemman kehityksen riskejä, riskit painottuvat yhä ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Kansainvälisen talouden ennuste esitellään erillisessä Maailmantalouden ennusteessa.

Kansainvälisen talouden riskit

Yhdysvaltojen uuden hallinnon pyrkimyksiin liittyy ennustettua positiivisemman kehityksen riski. Yhdysvaltojen hallinto tavoittelee infrastruktuuri-investointeja, verotuksen uudistusta ja keventämistä sekä sääntelyn purkamista. Finanssipoliittinen elvytys ja myös sääntelyn purkaminen voivat voimistaa Yhdysvaltojen kasvua lähivuosina. Koska näistä suunnitelmista ei vielä ole tarkkaa tietoa – päätöksistä puhumattakaan – kyseessä on ennusteen näkökulmasta kasvua ja inflaatiota kiihdyttävä vaihtoehtoinen kehityskulku.

Jos infrastruktuuriin liittyvät suunnitelmat julkisista investoinneista toteutuvat, ne parantavat koko talouden potentiaalisen tuotannon kasvuedellytyksiä. Mahdollinen kasvun kiihtyminen ennakoitua voimakkaammaksi voi kuitenkin jäädä lyhytkestoiseksi, jos uuden hallinnon toimet eivät lisää pidemmän aikavälin kasvupotentiaalia. Sääntelyn purkaminen joillakin talouden aloilla

voi kiihdyttää potentiaalisen tuotannon kasvua. Rahoitusmarkkinasääntelyn purkamisen lyhyen aikavälin kasvuvaikutuksia varjostaa kuitenkin rahoitusvakauteen kohdistuvien riskien kasvu pidemmällä aikavälillä. Yhdysvaltain hallinto ei myöskään ole toistaiseksi täsmentänyt, kuinka mahdollinen julkisen talouden elvytys rahoitetaan. Vaihtoehtoislaskelma Yhdysvaltain uuden hallinnon mahdollisesta ns. ulkorajaverolla (border adjustmen tax) osin rahoitettavasta finanssipoliittisesta elvytyksestä esitellään laskelmassa Yhdysvaltain talouspoliittisista suunnitelmista.

Maailmantalouden ennakoitua heikomman kehityksen riskit liittyvät kansainvälisten kaupan rajoitteiden lisäämiseen sekä Kiinan velkavetoisen kasvun ennakoitua nopeampaan hidastumiseen.

Yhdysvaltojen sekä muiden maiden mahdolliset protektionistiset toimet muodostavat negatiivisen riskin lähivuosien kasvunäkymiin. Yhdysvaltojen uusi hallinto on nostanut tullit ja kauppapoliittiset sopimukset keskustelun keskiöön. Kokemukset tullien negatiivisesta vaikutuksesta maailmankauppaan eivät puolla tämänkaltaisia toimia. Tätä taustaa vasten vaikuttaa siltä, että Yhdysvaltain hallinto ei tavoittele tullimaksujen merkittävää korottamista, vaan pyrkii neuvottelemaan omasta näkökulmastaan paremmat sopimukset kauppakumppaneidensa kanssa. Yhtenä vaihtoehtona tullien korottamiselle on ollut ns. ulkorajavero, jolla olisi tuontia vähentävä ja vientiä kasvattava vaikutus.

Kiinan kasvuriskit painottuvat yhä ennustettua heikomman kehityksen suuntaan. Kiinan kasvu on perustunut velkaantumiseen, mikä tekee siitä riskialttiin rahoitusmarkkinahäiriöille. Myös kiinalaisten pankkien kannattavuus on heikko, ja maan varjopankkijärjestelmä on haavoittuvainen suhteessa rahoitusmarkkinahäiriöihin.

Euroalueen ja EU:n sisäiset riskit

Ison-Britannian tulevan EU-eron (brexitin) lyhyen aikavälin vaikutukset talouteen ovat jääneet pelättyä pienemmiksi. Brexitin takia sekä Ison-Britannian että EU:n pidemmän aikavälin näkymiin liittyy kuitenkin paljon epävarmuutta, sillä EU-eron vaikutukset riippuvat mm. neuvotteluiden etenemisestä ja lopputuloksesta. Vaikka EU-eroa koskeneen kansanäänestyksen tulos sekä muut viime vuoden yllättävät poliittiset tapahtumat eivät ole horjuttaneet euroalueen kasvua, näin ei välttämättä ole jatkossa.

Euroalue on vielä toipumassa finanssi- ja velkakriisistä, mikä näkyy erityisesti siinä, että eräiden maiden pankkisektorin tilaan ja julkisen talouden näkymiin liittyy yhä huolia. Euroalueen pankkien järjestämättömien saamisten suuri määrä on edelleen ongelma useissa maissa (Kypros, Kreikka, Italia ja Portugali). Kyproksen ja Kreikan pankit ovat hankalimmassa tilanteessa, sillä niiden

järjestämättömät saamiset ovat lähes 40 % pankkien riskipainotetuista varoista. Myös Portugalissa ja Italiassa pankeilla on vielä paljon järjestämättömia saamisia (noin 15–20 % riskipainotetuista varoista). Kreikan talousnäkymiin liittyy edelleen paljon epävarmuutta. EU:n ja IMF:n julkisuuteen asti nousseet erimielisyydet Kreikan julkisen velan kestävyydestä ovat tuoneet Kreikan vaikean tilanteen jälleen kerran esille. Myös Portugalin valtionvelan luokitus roikkuu edelleen hyvin ohuen, yhden luokittajan seitin varassa kiinni investointiluokassa.

Viitteet

1. Kehityksestä tarkemmin EKP:n tammikuussa 2017 julkistamassa pankkien luotonantokyselyssä. ↑
2. Lainanannnon liialliseen kasvuun ja siitä rahoitusvakaudelle aiheutuvaan uhkaan pyritään nykyään puuttumaan ensisijaisesti makrovakausvälineillä. ↑
3. Laajimpaan raha-aggregaattiin (M3) lasketaan yleisöllä hallussa olevan käteisen rahan ja pankkitalletusten lisäksi myös rahamarkkinarahasto-osuuksia sekä tiettyjä arvopapereita (yleisön pankeilta takaisinmyyntisopimuksin ostamat arvopaperit ja maturiteetiltaan alle 2 vuoden jälkimarkkinakelpoiset arvopaperit). ↑
4. Arvopaperistamisesta ja tasesiirroista korjattu lainakanta. ↑
5. Euroopan komission tiedonato (2016) Towards a positive fiscal stance for the euro area. COM(2016) 727, 16.11. ↑

Asiasanat

inflaatio, maailmantalous, rahapolitiikka, talouskasvu