

## Suomen ja maailmantalouden suhdanneanalyysi

## Erikoisteemana Euroopan velkakriisi

Kesäkuu 2012

- Suomen, Euroopan ja USAn suhdannekuva on tällä hetkellä täysin riippuvainen euroalueella tehtävistä ratkaisuista.
- Euroalueen ongelmat voidaan käytännössä ratkaista vain lisäämällä huomattavasti integraatiota. Tämän vastapuolena on euroalueen hajoaminen.
- Eri skenaarioiden kustannukset Suomelle vaihtelevat tulonsiirtounionin lisääntyneestä velkataakasta hajoamisen aiheuttamaan yli 10% BKT:n laskuun.
- Euroalueen valtioiden välinen pankkipako on nostanut euroalueen hajoamisen todennäköisyyttä.
- Suomen reaalisien BKT:n ennustamme kasvavan tämän vuoden aikana 0,4%. Euroalueella viimeisten tilastotietojen mukaan jo vuoden 2011 loppupuolella alkanut taantuma jatkuu vuoden loppuun asti.

## 1. Suhdannekuva

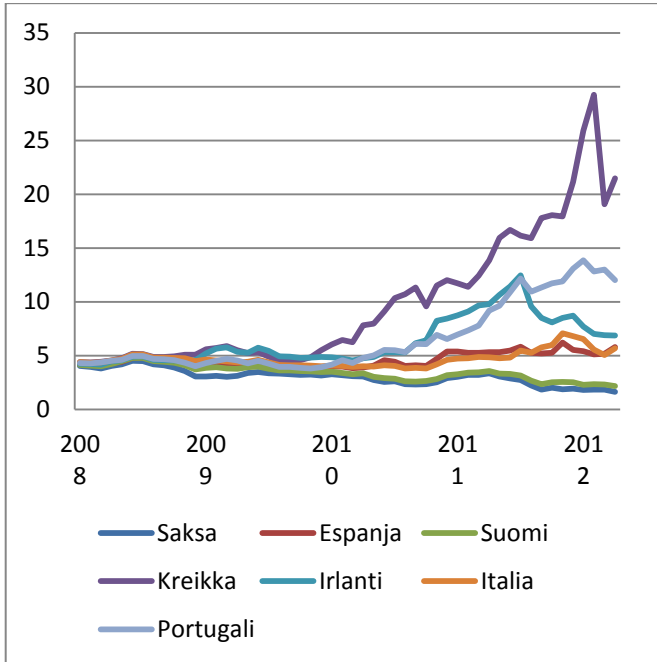
Euroalueen, tai tarkemmin Euroopan laajuinen velkakriisi pitää tällä hetkellä maailmantaloutta panttivankinaan. Viime viikkoina on käynyt selväksi, että tämän vuoden ensimmäisessä Q-reviewssä esitetty suhdanne-ennuste oli kokonaiskuvaltaan turhan ruusuinen. Tämä siitä huolimatta, että vuoden 2012 ensimmäisen neljänneksen ensimmäiset tilastojulkistukset BKT:n kasvusta olivatkin erityisesti Suomen osalta positiivisempia kuin *nowcast* ennustemme (ks. alla Taulukko 1). Syynä maailmantalouden kasvunäkymien heikentymiseen on suurelta osin euroalueen talouden odotettua huomattavasti nopeampi uudelleenkiirityminen.

Maaliskuun Q-reviewssä esittämämme todennäköisimmän eli konsensuskenaarion mukaan Euroopan rahoitusmarkkinat olisivat Euroopan keskuspankin (EKP) pitkän aikavälin rahoitusohjelmien (LTRO) ansiosta pysyneet rauhallisina ainakin kesään asti. Voidaan todeta, että tästä ennusteesta jäätiin noin kuukausi, koska Euroopan rahoitusmarkkinat alkoivat osoittaa selkeitä stressin merkkejä jo toukokuun alussa. Vaikka pankkien rahoitusmarkkinoiden stressiä kuvaavan keskuspankkikoron ja pankkien välisen lainamarkkinoiden koron erotus (Libor) ei vieläään signaloisi suuresta rahamarkkinstressistä, on euroalueen

pankkien välisen rahoitusmarkkinan hajoamisesta selkeitä merkkejä. Tästä kertoo mm. euroalueen kriisimaiden talletuspako sekä Euroopan keskuspankkijärjestelmän antaman hätärahoituksen, eli ELA:n (Emergency Liquidity Assistance) huomattava kasvaminen. Nykyisessä tilanteessa Liborissa raportoituihin korkoihin on myös alettu suhtautua varauksellisesti, koska pankeille on tällä hetkellä voimakas intensiivi raportoida maksavansa alhaisempia korkoja kuin mitä ne todella maksavat. Toisin sanoen, yksikään pankki ei halua nykyisessä tilanteessa ilmoittaa joutuvansa maksamaan lainoistaan korkeampaa korkoa kuin toiset pankit, koska tämä voisi nostaa pankin lainakustannuksia entisestään. Tämän seikan on nostanut esiin mm. The Economist huhtikuun toisessa numerossaan. Libor korkojen mahdollisesta manipuloinnista on myös parhaillaan käynnissä oikeusprosessi.

Ylikansalliset pankit ovat alkaneet kohdella kriisimaita huomattavan eriarvoisesti muuhun euroalueeseen verrattuna. Voidaankin todeta, että euroalueen yhteinen rahoitusmarkkina on hajoamassa. Kaiken taustalla on euroalueen paheneva kriisi, jonka ratkaisuun ei ole (enää) yksinkertaisia keinoja. Espanjan pankkien pääomituksen annettu tukipaketti on kuitenkin askel oikeaan suuntaan, vaikkakin sekin vain lisää Espanjan valtion velkaa.

Kuviossa 1 on esitetty joidenkin euroalueen valtioiden kymmenen vuoden joukkovelkakirjojen korkoja tammikuusta 2008 huhtikuuhun 2012. Huomioitavaa kuviossa 1 on, että siitä puuttuvat toukokuun ja kesäkuun alun arvot, jolloin monien kriisimaiden, kuten Espanjan ja Italian korot ovat jälleen nousseet huomattavasti.



**Kuvio 1.** Euromaiden valtiolainojen korkoja tammikuu 2008 – huhtikuu 2012

Euroopan velkakriisi olisi todennäköisesti pystytty vielä noin vuosi sitten hoitamaan valitsemalla valtioiden tukipakettien sijaan pankkien pääomittamiset ja kriisimaiden velkojen uudelleenjärjestelyt. Velkojen uudelleenjärjestelyjen jälkeen kriisivaltioita olisi jouduttu tukemaan niiden joutuessa poissuljetuksi kansainvälisiltä lainamarkkinoilta, mutta Euroopan pankkisektori olisi saatu kuntoon. Kriisin olisi siis annettu pahentua, mutta korjaavien toimenpiteiden, eli pankkien pääomituksen takia toipuminen olisi voinut alkaa varsin nopeasti.

Tällä hetkellä euroalueen pahin ongelma on kriisimaista jatkuva pankkipako, jota nyt Espanjalle myönnetty tukipaketti tuskin pysäyttää. Nykyisessä tilanteessa euroalueen kriisi voi näkemyksemme mukaan ratketa käytännössä vain kolmella tavalla:

1. euroalueen sisälle syntyy tulonsiirtounioni;

2. kriisimaat eroavat eurosta ja euroalue muotoutuu uudelleen taloudellisesti vahvojen valtioiden ympärille;
3. euroalue hajoaa kokonaisuudessaan.

Nämä siis ovat mielestämme ainoita *pidemmän aikavälin* kestäviä ratkaisuja. On huomioitava, että kolmas skenaario voi toteutua useammalla tavalla ja hajoamisella tarkoitetaan myös euroalueen jakautumista kahteen tai useampaan erilliseen valuutta-alueeseen. On niin ikään selvää, että ei pystytä tarkkaan sanomaan milloin jokin näistä skenaarioista toteutuu. Tilanne oli hieman samanlainen kuin vuoden 2008 alussa, jolloin oli nähtävillä, että kriisi on tulossa, mutta oli epäselvää milloin se realisoituu. Esimerkiksi käyttämämme taantumataodennäköisyysindikaattori oli tuolloin signaloinut taantumaa jo vuoden 2007 alkupuolella. Tämän lisäksi pankkien välisillä luottomarkkinoilla oli havaittavissa selkeää stressin kasvua vuoden 2007 loppupuolella. Euroopan kriisi pahenee kuitenkin tällä hetkellä sellaista vauhtia, että Euroopan johtajien on pakko alkaa tehdä radikaaleja ratkaisuja hyvin nopeasti, eli käytännössä kesäkuun lopun EU:n huippukokouksessa. Espanjan pankkien pääomituspäätös oli ensimmäinen tarvittavista päätöksistä, vaikka yksistään se on täysin riittämätön.

Maailmantalouden suhdannekuva on tällä hetkellä hyvin epäselvä ja sitä pystytään parhaiten kartoittamaan perustamalla ennusteet Euroopan velkakriisin mahdollisiin kehityskulkuihin. Tässä suhdanne-analysissä kartoitamme euroalueen tulevaisuusskenaarioita ja luomme skenaarioihin perustuvat talouskasvun ennusteet Suomelle, euroalueelle ja Yhdysvalloille. Arvioimme myös euroalueen eri ratkaisumallien kustannuksia.

Tarkasteltaessa viimeisimpiä BKT:n kasvulukuja (viimeisimmät BKT-kasvuestimaatit) sekä kuluvan neljänneksen BKT:n nowcasteja<sup>1</sup> nähdään, että suhdannekuva on edelleen varsin kaksijakoinen. Yhdysvaltojen kasvu on jatkunut verrattain vahvana, mutta euroalueen osalta vaikuttaa selvältä, että

<sup>1</sup> Nowcast on ennuste, joka perustuu raportin kirjoitushetken informaation kyseisen neljänneksen taloudellisesta aktiviteetista. Toisin sanoen, se perustuu kuluvan neljänneksen taloudellisesta kasvusta saatuihin kuukausittain raportoitaviin tilastotietoihin ja tilastolliseen mallinnukseen raportin kirjoitushetkellä.

taantuma (BKT:n supistuminen) on käynnistynyt jo vuoden 2011 loppupuolella. Suomen osalta tämänhetkisen neljännesvuositilinpidon mukaiset neljännesvuosikohtaiset BKT-kasvuestimaatit viimeisten neljänneksen osalta ovat vaihdelleet voimakkaasti. Vuoden 2011 puolella BKT supistui toisen ja neljännen neljänneksen aikana. Vastaavasti tämän vuoden ensimmäisen neljänneksen osalta BKT:n kasvuvauhti oli esimerkiksi edellisessä Q-reviewssä ennakoitua kasvua nopeampaa. BKT:n kasvua arvioitaessa on kuitenkin muistettava, että neljännesvuositilinpidon ja sitä myöden BKT:n kasvun myöhemmät tarkistukset (revisiot) saattavat muuttaa kokonaiskuvaa.

Taulukko 1. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisien BKT:n kasvulukuja (prosenttia) sekä kuluvan että (suluissa) edellisen kvartaalin (2012:1) reaalisien BKT:n kasvun nowcastit (ks. tarkemmin Q-review 2012/1). Lähde: OECD ja GnS economicsin laskelmat.

Neljännes	Yhdysvallat	Euroalue	Suomi
2011:4	0,73	-0,32	-0,04
2012:1 (nowcast)	0,55 (0,85)	-0,01 (-0,14)	0,78 (-0,09)
2012:2 nowcast	0,74	-0,25	-0,23

## 2. Suhdanne-ennusteet

Euroopan velkakriisi on siis suurin yksittäinen maailmantalouden toipumista uhkaava tekijä, jos voidaan enää edes puhua maailmantalouden ”toipumisesta” vuonna 2008 alkaneesta finanssikriisistä. Vaikka paljon on puhuttu maailmantalouden keskuksen siirtymisestä Kaakkois-Aasian ja Kiinan suuntaan, tosiasia kuitenkin on, että Eurooppa ja Yhdysvallat ovat ne talousalueet, jotka käytännössä maailmantaloutta pyörittävät. Kiinan asemasta puhuttaessa unohdetaan usein, että kyseessä on alhaisen tulotason kehittyvä talous. Vaikka Kiinan yhteenlaskettu bruttokansantuote on maailman toiseksi suurin, asukasta kohden mitatulla BKT:lla arvotettuna Kiina on sijalla 88 (vuonna 2011). Kiinan talouskasvu on myös perustunut ylisuuriin investointeihin ja vientiin. Kiinan investointibuumi on käytännössä ohi ja Kiinassa valmistettujen tuotteiden kysyntä Kiinan suurimmalla kauppaa-alueella, eli Euroopassa, hidastuu tällä hetkellä selvästi. Kiinan kotimainen kulutus on myös riittämätöntä ylläpitämään Kiinan talouskasvua,

joten Kiina ei siis millään muotoa pysty kannattelemaan maailmantaloutta.

Vaikka Yhdysvaltojen talous on kasvanut melko vahvasti, ei sekään todennäköisesti kestä häiriöitä rahoitusmarkkinoilla. Euroopan ongelmat ovat heijastuneet Yhdysvaltojen kasvuun jälleen ainakin kuukauden ajan yhtäältä kasvavana epävarmuuden kuluttajien ja yritysten joukossa sekä kasvavana sressinä rahoitusmarkkinoilla. Suomen päävientialue on Eurooppa, joten Suomen tilanne on täysin riippuvainen siitä mitä euroalueella tapahtuu.

Kaikkien kolmen maan tai alueen lähiajan suhdanne-ennusteet siis riippuvat lähes täysin siitä, mitä euroalueella tapahtuu. Kattavan suhdannekuvan saamiseksi esitämme alla kolme skenaariota euroalueen tulevalle kehitykselle. Skenaarioissa käymme läpi mielestämme parhaimman, huonoimman sekä todennäköisimmän skenaarion Euroopan velkakriisin seuraavista mahdollisista tapahtumista.

### 2.1 Euroalue, Yhdysvallat ja Suomi

Mitä tehdä seuraavaksi, on kysymys, jota euroalueen ja EU:n johtajat tälläkin hetkellä kuumeisesti miettivät. Tämän kuun EU –huippukokoukselta odotetaan suuria päätöksiä, joilla pitäisi vahvistaa uskoa euroalueen selviytymiseen. Keskeisessä roolissa ovat myös Kreikan tämän viikon vaalit.

Euroalueen yhteinen rahoitusmarkkina on alkanut kevään aikana hajota tavoilla, joita oli vielä viime vuoden lopussa hankala ennakoida. Kevään aikana EKP sekä ylikansalliset pankit ovat alkaneet kohdella kriisimaita eri tavalla kuin euroalueen muita valtioita. Kansainväliset pankit ovat alkaneet minimoida euroalueen hajoamisen riskejä soveltamalla ns. saatavien ja vastuiden tasapainottamista euroalueella. Toisin sanoen kansainväliset pankit, jotka ovat myöntäneet luottoja kuluttajille ja yrityksille kriisivaltioissa, pyrkivät pitämään luottonsa samalla tasolla kuin mitä niillä on talletuksia ja varoja kyseisessä maassa. Vaikka kyseessä on järkevä toimi, se pahentaa kriisiä. Talletuspako kriisimaista johtaa siihen, että pankeille ei jää muita vaihtoehtoja kuin vähentää lainoitusta kriisimaissa entisestään, jotta pankin kyseisen maan vastuut vastaisivat saatavia. Euroopan pankit ovat myös pyrkineet suojautumaan euroalueen riskeiltä vähentämällä lainoitusta etenkin

kriisimaissa. Tämän kehityksen katkaiseminen on vaikeaa, koska se vaatii uskon palauttamisen euroalueeseen, eli toisin sanoen suuria poliittisia päätöksiä. Johtuen tulevien politiikkapäätösten suuresta vaikutuksesta euroalueen selviytymiseen, maailmantalouden kehityksen ennustamiseen liittyy tällä hetkellä huomattavaa epävarmuutta.

Euroalueen talousongelmat juontuvat toimimattomasta euroalueen laajuisesta työmarkkinasta ja poliittisen unionin puutteesta. Näiden ongelmien korjaaminen on hankalaa, mutta ei täysin mahdotonta. Jäljempänä esitellyllä tulonsiirtouniolla ongelmat voitaisiin mahdollisesti korjata, mutta sellaisen rakentaminen Euroopassa ei poliittisen päätöksenteon hitauden vuoksi onnistu nopeasti. Mikäli nykyinen euroalue halutaan säilyttää, euroalueen valtioiden tulisi kuitenkin alkaa siirtyä sitä kohti.

Euroalueen ja maailmantalouden lyhyen aikavälin kehityksen kannalta positiivisimmissa skenaariossa Euroopan johtajat sopivat Kreikan, Irlannin ja Portugalin velkojen leikkaamisesta, ts. anteeksiantamisesta. Kreikan valtion ulkomaalaista velkaa leikataan vielä ainakin 50% , Portugalin 20-30% ja Irlannin rahoitussektorin ulkomaan velkaa leikataan noin 50%:lla. Näiden lisäksi EVM:lle (Euroopan vakausmekanismi) annetaan valtuudet pääomittaa pankkeja suoraan, mutta pääomitukselle asetetaan selkeitä ehtoja, kuten että EVM saa vastineeksi pääomittamansa pankin osakkeita. EKP:n mandaattia laajennetaan valtioiden maksukyvyn turvaamiseen, joka käytännössä tarkoittaa, että se ottaa aktiivisemmän roolin eurovaltioiden joukkovelkakirjojen markkinoilla. Tehokkaimmin tämä onnistuisi, mikäli EKP määritteli tietyt rajat euroalueen valtioiden joukkovelkakirjojen koroille, joiden yli se ei anna korkojen nousta. Tämä raja voi olla esimerkiksi tietty korkospreadi suhteessa Saksaan, eli euroalueen valtionlainojen korkojen erotus suhteessa Saksan valtionlainojen korkoihin. LTRO3, eli EKP:n kolmas pankeille suunnattu pitkän aikavälin rahoitusohjelma, saattaa myös olla tarpeellinen. Samalla Yhdysvaltojen keskuspankki käynnistää kolmannen mittavan setelirahoitusoperaation, jolla turvataan Euroopan ja Yhdysvaltojen välisen rahamarkkinan häiriötön toiminta sekä avitetaan Yhdysvaltojen orastavaa talouskasvua. Tämän lisäksi euroalueen johtajat sopivat vaiheittaisesta siirtymisestä tulonsiirtouniiniin, jossa

kriisimaita aletaan tukea vastikkeettomilla tulonsiirroilla, jonka ensi vaiheessa sovitaan eurobondien käyttöönotosta. Tätä skenaariota on selitetty tarkemmin raportin lopussa olevassa erikoisosiossa. Tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyydeksi annamme 30%

Negatiivisin skenario on luonnollisesti euroalueen hajoaminen, joka käynnistyy Kreikan eroamiselle eurosta kesän aikana. Tämä johtaa spekulatiivisiin hyökkäyksiin muiden kriisimaiden joukkovelkakirjamarkkinoilla. EKP:n Kreikan erosta kärsivät tappiot johtavat EKP:n sisäiseen kriisiin, joka lamauttaa keskuspankin toiminnan. Tämän seurauksena kriisimaiden valtionlainojen korot karkaavat, joka johtaa useampien valtioiden eroamiseen eurosta kuluvan ja seuraavan vuoden aikana. Eroavien valtioiden sekä niiden pankkien ja yritysten velkojen uudelleenjärjestely johtaa mittaviin tappioihin Euroopan pankkisektorilla aiheuttaen globaalien rahoitusmarkkinoiden kriisiytymisen. Tämä painaa jäljelle jäävän euroalueen, Yhdysvallat ja Suomen taantumaan, mahdollisesti jopa lamaan. Myös tätä skenaarioita on selitetty tarkemmin erikoisosiossa jäljempänä. Tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyydeksi annamme 20%.

Todennäköisimpänä, tai neutraalimpana, pidämme tällä hetkellä konsensuskenaariota, jossa euroalueen sisäinen hajoaminen jatkuu, mutta sitä pyritään estämään yhteisillä pankkitakuilla tai vastaavilla järjestelyillä, kuten nyt nähdyllä Espanjan pankkien pääomituslainalla. EVM:n rahoitusvaltuuksia myös kasvatetaan ja sille ehkä annetaan mahdollisuus pääomittaa pankkeja suoraan. Myös eurobondit saatetaan ottaa käyttöön, mutta koska niiden käyttöönotto käytännössä vaatii kansallisen fiskaalisen päätöksentekovallan osittaista siirtämistä EU:lle, ne tuskin ehtivät vaikuttaa kriisin ratkaisuun vielä ensi vaiheessa. Maailman keskuspankit myös todennäköisesti tekevät lähiaikoina jonkin mittavan yhteisen operaation rahoitusmarkkinoiden rauhoittamiseksi. Tämä saattaa olla jotain samanlaista, kuin mitä koettiin viime marraskuussa, kun maailman suurimmat keskuspankit lisäsivät dollarimääräisten lainojen tarjontaa markkinoilla. Keskeisenä erona positiiviseen skenaarioon on, että Kreikan, Irlannin ja Portugalin velkoja ei uudelleenjärjestellä, jonka vuoksi niiden taloudet eivät pääse toipumaan. Tämän

skenaarion toteutumisen todennäköisyydeksi annamme 50%.

Taulukossa 2 on esitetty euroalueen reaalisen BKT:n kasvuvauhdin ennusteet yllämainituissa skenaarioissa sekä viime maaliskuussa julkaistun vuoden ensimmäisessä Q-reviewssä esittämämme ennusteet (suluissa). Euroalueen taloudellinen tilanne on heikentynyt loppukevään ja varsinkin viimeisen kuukauden aikana niin nopeasti, että kuluvana vuonna reaalin BKT kutistuisi ennusteen mukaan jopa kaikkein optimistisemmässä skenaariossa. Sekä optimistisemmässä että konsensus-skenaarioissa euroalueen talous kuitenkin palaisi kasvuun ensi vuonna vaikkakin erityisesti konsensus-skenaariossa kasvu jäisi erittäin heikoksi.

Taulukko 2. Euroalueen reaalisen BKT:n kasvuennusteet eri skenaarioissa sekä maaliskuun Q-review:n (2012/1) ennusteet (suluissa).

Neljännes	Optimisti	Konsensus	Kriisi
2012:2 nowcast (maaliskuu)	-0,24 (0,07)	-0,24 (-0,06)	-0,24 (-0,22)
2012:3 (maaliskuu)	-0,10 (0,18)	-0,22 (-0,04)	-1,42 (-1,32)
2012:4 (maaliskuu)	0,16 (0,43)	-0,23 (0,25)	-1,72 (-1,65)
<b>2012:1-4 (maaliskuu)</b>	<b>-0,19 (0,54)</b>	<b>-0,71 (0,01)</b>	<b>-3,40 (-3,33)</b>
<b>2013</b>	<b>1,35</b>	<b>0,25</b>	<b>-3,46</b>

Taulukossa 3 on esitetty Suomen reaalisen BKT:n kasvuennusteet sekä viime maaliskuussa julkaistun vuoden ensimmäisen Q-review:n ennusteet (suluissa). Suomen suhdannekuva on muuttunut selkeäksi huonommaksi viime maaliskuusta. Kasvuennusteet tälle vuodelle ovat laskeneet kaikissa skenaarioissa. Optimistisimmassa skenaariossa Suomen talous kuitenkin kasvaisi ensi vuonna yli 2,5% vauhtia. Konsensusennusteessa tämän ja ensi vuoden kasvu kuitenkin jää alle 1%. Euroalueen hajoamisen alkaminen myös iskisi Suomen talouteen kovalla tavalla BKT:n laskiessa tänä ja ensi vuonna yhteensä yli 10% verran.

Taulukko 3. Suomen reaalisen BKT:n kasvuennusteet eri skenaarioissa sekä maaliskuun Q-review:n ennusteet (suluissa).

Neljännes	Optimisti	Konsensus	Kriisi
2012:2 nowcast (maaliskuu)	-0,23 (0,78)	-0,23 (0,62)	-0,23 (-0,10)
2012:3 (maaliskuu)	0,25 (0,25)	-0,02 (0,10)	-1,53 (-1,91)
2012:4 (maaliskuu)	0,37 (0,73)	-0,21 (0,30)	-3,30 (-3,31)
<b>2012:1-4 (maaliskuu)</b>	<b>1,18 (1,67)</b>	<b>0,38 (0,93)</b>	<b>-4,26 (-3,33)</b>
<b>2013</b>	<b>2,51</b>	<b>0,60</b>	<b>-6,21</b>

Taulukossa 4 on esitetty Yhdysvaltojen reaalisen BKT:n kasvuennusteet Suomen ja euroalueen tapaan. Euroalueen uudelleenkriisiytyminen on vaikuttanut negatiivisesti myös Yhdysvaltojen suhdanneennusteisiin, mutta ennustemme mukaan Yhdysvaltojen talous kasvaisi tänä ja ensi vuonna kaikissa muissa skenaarioissa paitsi euroalueen alkaessa hajota.

Taulukko 4. Yhdysvaltojen reaalisen BKT:n kasvuennusteet eri skenaarioissa sekä maaliskuun Q-review:n ennusteet (suluissa).

Neljännes	Optimisti	Konsensus	Kriisi
2012:2 nowcast (maaliskuu)	0,74 (0,69)	0,74 (0,69)	0,74 (0,23)
2012:3 (maaliskuu)	0,36 (0,66)	0,13 (0,54)	-1,27 (-1,32)
2012:4 (maaliskuu)	0,52 (0,88)	0,30 (0,66)	-1,39 (-1,47)
<b>2012:1-4 (maaliskuu)</b>	<b>2,17 (3,08)</b>	<b>1,72 (2,74)</b>	<b>-1,38 (-1,71)</b>
<b>2013</b>	<b>2,60</b>	<b>1,67</b>	<b>-1,45</b>

## 2.2 Rahoitusmarkkina

Loppukevään aikana on siis saatu viitteitä siitä, että euroalueen yhteinen rahoitusmarkkina on hajoamassa. Selkein merkki tästä on, että kansainväliset pankit ovat alkaneet harjoittaa ns. saatavien ja vastuiden tasoittamista Euroopan kriisimaissa. Tämänkaltaisessa varautumisessa on kaksi puolta. Sen voidaan nähdä vähentävän mahdollisen euroalueen hajoamisen riskejä pankeille, koska pankkien saatavat ja vastuut

kriisimaista ovat tasapainossa, mutta samanaikaisesti se voi vähentää rahoituksen saatavuutta kriisimaissa pahentaen näiden tilannetta entisestään, kuten yllä kuvattiin

Huolestuttavinta on, että EKP:n rahoituksessa on vihjeitä samanlaisen käytännön suosion kasvusta. EKP on kasvattanut paikallisten keskuspankkien vastuita kriisimaiden pankkien lainoituksessa ja vaatinut samalla, että keskuspankkien lainojen vakuudet ovat myös kansallisia. EKP on kuitenkin ainoa taho, joka voisi paikata pankkien harjoittaman saatavien ja vastuiden tasoittamisen vaikutukset euromaiden kesken. Tähän sillä vain ei näytä olevan halua, mikä herättää epäilyksen siitä, että myös EKP alkaa käytännössä valmistautua euroalueen hajoamiseen.

Deprcon on muodostamamme viisiportainen talouden lähitulevaisuuden kokonaistilaa ennustava mittari, jonka arvot muodostetaan käyttäen hyväksi rahamarkkina- ja reaalityöntalouden informaatiota. Arvo viisi tarkoittaa voimakasta noususuhdanne ja yksi varoittaa laskusuhdanteesta. Mittarin tarkemmat selitykset löytyvät kotisivuiltamme (<http://gseconomics.com/>).

### DEPRCON

Suomi	Euroalue	Yhdysvallat
2	1	3

Deprcon kuvaa rahoitusmarkkinoiden ja reaalityöntalouden nykyistä ja lähitulevaisuuden tilaa viisiportaisella asteikolla.

## Teemaosio: Euroopan velkakriisi

### 3. Euroopan velkakriisi ja euro

Tällä hetkellä näyttää varsin selvältä, että Euroopan velkakriisi ei voi ratketa kuin johdannossa mainituilla kolmella tavalla tai niiden variaatioilla. Kreikan talous ei kykene toipumaan ilman sen valtion velkojen suurimittaista leikkaamista ja vastikkeettomia tulonsiirtoja muista euromaista. Sen talous on syvässä lamassa ja toipuminen ilman huomattavaa kilpailukykyyn paranemista on hyvin vaikeaa. Ilman velkojen leikkaamista ja suoraa vastikkeettomia tukia

Kreikalla tuskin on mahdollisuutta jatkaa eurossa. Portugalin talous on niin ikään edelleen huonossa kunnossa, eikä se todennäköisesti kykene maksamaan takaisin valtion velkaansa kokonaisuudessaan. Useat Espanjan pankeista ovat käytännössä konkurssissa ja on vielä epäselvää riittääkö 100 miljardia kaikkien tappioiden kattamiseen. Asuntojen hinnat kun jatkavat Espanjassa edelleen laskuaan, joka lisää pankkien tappioita. Myös Italiassa on havaittu pankkipoiston merkkejä tänä keväänä. Vaikka sen pankit ovat ainakin toistaiseksi kunnossa, niin tilanne voi pahentua nopeastikin.

Pankkitakuilla, avustuspaketeilla, erilaisilla velkojen maturiteetikikkailuilla, Euroopan vakaustekniikan (EVM) koon kasvattamisella ja EKP:n satunnaisilla ostoilla valtioiden joukkovelkakirjojen jälkimarkkinoilta voidaan ainoastaan viivyttää velkakriisiä. Keskeisen ongelman muodostavat erot kilpailukyvyssä euromaiden kesken, jotka yhdessä yhteisen kielen ja työmarkkinan puutteen kanssa ruokkivat vaihtotaseen vajeita kriisimaissa ja ylijäämiä muissa euromaissa. Mikäli työvoima liikkuisi paremmin, alhaisen tuottavuuden valtioiden asukkaat muuttaisivat töiden ja paremman elintason perässä korkeamman tuottavuuden valtioihin. Tämä johtaisi alhaisen tuottavuuden maiden tuotannon, kotimaisen kysynnän ja kotimaisten tuotteiden hintojen laskuun. Tästä seuraisi palkkojen aleneminen ja sitä kautta työn tuottavuuden nousu alijäämämaissa. Päinvastainen tapahtuisi ylijäämämaissa ja euroalue tasapainoittaisi itsensä.

Erilaisen työ-, verotus- ja työmarkkinakulttuurien takia valtioiden välille kuitenkin syntyy kilpailukykyeroja tehokkaampien kulttuuriin valtioiden, kuten Saksan eduksi. Nämä maat siis rikastuvat tuotannon sekä pääoman siirtyessä näihin heikomman kilpailukykyyn valtioista. Tämä on euroalueen perusongelma ja sitä on viimeisen vuoden aikana edelleen pahennettu lainaamalla köyhyville valtioille lisää, jonka seurauksena kriisimaille on alentuneen BKT:n lisäksi myös enemmän velkaa.

Vuoden 2008 kriisin jälkeen euroalueen ongelmana on myös ollut pääomapako kriisimaista talouksiltaan vahvoihin maihin. Kyseessä on ollut ns. maksutasekriisi, jollaisia euroalueen alunperin juuri ajateltiin estävän. Miksi näin ei tapahtunut johtuu siitä,

että euroalueen valtioilla on edelleen omat keskuspankinsa ja rahoitusmarkkinat eivät ole yhtä integroituneet kuin alueilla valtioiden sisällä. Suvereenissa valtiossa alueellisia pankkikriisejä ei hoideta alueiden sisällä vaan valtio hoitaa ne. Näin ollen tallettajien ei tarvitse siirtää rahojaan pois tietyltä alueelta, vaan valtion sisällä kyse on ainoastaan yksittäisiin pankkeihin (tai sitten koko valtion pankkisektoriin) kohdistuvasta pankkipaosta. Luottotappiot tasataan siis valtion sisällä. Euroalueella näin ei tapahdu, vaan valtioiden keskuspankit tasoittavat alueiden maksuliikenteen eroja Target2-järjestelmän kautta. Tämä altistaa eurojärjestelmän spekulatiivisille hyökkäyksille, koska kyseessä teknisesti on ns. kiinteäkurssinen järjestelmä, jossa kunkin maan keskuspankki vastaa maan ulkopuolelle suuntautuvan rahavirran tasoittamisesta maan sisällä. Tähän keskuspankki käyttää pankeilta saatuja vakuuksia, eli yleensä valtioiden joukkovelkakirjoja, joita vastaan se saa varoja muilta euroalueen keskuspankeilta. Koska tulonsiirrot kulkevat EKP:n kautta, spekulatiivinen hyökkäys kohdistuu kuitenkin EKP:hen kansallisten keskuspankkien sijasta (ks. luku 3.3).

Euroalueen kriisivaltioiden talletus- ja pääomapaon taustalla on kuluttajien ja yritysten oletus, että kyseiset pankit eivät pysy pystyssä ja ennen kaikkea, että kyseinen maa eroaa eurosta. Tällöin kaikkien kyseisessä valtiossa olevan varallisuuden arvo laskisi valtion uuden valuutan todennäköisen devalvaation myötä. Tässä tilanteessa on ainoastaan rationaalista siirtää rahansa maahan, jossa niiden arvo ei ainakaan laske.

Koska pääomapako perustuu rationaaliseen käyttäytymiseen, sitä on hyvin vaikea pysäyttää. Pelkät pankkitakuut tuskin onnistuisivat lopettamaan pankkipakoa kahdesta syystä. Ensinnäkin, euroalueen kokonaistalletukset ovat noin 15 biljoonaa euroa, mutta Euroopan vakausmekanismiin (EVM) varat ovat vain noin 500 miljardia euroa. Mikään nykyinen EU:n yhteinen mekanismi ei siis kykene uskottavasti takaamaan pankkitalletuksia. Toiseksi, pankkipaon taustalla on kuluttajien rationaalinen pelko siitä, että heidän rahallisen varallisuutensa eli säästöjen ja talletuksien arvo laskee valtion eurosta erotessa. Euroopan laajuinen pankkitakaus ei tätä riskiä poista. Näiden lisäksi on hyvin kyseenalaista, voiko esim.

Saksan hallitus perustuslain puitteissa sitoutua takaamaan muiden valtioiden pankkitalletuksia.

### 3.1 Tulonsiirtounioni Euroopan velkakriisin ratkaisuna

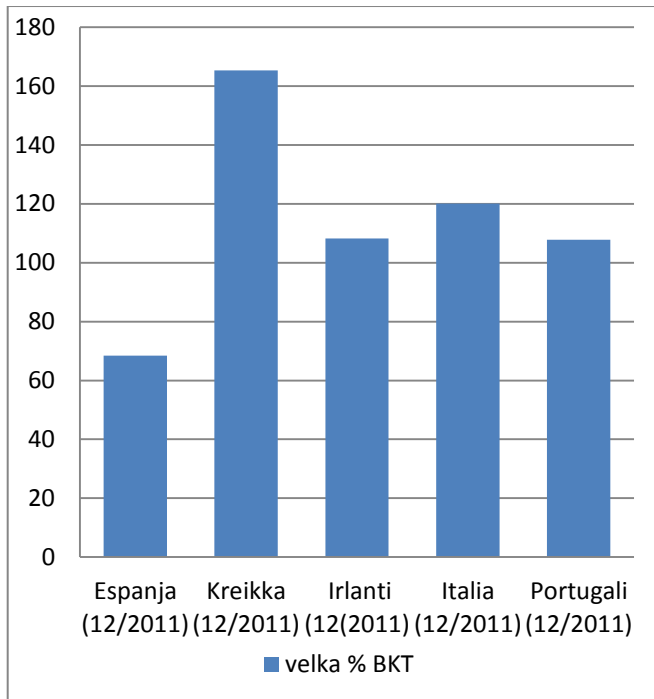
Nykyisessä tilanteessa tulonsiirtounioni on ainoa keino, jolla euroalueen ongelmat voidaan pidemmällä aikavälillä ratkaista. Velalla tilannetta ei enää pystytä korjaamaan, koska velka on tällä hetkellä kriisimaille suuri ongelma. Tilanteen korjaavaan tulonsiirtounioniin vaadittaisiinkin, että euroalueen sisälle perustettaisiin tulonsiirtojärjestelmä, joka jakaisi jonkinlaista aluetukea ylijäämämaista alijäämämaihin. Nopein ja selkein ratkaisu tähän olisi eurobondien käyttöönotto yhdistettynä EKP:n taseen käyttöön. EKP voisi monetisoida, eli ostaa suuren osan kriisivaltioiden velkakirjoista pois, jonka jälkeen niiden velkaa alettaisiin hoitaa eurobondien kautta. Toinen vaihtoehto olisi, että tietty osa valtioiden velkakirjoista muutettaisiin eurobondeihin ja loput säilyisivät kansallisina velkakirjoina. EKP:lle myös annettaisiin valtuus ostaa velkakirjoja suoraan valtioilta.

Yllä esitettyjen toimien tarkoitus olisi myös estää pankkipakoa luomalla uskoa euroalueen yhtenäisyyteen, mutta pankkipaon hillitsemiseksi kriisimaiden pankit pitäisi myös pääomittaa. Tämän pitäisi käytännössä tapahtua EVM:n suoralla vastikkeellisella tuella, jossa EVM siis saisi autettavien pankkien ääniosattomia osakkeita vastineeksi tuestaan. Pankkien huonot lainat myös alaskirjattaisiin tai siirrettäisiin valtion hallinnoimaan roskapankkiin. On kuitenkin mahdollista, että edes nämä toimenpiteet eivät enää pankkipakoa pysäytä. Siinä tapauksessa euroalueen hajoamista on enää hyvin vaikea estää.

Riippumatta menettelytavasta tulonsiirtounionin tärkein tehtävä olisi ohjata varoja ylijäämämaista kriisimaihin. Rahat tulisi käyttää kriisimaiden talouden tasapainottamiseen, investointeihin ja kilpailukyvyyn parantamiseen. Tulonsiirtojärjestelmä voitaisiin rakentaa esimerkiksi Euroopan alueellisen valtiontuen tapaan. Tämä tietenkin vaatii, että valtiot luovuttavat osan budjettivallastaan Euroopan parlamentille ja/tai komissiolle, jonka alainen yksikkö myös laskisi eurobondit liikkeelle sekä hallinnoisi niistä saatuja varoja. Parlamentti olisi suositeltavampaa, koska se on

demokraattisen kontrollin alainen toisin kuin Euroopan komissio.

Minkälaisia kustannuksia tällainen järjestely sitten aiheuttaisi? Kuvio esittää kriisivaltioiden tämänhetkisen valtion velan määrän suhteessa maiden BKT:seen.



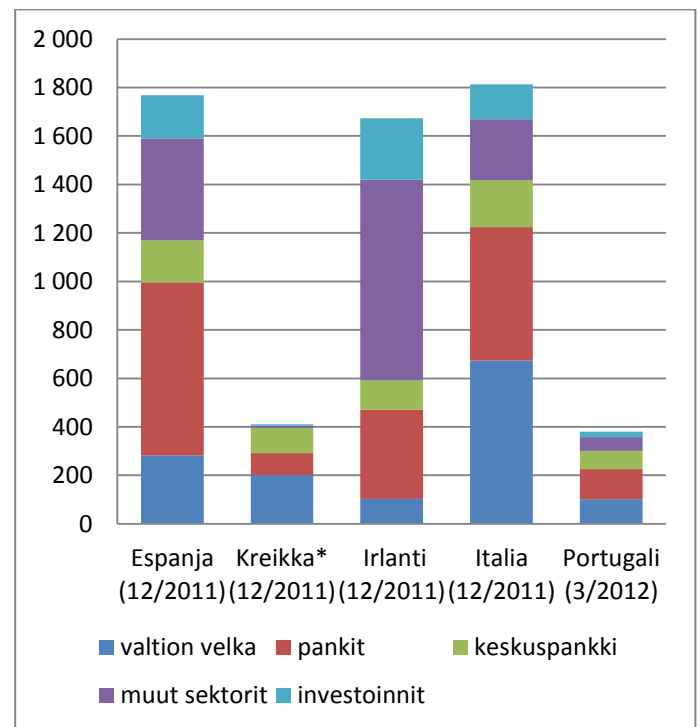
**Kuvio 2.** Euromaiden valtion velkoja suhteessa bruttokansantuotteeseen. Lähde: Euroopan komissio.

Mikäli haluttaisiin, että kriisivaltioiden velkataakka laskisi kestäväälle noin 60% tasolle BKT:sta, kriisimaiden velkoja pitäisi kattaa eurobondeilla noin 1 420 miljardin euron edestä. Mikäli tämä jaettaisiin Euroopan vakausvälineen nykyisen pääoma-avaimen (ks. alla) mukaisesti kaikille maksukykyisille jäsenvaltioille, mukaan lukien Espanja ja Italia, Suomen osuus velasta olisi noin 27 miljardia euroa. Mikäli oletetaan, että eurobondien korko olisi Saksan korkokanta +1%, velan korko olisi tällä hetkellä noin 2,3%. Näin ollen Suomen osuus eurobondien vuotuisista korkomaksuista olisi noin 620 miljoonaa euroa. Mikäli velkaa hoidettaisiin myös EKP:n setelirahoituksen kautta, Suomen suoraan maksettavaksi tuleva summa olisi luonnollisesti pienempi. Vastaavasti korkokannan nousu tai jonkin maan, kuten Espanjan maksukyvyyn joutuminen uhatuksi nostaisivat Suomen kustannuksia.

### 3.2 Ydin-euro

Vahvojen talousvaltojen muodostamaa ydin-euroa on myös esitetty kriisin ratkaisuksi. Tässä ratkaisussa osa tai kaikki kriisimaat eroaisivat, tai ne erotettaisiin eurosta, ja euroalue muodostuisi ns. ytimen, eli Saksan, Ranskan, Itävallan, Hollannin, Belgian, Luxemburgin ja Suomen ympärille. Eurosta eroavat valtiot palaisivat omiin kansallisiin valuuttoihinsa.<sup>2</sup>

Tämän ratkaisun kustannukset jäljelle jäävälle euroalueelle muodostuisivat valtioiden ulkomaanvelasta Euroopan yrityksille ja instituutioille. Kriisimaiden eroamisen tappioiden tarkempi arvioiminen vaatisi yksityiskohtaisen selvityksen, jota emme tämän raportin puitteissa tule esittämään. Kustannuksista saadaan kuitenkin verrattain hyvä kuva tarkastelemalla valtioiden bruttovelan määrää. Kuvio esittää euroalueen tämänhetkisten kriisimaiden ulkomaisen bruttovelan määrän.



**Kuvio 3.** Kriisivaltioiden ulkomainen bruttovelka (miljardia euroa). Kreikan luku perustuu osittain arvioon. Lähde: BIS.

<sup>2</sup> Tästä vaihtoehdosta on enemmän tietoa raportissamme: "Suomi ja EMU: euron hyödyt, kustannukset ja tie eteenpäin". Raportti on vapaasti ladattavissa kotisivuiltamme.



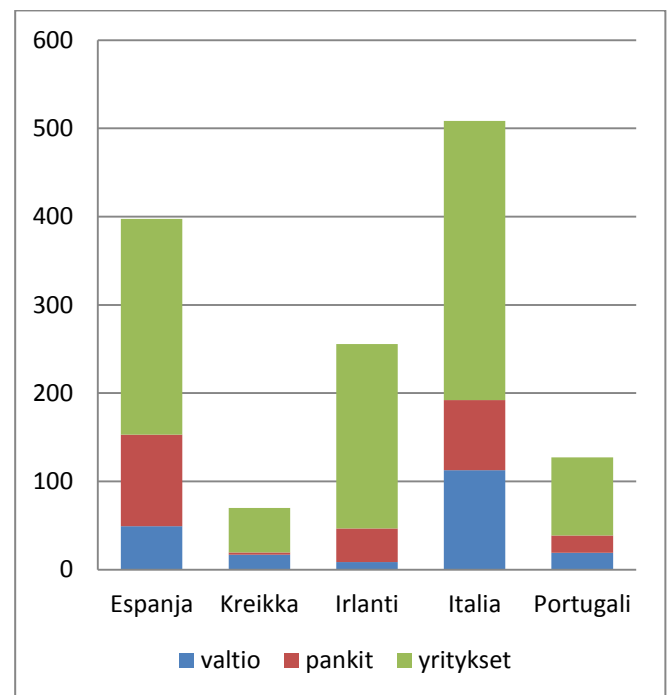
Kokonaisuudessaan kriisimaiden ulkomaan velka on noin 5,5 biljoonaa euroa. Keskeinen kysymys tietenkin on, paljonko tästä velasta tulisi muiden maiden maksettavaksi, mikäli maat eroaisivat eurosta. Kreikan kohdalla voidaan arvioida, että sen velasta huomattava osa joudutaan kirjaamaan tappioksi (ks. luku 4), mutta esimerkiksi Italian kohdalla tilanne voi olla toinen. Italian valtion budjetti olisi esim. tällä hetkellä ylijäämäinen ilman korkomaksuja. Irlannin muiden sektoreiden, eli käytännössä kotitalouksien, yritysten ja kolmannen sektorin ulkomaan velka on puolestaan hyvin suuri, ja sitä kautta Irlannin luottotappioit olisivat todennäköisesti suurempia. Espanjan pankkisektori on niin ikään suurissa vaikeuksissa ja erotessaan eurosta Espanja olisi luultavasti pakotettu tekemään saman ratkaisun kuin Islanti, jossa vain kriisipankkien tallettajat pelastettaisiin. Tätä kautta tappiot Espanjasta olisivat myös verrattain suuria.

Hyvin konservatiivinen arvio maiden eurosta eroamisen kustannuksista on, että tappioita ko. maiden veloista kertyisi noin 25%. Tämä vastaisi noin 1,4 biljoonan euron (noin 1,7 biljoonan dollarin) luottotappioita maailmantaloudelle, joka olisi reilu kaksi prosenttia maailman bruttokansantuotteesta. Suorat tappiot pystyttäisiin siis kyllä kantamaan, mutta nykyisessä rahoitusmarkkinoiden herkässä tilanteessa tappioiden aiheuttama shokki johtaisi hyvin todennäköisesti maailmanlaajuiseen luottolamaan. Mahdollisessa erotilanteessa paljon riippuu tavasta, jolla ero toteutettaisiin (kontrollitu vs. kontrolloimaton) ja keskuspankkien toiminnasta.

Edellä mainituista veloista Euroopan pankkisektorin hallussa oli viime vuoden lopulla noin 1,3 biljoonaa euroa, jonka maakohtainen jakauma on esitetty kuviossa 4. 25% prosentin tappio siis tarkoittaisi noin 300 miljardin euron luottotappiota Euroopan pankkisektorille. Koska monet kriisimaiden pankeilla on paljon saatavia muista kriisimaista, eurosta eroavien valtioiden pankkien tappiot voisivat kasvaa huomattavasti. Joka tapauksessa Euroopan pankkisektoria jouduttaisiin pääomittamaan.

Suomen tappiot koostuisivat pääosin ERVV:n takauksien lankeamisista maksuun, EKP:n tappioista, euroalueen rahoitusmarkkinoiden hajoamisesta sekä viennin laskusta. Luvusta 4 löytyvän analyysimme mukaan ERVV tulisi kärsimään Kreikalle

myöntämistään veloista noin 90% tappion. ERVV kokisi tappioita myös Portugalille ja Irlannille annetuista lainoista, mutta nämä ovat määrältään huomattavasti Kreikan lainoja pienempiä. EKP:llä on hallussaan kriisimaiden velkakirjoja noin 240 miljardin euron edestä. Kriisimaiden pankeille on noin 773 miljardin euron edestä lainoja EKP:n pitkän aikavälin rahoitusohjelmasta (LTRO) ja kriisivaltioiden keskuspankeilla on Target2-vastuita yhteensä noin 735 miljardin euron edestä. Maiden erotessa eurosta on selvää, että osa niiden EKP:ltä saamista lainoista jäisi maksamatta ja sama koskee myös Target2-vastuita. Näiden takuina on kuitenkin arvopapereita, joista suuri osa todennäköisesti on ko. valtioiden velkakirjoja, joiden arvo tulisi eroamisen seurauksena laskemaan.



**Kuvio 4.** Euroopan pankkisektorin saatavat kriisimaista (miljardia euroa). Lähde: BIS.

Varovaisestikin arvioiden tappiot EKP:lle kriisimaiden eurosta erosta olisivat sitä luokkaa, että EKP tarvitsisi uudelleen pääomistusta eurojärjestelmän jäljelle jäävien keskuspankkien taholta ellei se sitten kattaisi tappioitaan luomalla uutta rahaa. Karkeasti arvioiden EKP:n tappiot omistamistaan kriisivaltioiden velkakirjoista olisi luultavasti noin 100 miljardin euron luokkaa. Koska EKP:llä on varoja vain noin 85 miljardin edestä, pyyhkisivät jo tappiot velkakirjaomistuksista EKP:n varat. Kokonaisuudessaan eurojärjestelmän tappiot voisivat

olla arviolta 700-900 miljardin euron luokkaa, joka jakaantuisi ydin-eurojärjestelmän keskuspankkien kesken. Suomen Pankin osuus tästä olisi arviolta 21 – 27 miljardia, joka on laskettu käyttäen 3% pääoma-avainta. ERVV:n tappiot olisivat noin 180 miljardia euroa, josta Suomen osuus olisi  $180 \cdot 0,03 = 5\,400$  miljoonaa euroa. Suomen kokonaistappiot olisivat siis arviolta 26 - 32 miljardia euroa.

Suomen viennin arvo kriisimaihini oli noin 2,7 miljardia euroa vuonna 2011. Mikäli arvioidaan, että eron vaikutus valtioiden tuontiin olisi keskimäärin samaa luokkaa kuin mitä finanssikriisillä oli Islantiin vuosina 2008-2009, tämä tarkoittaisi tuonnin määrän tippumista noin 40%:lla. Suomen viennin kokonaismäärä oli viime vuonna noin 56,7 miljardia ja 40% tiputus kriisimaiden tuonnissa tarkoittaisi noin 1,1 miljardin vientitulojen menetystä. Suomen vienti siis tippuisi noin 2%, joka laskisi Suomen BKT:n kasvua arviolta noin 0,8% hajoamista seuraavana vuonna. Tarkemmin sanottuna, mikäli BKT:n kasvu muuten olisi esim. 1,8%, niin kriisivaltioiden erotessa viennin laskun vaikutuksen takia kyseisen vuoden kasvu jäisi arviolta yhteen prosenttiin.

Suomen talouskasvuun tulisi vaikuttamaan myös rahoitusmarkkinoiden kriisiytymisen aiheuttama shokki. Tämä olisi arviomme mukaan noin 3-4% luokkaa. Kokonaisuudessaan ydin-euroon siirtyminen laskisi siis Suomen BKT:n prosentuaalista kasvu arviomme mukaan noin 4-5 prosenttia siirtymää seuraavana vuonna. Ydin-euroon siirtymisen välittömien kustannuksien lisäksi kyseisen euron arvo myös tulisi vahvistumaan selvästi. Tällä olisi lähes varmasti negatiivinen vaikutus Suomen vientiin, joka näkyisi Suomen talouskasvussa seuraavien vuosien, jopa vuosikymmenten, aikana. Näiden kustannuksien arviointi on kuitenkin laajuudessaan tämän raportin ulkopuolella.

### 3.3 Euroalueen hajoaminen

Euroalueen hajoamisen kustannukset siippuvat keskeisesti siitä miten hajoaminen tapahtuisi. Vaihtoehtoja on käytännössä useita, joista pahimpana on euroalueen kontrolloimaton hajoaminen. Tämä johtaisi vääjäämättä pankkikriisiin sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa, joka ajaisi maailmantalouden pahimmillaan jopa syvään lamaan. Riskinä olisi myös Euroopan integraation suurimman saavutuksen eli

EU:n hajoaminen. Tämän takia kustannuksien arvioiminen on näin lyhyessä raportissa käytännössä mahdotonta. Kustannuksien ja vaikutuksien määrä on kuitenkin suoraan verrannollinen siihen tapaan, jolla euroalue purkautuisi. Euroalue voi myös jakautua, jonka seuraukset olisivat todennäköisesti huomattavasti pienemmät kuin täydellisen hajoamisen.

Kontrolloimaton hajoaminen todennäköisesti käynnistyisi yksittäisen kriisivaltion ilmoituksella lähteä euroalueesta. Valtio ilmoittaisi huomattavista pääoman vientirajoituksista ja useampien viikkojen kestävästä pankkilomasta, jona aikana pankeista saisi nostettua rahaa vain hyvin kontrolloidusti. Eroilmoitus johtaisi suurimittaisiin spekulatiivisiin hyökkäyksiin muiden kriisimaiden pankkeja kohtaan, eli ns. pankkipakoon, koska epäilykset muidenkin maiden eroamisesta voimistuisivat. Tämä johtaisi siihen, että Target2 -järjestelmän kautta kulkisi massiivisia varainsiirtoja, jotka pitäisi kattaa kriisimaiden keskuspankeille muiden euroalueen pankkien varoista. Mikäli eurojärjestelmä kohtaisi tällaisen spekulatiivisen hyökkäyksen, muut eurojärjestelmän keskuspankit eivät todennäköisesti pystyisi tarjoamaan varoja riittävässä suhteessa pääomapaon kattamiseksi. Tällöin EKP joutuisi käytännössä hyväksymään vakuuksiksi kaikki kriisimaiden pankkien tarjoamat arvopaperit. Koska EKP:n oma pääoma ja varat ovat verrattain pienet, EKP:n pitäisi alkaa luoda uutta rahaa kyetäkseen tarjoamaan riittävästi likviditeettiä eurojärjestelmään. Kriisimaiden täysimittainen pankkipako tarkoittaisi, että EKP:n pitäisi luoda uutta rahaa arviolta noin 2 biljoonan euron edestä hyvin lyhyessä ajassa. Mikäli EKP ei tätä tekisi, kuten on varsin todennäköistä, Target2-järjestelmä purkautuisi. Silloin kansallisille keskuspankeille jäisi vain se vaihtoehto, että ne alkaisivat luoda omaa rahaa tukeakseen pankkisektoriaan. Spekulatiivisen hyökkäyksen kohteeksi joutuneiden valtioiden pitäisi katkaista pankkipako asettamalla rahan ja pääoman vientirajoituksia sekä useiden päivien ellei viikkojen pankkivapaapäiviä. Euroopan yhteinen rahoitusmarkkina hajoaisi ja eurovaltiot olisivat pakotettuja palaamaan omiin valuuttoihinsa tai tässä tapauksessa siis kansallisiin euroihin.

Tästä skenaariosta on tärkeää huomioida, että eurojärjestelmä voi joutua spekulatiivisen pankkipakon kohteeksi myös ilman yhdenkään valtion eroa eurosta.

Tästä mahdollisuudesta on jo saatu viitteitä Espanjan, Kreikan ja Italian vielä verrattain pienimuotoisten pankkipakojen muodossa. Syynä näissä on ollut yksinkertaisesti pelko siitä, että valtio eroaa eurosta. Tällaisista peloista voikin yllä mainitun mekanismin kautta tulla itseään toteuttavia.

Euroalueen hallittuun purkamiseen on useita mahdollisuuksia. Yksi näistä on ns. peruuttaminen, jossa kaikki euroalueen valtiot ottaisivat käyttöönsä kansallisen valuutan euron rinnalle. Kaikki sopimukset pysyisivät euromääräisinä, mutta palkkoja alettaisiin maksamaan kansallisessa valuutassa. Sopimuksia ei tällöin tarvitsisi uudelleen neuvotella.

Kustannukset euroalueen valtioille sekä hallitussa että hallitsemattomassa hajoamisessa muodostuvat samoista tekijöistä: ERVV:n tappioista, eurojärjestelmän kautta tulevista tappioista, uuden rahan painamisen kustannuksista, järjestelmien päivittämisestä, hintamerkintöjen uusimisesta, rahan jakelusta, euromääräisten sopimusten (mahdollisesta) uudelleen neuvottelusta/-määrittelystä sekä pankkien konkurseista ja/tai pääomittamisesta. EKP:n saamiset todennäköisesti vain alaskirjattaisiin lopetettavan yrityksen, eli Euroopan keskuspankin tappioksi. Eurojärjestelmän Target2 ja muut saamiset ja vastuut luultavasti tasattaisiin euromaitten kesken yhteisillä sopimuksilla. Tässä järjestelyssä euroalueen vahvojen talouksien keskuspankit todennäköisesti kärsisivät tappioita. Ne luultavasti saisivat takaisin vain osan Target2-järjestelmän kautta jakamista varoistaan, koska näiden takuina olleiden arvopapereiden arvo todennäköisesti laskisi.

Suomeen tai muihin euroalueen valtioihin kohdistuvien kustannusten laskeminen vaatisi useamman eroamisskenaarion kustannusten arviointia, jonka takia emme pysty niitä tämän raportin puitteissa esittämään. Analyysimme mukaan Euroopan rahoitussektorin romahtaminen kuitenkin aiheuttaisi Suomen BKT:hen yli 10 prosentin laskun eroamista seuraavien kahden vuoden aikana. Hallitun hajoamisen, jossa rahoitussektori kärsisi vain vakavia tappioita, vaikutus BKT:hen on luultavasti jonkin verran pienempi ja arvioimme sen olevan alle 10% hajoamista seuraavien kahden vuoden aikana.

Suomen vienti euroalueelle on noin 33% Suomen koko viennin arvosta. Tähän varsinkin euroalueen

kontrolloimaton purkautuminen vaikuttaisi todennäköisesti voimakkaammin kuin vuosien 2008-2009 finanssikriisi. Näin ollen arvioimme, että euroalueen kontrolloimaton hajoaminen laskisi Suomen BKT:ta 13-17% hajoamista seuraavien kahden vuoden aikana. Kontrolloitu hajoaminen laskisi Suomen BKT:ta arviolta 2-10% riippuen huomattavasti tavasta, jolla alueen purkaminen järjestettäisiin.

#### 4. Tapaus Kreikka ja Suomi

Kreikan vaalit pidetään ensi sunnuntaina ja niiden lopputulos vaikuttaa keskeisesti siihen, voiko Kreikka jatkaa euroalueessa. Kreikan erolla ja sen kustannuksilla on spekuloitu verrattain paljon, mutta arvioihin liittyy huomattavaa epävarmuutta. Ei tiedetä, kuinka paljon Kreikan veloista leikattaisiin, kuinka suuri osa Kreikan pankkisektorista menisi nurin eroamisen seurauksena, kuinka paljon kreikkalaispankkien antamista vakuuksista osoittautuu arvottomiksi, ja pystytäänkö paniikin leviäminen muihin maihin estämään. Suorien kustannusten määrää voidaan kuitenkin kohtuullisella varmuudella arvioida.

Kreikan keskuspankin taseen ja IMF:n mukaan Kreikalla olisi tällä hetkellä bruttomääräiset ulkomaalaista velkaa yhteensä 339 miljardin euron edestä, joka on siis koko Kreikan kansantalouden ulkomaanvelka. Ongelmalliseksi tämän arvion tekee se, että Kreikan keskuspankki on mitä ilmeisemmin alkanut arvottaa valtion velkakirjoja markkinahintaan. Tämän takia Kreikan ulkomainen valtion bruttovelka on Kreikan keskuspankin taseen mukaan supistunut viime vuoden aikana lähes puoleen! On selvää, että tämä vähentyminen on ollut mahdollista ainoastaan velkakirjojen markkinahinnan laskun kautta. Kreikan ulkomaalaisen velan todellisen (nimellisen) arvon voidaan arvio olevan reilun 500 miljardin euron luokkaa nyt tehdyn velkojen uudelleenjärjestelyn jälkeen. Tästä valtion velkaa on arviolta 240 miljardia euroa.

Kreikan mahdollisesti erotessa eurosta sen uuden valuutan voidaan olettaa devalvoituvan ainakin 50%. Näin ollen Kreikan ulkomaanvelan ulkoinen arvo tuplaantuisi biljoonaan euroon, josta valtion velan osuus olisi noin 480 miljardia euroa. On siis selvää, että Kreikan erotessa eurosta, sen on jätettävä huomattava

osa ulkomaanvelastaan maksamatta. Keskeinen kysymys on, että kuinka suuri osa?

Euroopan komission mukaan Kreikan BKT on tällä hetkellä 203 miljardia euroa. Saman lähteen mukaan Kreikan valtiolla olisi tällä hetkellä velkaa n. 326 miljardia euroa. Taloudellisesti kestävä valtion velan määrä suhteessa BKT:hen olisi Kreikan tapauksessa noin 60%. Tämä vastaisi noin 122 miljardin euron velkataakkaa. Kreikan valtion velkakirjoja on edellä esitettyjen lukujen valossa kreikkalaisten omistuksessa  $326 - 240 = 86$  miljardin euron edestä.<sup>3</sup> Kreikan erotessa se todennäköisesti ilmoittautuisi maksukyvyttömäksi vain ulkomaalaiseen velkaansa, koska Kreikan valtion kotimaisessa omistuksessa olevien velkakirjojen nimellisarvojen leikkaaminen vaikeuttaisi huomattavasti kotimaisen pankkien ja muiden rahoitusmarkkinainstituutioiden asemaa. Näin ollen, jotta Kreikan valtion velka laskisi 60% BKT:sta, Kreikan ulkomaisen velan arvon pitäisi laskea  $122 - 86 = 36$  miljardiin euroon. Tähän päästäkseen Kreikan valtion pitäisi leikata devalvaation jälkeistä ulkomaan velkaansa (480 miljardia euroa) noin 92 prosentilla.

ERVV:n saamiset Kreikalta ovat tällä hetkellä noin 108 miljardia euroa ja Suomen kahdenkeskiset saamiset Kreikalta ovat noin miljardi euroa. Yllä esitettyä arvioita käyttäen ERVV kärsisi siis Kreikkalainoistaan  $0,92 \cdot 108 = 99,4$  miljardin euron tappiot. ERVV:n Kreikkatappioissa pitää kuitenkin huomioida myös sijoittajille tulevat korkotappiot, jotka mekin unohdimme aikaisemmassa kirjoituksessa huomioida. Suomen ja muiden euroalueen valtioiden takausvastuuhan kun koski myös korkotappioita. Laskujemme mukaan Kreikan lainakorkoja jäisi ERVV:ltä saamatta noin 58 miljardin euron edestä. ERVV:n kokonaistappiot Kreikasta olisivat siis noin  $99 + 58 = 157$  miljardia euroa.

Kriisimaat eivät luonnollisesti ole enää voineet osallistua omalla panoksellaan ERVV:n pääomittamiseen. Tämän vuoksi euroalueen maksukykyisten valtioiden pääoma-avaimet ovat kasvaneet. Suomen pääoma-avaimen arvo on tällä hetkellä 1,92%. Näin ollen Kreikan erotessa eurosta Suomelle koituvat ERVV:n tappiot olisivat  $157 \cdot 0,0192 = 3\,014$  miljoonaa euroa.

Laskennallisesti voidaan osoittaa, että EKP:n nimelliset vastuut Kreikasta ovat vähintään 260 miljardia euroa, joihin kuuluvat siis EKP:n omistamat Kreikan valtionvelkakirjat, sen myöntämät lainat Kreikan pankeille LTRO:n kautta, eurovaltioiden keskuspankkien TARGET2 saamiset Kreikalta sekä Kreikalle myönnetty keskuspankkirahoitus (tarkkaa summaa ei tiedetä, koska Kreikan keskuspankin viimeisimmät tasetiedot ovat tammikuun lopusta). Loput mahdollisen eron kustannukset riippuvatkin keskeisesti kolmesta seikasta. Kustannukset jotka näistä koituvat riippuvat keskeisesti kolmesta seikasta: miten Kreikan pankkisektorin käy, minkä arvoisia pankkisektorin antamat vakuudet eurojärjestelmälle ovat ja miten mahdolliset EKP:n tappiot hoidetaan. Jos Kreikan koko pankkisektori ajautuisi maksukyvyttömyyteen ja sen vakuuksina olisi ollut pelkästään Kreikan valtion velkakirjoja EKP:n tappiot olisivat siis (vähintään)  $260 \cdot 0,9 = 234$  miljardia euroa. Mikäli tappiot päätettäisiin jakaa täysimääräisesti eurojärjestelmän keskuspankkien kesken, Suomen Pankin osuus olisi  $0,018 \cdot 234\,000\,000\,000 = 4\,212$  miljoonaa euroa. Tähän päälle tulisivat vielä tappiot Suomen Pankin mahdollisesti omistamista Kreikan joukkovelkakirjoista.

Jos oletetaan, että Kreikan mahdollinen eurosta eroaminen ei johda muiden kriisimaiden eroon, eron kustannukset Suomelle tulevat arviomme mukaan asettuman johonkin 3 ja 8 miljardin euron välille.

## 5. Johtopäätökset

Euroopan velkakiisi on siirtynyt kriittiseen vaiheeseen, jonka lopputuloksena euro saattaa jopa hajota, vaikkakaan se ei ole vielä todennäköistä. Espanjan pankkituki on askel oikeaan suuntaan, mutta yksinään täysin riittämätön kriisin taltuttamiseksi. EU-johtajilta odotetaan enemmän.

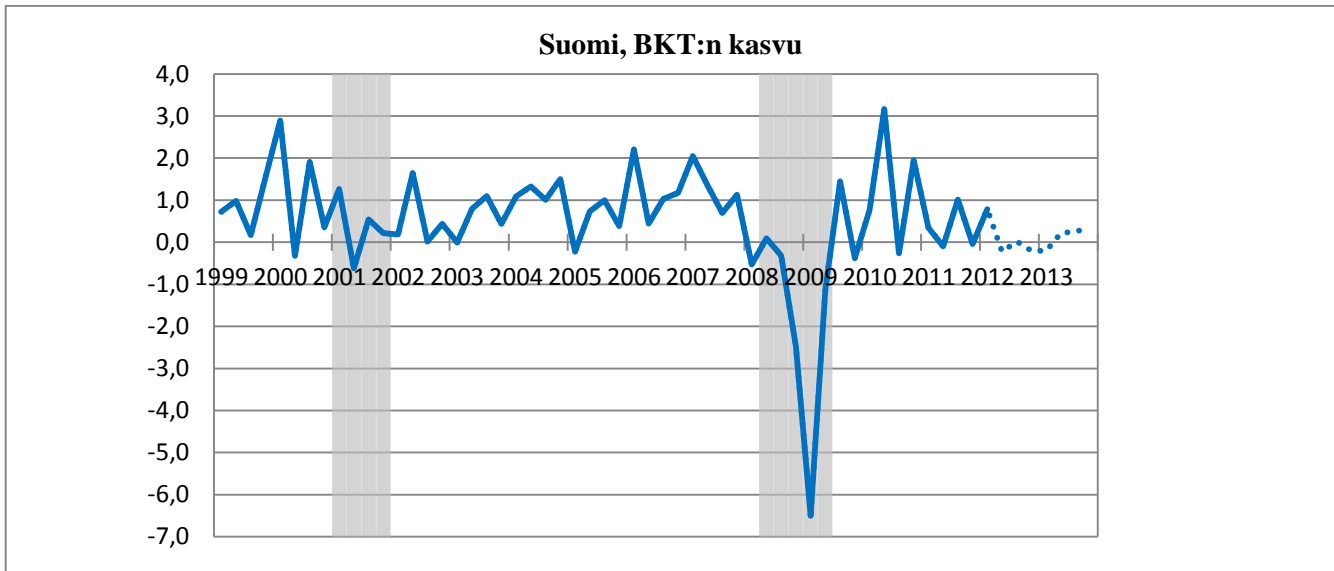
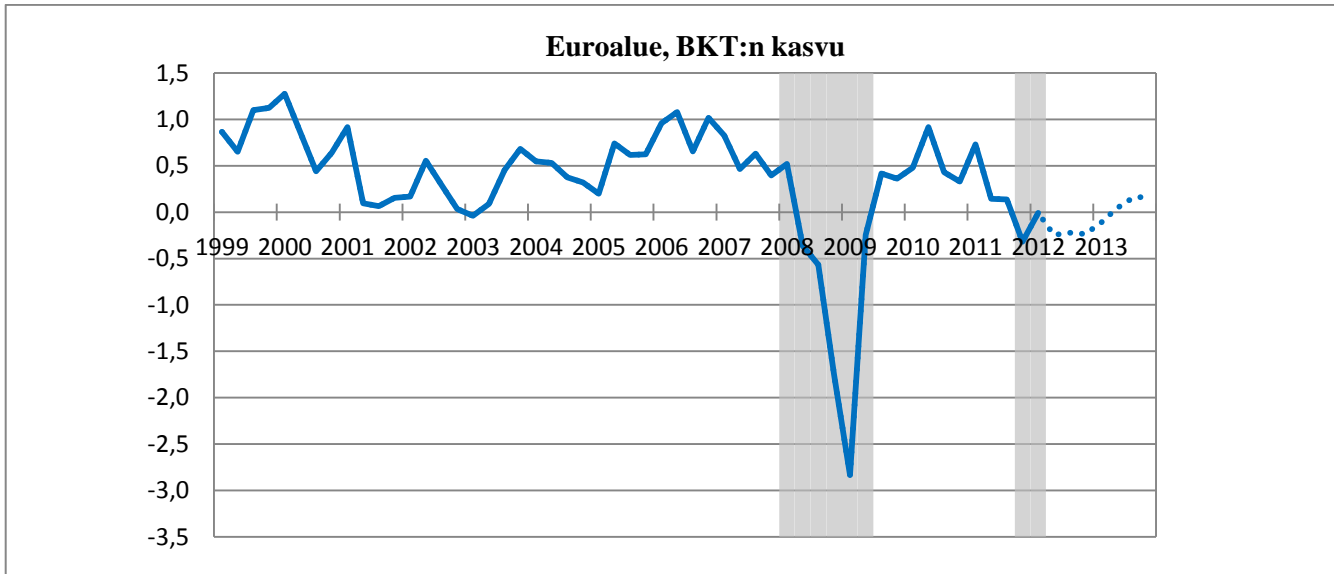
On myös tärkeää huomioida, että euroalueen hajoaminen voi tapahtua hyvinkin nopeasti, mikäli kriisimaissa käynnistyisi täysimittainen pääomapako. Tämä pakottaisi EKP:n mahdollisimman valinnan eteen, jossa sen olisi päätettävä massiivisesta uuden rahan luonnista euroalueen hajoamista vastaan. Sisäiset ristiriidat tai erimielisyydet voivat hyvin johtaa siihen, että EKP ei pelastaisi euroaluetta hinnalla millä hyvänsä. Tämän vuoksi on järkevää alkaa varautua

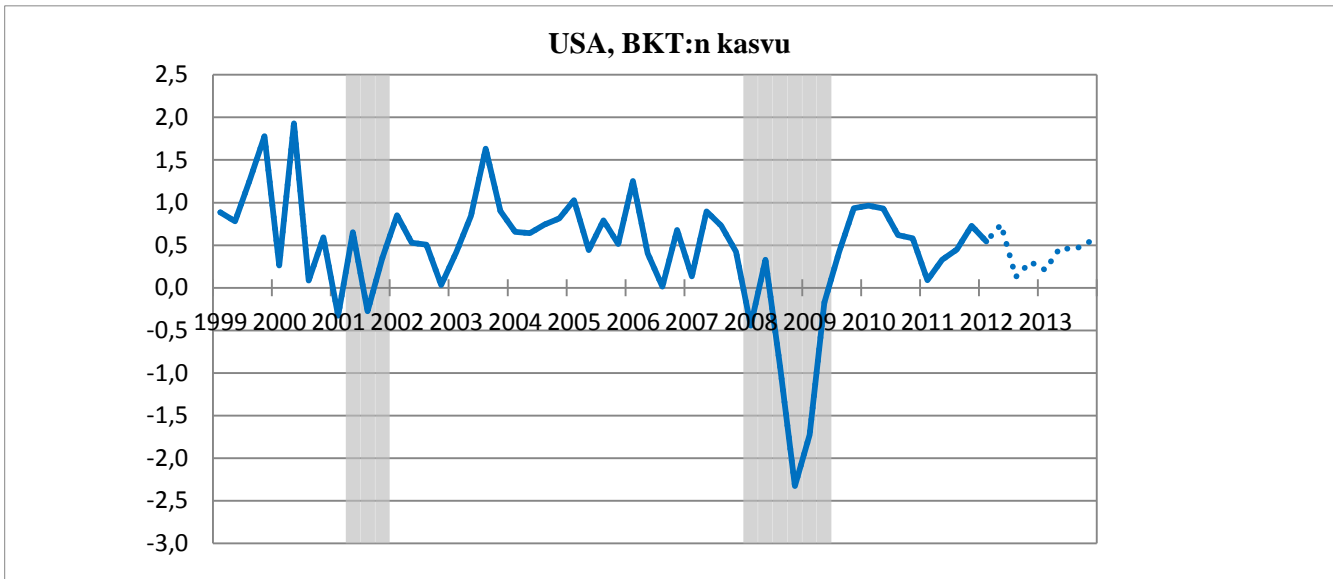
<sup>3</sup> Korjattu 23.7.2012

myös siihen epätodennäköiseen skenaarioon, että euroalue hajoaa joko kokonaan tai useampaan osaan.

## BKT:n kasvun ennusteet kuvioina.

Alla on esitetty euroalueen, Yhdysvaltojen ja Suomen BKT:n kasvun historia sekä todennäköisimmän skenaarion perusteella rakennettu ennuste seuraavan vuoden BKT:n kasvusta. Kuviossa harmaalla on kuvattu kunkin talouden taantumajaksot. Suomen taantumajaksot perustuvat BKT:n kasvuun sekä Makrosuhdanne-blogin (ks. <http://blogs.helsinki.fi/makrosuhdanne/>) suhdanneindikaattorin antamiin taantumajaksoihin.





### Menetelmäkuvaukset

Q-review - raportissa raportoidut ennusteet perustuvat tilastolliseen mallinnukseen, jonka yhteydessä hyödynnetään uusinta akateemista tietoa niin käytettävien menetelmien kuin suhdannevaihteluiden ennustamiseen liittyvien tutkimustulosten osalta.

*Nowcastit* ovat ennustehetkellä muodostettuja arvioita kuluvan neljänneksen BKT:n kasvusta. Raportin kirjoittamishetkellä kyseisen neljänneksen talouskasvu, BKT:lla mitattuna, on vielä tuntematon. Tästä johtuen myös tälle ajankohdalle on tulevaisuuteen suuntautuvien ennusteiden (*forecast*) lisäksi muodostettava ennuste (*nowcast*). *Nowcastit* muodostuvat tilastollisen malliin perustuen, jossa hyödynnetään ennustehetkellä tiedossa olevaa informaatiota talouden tilasta kyseisen neljänneksen aikana.

Varsinaiset BKT-ennusteet perustuvat dynaamiseen tilastolliseen ennustemalliin, jonka yhteydessä eri neljänneksille muodostetut ennusteet riippuvat aina edellisen neljänneksen toteutuneesta BKT-kasvusta tai sen ennusteesta. Lopputuloksena saadaan ennusteet kaikille kolmelle talousalueelle (Suomi, euroalue ja Yhdysvallat) siten, että ennusteita muodostettaessa eri talousalueet ja niille tehtävät ennusteet voivat riippua toisistaan. Eri ennusteskenaariot perustuvat GnS economicsin rakentamiin malleihin sekä GnS economicsin asiantuntijänäkemykseen tulevasta suhdannekehityksestä.

Tarkemmin suhdanne-ennusteiden muodostamisesta ja siihen liittyvistä seikoista on kerrottu GnS economicsin kotisivuilla osoitteessa [www.gnseconomics.com](http://www.gnseconomics.com).

.....

Seuraava Q-review julkaistaan syyskuussa viikolla 37.

.....

Tämä GnS economicsin raportti ei sisällä kehoitusta ostaa mitään hyödykkeitä, arvopapereita tai investointeja. Raportissa esitettyä informaatiota voidaan pitää luotettavana, mutta sen tarkkuutta ei voida taata. Raportissa esitetyt ennusteet eivät välttämättä korreloi myöhemmän maailmantilanteen kanssa. Henkilöt, jotka käyttävät tämän raportin tietoja, tekevät sen omalla riskillään eikä GnS economicsia voida pitää vastuullisena mistään raportin perusteella tehdystä toimesta tai tekemättä jättämisestä. GnS economicsin raportit edustavat yrityksen sisällä tehtyä analyysiä eivätkä siten välttämättä kenenkään yksittäisen henkilön näkemystä saati heidän taustaorganisaatioiden mahdollisia näkemyksiä.

Lisätiedot:

Tuomas Malinen, VTT  
Pääekonomisti

puh: +358 40 196 3909

email: [tuomas.malinen@gnseconomics.com](mailto:tuomas.malinen@gnseconomics.com)

<http://www.gnseconomics.com>