

Suomen ja maailmantalouden suhdanneanalyysi

Teemaosiossa Euroopan velkakriisin ratkaisuskenaariot

Syyskuu 2012

- Suomen, Euroopan ja USA:n suhdannekuva on tällä hetkellä edelleen täysin riippuvainen euroalueella tehtävistä ratkaisuista.
- EKP:n varsin odotettu päätös velkakirjojen osto-ohjelman uudelleenkäynnistämisestä auttaa, mutta ei korjaa kriisin syytä.
- Euroalueen yritysrahoituksen eriytyminen on edelleen nostanut euroalueen hajoamisen todennäköisyyttä.
- Ennustamme Suomen ja euroalueen reaalisen BKT:n supistuvan tänä vuonna, mutta palaavan kasvuun ensi vuoden aikana.

1. Suhdannekuva

Euroopan velkakriisi täytti keväällä kaksi vuotta, mutta se ei osoita laantumisen merkkejä, päinvastoin. Euroalueen ongelmat ovat nyt huomattavasti suurempia kuin runsaat kaksi vuotta sitten. Euroopan johtajien valitsemat keinot ongelmien ratkaisemiseksi ovat valitettavasti johtaneet kriisin syventymiseen hetkittäisiä helpotuksia lukuun ottamatta. Vielä epämiellyttävämmäksi kriisin pitkittymisen tekee se, että maailmantalous on käytännössä ollut matalasuhdanteessa vuoden 2008 syksystä lähtien. Kaakkois-Aasian ja Yhdysvaltojen talouksien toipuminen vuosien 2009–2010 aikana jäi lyhytaikaiseksi juuri Euroopan velkakriisin takia. Kiinan talous näyttää suistuvan kohti pitkään odotettua hitaamman talouskasvun vaihetta. Sen sijaan Yhdysvaltojen taloudesta saadut merkit ovat varovaisen lupaavia.

Maailmantalouden suhdannenäkymät riippuvat edelleen täysin euroalueella tehtävistä ratkaisuista. Siksi keskitymme tässä suhdanneanalyysissä Euroopan velkakriisiin. Uutena piirteenä on kriisivaltioiden ja taloudeltaan vahvempien euromaiden yritysten rahoituskustannusten eriytyminen. Ulkomaalaisten omistajien osuus Espanjan ja Italian velkakirjoista on myös laskenut selvästi kuluneen vuoden aikana. Tätä taustaa vasten EKP:n päätös aloittaa uudelleen valtioiden velkakirjojen osto-ohjelma oli odotettu, mutta se ei tule ratkaisemaan velkakriisiä.

Teemaosiossa käymme läpi velkakriisin ratkaisuksi esitettyjen keinojen vaikutuksia. Arvioitavia keinoja ovat: EKP:n setelirahoitus joukkovelkakirjaostoin, Euroopan laajuinen pankkivalvonta, EVM:n pankkilisenssi, EVM:n joukkovelkakirjaostot, kriisimaiden myöntämät vastikkeelliset velkakirjat ja pelastuspaketeista luopuminen. Arvioimme kyseisten keinojen vaikutuksia lyhyellä ja pitkällä aikavälillä sekä niiden mahdollisia kustannuksia.

Taulukossa 1 esitämme Suomen, euroalueen ja Yhdysvaltojen reaalisen BKT:n kasvun sekä kasvun nowcast-ennusteet (ks. selitys menetelmäosioista raportin lopussa). Ennusteiden perusteella Yhdysvaltojen talous jatkaisi voimistumistaan tällä neljänneksellä, kun taas euroalueen ja Suomen BKT:n muutos olisi edelleen negatiivinen.

Taulukko 1. Yhdysvaltojen, euroalueen ja Suomen reaalisen BKT:n kasvulukuja (prosenttia) sekä kuluvan että (suluissa) edellisen kvartaalin reaalisen BKT:n kasvun nowcastit. Lähde: OECD ja GnS economicsin laskelmat.

Neljännes	Yhdysvallat	Euroalue	Suomi
2012:1	0,49	0,01	0,85
2012:2 (nowcast)	0,38 (0,74)	-0,18 (-0,24)	-1,09 (-0,23)
2012:3 nowcast	0,88	-0,66	-0,53

2. Suhdanne-ennusteet

Tässä raportissa esittämämme skenaariot ovat hyvin samankaltaisia viime kesäkuun Q-reviewssa esittämämme skenaarioiden kanssa. Suomen suhdannekuva on kuitenkin muuttunut kesäkuusta selvästi huonommaksi ja Yhdysvaltojen suhdannekuva epävarmemmaksi. Yhdysvaltojen taloudessa on silti edelleen nähtävissä positiivisia merkkejä. Työttömyys on hieman alentunut, asuntomarkkinat näyttää saavuttaneen pohjansa, ja muun muassa rautatiekuljetukset ovat kasvaneet edelleen. Silti Euroopan velkakriisillä on suuri vaikutus Yhdysvaltojen tulevaan suhdannekehitykseen. Esimerkiksi euroalueen kontrolloimaton hajoaminen lamaannuttaisi todennäköisesti globaalit rahoitusmarkkinat. Vaikutukset tuntuisivat myös Yhdysvalloissa.

2.1 Euroalue, Yhdysvallat ja Suomi

Kaikkien kolmen alueen lähiajan suhdanne-ennusteet riippuvat hyvin pitkälle siitä, mitä euroalueella tapahtuu. Kattavan suhdannekuvan saamiseksi esitämme kolme skenaariota euroalueen tulevalle kehitykselle. Käymme läpi mielestämme parhaimman, huonoimman sekä todennäköisimmän skenaarion Euroopan velkakriisin seuraavista mahdollisista tapahtumista.

Euroalueen ja maailmantalouden suhdannekehityksen kannalta optimistisimmassa 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 ulkomaista velkaa noin 50 %. Näiden lisäksi EVM:lle (Euroopan vakausmekanismi) annetaan valtuudet pääomittaa pankkeja suoraan. Pääomitukselle asetetaan kuitenkin selkeitä ehtoja: esimerkiksi EVM saa vastineeksi pääomittamansa pankin osakkeita. EKP:n mandaattia laajennetaan valtioiden maksukyvyyn turvaamiseen. Käytännössä se tarkoittaa, että EKP ottaa aktiivisemman roolin eurovaltioiden joukkovelkakirjamarkkinoilla. Tehokkaimmin tämä onnistuisi, jos EKP määritteli euroalueen valtioiden joukkovelkakirjojen koroille tietyt rajat, 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. Tähän EKP kuitenkin kieltäytyi sitoutumasta vielä 6.9.2012. 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 välisten rahamarkkinoiden häiriötön toiminta sekä tuetaan Yhdysvaltojen orastavaa talouskasvua. Vaikka tämä skenaario on lyhyen aikavälin talouskasvulle todennäköisesti paras, on kuitenkin huomattava, että se ei ole sitä välttämättä pitkällä aikavälillä. Sekä tässä että muissa kahdessa skenaariossa esitettyjen keinojen vaikutuksia käymme tarkemmin läpi teema-osiossa. Tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyydeksi annamme 20 %.

Negatiivisin eli kriisiskenaario suhdannekehitykselle on edelleen euroalueen kontrolloimaton hajoaminen, joka käynnistyy joko euroalueen sisäisenä pankkipakona (ks. Q-review 2/2012) tai Kreikan hallituksen ilmoituksena, että se ei pysty suoriutumaan Brysselin ja/tai IMF:n sille asettamista velvoitteista. Velvoitteiden laiminlyönti johtaa Kreikan lainaohjelman keskeyttämiseen, jonka seurauksena Kreikka eroaa eurosta vuoden loppuun mennessä. Kreikan ero johtaa kiihtyvään pankkipakoon muista kriisimaista sekä spekulatiivisiin hyökkäyksiin niiden joukkovelkakirjamarkkinoilla. Pankkipako lamaannuttaa eurojärjestelmän toiminnan ja pakottaa useita kriisimaita rajoittamaan pääoman liikumista. Kriisimaiden kansalliset keskuspankit joutuvat myös tukemaan pankkisektoriaan painamalla ”omia euroja”. Markkinat alkavat hinnoitella eri valtioiden euroja keskenään ja eurojärjestelmä hajoaa. Sen seurauksena useita maita eroaa eurosta kuluvan talven aikana. Eroavien valtioiden sekä pankkien ja yritysten velkojen uudelleenjärjestely johtaa mittaviin tappioihin Euroopan pankkisektorilla ja aiheuttaa kriisin globaaleilla rahoitusmarkkinoilla. Euroalueen kokonaiskysyntä romahtaa, mikä johtaa konkurssiaaltoon tuotanto- ja palvelusektoreilla. Tämä painaa jäljelle jäävän euroalueen, Yhdysvallat ja Suomen taantumaan, mahdollisesti jopa lamaan. Tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyydeksi annamme 20 %.

Todennäköisimpänä pidämme tällä hetkellä konsensuskenaariota, jossa euroalueen hidas disintegraatiokehitys jatkuu, mutta EKP sekä

euroalueen poliitikot pyrkivät hidastamaan tätä kehitystä. EVM:n rahoitusvaltuuksia todennäköisesti kasvatetaan, ja EKP aloittaa uudelleen joukkovelkakirjojen osto-ohjelman ilmoituksensa mukaisesti. Keskeisenä erona positiiviseen skenaarioon on, että Kreikan, Irlannin ja Portugalin velkoja ei järjestellä uudelleen, jonka vuoksi niiden taloudet eivät pääse toipumaan. Tämän skenaarion toteutumisen todennäköisyydeksi annamme 60 %.

Taulukossa 2 on esitetty euroalueen reaalisen BKT:n kasvuvauhdin ennusteet yllämainituissa skenaarioissa sekä viime kesäkuussa julkaistussa Q-review:ssä esittämämme ennusteet (suluissa). Euroalueen taloudellinen tilanne on jatkunut heikentymistään kesän aikana, ja vuoden 2012 BKT:n muutos jää ennustemme mukaan kokonaisuudessaan selvästi negatiiviseksi. Ennustemme mukaan euroalueen BKT kuitenkin kasvaisi ensi vuoden aikana noin prosentin.

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

Neljäsnes	Optimisti	Konsensus	Kriisi
2012:3 nowcast (kesäkuu)	-0,66 (0,18)	-0,66 (-0,22)	-0,66 (-1,42)
2012:4 (kesäkuu)	0,04 (0,16)	-0,02 (-0,23)	-0,23 (-1,72)
2012:1-4 (kesäkuu)	-0,77 (-0,19)	-0,85 (-0,71)	-1,16 (-3,40)
2013:1	0,24	0,08	-0,72
2013:2	0,25	0,13	-1,55
2013:3	0,52	0,32	-1,09
2013:4	0,52	0,40	-1,02
2013 (kesäkuu)	1,53 (1,35)	0,93 (0,25)	-4,38 (-3,46)

Taulukossa 3 on esitetty Suomen reaalisen BKT:n kasvuennusteet sekä viime kesäkuussa julkaistun Q-review:n ennusteet (suluissa). Suomen suhdannekuva on muuttunut selkeäksi huonommaksi kesän aikana. Kasvuennusteet tälle vuodelle ovat laskeneet sekä optimistisessa että konsensuskenaarioissa. Tämä johtuu siitä, että ennusteet ovat informaation lisääntyessä lähestyneet kriisiskenaariota koko vuoden ajan. Ennusteiden mukaan Suomen BKT laskee tänä vuonna jopa optimistisessä skenaariossa.

Taulukossa 4 on esitetty Yhdysvaltojen reaalisen BKT:n kasvuennusteet Suomen ja euroalueen tapaan. Yhdysvallat on pystynyt kasvattamaan talouttaan paremmin kuin kesäkuussa ennakoimme. Edes kriisiskenaariomme ei juuri vähentäisi Yhdysvaltojen BKT:n kasvua tänä vuonna. Myös seuraava vuosi näyttää talouskasvun osalta vahvalta. Ennustemme mukaan Yhdysvaltojen talous kasvaisi ensi vuonna noin 2,8 %. Euroalueen kriisin selkeä paheneminen kuitenkin johtaisi BK:n noin 2,5 % laskuun.

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

Neljäsnes	Optimisti	Konsensus	Kriisi
2012:3 nowcast (kesäkuu)	-0,53 (0,25)	-0,53 (-0,02)	-0,53 (-1,91)
2012:4 (kesäkuu)	-0,10 (0,37)	-0,19 (-0,21)	-0,44 (-3,30)
2012:1-4 (kesäkuu)	-0,86 (1,18)	-0,96 (0,38)	-1,20 (-3,30)
2013:1	0,28	-0,006	-1,23
2013:2	0,12	-0,05	-2,73
2013:3	0,80	0,48	-2,31
2013:4	0,82	0,54	-1,66
2013 (kesäkuu)	2,02 (2,51)	0,96 (0,60)	-7,93 (6,21)

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

Neljäsnes	Optimisti	Konsensus	Kriisi
2012:3 nowcast (kesäkuu)	0,88 (0,36)	0,88 (0,13)	0,88 (-1,27)
2012:4 (kesäkuu)	0,66 (0,52)	0,61 (0,30)	0,25 (-1,39)
2012:1-4 (kesäkuu)	2,40 (2,17)	2,35 (1,72)	1,99 (-1,38)
2013:1	0,74	0,68	-0,35
2013:2	0,72	0,65	-1,21
2013:3	0,94	0,82	-0,57
2013:4	0,83	0,71	-0,44
2013 (kesäkuu)	3,23 (2,60)	2,86 (1,67)	-2,57 (-1,45)

2.2 Ennusteiden kehitys

Kun vertaillaan kuluneen vuoden kolmessa Q-reviessä esitettyjä ennusteita, nähdään euroalueen ja Suomen

konsensusennusteiden selvästi synkentyneen vuoden aikana. Samanaikaisesti kriisiskenaarion kasvuennuste on parantunut, kun tietoa suhdannekehityksestä on satu lisää. Yhdysvaltojen talouskasvulle vuoden ensimmäisessä Q-reviewssä esitetty todennäköisin ennuste on sen sijaan hyvin lähellä tässä raportissa esitettyä ennustetta.

Ennusteiden vertailu kertoo skenaarioennustamisen tarpeellisuuden nykyisenkaltaisina hyvin epävarmoina aikoina. On todennäköistä, että euroalueen ja Suomen tämän vuoden talouskasvu tulee asettumaan ensimmäisessä Q-reviewssä esitettyjen konsensus- ja kriisiennusteiden väliin. Vielä maaliskuussa oli lähes mahdotonta arvioida, mihin suuntaan Euroopan velkakriisi kehittyi, koska poliittisilla päätöksillä oli siihen huomattava rooli. Yhdysvaltojen talous on sen sijaan kehittynyt pitkälti markkinaehtoisesti, mikä on tehnyt ennustamisesta helpompaa.

Taulukko 5. Vuoden 2012 kasvuennusteiden kehitys eri Q-reviewssä.

Neljäsnes	optimisti	konsensus	kriisi
Euroalue			
1/2012	0,54	0,01	-3,33
2/2012	-0,19	-0,71	-3,4
3/2012	-0,79	-0,85	-1,07
Suomi			
1/2012	1,67	0,93	-5,21
2/2012	1,18	0,38	-4,26
3/2012	-0,75	-0,84	-1,09
Yhdysvallat			
1/2012	3,08	2,74	-1,71
2/2012	2,17	1,72	-1,38
3/2012	3,23	2,35	-2,58

3. Rahoitusmarkkina

Rahoitusmarkkinoilla tilanne ei ole näyttänyt paranemisen merkkejä. Kriisi jatkuu ja lisämausteeksi on saatu skandaali (Libor-manipulointi). Keväällä ennakoimamme pankkisektorin pääomitus on alkanut Espanjassa. Euroalueella keskitytään pitämään valtioiden velkakirjojen korot alhaisella tasolla, koska korkeampiin korkoihin ei ole varaa ja säästäminen ts. budjettivajeen pienentäminen on poliittisesti epäsuositua. Euroalueen taantuma ei helpota tilannetta. EKP julkaisikin odotetun velkakirjojen osto-ohjelman,

joka pääpiirteissään oli markkinoiden odotusten mukainen.

Euroalueen keskeisenä hyötynä on ollut yhtenäinen rahoitusmarkkina, mikä on mahdollistanut paremman kuluttaja- ja yrityslainoituksen saatavuuden sekä alhaisemmat korot. Kriisitalanteessa keskeisestä hyödystä on tullut keskeinen ongelma. Euroalueen taloudet ovat hyvin erilaisia ja erilaisissa tilanteissa, minkä vuoksi tarvittaisiin myös erilaisia toimenpiteitä. Yhteisen rahapolitiikan vuoksi tämä ei kuitenkaan ole mahdollista. Ydinvaltiot kärsivät enemmän toimenpiteistä kuin kriisistä ja reunavaltiot eivät saa tarpeeksi apua ongelmiinsa. Kriisi pitkittyy ja kaikki kärsivät.

Euroopan velkakriisin takia integraatiokehitys näyttää vaihtavan suuntaa. Euroalueen pienten ja keskisuurten yritysten lainojen korot ovat alkaneet erkaantua valtiokohtaisesti. Esimerkiksi Espanjan ja Italian pienten ja keskisuurien yritysten 1-5 vuoden lainojen koroissa on jo hieman yli kahden prosentin ero Saksan ja Ranskan vastaaviin yrityksiin verrattuna. Käytännössä tämä on seurausta kansainvälisten pankkien harjoittamasta saatavien ja vastuiden tasoittamisesta euroalueella. Näin menetellessään pankit pyrkivät minimoimaan euroalueen hajoamisen riskejä pitämällä maakohtaiset lainansa ja varallisuutensa tasapainossa. 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. Koska monessa kriisivaltiossa on käynnissä kiihtyvä talletuspako, nostaa tämä yritysrahoituksen hintaa kriisivaltioissa. Ulkomaalaisten omistajien osuus Espanjan ja Italian velkakirjoista on myös laskenut selvästi kuluneen vuoden aikana.

EKP velkakirjojen osto-ohjelman julkistaminen laskee kriisivaltioiden lainakorkoja lyhyellä aikavälillä. Tämä heijastunee myös maiden yritysrahoitusmarkkinoille. Vaikutus näkyy käänteisenä euroalueen ydinvaltioille, joskin voimakkuus jää vähäiseksi. Ohjelman onnistuminen vaatii myös talletuspaon loppumista ja edellä kuvatun rahoitusmarkkinoiden eriytyminen pysähtymistä. Valitettavasti pelkkä velkakirjojen osto-ohjelma ei silti auta kriisin ratkaisussa ja se saattaa

myös pahentaa sitä. Alhaisemmat korot mahdollistavat kriisimaille vielä suuremman velkaantumisen tai ainakin vaikeiden säästöpäätösten siirtämisen eteenpäin. Kriisin aikana suosituin poliittinen päätös on ollut päätöksenteon siirtäminen jonkun muun murheeksi tai vähintään tulevaisuuteen. Mikäli markkinat uskovat EKP:n ”uhkauksen”, valtionlainojen korot laskevat (kuten on jo tapahtunut) ja kriisimaat voivat siirtää taloutta vakauttavia päätöksiä edelleen. Tämän ja aiempien pelastusohjelmien tarkoituksena on ollut laskea velkakirjojen korkoa markkinahintaa alemmas. Markkinahinta määräytyy vapaasti markkinoilla ja heijastaa velkakirjan liikkeellelaskeneen maan riskiä; maksuvalmiutta ja maksuhalukkuutta. Jos EKP asettama hintatavoite poikkeaa merkittävästi markkinoiden näkemyksestä, täytyy EKP:n olla valmis huomattaviin ostoihin.

Tällä hetkellä velkakirjojen osto-ohjelman teho perustuu lähinnä peliteoreettiseen uskottavaan uhkaan eikä niinkään EKP:n toimiin markkinoilla. Varsinaisten velkakirjojen ostojen tiellä on vielä monta mutkaa. Suurimpana ovat tiukat ehdot, joihin kriisimaiden poliitikot eivät halua suostua ennen kuin on aivan pakko. Ehtoihin suostutaan lopulta kun muita vaihtoehtoja ei enää yksinkertaisesti ole. Korot ovat ohittaneet kestävämmän tason ja maa on käytännössä suljettu markkinoilta. Tällöin EKP:n on oltava valmiina ostamaan ”rajattomasti”. Toinen tie on esimerkiksi Espanjassa jatkuva talletuspako. Jossain vaiheessa rahaa on virrannut liikaa ulos maasta, ja Espanjan pankit sekä Espanja tarvitsevat ulkopuolista apua. Mahdollisesti jo vuoden loppuun mennessä EKP pääsee todella ostamaan kriisimaiden velkakirjoja, jolle niiden reaalityökaloudessa tapahdu merkittävää paranemista.

Deprcon -indeksi on Euroopan ja Suomen osalta edelleen alhaisissa lukemissa (ks. alla) sen vuoksi, että EKP:n velkakirjojen osto-ohjelma ei puutu kriisiin syihin vaan hoitaa oireita. Ohjelma rauhoittaa rahoitusmarkkinat hetkeksi, mutta ei auta nostamaan reaalityökaloutta taantumasta. Reaalityökalouden ongelmat euroalueella ovat edelleen vakavia ja osin pahenevia, eivätkä näytä korjaantuvan nopeasti. Todennäköisesti heikoimmat Espanjalaiset pankit tarvitsevat lisäapua ennen vuodenvaihdetta. Suomen tilanne on parempi kuin euroalueella keskimäärin, muttei mitenkään hyvä.

Suomi jatkaneekin pienessä taantumassa. Yhdysvaltojen tilanne on kaksijakoinen. Osin talous näyttäisi olevan kasvussa ja toipumassa, esimerkiksi teollisuustuotanto, osin talous laahustaa, kuten työllisyys.

Teemaosio: Euroopan velkakriisin ratkaisukeinot

4. Velkakriisin ratkaisukeinojen ja niiden vaikutusten arviointia

Euroopan velkakriisin ratkaisemiseksi on esitetty kirjava joukko keinoja. Käymme tässä osiossa läpi kuuden esitetyn ratkaisukeinon vaikutuksia ja niiden kustannuksia. Arvioitavia keinoja ovat: EKP:n setelirahoitus joukkovelkakirjaostoin, Euroopan laajuinen pankkivalvonta, EVM:n pankkilisenssi, EVM:n joukkovelkakirjaostot, kriisimaiden myöntämät vastikkeelliset velkakirjat ja pelastuspaketeista luopuminen. Arvioissa lyhyellä aikavälillä tarkoitetaan noin vuoden sisällä tapahtuvia vaikutuksia ja pidemmällä 2–5 vuoden välillä tapahtuvia vaikutuksia. On myös huomioitava, että arvioituihin vaikutuksiin ja kustannuksiin liittyy huomattavaa epävarmuutta, koska ehdotetut skenaariot voidaan toteuttaa monella eri tavalla ja koska toteutustavoista ei ole tällä hetkellä tarkkaa tietoa. Tämän vuoksi emme tarjoa keinojen mahdollisista kustannuksista tarkempia arvioita.

Keino: EKP:n setelirahoitus joukkovelkakirjaostoin.

Kuvaus: Torstaina 6.9.2012 esitellyssä, uudistetussa joukkovelkakirjojen osto-ohjelmassa EKP sitoutui ostamaan rajattomasti valtioiden velkakirjoja. EKP ilmoitti ostavansa joukkovelkakirjoja markkinoilta aina, kun se katsoo sen tarpeelliseksi. Koska velkakirjaostot nostavat velkakirjojen kysyntää, niiden hinta nousee. Se tarkoittaa, että niistä vaadittu tuotto eli korko laskee.

Vaikutukset lyhyellä aikavälillä: Lyhyellä aikavälillä EKP:n julkinen osallistuminen joukkovelkakirjamarkkinoilla todennäköisesti laskee kriisimaiden joukkovelkakirjojen korkoja. Tästä on jo nähtävissä viitteitä. Ongelmana tässä järjestelyssä ovat ohjelman mahdolliset vaikutukset yksityisten sijoittajien käyttäytymiseen. On mahdollista, että aina, kun EKP lopettaa aloittamansa tukiot, korot kohteena olleella velkakirjamarkkinalla nousevat.

Sijoittajien epävarmuutta pahentaa se, että EKP ei ole sitoutunut korkokattoihin, joiden yli se antaisi korkojen nousta. Tällainen sitoutuminen olisi saattanut lisätä sijoittajien luottamusta kriisimaiden velkakirjoja kohtaan.

Vaikutukset pidemmällä aikavälillä: On verrattain epävarmaa, kuinka kauan EKP pystyisi jatkamaan osto-ohjelmaansa tilanteessa, jossa tuetun valtion taloutta ei saada säästötoimilla tai muuten paranemaan. Tällaisessa tilanteessa valtiolainojen korot nousisivat aina, kun EKP lopettaisi ostonsa. Pahimmassa tapauksessa osto-ohjelman lopettaminen voisi ajaa valtionlainojen korot niin korkealle, että maa olisi pakotettu eroamaan eurosta. Tällöin EKP voisi joutua tekemään huomattavia alaskirjauksia ostamistaan velkakirjoista, jotka voisivat vaarantaa EKP:n oman pääoman ja varat.

Ohjelma perustuukin paljolti uskottavaan uhkaukseen, että EKP tarvittaessa alentaa valtionlainojen korkoja. Mikäli markkinat eivät tätä uhkausta jostain syystä usko, EKP voi olla pakotettu ostamaan velkakirjoja jatkuvasti. On epäselvää, kuinka esimerkiksi Saksan keskuspankki tähän suhtautuisi. Toinen ongelma syntyy nyt julkistetun ohjelman ehdoista. EKP vakuutti, että apua saavat ainoastaan ne, jotka sitoutuvat tiukkoihin ehtoihin. Mikäli maa ensiksi sitoutuu näihin ehtoihin ja EKP ostaa sen velkakirjoja mahdollisesti suuret määrät, EKP ei käytännössä voi lopettaa velkakirjojen ostamista vaarantamatta omaa vakavaraisuuttaan, vaikka maa lopettaisi ehtojen noudattamisen. Tämä voi luoda ns. moral hazard – ongelman, jossa velallinen valtio ei yrittäkään saada talouttaan kuntoon, koska EKP ei voi lopettaa maan tukemista ilman suuria tappioita. Tähän tilanteeseen joutumista EKP varmasti yrittää välttää viimeiseen asti.

On siksi todennäköistä, että vaikka EKP ilmoitti ohjelman olevan ”rajaton”, se ei kuitenkaan käytännössä sitä ole. EKP:n velkakirjojen osto-ohjelma ei myöskään korjaa velkakriisin syitä, kuten kriisimaiden heikentynyttä kilpailukykyä sekä euroalueen toimimattomia työmarkkinoita, koska se pyrkii sterilisoimaan rahan määrän kasvun euroalueella. Näihin velkakriisin syihin EKP voisi käytännössä yrittää vaikuttaa vain kiihdyttämällä inflaatiota ja laskemalla euron arvoa.

Kustannukset: EKP:n ostamat joukkovelkakirjat kertyvät sen taseeseen. Mikäli valtiot eivät ajaudu maksukyvyttömyyteen, velkakirjojen omistaminen ei aiheuta ongelmia. Velkakirjat ovat omaisuutta, jolle maksetaan korkoa. Niin kauan kuin valtiot pystyvät suoriutumaan velvoitteistaan, EKP saa voittoa omistamistaan velkakirjoista. Ajan kuluessa velkakirjoja voi kuitenkin kertyä taseeseen huomattavia määriä. Tällöin myös riskit kasvavat, mikäli Euroopan velkakriisi ei hellitä. Pahimmillaan EKP voi joutua kirjaamaan alas huomattavia määriä ostamistaan velkakirjoista, jos jokin kriisivaltio jättää suuren osan ulkomaanvelastaan maksamatta. Tämän seurauksena EKP voi joutua pyytämään lisäpääomaa euroalueen jäsenvaltioiden keskuspankeilta. Toinen vaihtoehto tappioiden kattamiseen on rahan painamisesta EKP:n saaman voiton eli *seignioragen* kasvattaminen. Seignioragea voi kasvattaa lisäämällä rahan määrää taloudessa. Saksa kuitenkin vastustaa tällaista rahan määrän lisäämistä voimakkaasti.

Keino: Euroopan laajuinen pankkivalvonta

Kuvaus: Eurooppaan perustetaan yhteinen pankkivalvoja EKP:n yhteyteen.

Vaikutukset lyhyellä aikavälillä: Yhteisen pankkivalvojan vaikutus riippuu paljon sen valtuuksista. Mikäli pankkivalvonta mahdollistaa Euroopan pankkien pääomittamisen EVM:n kautta, yhteinen pankkivalvonta voi huomattavasti edesauttaa kriisin ratkaisemista. Tällöin kriisimaiden pankkeja voitaisiin pääomittaa ilman, että se lisäisi valtioiden velkataakkaa. On kuitenkin verrattain epäselvää, pitäisikö valvojan valtuudet ulottaa kaikkiin euroalueen pankkeihin. Kaikkien yli 6000 pankin tehokas, keskistetty valvominen voi osoittautua hyvin haastavaksi, ellei jopa mahdottomaksi. Tehokkainta olisi todennäköisesti yhteisen valvonnan keskittäminen rahoitusjärjestelmälle tärkeisiin suuriin pankkeihin, joita on Euroopassa joitakin kymmeniä. On myös huomioitava, että yhteisen pankkivalvonnan luominen vie todennäköisesti useita vuosia.

Vaikutukset pidemmällä aikavälillä: Euroopan yhteisen pankkivalvonnan kautta on mahdollista rakentaa uudelleen markkinoiden luottamus Euroopan pankkisektoriin. Tämä vain siinä tapauksessa, että valvonta on tehokasta ja se mahdollistaa pankkien pääomittamisen EVM:n tai vastaavan instituution

kautta. Mikäli yhteinen valvonta ulotettaisiin kaikkiin Euroopan pankkeihin, riskinä olisi byrokratian lisääntyminen ja rahoitusjärjestelmän toiminnan häiriintyminen.

Kustannukset: Kustannukset riippuvat valvontajärjestelmän rakenteesta ja siitä, miten eurooppalaisia pankkeja järjestelmän kautta mahdollisesti pääomitaan. Mikäli EVM:n tai vastaavan instituution kautta tapahtuva pankkien pääomittaminen on vastikkeellista, eurooppalaiset veronmaksajat ja valtiot voivat jopa hyötyä yhteisestä pankkivalvonnasta. EVM:n tai vastaavan instituution varoin tapahtuvassa vastikkeellisessa pääomittamisessa valtio saa vaikeuksissa olevan pankin uusia osakkeita tarjoamastaan pääomasta. Kun pankin liiketoiminta jossain vaiheessa elpyy, sen osakekurssi nousee, ja veronmaksajat saavat sijoitukselleen hyvän tuoton. Vaikka tuki ei olisi vastikkeellista eli pankeille myönnettäisiin pääomituslainoja, oikein toteutettuna EVM saisi tästäkin järjestelystä korkotuoton. Sen kautta euroalueen valtiot voisivat myös saada pientä voittoa. Huonosti toteutettuna yhteinen pankkivalvonta voi kuitenkin lisätä byrokratiaa, joka saattaisi lamauttaa rahoitusjärjestelmän toimintaa. Tällöin kustannuksena olisi euroalueen BKT:n kasvun hidastuminen rahoitusjärjestelmän toiminnan lamaantumisen takia.

Keino: Euroopan vakauserämekanismiin, EVM:n, suorittamat joukkovelkakirjaostot.

Kuvaus: Euroopan vakauserä ostaa kriisimaiden joukkovelkakirjoja jälkimarkkinoilta.

Vaikutukset lyhyellä aikavälillä: Lyhyellä aikavälillä EVM:n velkakirjojen jälkimarkkinaostot helpottavat kriisimaiden lainansaantia laskemalla korkoa, jonka valtiot joutuvat lainoistaan maksamaan.

Vaikutukset pidemmällä aikavälillä: Parhaimmillaan EVM:n joukkovelkakirjaostoilla hankitaan vain aikaa kriisivaltioille, jotta ne voivat tehostaa valtiontalouttaan. Mikäli EVM ei ole varautunut ostamaan velkakirjoja lähes rajattomasti, seurauksena voivat olla myös suuret heilahtelut kriisimaiden velkakirjojen koroissa. Todennäköisesti tukiestojen lopettaminen edes hetkeksi nostaisi huomattavasti velkakirjojen korkoja. EVM:n tukiestot eivät voi yksin ratkaista kriisiä, koska ne eivät vastaa sen syihin kuten

kriisimaiden heikentyneeseen kilpailukykyyn ja euroalueen toimimattomiin työmarkkinoihin.

Kustannukset: Jos kriisimaat tukiestoista huolimatta jossain vaiheessa ajautuisivat velkasaneeraukseen, EVM:n voisi kärsiä omistamistaan velkakirjoista suuret tappiot. Nämä tappiot lankeaisivat EVM:n osallistuvien valtioiden maksettaviksi, mikäli ne johtaisivat EVM:n pääomitustarpeeseen.

Keino: Euroopan vakauserämekanismille myönnetään pankkilisenssi.

Kuvaus: Jos EVM:lle myönnetään pankkilisenssi, se pystyy lainaamaan rahaa suoraan Euroopan Keskuspankilta. Näin ollen kyseessä olisi eräänlainen EKP:n setelirahoituksen muoto. Teknisesti EVM voisi tällöin ottaa rajattomasti lainaa EKP:ltä. On kuitenkin epävarmaa, sallisiko Maastrichtin sopimus EVM:n muuttamisen pankiksi.

Vaikutukset lyhyellä aikavälillä: EVM:n uskottavuus markkinoiden silmissä paranisi todennäköisesti selvästi, ja sen kyky lainoittaa kriisimaita nousisi merkittävästi. Luultavasti tämä johtaisi kriisivaltioiden lainakorkojen laskuun.

Vaikutukset pidemmällä aikavälillä: EVM:n lainanantamiskyvyn huomattava kasvattaminen pankkilisenssin kautta ei ratkaisisi Euroopan velkakriisin taustalla olevia ongelmia. Järjestelyssä on riskinä, että EVM ottaisi lainaa EKP:ltä ja lainaisi sitä edelleen kriisimaille, mutta nämä ajautuisivat kaikesta huolimatta velkajärjestelyyn. Tämä aiheutuisi tappioita sekä EVM:lle että EKP:lle. Pahimmassa tapauksessa tämä aiheuttaisi EKP:n pääomitustarpeen kansallisten keskuspankkien sekä mahdollisesti eurojärjestelmän valtioiden taholta.

Kustannukset: Järjestelystä voi aiheutua huomattavia kustannuksia EKP:lle ja sitä kautta eurojärjestelmään kuuluville valtioille, jos EVM:n ostaa paljon velkajärjestelyn kohteeksi joutuvia velkakirjoja. Tämä aiheuttaisi EVM:lle tappioita, jotka pitäisi kattaa joko lainaamalla lisää EKP:ltä tai hankkimalla lisäpääomaa eurovaltioilta.

Keino: Kriisimaiden vastikkeelliset joukkovelkakirjat.

Kuvaus: Kriisimaat alkavat laskea liikkeelle joukkovelkakirjoja, joiden vakuutena on jokin maan

omistuksessa oleva omaisuus. Omaisuuserä voi olla kiinteä, kuten asunto-osakkeet tai jokin arvopaperistettu omaisuuserä, kuten asuntoluottojen korkomaksut. Tätä on ehdottanut Suomi, joka itse käytti menettelyä menestyksekkäästi 1990-luvun alun lamassa.

Vaikutukset lyhyellä aikavälillä: On todennäköistä, että vastikkeellisten velkakirjojen tuominen markkinoille laskisi selvästi valtion lainakustannuksia. Vastikkeellisten joukkovelkakirjojen houkuttelevuuteen vaikuttaa paljon se, millä omaisuuserällä velkakirjat on taattu. Mikäli velkakirjojen takaukseen käytettäisiin esimerkiksi asuntoluottoja, voisi tämä jossain kriisimaissa aiheuttaa epäilyjä takauksen luotettavuudesta ja siten laskea velkakirjan houkuttelevuutta sijoituskohteena. Varsinkin Espanjassa asuntoluottojen tai asunto-omaisuuden käyttäminen velkakirjan vakuutena voi aiheuttaa epäluottamusta, koska Espanjan asuntomarkkinoilla on vielä huomattavia ongelmia. Asuntojen hinnat ovat laskeneet edelleen ja myymättömien asuntojen määrä on suuri. Sijoittajien voi olla hankala arvioida asuntoluottoihin tai asunto-omaisuuteen perustuvien vakuuksien luotettavuutta. Ongelmana myös on, että vastikkeelliset velkakirjat olisivat todennäköisesti huomattavasti suositumpia kuin tavalliset velkakirjat. Tämä voisi laskea tavallisten velkakirjojen kysyntää ja niiden arvoa. Pahimmillaan tämä aiheuttaisi tappioita niitä omistaville instituutioille, kuten EKP:lle, ERVV:lle ja eurooppalaisille pankeille. Toinen ongelma on, miten markkinat luottavat annettuihin vakuuksiin, koska valtioita on vaikea pakottaa luovuttamaan omaisuuttaan.

Vaikutukset pidemmällä aikavälillä: Mikäli vastikkeelliset velkakirjat eivät johtaisi tavallisten velkakirjojen arvonalennuksiin, ne antaisivat kriisivaltioille aikaa ja kannusteen hoitaa taloutensa kuntoon, koska epäonnistuminen saattaisi johtaa valtion omaisuuden siirtymiseen laajamittaisesti ulkomaisten omistajien hallintaan. Vastikkeellisilla joukkovelkakirjoilla ei kuitenkaan pystytä ratkaisemaan kriisin varsinaisia syitä.

Kustannukset: Yhteiset kustannukset eurojärjestelmän jäisivät todennäköisesti pieniksi, koska velkakirjat olisivat yksin ne myöntäneiden valtioiden vastuulla.

Keino: Palaaminen Maastrichtin sopimuksen mukaiseen menettelyyn eli pelastuspaketeista luopumiseen.

Kuvaus: Maastrichtin sopimus eksplisiittisesti kieltää EU-valtioita ottamasta vastuuta toisten EU-valtioiden veloista. Sopimus kuitenkin sallii valtioiden välisen avunannon, jos jotakin jäsenmaata on kohdannut luonnonkatastrofi tai sellainen poikkeuksellinen tapahtuma, johon se ei ole voinut itse vaikuttaa. Tätä pykälää käyttäen EU-maat ovat voineet tulla ERVV:n myöntämien pelastuspakettien takaajiksi. Maastrichtin sopimuksen menettelyyn ja henkeen palaaminen tarkoittaisi, että jokainen eurovaltio alkaisi jälleen kantaa vastuuta omista veloistaan. Se myös tarkoittaisi, että EVM joko lakkautettaisiin tai muutettaisiin Euroopan itsenäiseksi hätäapurahastoksi, joka auttaisi hätään joutuneita valtioita samaan tapaan kuin Kansainvälinen Valuuttarahasto IMF.

Vaikutukset lyhyellä aikavälillä: Euromaiden velka-avun loputtua kriisivaltion ainoaksi markkinoiden ulkopuoliseksi rahoittajaksi jäisi IMF ja mahdollinen Euroopan hätäapurahasto. Muiden euromaiden vastuut kriisimaiden veloista rajoittuisivat niiden maksuosuuksiin IMF:lle ja mahdollisesti perustettavalle Euroopan hätäapurahastolle. Ainakin Kreikan kohdalla jääminen IMF:n tuen varaan tarkoittaisi, että sen olisi jätettävä osa valtionveloistaan maksamatta. Tämä ajaisi Kreikan valtiontalouden huomattavan tiukkoihin supistamistoimiin ja voisi johtaa maan eroon euroalueesta. Sillä voisi olla arvaamattomia vaikutuksia muiden kriisimaiden joukkovelkakirjamarkkinoihin. Luultavasti Kreikan ero johtaisi myös eurojärjestelmän ja euromaiden tappioihin.

Vaikutukset pidemmällä aikavälillä: Pidemmällä aikavälillä pelastuspaketeista luopuminen loisi todennäköisesti homogeenisemmän ja toimivamman eurojärjestelmän. Tosin euroon kuuluvien maiden joukko saattaisi olla pienempi kuin nykyinen 17 valtion muodostama yhteisvaluutta-alue. Ilman pelastuspaketteja valtiot olisivat pakotettuja tasapainottamaan budjettinsa sekä panostamaan kasvua tukeviin toimenpiteisiin. Ne valtiot, jotka tähän eivät pystyisi, joutuisivat todennäköisesti eroamaan yhteisvaluutta-alueesta. Luultavasti valtioiden itsenäinen valtiontalouksiensa tasapainottaminen

kuitenkin mahdollistaisi eurobondien sekä taloudellisen unionin vahvistamisen. Näin kävi Yhdysvalloissa 1840-luvulla, jolloin useita osavaltioita ajautui maksukyvyttömyyteen. Konkurskien seurauksena useat osavaltiot, maksukyvyttömyyteen ajautuneiden osavaltioiden ohella, säätivät lainanottoa rajoittavia sekä budjettitasapainoa edellyttäviä lakeja. Maksukyvyttömyyteen ajautuneet osavaltiot olivatkin poissa lainamarkkinoilta vain muutamia vuosia. Osavaltioiden itsenäinen budjettikuri mahdollisti liittovaltion yhteisen rahoitusmarkkinakehityksen ja liittovaltion joukkovelkakirjojen käyttöönoton.

Kustannukset: Vaikka yksikään maa ei eroaisi eurosta, johtaisi pelastuspaketeista luopuminen lähes vääjäämättä valtioiden velkajärjestelyihin ja Euroopan pankkien pääomistustarpeeseen. Kokonaiskustannukset eurojärjestelmälle olisivat tällöin todennäköisesti usean sadan miljardin luokkaa.

Mikäli pelastuspaketeista luopuminen johtaisi useamman euroalueen valtion eroamiseen yhteisvaluutasta, maailmantalouden kustannukset voisivat nousta yli biljoonaan euroon.¹ Jos luopuminen johtaisi ainoastaan Kreikan eroon, kustannukset jäisivät luultavasti selvästi pienemmiksi. Kreikan eurosta eroamisen kustannukset olisivat todennäköisesti noin kahden - kolmen sadan miljardin luokkaa, jonka päälle tulisivat vielä velkajärjestelyjen kustannukset. Mikäli pelastuspaketeista luopuminen johtaisi vain Kreikan eroon eurosta, luopumisen kokonaiskustannukset olisivat todennäköisesti noin puolen biljoonan euron luokkaa.

Pelastuspaketeista luopumisen kokonaiskustannukset riippuvat keskeisesti siitä miten EKP:n tässä tilanteessa toimisi. Mikäli se päättäisi olla tukematta kriisimaita ja niiden pankkeja velkajärjestelyjen jälkeen, seurauksena olisi todennäköisesti euron osittainen hajoaminen ja biljoonaluokan kustannukset. Mikäli EKP puolestaan keventäisi valtioiden joukkovelkakirjojen osto-ohjelmansa ehtoja ja turvaisi kriisimaiden

pankkisektorin toiminnan, kustannukset jäisivät huomattavasti alhaisemmiksi.

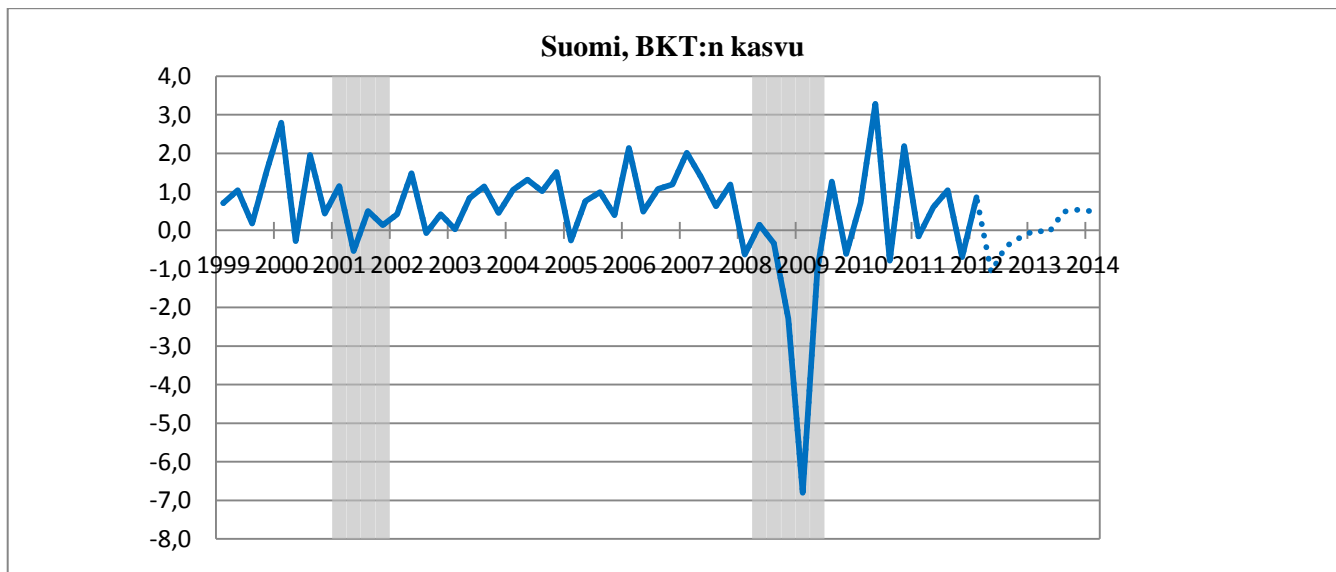
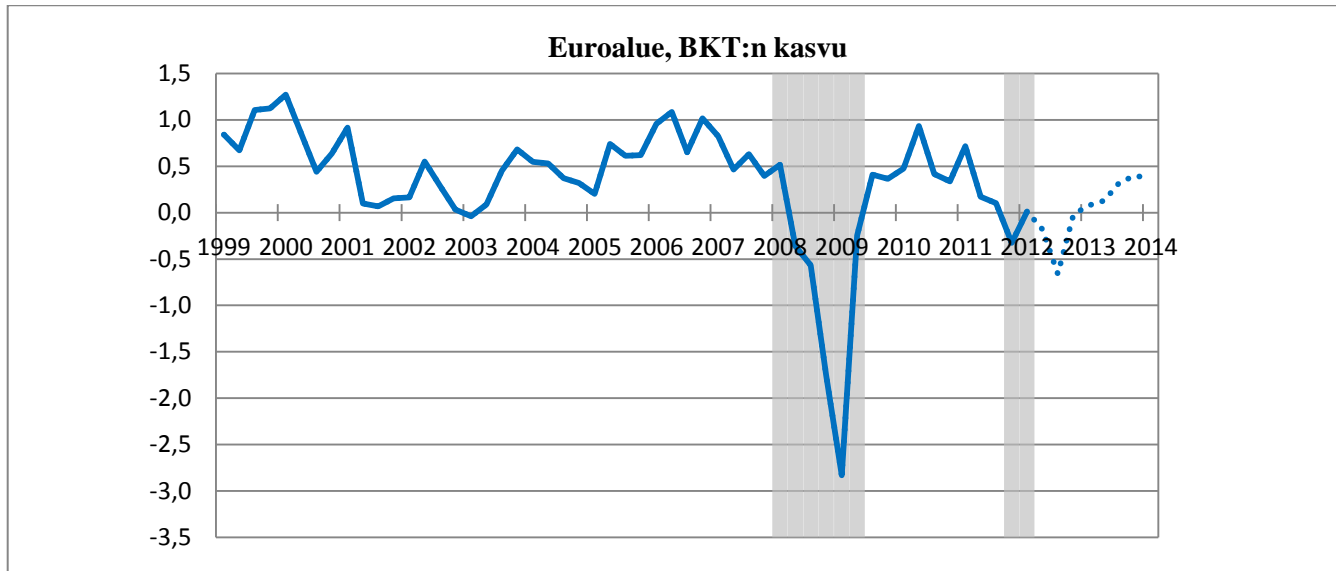
5. Johtopäätökset

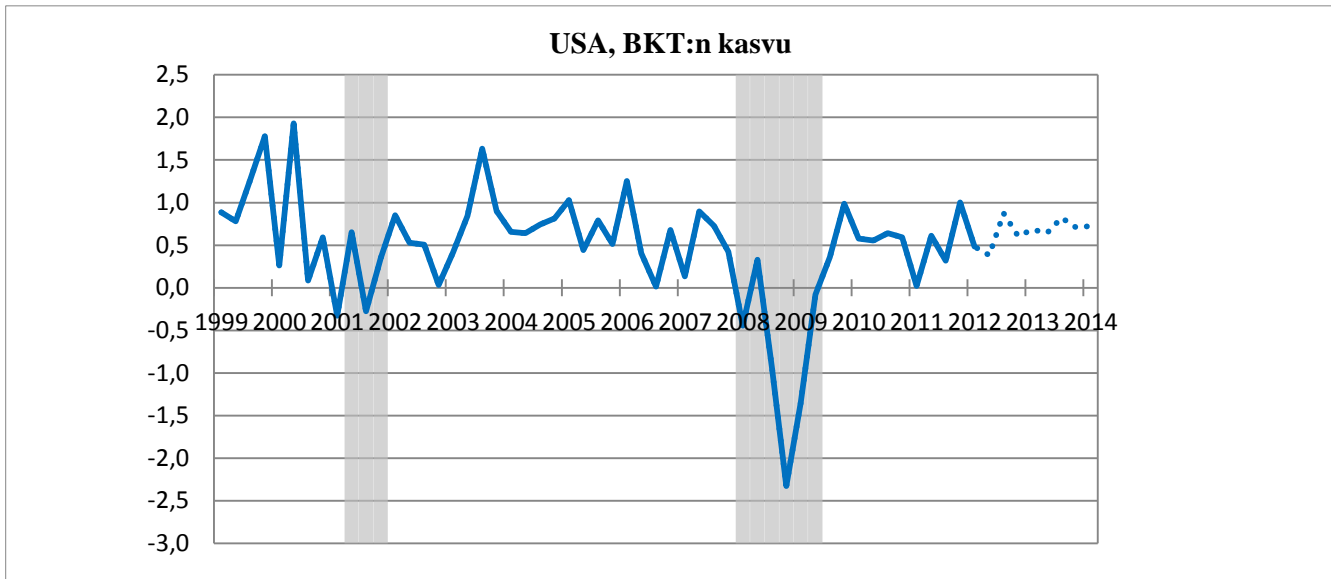
Euroopan velkakriisi on jatkanut pahentumistaan kesän aikana. EKP päätös käynnistää uudelleen ja laajentaa joukkovelkakirjojen osto-ohjelmaansa on askel oikeaan suuntaan, mutta yksin se ei pysty kriisiä ratkaisemaan. Kriisivaltioiden velkojen riittävät velkajärjestelyt näyttävät ainoalta keinolta, joilla kriisi voitaisiin ratkaista. Velkajärjestelyt vaativat kuitenkin tuekseen myös muita keinoja, jotta euroalueen pahempi kriisiytyminen ja mahdollinen osittainen hajoaminen vältetään.

¹ Kävimme eurosta eroamiseen liittyviä kustannuksia tarkemmin läpi edellisessä maailmantalouden suhdannekatsauksessa (Q-review 2/2012), joka on ladattavissa sivuiltamme.

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 asiantuntijanäkemykseen tulevasta suhdannekehityksestä.

Tarkemmin suhdanne-ennusteiden muodostamisesta ja siihen liittyvistä seikoista on kerrottu GnS economicsin kotisivuilla osoitteessa www.gnseconomics.com.

.....

Seuraava Q-review julkaistaan joulukuussa viikolla 50.

.....

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

<http://www.gnseconomics.com>