


Rahaliitto jatkaa rämpimistään

Euroalueen kriisi pitkittyi, kun sitä hoidetaan aina vain tilapäiskeinoilla. Lopputulosta on mahdoton ennustaa.

Heikki Taimio
Erikoistutkija
Palkansaajien tutkimuslaitos
heikki.taimio@labour.fi

Saksa rahoitti 1. maailmansotaa setelimyllyllä, mikä kylvi siemenet inflaatiolle. Kierrossa olevan rahan määrä 4,5-kertaistui sodan aikana. Lisäksi otettiin suuri valtionvelka, joka 31-kertaistui. Sodan jälkeen maan tuotantokapasiteetti oli kutistunut merkittävästi ja se joutui maksamaan sotakorvauksia, jotka vastasivat kymmentä prosenttia bkt:stä. Setelimyllyn pyöryksen jatkamisella myös sodan jälkeen oli kaksi tärkeää seurausta. Markka heikkeni jyrkästi – ennen sotaa 1914 USA:n dollari maksoi 4,20 markkaa mutta marraskuussa 1923 jo 4 200 000 000 000 (4,2 biljoonaa) markkaa – mikä olisi sinänsä kohentanut maan kilpailukykyä, vientilyijäämää ja velanmaksukykyä. Samalla kuitenkin repesi valloilleen hyperinflaatio, yli 50 prosentin kuukausittainen



A portrait of Heikki Taimion, a middle-aged man with light brown hair, wearing a dark blue suit jacket, a white shirt, and a light blue patterned tie. He is standing in front of a modern building with large glass windows and metal frames. The text is overlaid on the top right of the image.

Heikki Taimion mielestä euroalueen kriisiin on enää vain huonoja ja vielä huonompia ratkaisuja.

hintojen nousu. Lokakuussa 1923 hinnat tuplaantuivat jo alle neljässä päivässä.

16.11.1923 Saksa otti käyttöön uuden rahan, Rentenmarkin. Hhinnoista leikattiin 12 nollaa, ja ne vakaantuivat, sillä Rentenmarkia laskettiin liikkeelle hyvin rajallinen määrä, ja ihmiset saatiin myös luottamaan siihen uskottelemalla heille, että sen tukena oli kiinteää omaisuutta kuten maatalousmaata ja teollisuuden pääomaa.

Saksalaiset pitivät uutta hintavakautta ihmeenä, mutta sitä edeltänyt hyperinflaatio oli ehtinyt tuhota miljoonien kansalaisten säästöjen ostovoiman ja rapauttaa koko kansantalouden rakenteet.¹ Esimerkiksi 10 000 markan säästöjen ostovoima marraskuussa 1923 oli sama kuin yhdellä markalla saman vuoden alussa. Juuri tuohon aikaan, 8.11.1923 Adolf Hitler teki ensimmäisen, epäonnistuneen vallankaappausyrityksensä. Natsien kannatus pysyi sen jälkeen pitkään hyvin pienenä.

Hyperinflaation aiheuttamat ankarat koettelemukset syöpyivät syvälle saksalaiseen psyykeen, jossa ne ovat säilyneet perimätietona tähän päivään asti. Mielipidetiedusteluissa saksalaiset pitivätkin hintavakautta yhä ensiarvoisen tärkeänä. 1920-luvun hyperinflaation peikko on heijastunut myös Saksan keskuspankin (Bundesbankin) ja sen mallin mukaan perustetun Euroopan keskuspankin (EKP) tavoitteenasetteluun ja jopa kansalle suunnattuun valistukseen (esim. European Central Bank 2011, 31).

Vaikka hyperinflaatio oli taltutettu, Saksan Weimarin tasavallan talous ja politiikka eivät ol-

¹ John Maynard Keynes (1919) arvosteli ankarasti Versaillesin rauhanneuvottelijoita kohtuuttomien sotakorvausten määräämisestä Saksalle ja kirjoitti: "Leninin väitetään julistaneen, että paras tapa tuhota kapitalistinen järjestelmä on turmella rahan arvo. Jatkuvalle inflaatioprosessilla valtio voi pakkolunastaa, salaa ja huomaamatta, merkittävän osan kansalaisten varallisuudesta. Tällä menetelmällä he eivät vain pakkolunasta, vaan he pakkolunastavat mielivaltaisesti; ja samalla kun prosessi köyhdyttää monet, se itse asiassa rikastuttaa muutamat. Kun inflaatio etenee ja rahan reaaliarvo vaihtelee villisti kuukaudesta toiseen, kaikki velallisten ja velkojien väliset pysyvät suhteet, jotka muodostavat kapitalismin perustan, joutuvat niin äärimmäisen epäjärjestyksen valtaan, että ne ovat miltei merkityksettömiä, ja varallisuudenmuodostus surkastuu uhkapeliksi ja arpajaisiksi. Lenin oli varmasti oikeassa. Ei ole olemassa salakavalampaa eikä varmempaa keinoa kumota yhteiskunnan olemassa oleva perusta kuin tuhota rahan arvo. Prosessi varustaa taloudellisten lainalaisuuksien kaikki piilevät voimat tuhon puolelle, ja se tekee sen tavalla, jota ei edes yksi ihminen miljoonasta kykene diagnosoimaan." (Käännös kirjoittajan.)

1920-luvun kokemukset ovat saaneet saksalaiset näkemään inflaatiopeikkoja vielä nykyäänkin.

leet hyvässä järjestyksessä vielä 1920-luvun lopullakaan, kun maailmanlaajuinen Suuri Lama iski. Karkeat talouspoliittiset virheet jatkuivat, tällä kertaa itsepintaisena takertumisena kultakantaan – jonka seurauksena maa menetti kilpailukykyään muiden maiden devalvoidessa – ja ankarana säästökuurina. Työttömyysaste kohosi yli 30 prosenttiin ja hinnat laskivat yli 20 prosenttia. Natsien kannatus lähti voimakkaaseen nousuun, ja lopulta keväällä 1933 Hitler onnistui kaappamaan kaiken vallan.

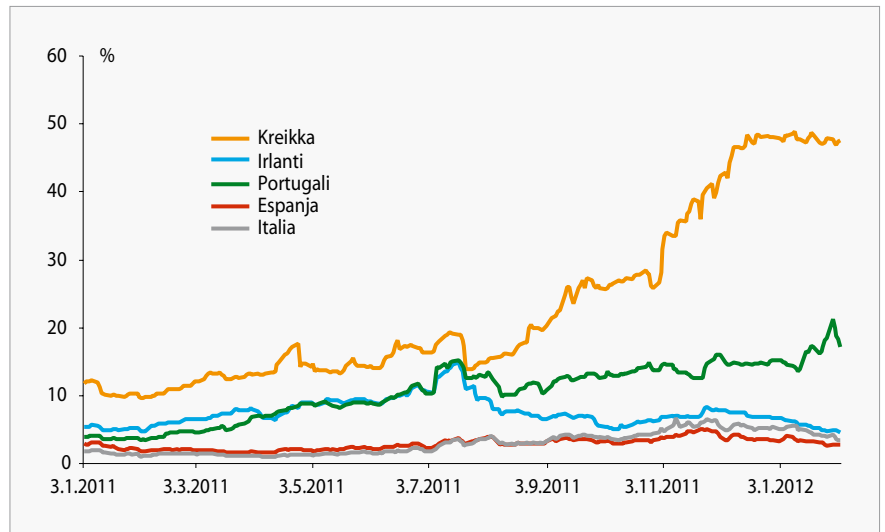
1920-luvun hyperinflaation aiheuttama kurjuus syöpyi syvälle saksalaiseen psyykeen. On kuitenkin hyvin epäselvää, mitä tekemistä sillä oli Hitlerin myöhemmän valtaannousun kanssa. Vuonna 1933 oli koettu ankara säästökuuri, työttömyys ja deflaatio, jotka olivat varmasti myötävaikuttaneet natsipuolueen kannatuksen nousuun.

Saksa yrittää nyt ratkaista euroalueen velka- ja pankkikriisiä ja pitää kriisimaat eurossa pakottamalla ne samanlaiseen talouspolitiikkaan kuin valtiovarainministeri Heinrich Brüning 1930-luvun alussa. Ja ”patologisessa” hyperinflaation kammossaan Saksa kieltäytyy hyväksymästä sellaisia keinoja, jotka sen mielestä voisivat johtaa inflaation kiihtymiseen.

Rahaliiton valuviat

Euroopan talous- ja rahaliiton kriisi on hallinnut talousuutisia jo pari vuotta. Yhteisen rahan piti olla välttämätön EU:n yhteismarkkinoiden toimivuudelle.

Kuvio 1. PIIGS-maiden 5 vuoden valtionlainojen tuottoerot verrattuna Saksan vastaaviin lainoihin 3.1.2011–3.2.2012



Lähde: Nordea.

20 vuotta sitten allekirjoitettu Maastrichtin sopimus tunnusti vaaran, että rahaliitto ei kestäisi liian erilaisia maita, mikä vuoksi jäsenyyden ehdoiksi asetettiin viisi ns. lähentymiskriteeriä. Ne koskivat valuuttakurssia, korkotasoa, inflaatiota, julkisen talouden alijäämää ja julkista velkaa. Ne piti täyttää ennen liittymistä 1999 perustettavaan rahaliittoon. Niiden kaikkien suhteen on kuitenkin ilmennyt vakavia puutteita, joiden takia on herännyt kysymys, pitäisikö joidenkin jäsenmaiden erota eurosta ja siis antaa valuuttakurssinsa muuttua.

Rahaliitto loi yhtenäiset, pankkien välisillä rahamarkkinoilla noteerattavat euribor-korot, mutta kohtalokkaaksi osoittautui se, että myös valtionlainojen korot asettuivat pitkäksi aikaa hyvin lähelle toisiaan, vaikka niihin liittyvät riskit poikkesivat. Keskeinen syy tähän oli se, että EKP:lle annettiin valtuudet käydä kauppaa valtionlainojen jälkimarkkinoilla. Tämä oli sikäli outoa, että Saksan pelkäämän ”setelirahoituksen”² estämiseksi EKP:lta kiellettiin valtionlainojen

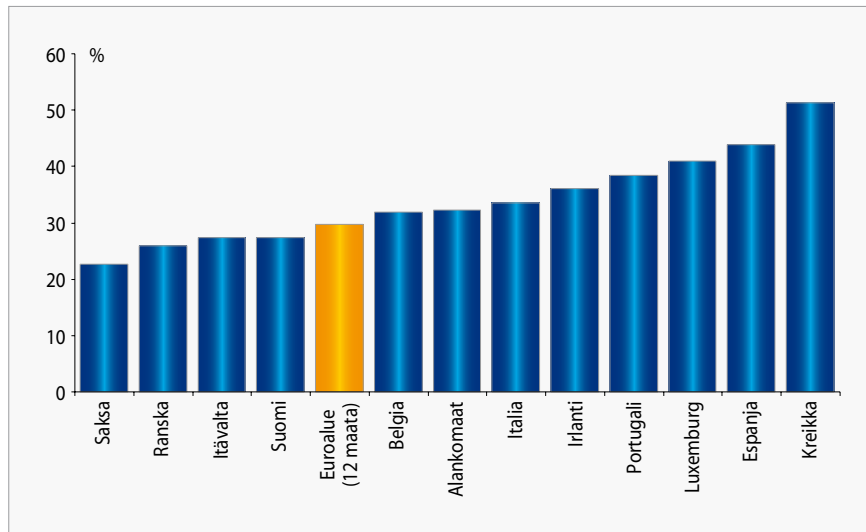
osto suoraan niiden liikkeellelaskusta. Jälkimarkkinat kuitenkin tarjoavat ”keit-tiön oven” täysin samaan tarkoitukseen. Valtionlainojen yhtenäinen korkotasoa ei ole kuitenkaan enää kestänyt. Kuvio 1 havainnollistaa, kuinka nykyisten kriisielä PIIGS-maiden³ (esimerkiksi) 5 vuoden valtionlainojen korot ovat eronneet Saksan vastaavasta korosta viime aikoina.

Vaikka inflaatiokriteeri – enintään 1,5 prosenttiyksikköä yli kolmen alimman inflaation maan keskiarvon – tulikin huomioiduksi rahaliittoa perustettaessa, ei yhteistä rahapolitiikkaa harjoittavalla EKP:lla ole ollut keinoja reagoida yksittäisten jäsenmaiden hintakehitykseen, eikä vähitellen kasvaneita hintataso- ja kilpailukykyeroja ole seurattu systemaattisesti. Niinpä vuosina 1999–2011 kuluttajahinnat esimerkiksi Kreikassa pääsivät nousemaan yli kaksi kertaa enemmän (51,3 %) kuin Saksassa (22,7 %). Kuvio 2 osoittaa, että PIIGS-maat olivat tässä suhteessa kärjessä. Kasvavat erot kuluttajahinnoissa ovat tietenkin varsin karkea mittari kasvaville hintakilpailukykyeroille, mutta esimerkiksi Sauramo (2011)

² Termiä ”setelirahoitus” käytetään nykyään kuvaannollisesti, sillä todellisuudessa kyse on sähköisten rahabittien luomisesta kybervaruuteen.

³ PIIGS tulee seuraavien maiden englanninkielisistä nimistä: Portugali, Irlanti, Italia, Kreikka ja Espanja.

Kuvio 2. Yhdenmukaistetun kuluttajahintaindeksin kumulatiivinen muutos 12 euro-maassa 1999–2011, prosenttia.



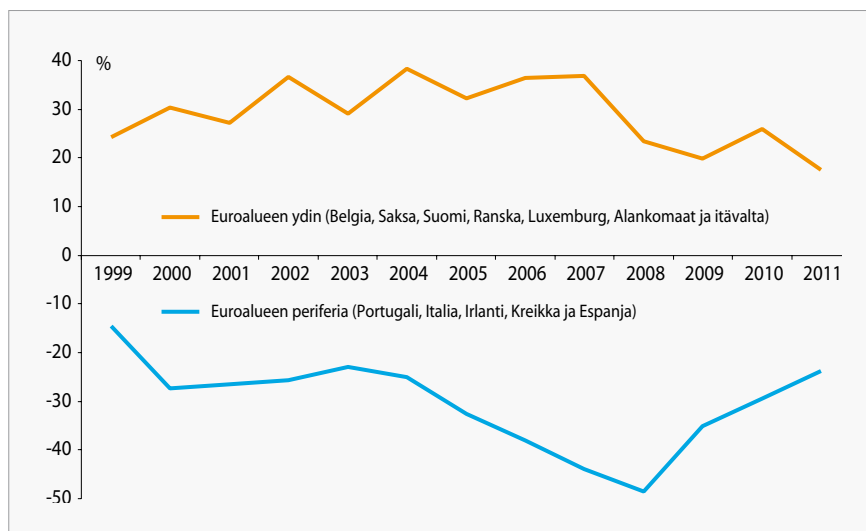
Lähde: Euroopan komissio, AMECO-tietokanta.

on osoittanut, että palkka- ja kustannuskehityksen kuva on ollut hyvin samanlainen.

Hinta- ja kilpailukykyerojen kasvulla on myös vääjäämättömiä seurauksia ulkomaankaupalle. Matala inflaatio ja kustannusten muita hitaampi nousu näkyy menestyksenä ulkomaankaupassa, joten viennin ja tuonnin erotus levenee ja vaihtotaseen ylijäämä kasvaa. Näin kävi ennen finanssikriisiä 7 alkuperäisen eu-

romaan muodostamalle ”ytimelle”, kun taas PIIGS-maiden muodostaman ”periferian” vaihtotaseen alijäämä paisui (kuvio 3). Finanssikriisin puhjettua 2008 tapahtui luonnollisesti käänne, kun vahvojen maiden vienti kärsi ja kriisimaiden romahdus supisti niiden tuontia. Vaihtotaseille ei Maastrichtissa oltu asetettu erillistä lähentymiskriteeriä, kenties koska ajateltiin inflaatiokriteerin ajavan samaa asiaa, tai ei yksinkertaisesti uskottu

Kuvio 3. Euroalueen ytimen ja periferian vaihtotaseet 1999–2011, prosenttia suhteessa bkt:hen.



Lähde: Euroopan komissio, AMECO-tietokanta.

vaihtotaseilla olevan merkitystä rahaliitossa.⁴

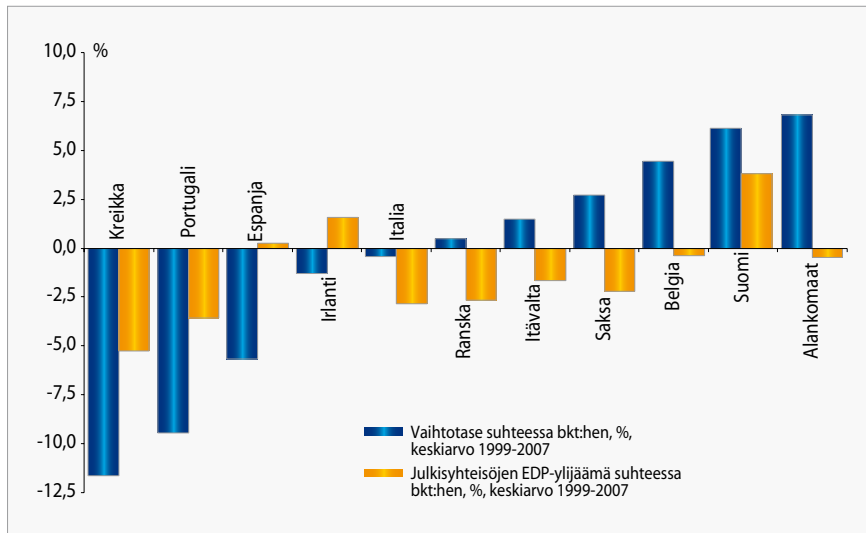
Julkisuudessa on ollut vallalla käsitys – jota erityisesti EKP ja saksalaiset poliitikot ovat ruokkineet – että euroalueen kriisissä olisi pohjimmiltaan kysymys julkisen talouden paisuneista alijäämistä ja veloista. Nykyään kuitenkin yhä useammat osaavat tehdä tässä suhteessa eron Kreikan ja muiden maiden välillä. Kreikka on ainoa maa, jonka julkinen talous yksiselitteisesti pääsi todella huonoon jamaan – osin salaa, koska se vääristeli tilastojaan. Kuten kuviosta 4 näkyy, finanssikriisiä edeltävinä vuosina PIIGS-maiden vaihtotaseet olivat alijäämisiä mutta Espanjan ja Irlannin julkiset taloudet jopa ylijäämisiä.

Rahaliittoa perustettaessa julkista velkaa koskevasta lähentymiskriteeristä – enintään 60 prosenttia suhteessa bkt:hen – oli tingitty erityisesti Italian, Belgian ja Kreikan hyväksi. Saksa kuitenkin pelkäsi joidenkin maiden (erityisesti Italian) velkaantumisen koituvaa uhkaa hintavakaudelle ja ajoi 1990-luvun lopulla läpi vakaus- ja kasvusopimuksen, joka kiinnitti päähuomion julkisen talouden vajeeseen. Ns. liiallisen alijäämän menettelyyn⁵ sisältyi sekä sanktioita (varoituksia, korottomia talletuksia ja viime kädessä sakkoja) 3 prosentin rajan ylittämisestä että sääntöjä, jotka sallivat poikkeamia siitä talouden erityisen vakavissa häiriötiloissa. Kohtalon oikku oli, että itse Saksa (ja toinen ydinmaa, Ranska) rikkoi alijäämärajaa ensimmäisenä 2003–2005, mutta se onnistui välttämään sanktiot. Näin paljastui euroalueen yksi vakava valuvika: jäsenmaat

⁴ Ennen yhteistä rahaa vaihtotaseen alijäämät nakersivat – mahdollisesti yhdessä pääomaliikkeiden kanssa – keskuspankkien valuuttavarantoja ja saattoivat lopulta johtaa pakkodevalvaatioihin, jotka olivatkin yleisiä 1990-luvun alkupuolella. Rahaliitossa jäsenmaiden valuuttavarantojen ehtyminen ei tule kyseeseen.

⁵ Excessive Deficit Procedure = EDP säätelee nykyään myös julkisyhteisöjen alijäämän (kuvio 4) ja velan tilastointia euroalueella.

Kuvio 4. Vaihtotase ennusti vaikeuksia paremmin kuin julkinen talous.



Lähde: Euroopan komissio, AMECO-tietokanta.

eivät halua määrätä toisilleen sanktioita tilanteissa, joihin ne saattavat itsekin joutua.

Kun maailmanlaajuinen finanssikriisi ja Suuri Taantuma puhkesivat syyskuun 2008, alkoivat valtioiden verokertymät kasvamaan ja sosiaalimenot kasvaa. Julkisen talouden vajeiden paisumisessa ei siten sinällään ollut mitään erikoista. Yllätys oli Kreikan harjoittaman tilastokikkailun ja kuviteltua paljon suuremman julkisen alijäämän paljastuminen. Portugalilla oli jo ennestään melko heikko julkinen talous. Espanjan ja Irlannin asuntokuplat puhkesivat ja pankit joutuivat vaikeuksiin. Julkinen velkataakka alkoi painaa myös Italiassa ja jopa Belgiassa, Ranskassa ja Itävallassa.

Tilanteen muodostumisessa Saksalla oli keskeinen rooli. Se oli 2000-luvulla parantanut kilpailukykyään ns. sisäisellä devalvaatiolla, so. hidastamalla työvoimakustannusten nousua ja heikentämällä muitakin työehtoja. Seuranneen vaihtotaseen ylijäämän kautta Saksaan oli virrannut rahaa, joka päätyi sen pankkeihin, jotka lainasivat sitä edelleen mm. tuleville PIIGS-maille. Näin saivat edullista rahoitusta mm. Kreikan valtio sekä Espanjan ja Irlannin asuntomarkkinat. Myös Ranskan, Iso-Britannian ja moni-

en muiden maiden rahoituslaitokset lainoivat tulevia kriisimaita.

Kriisi saattoi kehkeytyä myös siksi, että euroalueella ei ollut tehokasta valtioiden ja rahoituslaitosten riskien valvontaa. Voidaan sanoa, että taustalla piili samanlainen ”sokea markkinausko” kuin yleensäkin finanssikriisiin joutuneissa maissa: kuviteltiin, että hyvin toimivilla (”tehokkailla”) rahoitusmarkkinoilla ei voi mikään mennä vikaan, koska markkinat säätelevät itse itseään. Kasvavien riskien olisi pitänyt näkyä korkojen nousuna, mikä olisi hillinnyt kriisimaiden lainanottoa. Jo sen, että valtioiden velkaantuminen ei pitkään aikaan näkynyt niiden lainakorkojen tasossa, olisi pitänyt herättää vakavia epäilyksiä rahoitusmarkkinoiden toimivuudesta.

Pankkikriisi

Kriisin puhjettua ja luotonantajien odottaessa maksuvaikeuksia jälkimarkkinoilla noteerattavien valtionlainojen markkinahinnat putoavat ja niiden korot nousevat. Pankkeilla ja muilla sijoittajilla -joista suuri osa on erilaisia eläke- ja sijoitusrahastoja – on tällöin kaksi perusvaihtoehtoa: ne voivat joko pitää hallussaan

näitä velkakirjoja niiden erääntymiseen asti, tai ne voivat pyrkiä myymään ne pois. Ensimmäisessä vaihtoehdossa on se riski, että valtiot eivät pysty maksamaan velastaan takaisin edes sen vertaa, mitä siitä nyt saataisiin jälkimarkkinoilta. Valopuolena tässä strategiassa on, että lainanantajat voivat välttyä kirjaamasta luottotappioita ainakin toistaiseksi. Jos velkakirjat sen sijaan myydään pois markkinahintaan, niin luottotappioita koituu välittömästi.

Nyt on helppo nähdä, kuinka euroalueen kriisissä kytee samalla pankkikriisi. Pankkien luottotappiot on kuitattava niiden omista varoista eli niiden osakepääomasta ja vastaavista eristä. Tämä voi vaarantaa niiden vakavaraisuuden, joka riippuu – hieman pelkistetysti ilmaisten – niiden omien varojen ja niiden antamien lainojen välisestä suhteesta. Tähän liittyy sellainen kummallisuus, että valtionlainoja ei lueta lainkaan riskikkäiksi eli ne eivät rasita pankkien vakavaraisuutta, mutta nyt luottotappioita tulee nimenomaan niistä. Suuret tappiot voivat johtaa pankin konkurssiin tai sen ottamiseen valtion haltuun.

Kansainvälisen järjestelypankin BIS:n piirissä ollaan uudistamassa kansainvälistä liiketoimintaa harjoittavien pankkien vakavaraisuudelle asetettuja ns. Basel-säädöksiä, mutta Euroopan pankkivalvontaviranomainen EBA⁶ päätti viime syksynä edellyttää vakavaraisuusvaatimuksen nostamista 9 prosenttiin nykyisestä 5 prosentista jo ensi kesäkuun loppuun mennessä. Mikäli tämä sopeuttaminen toteutettaisiin keräämällä eurooppalaisille pankeille lisäpääomia markkinoilta tai valtioilta, niihin kohdistuisi EBA:n tuoreen stressitestin mukaan 114,7 miljardin euron suuruinen pääomitarve. Tämä arvio on kuitenkin kyseenalainen, koska pankkien tule-

⁶ BIS = Bank for International Settlements toimii Baselissa, Sveitsissä (www.bis.org). EBA = European Banking Authority toimii Lontoossa (www.eba.europa.eu).

vat tappiot riippuvat tuntemattomista johdannaisriskeistä ja tulevista poliittisista päätöksistä, ja koska EBA:n voidaan epäillä taipuneen poliitikkojen vaatimuksiin vähätellä pankkijärjestelmässä piileviä ongelmia. Muut arviot todellisesta pääomitustarpeesta ovat liikkuneet 150–500 miljardissa eurossa.

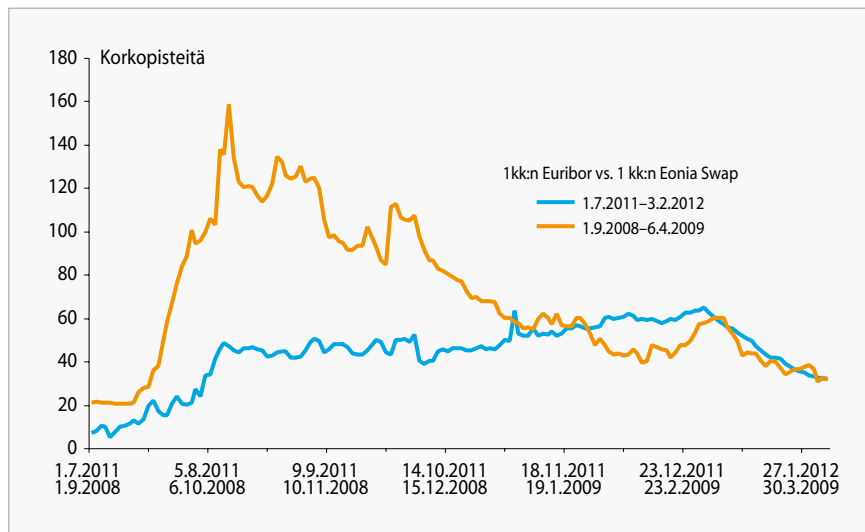
Monien pankkien on kuitenkin vaikea vastata luottotappioihin keräämällä pääomia yksityiseltä sektorilta - kuka pa ostaisi niiden osakkeita, jos uhkana on tappiokierre? Vanhat omistajat eivät myöskään pidä pääomittamisesta, sillä uudet omistajat voivat alentaa heidän omistuksensa arvoa. Valtion tulon osakkeenomistajaksi taas liittyy yleensä pankkien omistajien ja johdon kannalta epämiellyttäviä rajoituksia mm. osingonjolle, johtajien bonuksille ja yritysjärjestelyille. Pääomitus myös lisää valtioiden velkaantumista, mistä monet poliitikot eivät varsinkaan nykyoloissa innostu.

Niinpä onkin luonnollista mutta samalla hyvin huolestuttavaa, että pankkien sopeutustoimet kallistuvat vakavaraisuusvaatimuksen nimittäjään: ne pyrkivät supistamaan luotonantoon yksityiselle sektorille, jolla on siellä viivan alla painoarvoa.⁷ Näin EBA:n kiristyvät vakavaraisuusvaatimukset osoittautuvat tässä tilanteessa pahaksi virheeksi, sillä ne ruokkivat yksityisen sektorin luottolamaa.

Aivan kuten vuosien 2008–2009 kansainvälisessä finanssikriisissä, myös nyt euroalueen pankkien välinen keskinäinen luottamus on horjunut. Tämä näkyy kuviossa 5 vakuudettomien ja vakuudellisten luottojen korkoerona (korkopisteinä eli prosenttiyksikön sadasosina), sillä edellisiin (so. euribor-luottoihin) liittyy riski, että luoton ottanut pankki ei pystykään maksamaan sitä takaisin toiselle

⁷ On toki muitakin keinoja: voittojen kartuttaminen omaan pääomaan rinnastettaviin rahastoihin sekä tähän tähtäävät kustannussäästöt ja korkomarginaalin leventäminen. Jälkimmäinen keino on myös omiaan heikentämään luottojen kysyntää.

Kuvio 5. Pankkien välisen epäluottamuksen kehitys euroalueella finanssikriisissä ja eurokriisissä.



Lähde: Nordea.

pankille. Tämä riski voi nyt juontua siitä, että luotonantajapankki epäilee vastapuolelle olevan tulossa vaikeuksia luottotappioiden muodossa.

Tässä tilanteessa joillakin Euroopassa toimivilla pankeilla saattaa olla niin paljon ylimääräisiä varoja, että ne eivät katso löytävänsä niille normaalia lyhytaikaista varaventiiliä eli toisia eurooppalaisia pankkeja, vaan ne vetävät sijoituksiaan pois eurooppalaisista kohteista tai tallettavat varat mieluummin EKP:hen, johon ei liity minkäänlaisia riskejä mutta jonka korkotuotto on alhainen.

Toisaalta on myös pankkeja, jotka kokevat ottolainauksen toisilta pankeilta vaikeaksi vakuuksien puutteen takia. Niillä saattaa kuitenkin olla hallussaan kriisimaiden velkakirjoja, joita EKP ainoana hyväksyy lainojen vakuudeksi. EKP on viime aikoina höllentänyt vakuusvaatimuksiaan helpottaakseen tällaisten pankkien ahdinkoa. Se on myös siirtänyt osan tällaisesta luotonannosta eurojärjestelmään kuuluvien kansallisten keskuspankkien vastuulle.

Erityisesti kreikkalaisia pankkeja koettelee myös talletuspako: rahojensa menettämistä pelkäävät kansalaiset vetävät niistä talletuksiaan ja sijoittavat ne ulko-

maille tai jopa käteisenä ”sukanvarteen”. Kreikkalaisilla pankeilla ei välttämättä ole varoja talletuskantansa purkamiseen, elleivät ne supista luotonantoon tai saa pankkitukea.

Kaikilla näillä tekijöillä – luottotappioilla, luotonannon supistamisella, vakuusongelmilla ja talletuspaolla – on sellaisia vaikutuksia, että Euroopassa kytee pankkikriisi. Lisäksi ne ovat omiaan ruokkimaan taantumaa ja lamaa, ei ainoastaan PIIGS-maissa vaan koko Euroopassa. Lisäksi koska mm. amerikkalaiset ja japanilaiset pankit ovat monin tavoin tekemisissä Euroopan pankkijärjestelmän kanssa, ovat riskit ja ongelmat maailmanlaajuisia.

Kriisin ratkaisukeinoja

Virallinen linja euroalueen kriisin ratkaisemiseksi on ollut rakentaa kriisimaille lainapaketteja ja vaatia niiltä samalla talouden sopeutustoimia. Näin on tehty siinä toivossa, että maat selviytyisivät velanhoidostaan ja voisivat pitemmän päälle pysäyttää velkakierteensä. Euromaat ovat taanneet väliaikaisen vakuusrahaston ERVV:n lainanottoa markkinoil-

Poliitikot ovat lykänneet epämiellyttäviä päätöksiä.

ta, ja sen lainanantokyvystä kriisimaille on nyt jäljellä noin 250 miljardia euroa. Heinäkuun alussa toimintansa aloittavan pysyvän vakauserahaston EVM:n kapasiteetiksi on kaavailtu 500 miljardia euroa. Vaikka ERVV ja EVM saattavat yhdistää voimansa joksikin aikaa, on selvää, etteivät niiden varat tulisi riittämään, jos Kreikan lisäksi jokin iso euromaa tarvitsisi tukea. Ainakin toistaiseksi Saksa on suurimpana esteenä rahastojen kasvattamiselle. Lisäpanoksia on kaavailtu IMF:ltä ja jopa Kiinalta. Tällaisilla tukipaketeilla ostetaan aikaa, mutta loppujen lopuksi vaadittava rahasumma kaikille kriisimaille saattaa ylittää 2 000–4 000 miljardiin euroon.

Kriisin pitkittymiseltä ja paisuvalta tukilainoitukselta olisi todennäköisesti välttytty, jos jo varhaisessa vaiheessa olisi tunnustettu tarve Kreikan ja kenties joidenkin muidenkin maiden velkasaneeraukseen, ”tukanleikkuuseen”, jossa niiden velkoja olisi annettu osittain anteeksi tai järjestelty muuten uudelleen. Näin ne olisivat voineet päästä takaisin jaloilleen. Tästä joillekin pankeille mahdollisesti koituneet vakavat luottotappiot olisivat edellyttäneet valtion osallistumista niiden pääomitukseseen. Tähän eivät epämiellyttäviä päätöksiä karttavat poliitikot halunneet lähteä Saksassa, Ranskassa eikä muissakaan maissa.

Ideaalitilanteessa ”tukanleikkuut” ja pankkien pääomituksukset tulisi toteuttaa yllättäen ja nopeasti yhtenä viikonloppuna, kun markkinat ovat kiinni. Niiden pitäisi myös olla siinä mielessä kattavia ja lopullisia, ettei kytemään jää epäilyksiä samanlaisista toimista jatkossa. Näin

toimenpiteet eivät pääsisi aiheuttamaan markkinoilla epäjärjestyä ja korkoihin kohoavia riskilisiä. Tätä taustaa vasten viimekesäinen Kreikan velkasaneerausneuvottelujen aloittaminen ja pitkittyminen⁸ oli karkea virhe hieman samalla tavalla kuin EBA:n vaatimus pankkien vakavaraisuuden kohottamisesta. On tietenkin selvää, että velkasaneeraukset eivät miellytä sijoittajia, ja pelko niiden laajenemisesta saa ne pakenemaan kriisimaiden velkakirjoista. Viime kesänä ja syksynä tapahtunut kriisin kärjistyminen ja korkojen nousu johtuikin pitkälti tästä.

EKP on ainoa instituutio, jolla olisi periaatteessa rajattomat mahdollisuudet – ”supersinko” – luotottaa kriisimaita. Se voisi rajoittaa niiden velanhoitokustannukset siedettäväksi ilmoittamalla olevansa valmis ostamaan niiden velkakirjoja rajattomasti tietyllä matalalla maksimikorolla. Koska näiden velkakirjojen korot ja hinnat ovat käänteisessä suhteessa toisiinsa, EKP asettaisi samalla niille alimmat mahdolliset markkinahinnat. Kenenkään sijoittajan ei kannattaisi myydä hallussaan olevia velkakirjoja alempaan hintaan eli korkeammalla korolla. Jos tämä sitoutuminen olisi täysin uskottava, ei EKP:n käytännössä tarvitsisi itse juurikaan ostaa näitä velkakirjoja.

EKP:n säännöt kieltävät sitä rahoittamasta valtioita ostamalla niiden velkakirjoja suoraan niiden liikkeellelaskusta, ja sen on ilmeisen vaikeaa myöntyä siihenkään, että se ostaa niitä jälkimarkkinoilta samassa tarkoituksessa. ”Setelirahoitusta” ja inflaatiota pelkäävä Saksa

⁸ Neuvottelut jatkuvat yhä. ”Tukanleikkuun” koko on kasvanut, ja nyt jo keskustellaan siitä, pitäisikö se ulottaa yksityisistä sijoittajista myös Kreikan velkakirjoja hallussaan pitäviin jäsenvaltioihin, keskuspankkeihin ja ERVV:hen. Sen ja vaadittujen sopeutustoimien tavoitteena on Kreikan julkisen velan bkt-suhteen painaminen 120 prosenttiin vuoteen 2020 mennessä. Sekin taso aiheuttaisi maalle velanhoitokuluja, joista sen olisi hyvin vaikea selvittää.

Kriisin tähänastinen hoito on merkinnyt pankkien hemmottelua.

vastustaa tätä kiivaasti. Sen sijaan EKP puhuu rahoitusmarkkinoiden ja pankkijärjestelmän toimintakyvyn turvaamisesta ja sanoo, että velkakirjojen ostot – tähän mennessä noin 220 miljardia euroa – ovat rajoitettuja ja tilapäisiä. Tätä ”hernepeysyksi” pilkattua politiikkaa EKP harjoitti melko pitkään, mutta se on nyttemmin hiipunut. Siihen liittyi se paha virhe, että kukaan ei tiennyt, kuinka pitkälle EKP oli valmis menemään, joten markkinavoimat tapasivat koetella sen rajoja. Esimerkiksi viime kesänä ja syksyllä Italian 10 vuoden valtionlainojen korko ylitti useaan kertaan sietämättömäksi arvioidun 7 prosentin rajan, ja joka kerta EKP pudotti sen alemmas. Juuri tämän takia EKP joutui ostamaan velkakirjoja koko ajan lisää.

Viime joulukuussa EKP aloitti ”pitkän aikavälin jälleenrahoitusoperaation” (LTRO = Long-Term Refinancing Operation), jossa se tarjosi pankeille vakuudellisia 3 vuoden lainoja yhden prosentin korolla. Tuolloin 523 pankkia käytti tilaisuutta hyväkseen 489 miljardin euron arvosta. Seuraava kierros käydään helmikuun lopussa. Kysynnän ennakoidaan vähintään tuplaantuvan, ja todennäköisesti jatkoakin seuraa.

LTRO:n seurauksena korot kääntyivät laskuun (kuviot 1 ja 5). Operaatio oli omiaan turvaamaan pankkien maksuvalmiutta, mutta sillä oli myös helpottava vaikutus valtionlainamarkkinoilla. EKP näet ilmoitti hyväksyvänsä entistä laajemman kirjon erilaisia velkakirjoja antamiansa lainojen vakuuksiksi. Näihin kuuluu myös kriisimaiden valtionlainoja, jotka näin muuttuivat vähemmän riskikkäiksi

ja jopa jossain määrin halutuiksi ainakin niille pankeille, jotka kipeästi tarvitsivat EKP:n lainoja mutta kärsivät käyttökelpoisten vakuuksien puutteesta. Samalla nämä pankit saavat lisäämään hankkiutua eroon kriisimaiden velkakirjoista ja kirjata niistä luottotappioita vähin erin.

LTRO onkin EKP:lle varsin ovela kiertotie rahoittaa kriisivaltioita pankkien kautta, joskaan se ei voi olla täysin varma, että pankit käyttävät saamansa lainat juuri tähän tarkoitukseen. Nehän saattavat mennä myös yritysten ja kotitalouksien luottottamiseen, mikä sekään ei ole pahitteeksi nykytilanteessa. Samalla hyväksyessään entistä heikkolaausempia velkakirjoja vakuuksiksi mahdollisesti hyvinkin huonokuntoisilta pankeilta EKP kasaa itselleen isoja riskejä ja vaipuu entistä syvemmälle "roska-pankin" asemaan.

Toisaalta LTRO on jälleen uusi keino hoitaa kytevää pankkikriisiä – voisi jopa sanoa, että se edustaa suoranaista pankkien hemmottelua. EKP myöntää niille erittäin halpakorkoista lainaa, jotka ne voivat välittää eteenpäin paljonkin korkeammilla koroilla ja kääriä korkoerosta itselleen muhkeat voitot. Mitä paremmassa kunnossa pankki on, ts. mitä vähemmän sillä on kriisimaihien kytkeytyviä riskejä, sitä enemmän se hyötyy LTRO:sta. Kilpailupoliittisista syistä EKP ei voi suunnata LTRO:ta ainoastaan vaikeuksissa oleville pankeille, jollaisia on yhteensä vain muutamia kymmeniä eri maissa. Voidaan vain kuvitella, minkälainen pankkien lobbaus-toiminta on ollut tämän toimenpiteen takana. Saksalaiset poliitikot eivät kyllä siitäkään pidä, tunnetusta syystä.

Mistä saadaan kasvua?

IMF:n ja eurovaltioiden kriisimaille määräämien sopeutuspakettien keskeisenä ideana on ollut talouspolitiikan kiristäminen eli palkkojen ja julkisten menojen leikkaukset sekä veronkorotukset. Näin

Pelkillä vyönkiristyksillä ei voi elvyttää.

on uskottu saatavan parannuksia kilpailukykyyn ja julkisen talouden vajeeseen. Julkisen talouden kiristystoimien osalta niin EKP kuin monet poliitikotkin ovat ilmoittaneet uskovansa niiden parantavan kotitalouksien ja yritysten luottamusta ja johtavan sitä kautta kulutuksen ja investointien kääntymiseen nousuun ja talouden elpymiseen. Se voisi katkaista velkakierteen ja jopa kääntää velkasihtuksen laskuun.

Uskoa, että julkisen talouden kiristystoimet elvyttävät, ovat mm. talousnobelistit Paul Krugman ja Joseph Stiglitz kutsuneet "luottamuskeijuksi": aivan kuin kuviteltaisiin jonkun satuolennon heilauttamaan sauvaansa luottamuksen palauttamiseksi. Tuoreet empiiriset tutkimukset (esim. Perotti 2011; Guajardo et al. 2011) ovatkin osoittaneet tämän uskomuksen saduksi. Kun historiassa julkisen talouden kiristystoimet ovat sattuneet yhteen talouden elpymisen kanssa, niin samalla on aina toteutettu myös muita, elpymistä tukeneita talouspoliittisia toimenpiteitä: valuutta on devalvoitu, korkotasoa on alennettu ja on myös noudatettu palkkamallit – aivan kuten Suomi 1990-luvulla.

Euroalueen kriisimaille devalvaatio ei ole mahdollinen ilman poistumista euroalueelta. Euron mahdollisesta heikkenemisestä suhteessa muihin valuuttoihin tuskin koituisi niille riittävää apua. Vaikka tukitoimilla saataisiinkin niiden valtionlainojen korkoja alas, ei yksityisen sektorin kohtaamaan korkotasoon olisi tulossa vastaavaa helpotusta, koska se on jo hyvin matala. Palkkojen alentaminen on hyvin vaikeaa ja yleensä jo si-

nällään edellyttää joukkotyöttömyyden paisuttamista, ja sitä paitsi se kasvattaa reaalista velkataakkaa.

Väistämättä tilapäisiksi ja vain aikaa ostaviksi jäävistä tukitoimista huolimatta kriisimaiden perusongelmaksi jää sellaisen talouskasvun tavoittelemisen, että velkakierre katkeaisi lopullisesti. Vyön kiristäminen ruokkii nykytilanteessa lamaa siinä missä edellä kerrotut, luottolamaa aiheuttavat toimetkin. Kriisimaat tarvitsisivat ennen kaikkea parempaa kilpailukykyä. Monet siihen tähtäävät toimenpiteet, ns. rakennemuutokset vaikuttavat tuskallisen hitaasti. Irtaantuminen eurosta vaikuttaisi kyllä paljon nopeammin, mutta lyhyellä aikavälillä se voisi aiheuttaa vakavia häiriöitä niin itse kriisimaissa kuin rahoitusmarkkinoillakin.

Euroalue on rämpinyt jo pitkään. Kuukaan ei pysty vakuuttavasti sanomaan, kuinka tässä lopulta käy. Ei pidä aliarvioida euromaiden halua pelastaa rahaliitto. Saksa itse asiassa hyötyy siitä eniten. Näyttää kuitenkin siltä, että väistämättä ennen pitkää jonkun yli kävellään. Hyvä arvaus olisivat ne, jotka nyt toimivat lopullisen ratkaisun esteinä eli Saksa ja EKP. Velkakaakat sulattaisi lopulta talouskasvu ja inflaatio kuten historiassa yleensä on käynyt – tuskin kuitenkaan Saksan pelkäämä hyperinflaatio. ■

KIRJALLISUUS

European Central Bank (2011), Price Stability: Why Is It Important for You? www.ecb.int/pub/pdf/other/price_stability_web_2011en.pdf
Guajardo, J. & Leigh, D. & Pescatori, A. (2011), Expansionary Austerity: New International Evidence, IMF Working Paper WP/11/158. www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11158.pdf
Keynes, J.M. (1919), The Economic Consequences of the Peace, London: Macmillan.
Perotti, R. (2011), The "Austerity Myth": Gain without Pain? BIS Working Paper 362. www.bis.org/publ/work362.htm
Sauramo, P. (2011), Saako EMUssa nuijia naapureita? Talous&Yhteiskunta, 39:3, 70–76.