

Euroalueen yhteisvastuu paisunut

Erilaisten järjestelmien kautta euroalueen kriisimaille on myönnetty valtava määrä tukirahoitusta. Mihin nämä rahat ovat menneet ja mitkä ovat riskit?

Roger Wessman
Pääekonomisti
Nordea
roger.wessman@nordea.com

Euroalueen ongelmamaiden rahoituksen turvaamiseksi on ryhdytty poikkeuksellisiin tukitoimiin. Eniten huomiota ovat saaneet julkiset tukilainat kriisimaille. Selvästi suurin tuki kriisimaiden rahoitusjärjestelmille on tullut Euroopan keskuspankkijärjestelmän kautta. Toimilla on ehkäisty kriisimaiden rahoitus- ja talousjärjestelmien romahdus. Samalla Suomen suora rahallinen intressi kriisimaiden kykyyn hoitaa velkojaan on kasvanut yli 25 miljardiin euroon.

Kreikan ajaututtua rahoitusvaikeuksiin euroalueen päättäjät tekivät kriittisen lin-


javalinnan keväällä 2010. Rahoitusvaikeuksiin joutuvien jäsenmaiden rahoitus oli turvattava. Sovittiin kahdenvälisistä lainoista Kreikalle ja perustettiin tilapäinen vakausväline (ERVV). Päätöstä seurasivat lainapaketit Irlannille ja Portugalille. Näille maille sovittuja luottoja (joista osa vielä nostamatta) on nyt runsaat 370 miljardia euroa, josta Suomen osuus on 5,8 miljardia euroa (taulukko 1).¹

¹ Suomen bruttokansantuotteen arvo vuonna 2011 oli 189,4 miljardia euroa ja on tänä vuonna hiukan suurempi. Julkisten tukilainaohjelmien kautta Suomelle kuuluvien saatavien suuruusluokka on siis noin kolme prosenttia bkt:sta.

Taulukko 1. Sovitut julkiset tukilainaojelmat eurovaltioille.

	Mrd. euroa	Suomen osuus, %	Suomen osuus, milj. euroa
Kansainvälinen valuuttarahasto (IMF)	76,5	0,52 %	405
EU	48,5	1,60 %	776
Kahdenvälisiä lainoja	57,2	1,76 %	1 005
ERVV	188,3	1,92 %	3 615
Summa	370,5	1,57 %	5 802

Lähteet: VM (2012) ja EFSF (2012).

A middle-aged man with glasses, wearing a dark suit, a light blue shirt, and a dark red patterned tie, stands in front of a window. The window is heavily covered with long icicles hanging from the top. The background shows a brick wall and a window with a red frame. The text is located in the upper right corner of the image.

Roger Wessmanin mielestä tukio-
operaatioilla on estetty euroalueen
rahoitusjärjestelmän romahdus ja siten
talouden lamaantumista, ja samalla on
sidottu eurotalouksien kohtaloita yhä
tiiviimmin toisiinsa.

Euroopan keskuspankki on kriisimaiden merkittävin tukirahoittaja.

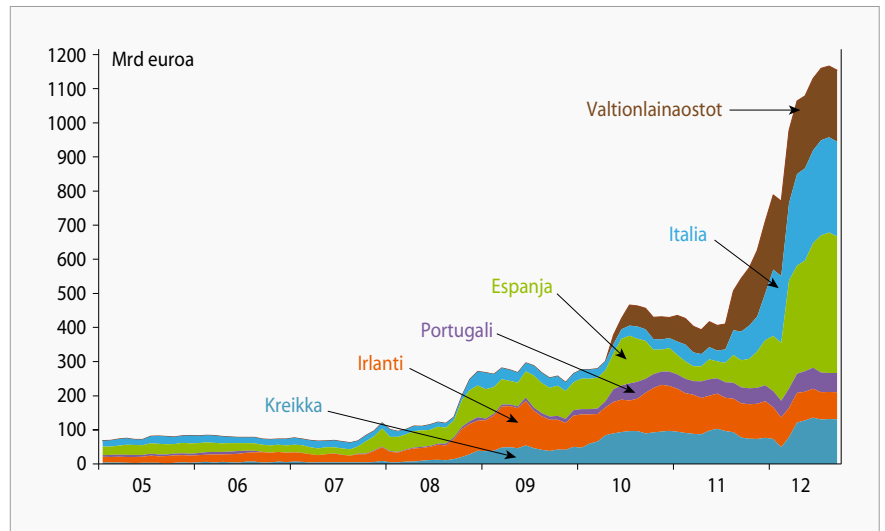
Kriisimaiden rahoitusjärjestelmät ovat lisäksi saaneet tukea Euroopan keskuspankin (EKP) kautta. Jo vuoden 2008-2009 finanssikriisin aikana etenkin kreikkalaisten ja irlantilaisten pankkien rahoitus keskuspankista kasvoi voimakkaasti. EKP aloitti keväällä 2010 valtionlainojen osto-ohjelman ostaen aluksi ensi sijassa Kreikan valtionlainoja. Ostojen laajennuttua vuoden 2011 kesällä Espanjan ja Italian valtionlainoihin EKP:n valtionlainaomistukset ovat nousseet yli 200 miljardiin euroon. Talvella 2011–2012 pankkien keskuspankkirahoitus nousi dramaattisesti EKP:n tarjotessa niille kolmen vuoden rahoitusta ohjaukseen. Yhteensä EKP:llä on saatavia kriisimaista tällä hetkellä vähintään 1200 miljardia euroa.

Tavoitteena ehkäistä romhdus

Tukitoimien keskeisenä perusteluna on ollut rahoituskriisin ja siten laman ehkäiseminen. Tarvetta tukemiseen on perusteltu uuden "Lehmanin"² riskillä. Tukea on perusteltu myös solidaarisuudella eli halulla auttaa ongelmissa olevia maita. Toisaalta päättäjien esittämiä perusteluja on kyseenalaistettu. Monet ovat nähneet tuen todellisenä motiivi-

² Esimerkiksi Yle Uutisten haastattelussa 2.5.2010 pääministeri Katainen sanoi: "Kreikkaa voidaan pitää valtiollisena Lehman Brothersina, joka kaatuessaan järkyttäisi Euroopan taloutta valtavasti." Kyseisen yhdysvaltalaisen investointipankin konkurssin katsotaan laukaisseensa finanssikriisin syksyllä 2008.

Kuvio 1. EKP:n rahoitusoperaatiot kriisimaille ja valtionlainaostot.



Lähde: Nordea Markets ja Reuters Ecowin.

Huom! Kuvio ei sisällä kaikkea EKP:n antamaa tukea esimerkiksi vakuudellisten joukkolainojen oston kautta, koska näiden kohdalla ei ole tarkkaa tietoa miltä osin tuki on mennyt kriisimaille.

na rahoittajamaiden halun suojata omia pankkeja tappioilta³.

Tukea on kuitenkin vaikea nähdä järkevänä tapana suojata rahoittajamaiden pankkeja Kreikasta tulevilta luottotappioilta. Tukena omille pankeille se ei ole ollut kovin tehokasta, sillä suurin osa rahoista on mennyt muille velkojille ja kriisimaiden julkisten menojen rahoittamiseen. Euroopan pankkivalvontaviraston stressitestin mukaan EU-maiden pankit omistivat vuonna 2010 alle kolmasosan Kreikan valtion veloista (98 miljardia euroa), ja näistä omistuksista kaksi kolmasosaa oli kreikkalaisilla pankeilla (EBA 2011). Toisen tukipaketin yhteydessä yksityisten velkojien saatavia leikattiin (korkojen laskua ja laina-ajan pidennystä huomioiden) noin 70 prosenttia, joten viimeistään silloin tukemisen motiivin on täytynyt olla jokin muu.

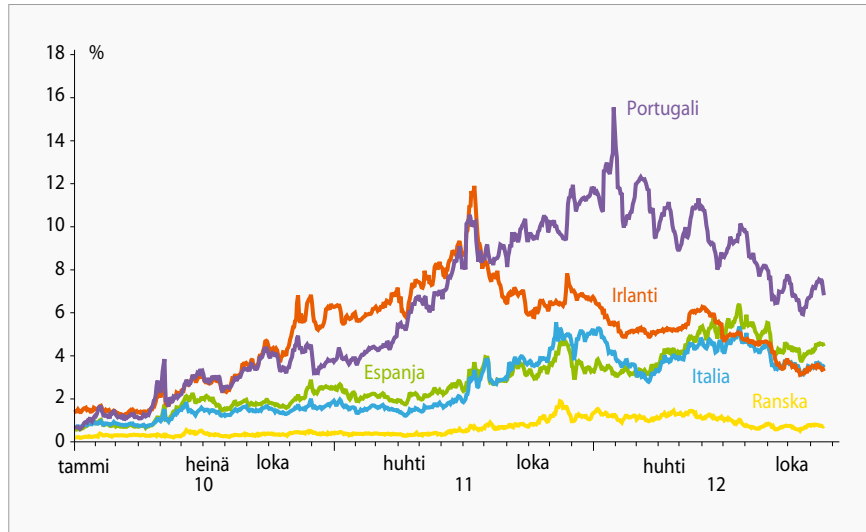
Huolta laajemmasta kriisistä on vaikea leimata perusteettomaksi. Lehman Brot-

³ Esimerkiksi professori Bengt Holmström totesi Helsingin Sanomille antamassaan haastattelussa 20.4.2011: "Jos Kreikkaa, Irlantia ja Portugalia ei olisi pelastettu, erityisesti saksalaiset, ranskalaiset ja brittiläiset pankit olisivat suurissa vaikeuksissa luottotappioiden takia. Euromaat ovat mukana eräänlaisessa rahanpesussa, jossa ne pesevät omaa mainettaan kriisimaiden kustannuksella."

hersin kaatuminen ei kärjistänyt finanssikriisiä siksi, että ko. investointipankkia rahoittaneet olisivat konkurssin aiheuttamista luottotappioista johtuen joutuneet ongelmiin. Kriisi levisi, koska sijoittajien kärsimät tappiot lähettivät viestin, että mille tahansa pankille lainatut rahat eivät ole turvassa. Tämä sai sijoittajia vetämään rahojaan etenkin yhdysvaltalaisista, mutta myös muun maailman pankeista, riippumatta pankkien kytköksistä Lehmaniin. Kreikan ajautuminen konkurssiin olisi samaan tapaan nakertanut sijoittajien valmiutta rahoittaa muita alijäämisiä ja velkaantuneita euromaita, kuten sitten myöhemmin tapahtuikin. Ennen ERVV:n perustamista muiden alijäämämäiden korot olivat kääntyneet reippaaseen nousuun, joka (tilapäisesti) katkaistiin perustamalla ERVV.

Horjuva luottamus valtion luottokelpoisuuteen heikentää vääjäämättä luottamusta kyseisen maan koko rahoitusjärjestelmään. Rahoituslaitoksille uhkaksi koitua luottotappioita sijoituksista oman maan valtionlainoihin. Lisäksi rahoitusvaikeuksissa oleva valtio ei pysty toimimaan rahoitusjärjestelmän takajana. Kriisimaiden talouksien lamautuminen ja uhkaavat luottotappiot kriisi-

Kuvio 2. Valtionlainakriisin leväminen: valtioiden 10 vuoden lainojen korkoero verrattuna Saksaan, prosenttiyksikköä.



Lähde: Nordea Markets ja Reuters Ecowin.

Huom. Kreikan valtionlainojen korkoero ei olisi viime aikoina mahtunut kuvioon.

maille annetuista lainoista koettelisivat myös muiden euromaiden rahoitusjärjestelmiä ja julkisia talouksia.

Markkinoiden rauhoittamisesta rahoituksen turvaamiseen

Aitona vaihtoehtona toteutetuille tukitoimille tuskin oli antaa koko rahoitusjärjestelmän luhistua. Enemminkin kysymys oli, millä tavalla julkisen talouden rahoitus turvattaisiin ja rahoitusjärjestelmä vakautettaisiin.

Alun perin noudatettu strategia A oli vakuuttaa sijoittajat siitä, että euroalueen valtionlainat ovat turvallinen sijoituskohde. Strategia oli sama kun se, millä finanssikriisi saatiin hallintaan, kun syksyllä 2008 EU:n poliitikot lupasivat varmistaa pankkijärjestelmän vakauden.

Vaihtoehtoinen strategia B olisi ollut valikoidumpi tuki, jolla velkojien saattavia ei täysin turvattaisi. Näin olisi kevennetty valtioiden velkataakkaa. Kustannuksena tästä olisi, että luottotappioita pelkäävien sijoittajien valmius rahoittaa euroalueen valtioita romahtaisi nostaan valtionlainojen korkoja joidenkin maiden kohdalla jopa kestäättömille ta-

soille.⁴ Kriisimaiden rahoitusta täytyisi turvata täysin tukilainoilla.

Markkinoiden rauhoittamisessa onnistuttiin alussa kohtuullisesti, vaikkakin Irlannin valtion kasvava rasitus pankkien pääomittamisessa nosti maan korkoja uusiin huippulukemiin. Käännekohta tuli syksyllä 2010, jolloin sijoittajia rauhoittavasta strategiasta poiketen Saksa ja Ranska sopivat suunnitelmasta⁵, jonka mukaan valtioiden tulevia rahoituskriisejä hoidettaisiin osittain velkojien saatavia leikkaamalla – tämä vahvisti, että euroalueen valtionlainat ovat riskilainoja. Päätös laukaisi etenkin Irlannin korkojen jyrkkää nousua, joka päättyi Irlannin tukihakemukseen. Myös Espanjan ja Italian lainojen korkoero verrattuna Saksaan nousi uusiin huippulukemiin (kuvio 2).

⁴ Se, milloin valtionlainan korko on kestäättömällä tasolla, riippuu monesta seikasta, kuten velan määrästä ja talouden (verokertymän) odotetusta kasvuvauhdista. Usein mainitaan 6–7 prosentin korkotaso kestävyysrajana. Jos sijoittajat uskovat tähän, rajan ylittyminen voi laukaista paniikin, jossa rahoitushanat sulkeutuvat täysin.

⁵ Kyseessä oli ns. Ranskan ja Saksan julistus eli ”Deauvillen diili”, jonka liittokansleri Merkel ja presidentti Sarkozy sopivat Ranskan Deauvillissä 18.10.2010.

Markkinoita rauhoittavan strategian seuraava askel tuli heinäkuussa 2011, jolloin euromaat ja IMF päättivät Kreikan valtion yksityisten velkojien saatavien leikkaamisesta. Saatiin ennakkotapaus siitä, että euroalueen valtio voi jättää velkansa hoitamatta. Seurauksena oli pako Italian ja Espanjan valtionlainoista. Euroalueen pankkien pitkäaikainen rahoitus kallistui. Korkojen nousupaineet levisivät myös Ranskan ja jopa Suomen valtionlainoihin. Kierrettä saatiin katkaistua vasta EKP:n tarjottua pankeille rajaton kolmen vuoden rahoitusta, jota kriisimaiden pankit hyödynsivät mm. ostamalla valtionlainoja.

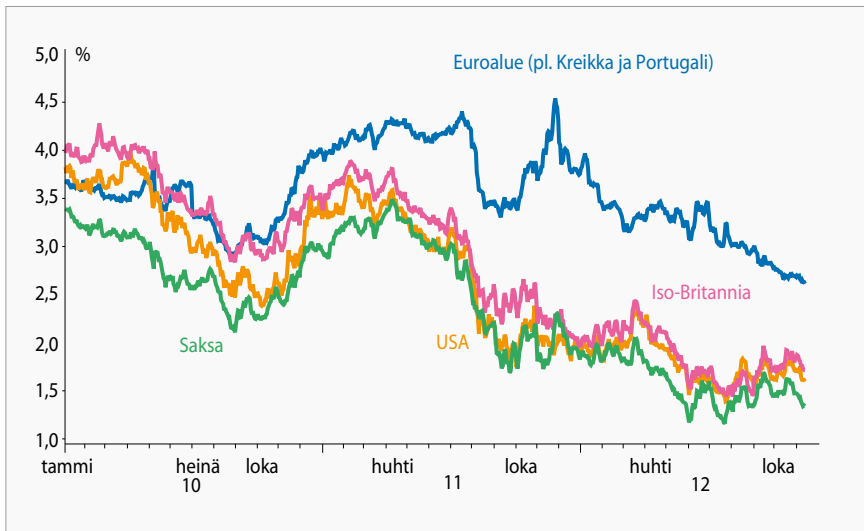
Häilyvä strategia on kallis

Alkuperäisestä rauhoittamisyhteyksistä (strategia A) siirryttiin siis yhä vahvemmin valtioiden ja rahoituslaitosten rahoittamiseen tukirahoituksen avulla (strategia B). Häilyvä strategia on johtanut tilanteeseen, jossa sijoittajien rauhoittamisessa on pitkälti epäonnistuttu mutta ei ole saavutettu merkittäviä säästöjä velkajärjestelyllä.

Epäonnistuminen markkinoiden rauhoittamisessa on saanut tukirahoituksen kasvamaan valtaviin mittasuhteisiin. Euroalueen valtioiden 10 vuoden lainojen korko on nyt keskimäärin noin prosenttiyksikön korkeampi kuin USA:n vastaava korko, vaikka euromaiden julkinen talous keskimäärin on paremmassa kunnossa. Prosenttiyksikön korkeampi korko julkiselle velalle tarkoittaa runsaan 80 miljardin euron vuotuista lisälaskua.

Toisaalta hyvin rajoitetussa määrin on saatu säästöjä leikkaamalla yksityisten velkojien saatavia. Kreikan velkajärjestelyllä helpotettiin velkataakkaa runsaalla 100 miljardilla eurolla. Nettohyöty tästä jäi kuitenkin pienemmäksi, kun velkajärjestelystä johtuen ongelmiin joutuneita Kreikan pankkeja ja eläkerahastoja päätettiin pääomittaa. Pelkästään pankeille on varattu 48 miljardia euroa (EFSF 2012). Myös Kyproksen tukitarve poh-

Kuvio 3. Valtionlainojen korkoja.



Lähde: Nordea Markets ja Reuters Ecowin.

jautuu Kreikan valtionlainojen velkajärjestelyyn.

Tukirahalla korvattu ennen kaikkea pääomien pako

EKP:n rahoitusta on kritisoitu siitä, että sillä rahoitettaisiin kriisimaiden vaihtotasealijäämiä eli elämistä yli tulojensa (esim. Sinn ja Wollmershäuser 2011). Valtaosalla tuesta on kuitenkin rahoitettu pääomien pakoa kriisimaista (DeGrauwe ja Ji 2012).

Jos katsotaan viiden tuen varassa olevan maan vaihtotasealijäämiä, ne olivat vuosina 2010 ja 2011 runsaat 100 miljardia euroa. Viimeisen kahdentoista kuukauden aikana alijäämät ovat supistuneet noin 60 miljardiin euroon. Eli vuoden 2010 alusta tukirahoista noin 300 miljardilla on mahdollisesti rahoitettu kriisimaiden elämistä yli varojen. Samana aikana pelkästään EKP:n tukimaihinkin liittyvät operaatiot ovat kasvaneet 900 miljardilla eurolla valtioiden suoraan saamien tukilainojen lisäksi.

Suurin osa tukirahoista ei siten ole mennyt kotimaisen kysynnän rahoittamiseen vaan kattamaan pääomien pakoa kriisimaista. Pääomien pako on tapahtu-

nut monessa muodossa. Ulkomaiset sijoittajat ovat vetäneet pois rahojaan sijoituksista kriisimaiden valtionlainoihin tai muihin arvopapereihin niitä myymällä tai lainojen erääntyessä. Tallettajat ovat siirtäneet rahaa kriisimaiden pankeista muualle. Tästä syntyneitä raha-aukkoja on täytetty ensi sijassa kasvavalla lainaotolla EKP:sta. Ilman tukiohjelmia kriisimaiden valtioiden ja pankkien velkojat eivät olisi pystyneet vetämään rahojaan pois kriisimaista, koska pankeilla ja valtioilla ei olisi ollut rahaa maksaa velkojaan. Kriisivaltiot ja niiden rahoituslaitokset olisivat ajautuneet konkurssiin, vieden mukanaan myös esimerkiksi kriisimaiden kansalaisten talletukset omissa pankeissaan.

Toki tukimaiden hyötyä tuista ei voi laskea ainoastaan siinä, kuinka paljon ne ovat pystyneet jatkamaan kulutustaan yli varojensa. Ilman mitään tukea kriisimaiden talouksia olisi lamauttanut vielä jyrkemmän yönkiristyksen lisäksi rahoitusjärjestelmän täydellinen luhistuminen.

Raha pyörii ympyrää

Rahat tukiopeeraatioihin ovat tulleet ensi sijassa EKP:lta ja ERVV:lta. ERVV on eurovaltioiden takauksien tuella hakenut

”Epäonnistuminen markkinoiden rauhoittamisessa on saanut tukirahoituksen kasvamaan valtaviin mittasuhteisiin.”

rahaa joukkolainoilla sijoittajilta. Keskuspankin ei tarvitse etukäteen hakea rahoitusta, koska se voi itse luoda rahaa tyhjästä. Käytännössä kuitenkin operaatioita rahoittavat keskuspankissa talletuksia pitävät pankit.

EKP:n rahoittaessa esimerkiksi espanjalaisia pankkeja keskuspankki kirjaa lainattavan summan espanjalaisen pankin tilille. Talletus on keskuspankin tyhjästä luoma elektroninen raha. Jos espanjalaisen pankin asiakas epäillessään espanjalaisen pankin vakavaraisuutta siirtää rahojaan saksalaisen pankin tilille, espanjalainen pankki siirtää vastaavan summan saksalaisen pankin keskuspankkitalille.

Rahan paetessa kriisimaista niiden pankkien velka keskuspankkiin kasvaa, koska pankin täytyy korvata paosta syntyvää rahoitusvajettaan ottamalla lainaa keskuspankilta. Vastaavasti muiden euro maiden pankkien talletukset keskuspankkiin kasvavat, kun kriisimaista virtaa rahaa muihin euromaihin. Rahan pako siis tapahtuu käytännössä siirtämällä keskuspankissa talletettua rahaa kriisimaiden pankeista muiden maiden pankeille. Piitämällä saamansa rahat talletuksina keskuspankissa muiden euro maiden pankit siten talletuksillaan rahoittavat EKP:ta samalla summalla kuin EKP on lainoittanut kriisimaiden pankkeja. Kriisimaista paennut raha pyörii siten keskuspankin kautta takaisin kriisimaihin.

Euroopan keskuspankki rahoittaa täten tukiopeeraationsa vakaampien euro maiden pankkien talletuksilla, joista maksetaan tällä hetkellä nollakorkoa.

EKP tekee voittoa tukilainojensa korkotuloilla, kunhan velalliset hoitavat velkansa.

EKP puolestaan veloittaa pankeille myöntämistään lainoista ohjaukseen mukaan. Toisaalta ostamistaan valtionlainoista EKP saa ostohetken mukaisen markkinakoron, joka on selkeästi ohjaukorkoa korkeampi. Olettaen, että kaikki velalliset maksavat velkansa korkoineen, EKP tekee siten voittoa. ERVV sen sijaan lainaa rahaa eteenpäin omakustannushintaan, eikä se siten lähtökohtaisesti tee voittoa tai tappiota.

Sisältyykö EKP:n lainanantoon riskkejä?

EKP:n pankeille myöntämien lainojen turvana ovat pankkien asettamat vakuudet. Vakuuksina normaalilanteessa ovat hyvän luottoluokituksen omaavat joukkolainat, kuten valtionlainat, joille on markkinahinta. Vakuuksien markkinahintaa seurataan, ja pankkien on asetettava lisävakuuksia, jos lainan arvo tippuu esimerkiksi siksi, että sen liikkeellelaskijan takaisinmaksukykyä aletaan kyseenalaistamaan. Jos yksittäinen pankki ei pysty asettamaan lisävakuuksia, vakuuksia voi realisoida markkinahintaan, mikä rajoittaa EKP:n tappioriskiä.

Vakuuksien antama suoja on rajoitettu, jos puhutaan nykyisen kaltaisen järjestelmäkriisistä. Valtion ajautuessa rahoitusongelmiin ja maan koko rahoitusjärjestelmän horjuessa mikään vakuus ei ole loppujen lopuksi turvallinen. Kriisi painaa samalla kaikkien vakuuksien arvoja. Vakuuksia ei voida realisoi-

da arvojen tippuessa, vaikkei pankeilla ole asettaa lisävakuuksia, koska ostajia ei löydy. Ostajien löytämistä vaikeuttaa tietysti se, että keskuspankkirahoitus (ja siten realisoitavien vakuuksien määrä) on kasvanut valtavaksi.

EKP ei voi mennä konkurssiin, koska se voi hoitaa velkojaan rahaa luomalla (Butter 2008). Jos pankki esimerkiksi haluaa nostaa rahaa keskuspankkitaltiltään, EKP voi maksaa itse painamallaan seteleillä. Keskuspankki voi siten periaatteessa toimia jopa kirjanpidollisesti negatiivisella pääomalla, eikä sitä välttämättä tarvitse pääomittaa, vaikka luottotappiot söisivät pääoman. EKP:n taseesta löytyy lisäksi lähes 400 miljardin edestä kirjaamattomia arvostusvoittoja, joita purkamalla luottotappioita voi kattaa.

Keskuspankin luottotappioilla on kuitenkin merkitystä siinä, että keskuspankin korkotuloja tuova varallisuus hupenee, ja vastaavasti keskuspankin kyky maksaa omistajilleen (eli viime kädessä euroalueen valtioille) osinkoa hupenee. Tappiot jakaantuvat siten EKP:n omistajille omistusosuuksien mukaisesti.

Keskuspankki voi toki aina luoda lisää rahaa, mutta rahan määrän kasvattamista rajoittaa keskuspankin inflaatiotavoite. Eli olettaen, että keskuspankki muuten loisi niin paljon rahaa kuin vaaditaan hintavakauden säilyttämiseksi, tätä suuremman rahan määrän luominen kostautuu inflaationa. Tällä nakerrettaisiin kaikkien euromääräisten säästöjen arvoa.

Suomen osuus riskeistä yli 25 miljardia euroa

Suomen Pankin osuus EKP:sta eli sen ns. pääoma-avain on 1,79 prosenttia. EKP:n yli 1 200 miljardin lainanannosta kriisimaille Suomen osuus on tällä hetkellä siten noin 20 miljardia euroa. Suomen Pankin oma arvio omasta riskiosuudesta EKP:n toiminnasta on 25,5 miljardia euroa (Hakkarainen 2012), mutta tämä sisältää myös muita operaatioita kuin kriisimaihien suuntautuvia operaatioi-

EKP voi kärsiä luottotappioita kriisimaille myöntämästään tukirahoituksesta.

ta. Euroalueen kriisin kärjistyessä tämä summa voi toki nousta ripeästi, kuten kävi viime talvena. EKP:n lainanantoon sisältyvä riski voi kasvaa, jos jäsenmaita jättäytyy pois euroyhteistyöstä.

Suomen osuus muista tukilainoista on vajaat 1,6 prosenttia eli 5,8 miljardia euroa (ks. edellä oleva taulukko 1). Tämä riski muista tukilainoista on laskettu samalla tavalla kun riski Suomen Pankin kautta. Hallituksen selonteossa (VM 2012) on hiukan korkeampi luku. Se huomioi ERVV:n kohdalla riskin, että toiset sille takausta antaneet maat jättävät takausvastuunsa hoitamatta, mikä ääritapauksessa voi nostaa Suomen vastuita yli 60 prosenttia. Suomen osuus EU:n kautta annettujen lainojen luottotappioista voi kasvaa, jos jotkut maat eivät maksa osuuttaan EU:n budjettiin.

Hallituksen laskelmissa ERVV:n kohdalla otetaan mukaan myös tulevat korot. Saman voisi tehdä muidenkin erien kohdalla. Tässä ei ole kuitenkaan mitään järkeä, koska korot ovat vain kompensatio siitä, että pääoman takaisinmaksu tapahtuu vasta vuosien kuluttua. Vertailukelpoinen luku on velan määrä tällä hetkellä.

Suomen Pankin laskennalliset saatavat eurojärjestelmästä (ns. Target-saatavat⁶) ovat paljon suurempi lukema (65

⁶ TARGET-järjestelmä (Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer) on EKP:n ja EU-alueen keskuspankkien maksujärjestelmien yhdistelmä, jota käytetään euromääräisten rahansiirtojen suorittamiseen sekä maasta toiseen että maiden sisällä.

miljardia lokakuussa 2012). Olettaen, että EKP hoitaa omia velvoitteitaan (ja sitä se pystyy aina tekemään, koska se voi luoda uusia euroja) tällä ei pitäisi olla merkitystä. Saatavien arvo tosin romahtaisi, jos euron arvo romahtaisi, mutta samalla Suomen Pankin saatavia vastaavien vastuiden (pankkien keskuspankkitalletusten) arvo romahtaisi.

Luottotappiot pysyvät todennäköisesti rajoitettuina

Pöydälle laitettujen panokset kriisimaiden selviytymisen puolesta ovat korkeat. Kertyneen velan merkittävä takaisinmaksu ripeällä aikataululla tarkoittaisi sellaista vyönkiristystä, joka tuskin on poliittisesti mahdollista. Harvoin valtiot kuitenkaan ovat maksaneet velkojaan pois, vaan erääntyviä lainoja on yleensä korvattu uusilla lainoilla. Tilanteen vakautuminen on vaatinut vain sen, että velalliset ovat valmiita käyttämään velkojen hoitoon riittävästi rahaa velkaisuusasteen kasvun taittamiseksi.

Irlannin kohdalla tukirahoitus on jo alkanut pienenemään pankkien maksaessa takaisin osan EKP:ltä saamistaan lainoista. Muissakin maissa vaihtotase on jo hyvin lähellä tasapainoa, joten kokonaisvelkakin alkaa vakiintua. Poliittinen päättäväisyys pitää euroaluetta koossa näyttää yhä vahvalta, suurten panosten antaessa rahoittajamaillekin vahvan intressin huolehtia kriisimaiden selviytymisestä. Siten on yhä syytä olettaa, että luottotappiot jäävät murto-osaksi vastuiden määrästä. ■

KIRJALLISUUS

- Buiter, W. (2008), Can Central Banks Go Broke? Centre for Economic Policy Research, Policy Insight No. 24.
www.cepr.org/pubs/PolicyInsights/PolicyInsight24.pdf
- De Grauwe, P. & Ji, Y. (2012), What Germany Should Fear Most Is Its Own Fear: An Analysis of Target2 and Current Account Imbalances, CEPS Working Documents 368.
www.ceps.eu/book/what-germany-should-fear-most-its-own-fear-analysis-target2-and-current-account-imbances
- EBA (2011), EU-Wide Stress Test: Aggregate Report, London: European Banking Authority.
www.eba.europa.eu/pdf/EBA_ST_2011_Summary_Report_v6.pdf
- EFSF (2012), Lending Operations. <http://www.efsf.europa.eu/about/operations/index.htm>
- Hakkara, P. (2012), Ajankohtaista keskuspankista. 15.1.2012 pidetty esitys. Suomen Pankki.
- Korhonen, T. & Kurri, S. (2012), Euroalueen kriisi ja keskuspankkien taseet. Suomen Pankki. Rahapolitiikka- ja tutkimusosasto, BoF Online 6/2012.
www.suomenpankki.fi/fi/julkaisut/selvitykset_ja_raportit/bof_online/Documents/BoF_Online_06_2012.pdf
- Sinn, H.-W. & Wollmershäuser, T. (2011), Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility, CESifo Working Paper 3500.
www.cesifo-group.de/portal/pls/portal/docs/1/1210631.PDF
- VM (2012), Suomen valtion taloudelliset sitoumukset ja vastuut EU:n ja euroalueen velka-kriisiin liittyen – päivitys. Valtionvarainministeriö. Muistio 27.8.2012.
www.vm.fi/vm/fi/04_julkaisut_ja_asiakirjat/03_muut_asiakirjat/Selvitys_Suomen_vastuista.pdf