



JOHDANTO 1
KREIKAN ERO 2
USEAN ONGELMAMAAN ERO 5
SUOMEN OMA-ALOITTEINEN ERO 7
EURON JAKAUTUMINEN TAI HAJOAMINEN 8
VAIKUTUKSET TALOUTEEN JA MARKKINOIHIN 9

Mitä jos euroalue hajoaa?

LOKAKUU 2012

Johdanto

Euron hajoamisen vaihtoehdot

Analyysissä tarkastellaan neljää euroalueen hajoamisskenaariota: Kreikan eroa, useamman ongelmamaan eroa, Suomen oma-aloitteista eroa ja viimeisenä koko euroalueen jakautumista kahtia tai hajoamista kokonaan. Pohdinnoissa on otettu huomioon vaikutukset eroavalle maalle sekä jäljelle jäävälle euroalueelle. Lopuksi vedetään yhteen vaihtoehtojen vaikutuksia Suomen talouskehitykseen, suomalaisen yrityksen korko- ja valuuttasuojauksen vaihtoehtoihin, yritysainamarkkinoihin ja osakemarkkinoihin.

Tässä analyysissä ei oteta kantaa siihen, säilyykö euroalue nykyisellään, vai muuttuuko tai hajoaako se. Seuraavassa pelkästään kuvaillaan, mitä mielestämme todennäköisesti tapahtuisi, jos euroalueeseen tulisi muutoksia. Esitettyihin skenaarioihin liittyy luonnollisesti huomattavaa epävarmuutta. Kaikkia muutosvaihtoehtoja ei käydä läpi, vaan keskitytään mielenkiintoisimpiin vaihtoehtoihin.

Euroalueen tulevaisuus riippuu politiikoista

Euroalueen säilyminen nykymuotoisena ei ole kiinni rahasta, vaan ennemminkin poliitikoista. Toistaiseksi Euroopan vahvojen maiden poliitikot ovat luottaneet siihen, että heikoille kumppaneille suunnatut tukipaketit eivät pilaa vaalimenestyksiä. Tuensaajien näkökulmasta ainakin toistaiseksi ehtona olevien tuskallisten talousuudistusten tekeminen on ollut mieluisempaa kuin uuteen tuntemattomaan sukeltaminen omalla valuutalla.

Tilanne voi kuitenkin muuttua. Jos euroalueen kokoonpano muuttuu, se alkaa Kreikan eurosta irtautumisella, sillä maa on jäänyt selvimmin sovitusta talousuudistuksista, lama on osoittautunut ennakoarvioita pahemmaksi ja kolmannen tukipaketin tarve on yhä ilmeisempi. Samanaikaisesti vahvoissa maissa keskustelu tukitoimien mielekkyydestä on kasvanut. Kreikan eron suorat vaikutukset ovat hallittavissa, sillä siihen on jo monin tavoin varauduttu mm. yksityissektorin Kreikan toimintojen leikkauksilla. Suoria vaikutuksia suurempi vaikutus on markkinoiden kasvavilla arvauilla siitä, onko jäljelle jäävä euroalue kestävä, ja mitkä maat seuraavaksi jättävät euroalueen.

Kreikan ero syö kreikkalaisten talletuksia

Kreikan eroprosessi voi käynnistää sarjan tapahtumia, joiden kulkuun on vaikea vaikuttaa sen alettua. Odotukset erosta johtavat viimeistenkin ulkomaisten sijoittajien pakenemiseen maasta, ja samalla kreikkalaiset siirtävät yhä enemmän talletuksiaan ulkomaisiin pankkeihin. Kreikan valtio ei suoriudu veloistaan, jos tukirahavirta hyytyy, mikä johtaa merkittäviin tappioihin kreikkalaisissa pankeissa. Tappiot syövät tappioihin kreikkalaisissa pankeissa. Tappiot syövät tappioihin kreikkalaisissa pankeissa, kutistavat entisestään niiden käytettävissä olevia rahoituskanavia ja johtavat täyteen talletuspakoon

kreikkalaisista pankeista. Kaikkia kreikkalaisissa pankeissa olevia talletuksia ei pystytä maksamaan takaisin. Lisäksi kreikkalaisten talletusten ostovoima oleellisesti heikentyy, koska Kreikan käyttöönottaman uuden valuutan arvo devalvoituu.

Kreikan lähtö voi johtaa dominoefektiin

Kreikan pankkisektorin merkittävät ongelmat voivat heikentää eroprosessin tiivistyessä myös euroalueen muiden heikompien maiden pankkeihin. Kreikan ero jäädyttää rahoitusjärjestelmän muissa heikoissa maissa, mikä johtaa heikkojen maiden pankkien rahoituksen saatavuuden täydelliseen tyrehtymiseen. Jo ennestään keskuspankista riippuvaiset pankit joutuvat kasvattamaan entisestään keskuspankkirahoitustaan, ja ongelmamaiden pankit kärsivät talletuspaosta spekulatioiden kiihtyessä niiden kunnosta.

Uskottavat palomuurit elintärkeitä

Jotta heikkojen maiden pankkisektoreiden ongelmat saadaan kuriin, erityisesti kyseisten pankkien pääomatilannetta tulee kohentaa ja käytännössä valtiot joutuvat tukemaan pankeja. Ongelmamaiden rahoitustarpeiden lisääntyessä ja markkinoille pääsyn heikentyessä kriisinhallintavälineistön rooli kasvaa entisestään. Euroopan väliaikaisen ja pysyvän vakauserärahaston, Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) ja Euroopan keskuspankin (EKP) luoma palomuuuri on merkittävässä asemassa kriisin hallinnassa. Erityisesti suuren epävarmuuden jäytämän pankkisektorin ja kotimaan valtion välisen yhteyden katkaiseminen on oleellista tilanteen rauhoittamiseksi. Uusi apupaketien tarve kasvaa, mutta kriisin leviäminen vähentää tukea antavien maiden lukumäärää.

Jos tapahtumakulkua ei saada tai lähinnä haluta pysäyttää, viimeistään kriisin levitessä EU:n perustajavaltioihin kuuluviin Italiaan ja Ranskaan Euroopan rahoitusjärjestelmä hyytyy täysin. Ongelmapankit eivät pysty maksamaan takaisin velkojaan keskuspankille. Ongelmapankkien sekä markkinamuutoksista että reaalityönsä supistumisesta johtuvat kasvavat tappiot syövät kyseisten pankkien pääomia. Ongelmapankit eivät pysty myöntämään luottoja, ja seuraa luottolama. Euron arvo romahtaa. Seurauksena voi olla Neuvostoliiton ruplan tai Jugoslavian dinarin hajoamisen kaltainen euron lakkauttaminen, rahoitusjärjestelmän romahtaminen ja hyperinflaatio.

Saksan lähtö hajottaisi eurojärjestelmän

Euroon voi tulla muutoksia myös jonkin avunantajan roolissa olevan maan irtautumisesta eurosta. Suomen kaltaisen pienen maan lähtö voisi jäädä yksittäistapaukseksi, mutta Saksan kaltaisen suuren maan lähtö kaataa koko eurojärjestelmän.

Kreikan ero eurosta

- Eroavan Kreikan uusi valuutta devalvoituu selvästi
- Suorat vaikutukset euromaille hallittavissa

Kreikan viimeaikainen kehitys

Kreikan rahoitusjärjestelmästä on virrannut ulos pääomia jo pitkään. Ulkomaiset tahot ovat kotiuttaneet sijoituksiinsa ja kotimaiset toimijat ovat nostaneet talletuksiaan ja siirtäneet sijoituksiinsa ulkomaille. Valuutan ulosvirtausta ovat korvanneet Kreikan pankkien saamat lainat Euroopan keskuspankilta ja Kreikan valtiolle myönnettyt kansainväliset tukipaketit. Kreikkalaiset pankit on suljettu lähes kokonaan yksityisiltä rahoitusmarkkinoilta, joten ne ovat turvautuneet keskuspankkirahoitukseen. Koska keskuspankkirahoitukseen tarvittavat vakuudet ovat käyneet vähiin, pankit ovat yhä riippuvaisempia omasta kansallisesta keskuspankistaan saamasta hätärahoituksesta. Hätärahoituksessa Kreikan keskuspankki luo rahaa ja lainaa sitä pankeille valtion takausta vastaan.

Eron anatomia

Jos Kreikan pankkien hätärahoitus lopetetaan, pankkien likviditeetti tyrehtyy ja ne joutuvat rajoittamaan tallettajiensä käteisnostoja. Yleisö varastoi käteistä yhä enemmän patjan alle. Kreikkalaisten pankkien varat muissa maissa jäädytetään eikä kansainvälistä maksuliikennettä voi hoitaa enää niiden kautta. Kreikka joutuu eroamaan eurojärjestelmästä euromaiden kanssa käytävissä neuvotteluissa, koska rahoitus loppuu.

Kreikan pankkien velat Euroopan keskuspankille järjestellään kokonaan uudelleen tai niille annetaan enemmän maksuaikaa. Kreikan valtio on teoriassa vastuussa hätärahoitusoperaatioiden mahdollisista tappioista. Valtion eurosta eroamisessa ja/tai maksukyvyttömyydessä tappioita koituu todennäköisesti myös Euroopan keskuspankkijärjestelmän kautta muiden euromaiden keskuspankeille.

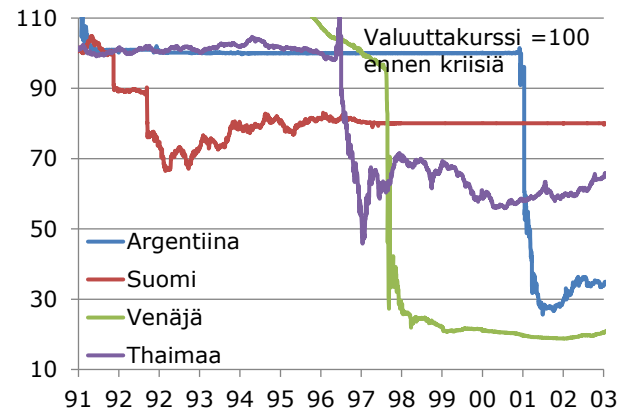
Kreikan valuutta devalvoituu merkittävästi

Lopulta Kreikka tekee poliittisen päätöksen oman valuutan, drakman, käyttöönotosta. Maassa käytetään alussa useita maksuvälineitä ennen uuden setelistön painamista. Talletukset muutetaan drakmoiksi. Helpoiten siirtymän voi toteuttaa siten, että euromääräiset talletukset muutetaan samaan määrään drakmoja. Drakmojen markkina-arvo tietysti heikkenisi. Alkuvaiheessa setelistönä voivat toimia drakmamääräiset pankkisekit ja valtion liikkeesen laskemat haltijavelkakirjat.

Alkutaipaleella drakma kokee selkeitä ylilyöntejä. Esimerkiksi Suomen marka devalvoitui 1990-luvulla yli 30 % sen jälkeen, kun valuutta päästettiin kellumaan, kunnes se vakiintui parissa vuodessa noin 20 % alle kriisiä edeltäneen tason (Kuvio 1). Jos vertaa Kreikan talouden tasapainoa Suomen silloiseen ja ottaa huomioon markkinoilla vallitsevan merkittävän epäluottamuksen Kreikan

poliittiseen päätöksentekoon, Suomen markan devalvoitumista selvästi suurempi heikkeneminen olisi todennäköistä. Markkinaepäuskosta kertovat esimerkiksi Kreikan valtionlainojen uudelleenjärjestelyn jälkeen liikkeeseen laskettujen uusien valtionlainojen markkina-arvot, jotka ovat laskeneet vajaaseen 40 %:iin nimellisarvosta.

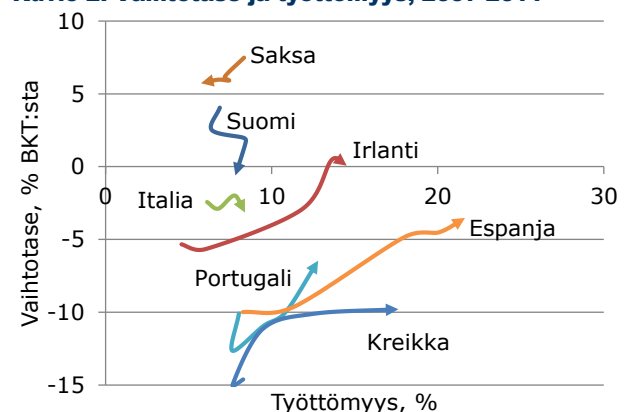
Kuvio 1. Devalvaatiot edellisissä talouskriiseissä



Lähde: Reuters Ecowin

Pidemmällä aikavälillä valuuttakurssi määräytyy maan talouden tasapainon perusteella. Mitä suurempi on vaihtotaseen alijäämä ja mitä suurempi työttömyys, sitä suurempi on myös devalvaatiopaine. Kreikan vaihtotaseen alijäämä on parantunut vuosina 2007–2011, koska säästökuuri on pienentänyt tuontia viennin hieman kohentuessa (Kuvio 2). Samanaikaisesti työttömyysaste on kuitenkin noussut noin 20 %:iin. Viime kuukausina Kreikan työttömyysaste on noussut jo noin 25 %:iin. Työttömyyttä voitaisiin alentaa elvytyksellä, mutta elvytyksen rahoittaminen jo velkaiselle maalle on vaikeaa.

Kuvio 2. Vaihtotase ja työttömyys, 2007-2011



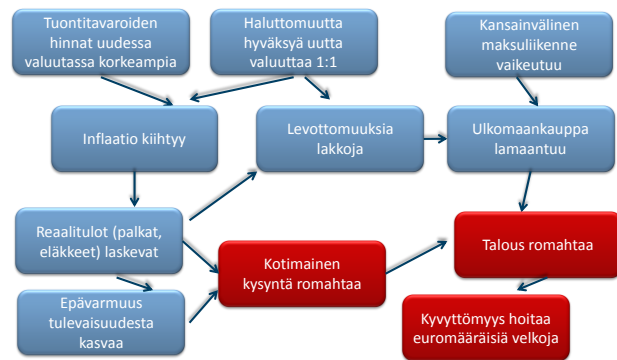
Lähde: OECD

Käytettävän valuutan määrittely ei suoraviivaista

Valuutan devalvoitumisen vaikutukset riippuvat merkittävästi siitä, säilyvätkö tehdyt sopimukset euromääräisinä vai muutetaanko ne drakmoiksi. Saisiko esimerkiksi suomalainen matkanjärjestäjä oikeuden maksaa sovitun hotellivuokran drakmoilla? Syntyy neuvotteluja, mielen-

osoituksia ja tuomioistuinpäätöksiä myös kotimaan toimijoiden kesken. Vientiyrietysten ja matkailualan työntekijöillä on suurempi mahdollisuus kuin kotimarkkinayrietysten työntekijöillä saada edes osa tuloistaan edelleen euroissa. Vuokranantajat ja velkojat yrittävät periä sovittun eurosumman vuokralaisten ja velallisten tarjotessa maksun vastaavana määränä drakmoja. Pankkeja vaaditaan maksamaan pientallettajille jokin vähimmäismäärä euroina ja eläkkeitäkin pitäisi turvata. Parlamenttikäsittelyssä käydään rajuja rajanvetoja. Todennäköisesti Kreikan lain alaiset sopimukset muutetaan drakmamääräisiksi ja ulkomaiset säilyvät euroina/ulkomaan valuuttana.

Kuvio 3. Kreikan eron seurauksia



Lähde: Nordea Markets

Vientiyrietykset hyötyvät devalvaatiosta

Aluksi kansainvälisen maksuliikenteen häiriintyminen ja merkittävä epävarmuus Kreikan tulevaisuudesta vaikeuttavat vientiä. Kuka haluaa lähteä matkalle kaaoksessa olevaan Kreikkaan, jossa pankkiautomaatit eivät toimi eikä luottokortilla voi maksaa? Ajan myötä kuitenkin yhteiskunnan toimivuus alkaa palautua, jolloin valuutan arvon heikkeneminen hyödyttää vientisektoria ja turismia. Yrietykset voivat joko siirtää devalvaatiohyödyn kokonaan tai osittain hintoihin, jolloin euromääräiset hinnat laskevat, mikä tukee tuotteiden vientikysyntää. Kysynnän kohentuminen johtaa tarpeeseen palkata uusia työntekijöitä. Lisäksi kohentuva tuloskehitys antaa mahdollisuuden uusiin investointeihin. Kansantalouden kannalta devalvaatio on sitä hyödyllisempi, mitä enemmän sen vaikutukset kanavoituvat korkeampaan työllisyyteen ja investointeihin. Devalvaation hyödyt puolestaan vähenevät sitä enemmän, mitä nopeammin palkat ja muut tuotantokustannukset nousevat.

Mikäli vientiyrietyksen velat muutetaan drakmoiksi, devalvaatio laskee velan määrää euroina ja sen hoito helpottuu. Euroina säilyvien velkojen takaisinmaksu helpottuu vain devalvaation parantaman kannattavuuden ansiosta. Kreikan harmiksi vientisektorin koko on pieni.

Kotimarkkinatoimijat kärsivät devalvaatiosta

Kreikan kotimarkkinayrietyksille ja kuluttajille devalvaatiosta olisi aluksi haittaa. Palkat, eläkkeet ja muut tulot laskevat reaalisesti niiden muuttuessa drakmoiksi. Toki kotimaiset tuotteet ja palvelut halpenevat saman verran, mutta tuontitavaroista täytyy edelleen maksaa sama eu-

romääräinen hinta. Tuontitavaroiden hinnat voivat jopa noustakin euroissa laskettuna epävarmuuden ja maksuliikennehäiriöiden vaikeuttaessa tuontia. Yksi konkreettinen esimerkki on polttoaineen hinta, joka todennäköisesti nousee kasvattaen yrietysten ja kotitalouksien kustannuksia. Inflaatio kiihtyy ja työttömyys kasvaa tuoden mukanaan sosiaalisia ongelmia.

Kotimarkkinayrietysten tuotot ovat drakmoissa. Yrietyksillä on kuitenkin edelleen esim. raaka-ainekustannuksia euroissa. Devalvaation seurauksena kustannukset kasvavat ja yrietysten kannattavuus heikkenee. Siltä osin kuin lainat muutetaan drakmamääräisiksi, suora vaikutus velanhoidotkykyyn jää vähäiseksi. Sen sijaan euroina säilyviä lainoja olisi entistä vaikeampaa maksaa takaisin. Kotimaan markkinat hyötyvät devalvaatiosta vasta sitten, kun vientiyrietykset lisäävät työvoimaa ja investointeja.

Kreikan valtionvelat järjestellään uudelleen

Julkisella sektorilla on velkaa sekä kotimaahan että ulkomaille. Kotimaassa valtion velkakirjoja on pääasiassa pankeilla, jotka ovat ostaneet niitä EKP:n rahoituksella. Ulkomaiset velat ovat pääosin kahden tukipaketin kautta muille euromaille ja IMF:lle sekä EKP:lle. Uuden valuutan devalvoituminen kasvattaa Kreikan julkisen sektorin velkataakkaa, jos velka pysyy euroissa ja julkiset tulot muuttuvat pääosin drakmoiksi. Ennen keväällä 2012 tehtyä Kreikan yksityissektorin lainojen velkajärjestelyä valtionvelka oli pääosin Kreikan lain mukaista, mutta uudet järjestelyssä liikkeeseen lasketut velkakirjat noudattelevat Ison-Britannian lainsäädäntöä vaikeuttaen pyrkimystä muuttaa velkoja drakmoiksi.

Kreikka ilmoittaa, ettei pysty suoriutumaan veloistaan, koska euroeron yhteydessä Kreikalta loppuvat nykyiset tukipaketit. Velan hoitamisen aikatauluista tai edes osittaisesta takaisinmaksusta pyritään kuitenkin neuvottelemaan, koska devalvaation piristämä vienti kasvattaa verotuloja. Velkojat vaativat saataviaan oikeusteitse. Kreikalla on intressi maksaa osa takaisin säilyttääkseen EU-jäsenyyden. Osittainen takaisinmaksu edistää myös paluuta kansainvälisille rahoitusmarkkinoille.

Kreikan julkisen talouden verotulot eivät ole riittäneet pitkään aikaan menojen saati velkojen korkomenojen kattamiseen. Devalvaatio auttaa aikaa myöten, kun viennin piristymisen lisää verotuloja. Jos lisäksi menot saadaan pidettyä kurissa, julkinen talous kääntyy ylijäämäiseksi. Tällöin rahaa alkaa jäädä uudelleenjärjesteltyjen lainojen hoitomenoihin. Yhteenveto Kreikan eron seurauksista on kuviossa 3.

Kreikan eron suorat tappiot vähäisiä

Kreikan lähdön suorat vaikutukset ovat rajallisia Suomelle ja myös muulle euroalueelle. Kreikka on pieni maa, sen eroon on ehditty varautua ja suuri osa valtion yksityisten sijoittajien hallussa olevasta velasta on jo uudelleenjärjestelty. Suomen kauppa Kreikan kanssa on vähäistä ja yksityisen sektorin saamiset ovat mitättömät.

Julkisen sektorin saamiset Kreikasta ovat noin 6 miljardia euroa (Taulukko 1).

Kreikan eron vaikutukset ovat muualla Euroopassa suuremmat kuin Suomessa, koska kauppasuhteet ovat tiiviimmät ja suorat saatavat suuremmat. Kreikan ero osuu pahiten Ranskaan ja Portugaliin, joissa Kreikka-saatavat ovat suurimmat suhteessa talouden kokoon. Eurooppalaisille pankeille aiheutuu tappioita noin 60 mrd. euron Kreikka-saamisista. Käytännössä kuitenkin valtaosa Kreikan valtionlainoista lienee jo kirjattu markkina-arvoon. Lisäksi monet pankit ovat ajaneet Kreikkariskiään alas viime kuukausina, joten suorat tappiot jäävät selvästi tässä esitettyä nimellisarvoa pienemmäksi.

Taulukko 1. Kreikka-saatavat, mrd. EUR, 03/2012

	Julkiset, EFSF/EKP	Yksityiset (BIS)	Yhteensä	% BKT:sta
Ranska	67	35	101	5.1%
Saksa	89	11	99	3.9%
Italia	58	2	60	3.8%
Espanja	39	1	40	3.7%
Hollanti	19	3	21	3.6%
Belgia	11	1	12	3.2%
Portugali	5	6	12	6.8%
Itävalta	9	2	11	3.6%
Suomi	6	0	6	3.1%
Irlanti	3	0	4	2.1%
Yhteensä	306	59	365	

Lähde: CEPS

Euroopan keskuspankkijärjestelmällä on saatavia Kreikasta vajaat 150 miljardia euroa. Runsaat kaksi kolmasosaa on pankeista ja loput valtiolta. Jos Kreikka eroaisi euroalueesta, olisi epäselvää, missä määrin maa pystyisi ja haluaisi maksaa takaisin velkojaan eurojärjestelmälle. Euroopan keskuspankkijärjestelmän pääoma on kapean määritelmän mukaan vain 86 miljardia euroa, joten teoriassa tappiot Kreikan lähdöstä voisivat syödä koko pääoman. Keskuspankkijärjestelmän taseesta löytyy kuitenkin arvonmuutostileiltä mm. kultavarannon arvonnousuna noin 450 miljardia euroa. Tätä arvonnousua ei ole kirjattu tulokseen eikä näin ollen pääomaan. Näitä arvonmuutoksia voisi purkaa tappioiden kattamiseksi, joten on mielekkäämpää pelkän kapean pääoman sijaan tarkastella sen ohella myös arvonmuutostilejä, kun arvioidaan keskuspankkijärjestelmän tasetta. Arvonnousun purun ohella eurovaltiot voivat tarvittaessa pääomittaa keskuspankkijärjestelmää.

Kauppasuhteiden ja saatavien lisäksi Kreikan ero kasvat-taisi yleistä epävarmuutta, mikä heikentää talouden akti-viteettia koko Euroopassa. Lisäksi euron kehitys Kreikan eron jälkeen vaikuttaa oleellisesti vientiin. Käytännössä yhden maan eron jälkeen markkinoiden vakuuttaminen siitä, että Kreikka jää yksittäistapaukseksi on oleellista ja hankalaa ja vaatii merkittäviä tukitoimia vakausrahastoilta ja EKP:lta. Ensireaktiona euro heikentyy suhteessa muihin päävaluuttoihin epävarmuuden vuoksi. Heikentyminen tukee Suomen ja muiden euromaiden vientiä euroalueen ulkopuolelle, mutta epävarmuuden lisääntyminen heikentää koko vientiä tätä enemmän. Heikon maan irtautumisen jälkeen euro vahvistuu pitkällä tähtäimellä, mikä tekee heikompia euroon jäävien maiden talouksien sopeuttamisesta entistä vaikeampaa viennin kärsiessä vahvasta valuutasta.

Usean ongelmamaan ero eurosta

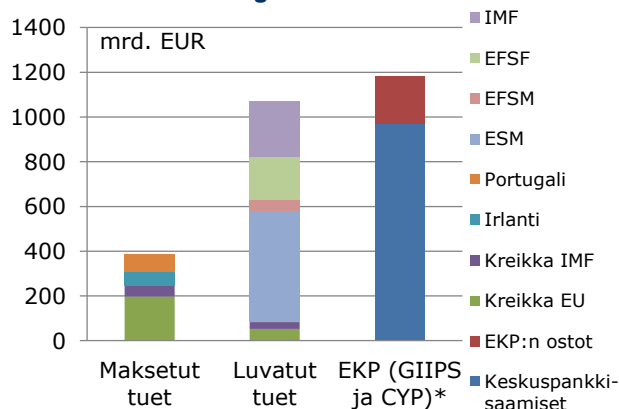
- Kreikan ero voi laukaista dominoefektin
- Merkittävät tappiot yksityiselle ja julkiselle sektorille

Kreikan ero voi syöstä ongelmamaat eurosta

Kreikan ero eurosta lisää epävarmuutta muissa euroalueen ongelmamaissa (kuten Portugali, Italia, Irlanti, Espanja, Kypros ja Slovenia). Se voi pahentaa ongelmamaiden rahoitusjärjestelmien ahdinkoa ja kiihdyttää talletuspakoa ongelmanpankeista. Ongelmamaiden tarve tukirahoitukselle kasvaa, ja jos tukea ei olisi valmiutta antaa, maat irtautuisivat euroalueesta. Tapahtumakulku vastaisi Kreikan eroa, joskin usean maan eron seuraukset olisivat taloudellisten kytkösten vuoksi merkittävästi suuremmat sekä eroavissa maissa että euroon jäävissä maissa.

Jäljelle jäävällä entistä pienemmällä euroalueella investoinnit ja kulutus romahtavat yleisen luottamuksen romahdettua ja koko eurojärjestelmän kyseenalaistuttua. Devalvaatio heikentää eurosta irtautuvien maiden ostokykyä, mikä jarruttaa euroon jäävien maiden vientiä. Epävarmuus lamauttaa euroalueen talouden, mutta päävaluuttoja vastaan heikkenevä euro auttaa vientisektoreita. Jännitteet kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla lisääntyvät. Valtavat luottotappiot horjuttavat erityisesti euroalueen heikoimpia rahoituslaitoksia, ja jopa EKP on teknisessä konkurssitilassa. EKP tukee pankkeja tarjoamalla niille rajattoman määrän likviditeettiä. Pankkijärjestelmä pidetään pystyssä, mutta luottotappiot syövät pankkien pääomia ja luottohanat pysyvät kireinä.

Kuvio 4. Saamiset ongelmamaista



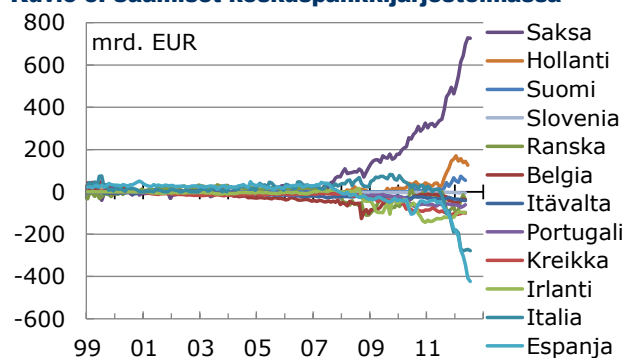
Lähde: Ifo *) GIIPS=Kreikka, Irlanti, Italia, Portugali, Espanja, CYP=Kypros

Julkisten saatavien kohtalo epävarma

Todennäköisesti kaikkien eurosta irtautuvien maiden velat joudutaan järjestelemään uudelleen, mikä johtaa tappioihin euromaiden yksityisille ja julkisille sektoreille. Kaikkea tukea ja saamia ei menetä, vaan takaisinmaksu riippuu talouksien ongelmien syvyydestä ja velkanuotteluista. Kesällä 2012 EU:n ja IMF:n maksama julkinen tuki ongelmamaille oli noin 400 miljardia euroa (Kuvio 4). Suomen osuus oli noin 7,6 miljardia euroa.

Suomella on vastuuta myös EKP:n kautta. EKP:n saamiset ovat syntyneet käytännössä vuoden 2007 jälkeen, jolloin pankkien välinen luotonanto hyytyi. Sijoittajat ovat vetäytyneet ongelmamaiden pankkien rahoittamisesta ja siirtäneet rahojaan turvallisempiin maihin. Ongelmamaiden pankit ovat joutuneet turvautumaan EKP:hen oman keskuspankin kautta pystyäkseen maksamaan takaisin rahojaan kotiuttaville tallettajille ja rahoittajille. Vastavasti turvallisempina pidettyjen maiden pankit ovat tallettaneet sisään virtaavaa rahaa EKP:hen oman keskuspankkinsa kautta. Näin ongelmamaiden keskuspankeille on syntynyt maksujärjestelmässä laskennallinen velka ja turvallisten maiden keskuspankeille laskennallinen saattava, joka karkeasti heijastaa maiden rahoitusjärjestelmien (nettomääräisiä) saatavia ja velkoja Euroopan keskuspankkijärjestelmästä (Kuvio 5).

Kuvio 5. Saamiset keskuspankkijärjestelmässä



Lähde: Ifo, keskuspankit

Koko eurojärjestelmä kantaa pankeille myönnetyn rahoituksen luottoriskin ja vastaa EKP:hen tehtyjen talletusten takaisinmaksusta. Kansalliset keskuspankit toimivat välittäjinä. Jos pankit haluavat nostaa talletuksensa, rahat tulevat eurojärjestelmän yleisistä varoista. Jos vaikka espanjalaiselle pankille myönnetystä lainasta syntyy luottotappioita, kaikkien maiden keskuspankit jakavat tappion omistussuutensa mukaan. EKP:n mahdolliset luottotappiot jaetaan todennäköisesti jäljelle jäävien osakkaiden kesken omistussuukseen mukaisesti. Suomen vastuut vastaavat tällä hetkellä vajaan 2 % omistussuutusta EKP:sta. Mitä useampi maa lähtee eurosta, sitä suuremmaksi Suomen omistussuus ja vastuut nousevat.

Eurojärjestelmän saamiset ongelmamailta ovat yli 950 miljardia euroa, joista Suomen osuus on noin 20 miljardia. Nämä luvut heijastavat nykyhetken tilannetta. Jos kriisi kärjistyy, saatavat ongelmamaiden rahoitusjärjestelmiltä ehtivät moninkertaistua ennen kuin luottohanat suljetaan. Euroopan keskuspankillla on saatavia ongelmamaiden lisäksi myös muiden maiden rahoituslaitoksilta, joiden maksukyky horjui, jos ongelmamaat lähtisivät eurosta.

Miten EKP:n luottotappiot hoidetaan käytännössä?

EKP:n luottotappiot voidaan hoitaa kahdella tavalla. Ensimmäinen vaihtoehto on, että euroalueeseen jäljelle jäävät valtiot laittavat EKP:hen lisää pääomaa taseen vahvistamiseksi. Pääoman haaliminen markkinoilta kerralla ei ole mielekästä, joten EKP hyväksyisi todennäköisesti valtion velkakirjat pääomituksen maksuna.

Vaihtoehtoisesti voidaan sallia se, että EKP jatkaa toimintaansa negatiivisella pääomalla tai pitää kirjanpito-konsteilla pääoman sääntöjen mukaisesti positiivisena. Keskuspankki voi hyvin toimia, vaikka taseeseen kirjotetut velat ylittäisivät varat, sillä velat ovat pääosin euroseteleitä ja pankkien keskuspankkitalletuksia. Negatiivisella pääomalla toimivalle keskuspankkijärjestelmälle inflaation hillintä olisi kuitenkin haasteellista. Keskuspankki on nettolainanottaja pankkijärjestelmältä, jolloin koronmaksuja pankeille pitää rahoittaa luomalla uutta rahaa. Tämä ei ole ongelma korkojen ollessa nollassa, mutta keskuspankkijärjestelmän tappiot kasvavat, jos korkoja nostetaan inflaation hillitsemiseksi. EKP voi muuttaa tilannetta nostamalla pankkien varantotalletusvaatimuksia jyrkästi ja lopettamalla korkojen maksamisen varantotalletuksille. Tällöin keskuspankkijärjestelmä käytännössä pääomittuu pankeja verottamalla. Varantotalletuksia on nyt vain 100 miljardia euroa, joten tämä vaatisi varantotalletusvaatimusten moninkertaistamista.

Setelistön määrää vähennetään

Luottotappioiden ohella EKP:lle syntyy ongelma setelistön määrästä. Liikkeelle lasketun käteisen määrää on supistettava euroalueen pienentyessä, jotta se vastaa pienemmän talousalueen tarvetta. Inflaatio kiihtyy, jos irtautuvissa maissa liikkeellä oleva käteinen siirtyy pyörimään jäljelle jääviin euromaihin. Pelkästään italialaisilla arvioidaan olevan 150 miljardia euroa käteistä, mikä on lähes kuudesosa koko euroalueen käteisen määrästä. Tosin käteisen ja käteistalletusten yhteismäärästä summa on vain kolme prosenttia.

Yksityisen sektorin tappiot

Myös yksityinen sektori kärsii saamisistaan luottotappioita. Suomalaisilla pankeilla oli vajaa kaksi miljardia euroa saatavia ongelmamaista maaliskuussa 2012. Suurimmat saatavat ovat espanjalaisilta pankeilta.

Ongelmamaiden erotessa niiden velat järjestellään uudelleen ja niiden pankkijärjestelmät kärsivät. Yritysten mahdollisuudet hoitaa euromääräisiä luottoja ovat heikot, ja konkurssien määrä räjähtää. Jäljelle jäävälle euroalueelle jää merkittävät tappiot näistä saamisista. Saatavat eivät ole kuitenkaan vain yhdensuuntaisia. Ongelmamaiden yrityksillä ja kansalaisilla on talletuksia jäljelle jäävän euroalueen pankeissa, ja näitä turvaan siirrettyjä talletuksia ja käteistä aletaan palauttaa oman valuutan käytönnoton jälkeen kotimaahan.

Näin ollen voi syntyä tilanne, jossa ongelmamaiden velkaantuneet sektorit ensin jättävät ydinmaille velkoja hoitamatta, ja myöhemmin ylijäämäiset yritykset ja kotitaloudet pyrkivät kotiuttamaan ydinmaissa turvassa talletuksina pidettyä varallisuutta.

Taulukko 2. Pankkien saatavat ongelmamaista, mrd. EUR

	Espanja	Irlanti	Italia	Kreikka	Kypros	Portugali	Yht.
Suomi	1	0,4	0,4	0,0	0,0	0,2	2
Saksa	110	74	105	5	6	21	322
Belgia	10	17	9	0,2	0,2	1	38
Ranska	91	19	263	31	2	16	423
Hollanti	53	11	28	2	1	4	100
Itävalta	3	1	14	1	2	1	22
Ruotsi	2	1	1	0,2	1	0,2	5
Sveitsi	15	10	17	2	1	2	46
UK	67	108	45	7	1	15	243
Yht.	353	243	482	48	15	60	1202

Lähde: BIS

Suomen oma-aloitteinen ero

- Suomi voi pitää siirtymäajan kahta valuuttaa
- Markan kehitys ei itsestään selvää

Epävarmuutta valuutan ohella talouspolitiikasta

Ongelmamaiden ohella myös jokin vahva maa saattaa irtautua euroalueesta, jos tukipakettien vastuita täytyy edelleen kasvattaa. Suomen oma-aloitteinen ero poikkeaisi Kreikan erosta, koska tasapainoinen kansantalous voi pitää teoriassa pitkänkin siirtymäajan kahta valuuttaa ja sitoa siirtymäajaksi uuden markan euroon kurssilla 1:1. Parhaimmassa tapauksessa epävarmuus on väliaikaista ja vaikutukset Suomen talouskehitykseen jäävät rajallisiksi. Käytännössä kuitenkin vaikutukset riippuvat sijoittajien mielialoista ja yleisestä talouskehityksestä, joten siirtymäaika voi olla ongelmallinen.

Aluksi molemmat valuutat ovat virallisia maksuvälineitä. Euroja ei automaattisesti vaihdeta markoiksi, vaan kaikki talletukset, velat ja sopimukset säilyvät euroissa, kunnes tallettajat siirtävät rahansa markkatileille ja sopimusten osapuolet muuttavat sopimuksensa. Suomen Pankki tarjoutuu siirtymäaikana vaihtamaan yhden euron yhdeksi markaksi ja päinvastoin. Into vaihtoon riippuu ihmisten odotuksista markan arvon kehityksestä siirtymäajan jälkeen. Lisäksi rahoitusmarkkinat voivat epäillä Suomen talouspolitiikan johdonmukaisuutta, sillä Suomi oli kuuluisa devalvaatiosykleistään ennen EU:hun liittymistä. Tämän vuoksi voi syntyä välitön likviditeettikriisi jo siirtymäaikana, jos euroalueen sijoittajat vetävät rahansa pois pelätessään, että eurot eivät ole Suomessa turvassa. Riskiä karttavat euroalueen sijoittajat, jotka nyt ovat sijoittaneet rahaa turvaan Suomeen, eivät ehkä halua ottaa valuuttakurssiriskiä. Lisäksi Euroopan keskuspankki ei ole välttämättä halukas turvaamaan likviditeettiä lainaamalla rahaa euroa jättämässä olevalle maalle.

Valuutariski euromääräisestä rahoituksesta

Siirtymäajan jälkeen markka päästetään kellumaan suhteessa euroon. Markasta tehdään ainoa käypä maksuväline. Olemassa olevat sitoumukset voivat säilyä euromääräisinä, koska niiden yksipuolinen muuttaminen romahduttaisi Suomen luottoluokituksen ja Suomen kansantalouden tasapaino joka tapauksessa tukee markan eurokurssin säilymistä lähellä yhden suhdetta yhteen. Suomalaisilla pankeilla on yleisölle myönnettyjä lainoja enemmän kuin talletuksia, ja osa lainoista on rahoitettu lainaamalla euromarkkinoilta. Tästä syntyy pankeille valuuttakurssiriski. Suomen Pankki voi kantaa osan valuuttariskistä tekemällä pitkiä termiinkauppoja pankkien kanssa eli sitoutumalla vaihtamaan markkaa kiinteään kurssiin. Kokonaisuudessaan Suomen velat ulkomaille ja saatavat ulkomailta ovat kohtuullisen hyvässä tasapainossa, joten tarpeet vaihtaa euroja markoiksi ja päinvastoin neutralisoivat toisensa, jolloin keskuspankin tarve toimia valuuttamarkkinoilla markan eurokurssin vakauttamiseksi pysyy pienenä.

Markan kehitys ei itsestään selvää

Lyhyellä aikavälillä markan valuuttakurssi voi heilahdella paljonkin riippuen siitä, nähdäänkö Suomi turvasatamana euron kriisissä vai vetävätkö sijoittajat rahansa pois pienestä epälikvidistä marginaalisesta markkinasta. Pidemmällä aikavälillä markan kehitys riippuu erityisesti kasvunäkymistä, inflaatio-odotuksista ja sijoittajien suhtautumisesta pienen valuutan valuuttakurssiriskiin. Joka tapauksessa markan arvon heilahtelut ovat suurempia kuin euron.

Suomen talouden verrattain hyvän tasapainon aikaansaama markan pieni vahvistuminen voi johtaa sijoittajien joukkoliikkeeseen, mikä vahvistaa valuuttaa reaalityönnön tilannetta voimakkaammin. Syntyy positiivinen kierre, jossa valuutan virtaaminen Suomeen vahvistaa valuuttaa, pitää korot alhaisina sekä tukee velkaantumista ja kotimaista kysyntää. Vaihtotaseen viimeaikainen heikkeneminen voimistuu, jolloin Suomen kansantalous tulee entistä riippuvaisemmaksi ulkomaisten sijoittajien mielialoista.

Yritysten ja valtion varainhankinta kallistuu?

Toisaalta markan arvo voi laskea selvästi, koska pientä valuuttaa ei tarvita sijoitussalkkujen tasapainottamiseen suuren euron tapaan. Merkittävä osa Suomeen euroaikana sijoitetusta rahasta on peräisin sijoittajilta, jotka ovat etsineet euromääräisiä turvallisia sijoituksia eivätkä ole valmiita ottamaan pieneen reunavaluuttaan liittyvää valuuttakurssiriskiä. Jos ulkomaiset sijoittajat poistuvat Suomen pieniltä markkinoilta, suomalaisten markoissa noteerattujen osake- ja joukkolainamarkkinoiden likviditeetti heikentyy, riskipreemiot nousevat ja suuret kurssi-liikkeet yleistyvät.

Pankkien, yritysten ja valtion varainhankinta joukkolainamarkkinoilta hankaloituu ja kallistuu. Nousevat rahoituskustannukset heikentävät yksityistä kulutusta ja investointihalua. Yleinen luottamus painuu, ja sen palauttaminen on työlästä. Luottohanat kiristyvät ja talous painuu taantumaan.

Valtiontalouden tasapaino ja velanhoitokyky heikkenevät. Suomen valtion luottoluokitus asetetaan tarkkailuun eroon liittyvän epävarmuuden vuoksi, ja riski luottoluokituksen laskusta kasvaa. Eurosta irtautuminen ilman koko EU:sta irtautumista ei ole yksinkertaista. Koko EU:sta irtautuminen vaikuttaisi vientiin negatiivisesti ja vähentäisi markan heikentymisen tarjoamaa tukea vientille.

Euron jakautuminen tai hajoaminen

- Saksan ero johtaa koko euroalueen hajoamiseen
- Luodaan laskennallinen euro ja euribor

Pohjoinen euro vahvistuisi suhteessa eteläiseen

Jos euroalue jakautuu kahtia pohjoiseen ja eteläiseen euroalueeseen, pohjoinen Eurooppa pitää nykyisen euron ja instituutiot, koska EKP:n päämaja on Saksassa. Eteläiseen euroon siirtyvien ongelmamaiden pitää pystyä perustamaan itselleen oma keskuspankkijärjestelmä ja setelistö. Vanhan euroalueen keskuspankkijärjestelmän jakaminen kahteen osaan ja saamisten selvittäminen on tuskaisa prosessi.

Pohjoinen euro heikkenee muita päävaluuttoja vastaan merkittävän epävarmuuden riepotellessa koko Eurooppaa. Pohjoinen euro kuitenkin vahvistuu suhteessa eteläiseen euroon pääoman virratessa suojaan suhteessa vahvempien maiden markkinoille. Pohjoiset euromaat näyttävät suhteessa eteläisiä vakaammilta eivätkä ne kärsi samassa suhteessa pääomien ulosvirtauksesta.

Pohjoisille talouksille muodostuu merkittäviä tappioita niiden saamisista eteläiseltä euroalueelta. Pohjoinen rahoitusjärjestelmä tarvitsee merkittävästi tukea, mikä kasvattaa maiden valtionvelkaa. Lisäksi pohjoisten talouksien vienti etelään kärsii vahvistuvasta valuutasta ja eteläisen euroalueen kysynnän heikkenemisestä. Talous vaipuu taantumaa, mutta hyötyy hieman matalista koroista ja valuutan heikkenemisestä muihin päävaluuttoihin nähden.

Eteläisen euroalueen euro devalvoituisi

Heikompien maiden muodostaman eteläisen euron arvo heikkenee. Ulkomainen pääoma karkaa pois eteläiseltä euroalueelta devalvaatiopaineiden pelottamana, ja pankkijärjestelmä kärsii talletusten karatessa turvaan sukanvarteen tai ulkomaille. Eteläisen euroalueen talous vajoaa lamaan saakka, koska valtioiden velkajärjestelyt ja konkurssien kasvu syövät pankkien pääomia ja vauhdittavat luottolamaa. Pikkuhiljaa eteläiset taloudet saavat vieniinsä tukea heikosta valuutasta.

Jos eteläisten euromaiden velat muutetaan eteläisiksi euroiksi, niiden arvo pohjoisina euroina laskee. Tämä helpottaa eteläisen alueen velkojen takaisinmaksua, mutta rahan arvon lasku kasvattaa pohjoisen tappioita eteläiseltä euroalueelta. Sen sijaan jos velat pidetään pohjoisissa euroissa, eteläisen euroalueen velkataakka kasvaa, mikä lisää velkojen uudelleenjärjestelyn todennäköisyyttä.

Dominoefekti tai Saksan lähtö voi kaataa euron

Heikkojen maiden lähdön muodostama ketjureaktio voi johtaa koko euroalueen hajoamiseen. Kun odotukset heikkojen maiden lähdöstä kasvavat, pääomapako turvalliin maihin kiihtyy, ja heikkojen maiden keskuspankit joutuvat tukemaan rahoitusjärjestelmiään painamalla euroja. Riskinä on rahan arvon täydellinen romahdus keskuspankkien painaessa rajatta euroja.

Euroalue voi myös hajota suuren ja vahvan rahoittajamaan Saksan irtautumisen vuoksi. Jos Saksa päättää lähtöä, muut vahvat maat seuraavat euron suurimman tuenantajamaan jalanjäljissä. Koko euroalue hajoaa kokonaan, koska jäljelle jäävistä kriisissä olevista maista ei löydy yhteistä poliittista tahtoa tarvittavien instituutioiden rakentamiseen.

Saksan irtautuminen euroalueesta syöksee maan oman rahoitusjärjestelmän kaaokseen, vaikka maa kokonaisuutena on ylijäämäinen. Saksa kärsii tappioita, kun yksityiset ja julkiset saamiset ongelmamaista pitää järjestellä uudelleen. Saksan talous kärsii pankkisektorin luottohanojen kiristyksestä, entisen euroalueen vientikysynnän heikkenemisestä sekä vahvistuvasta valuutasta.

Saksan pankit ovat vastaanottaneet eteläiseltä euroalueelta turvaan siirrettyjä talletuksia, joita aletaan kotiuttaa tilanteen selkiintyessä. Syntyy kiistoja, voiko eteläisen Euroopan Saksaan siirtämiä talletuksia muuntaa D-markoiksi. Niiden muuntaminen uuteen kotimaiseen valuuttaan johtaisi talletusten arvon laskuun, sillä uusi kotimaan valuutta devalvoituu. Saksa sen sijaan haluaa, että vain kotimaiset talletukset muunnetaan uuteen vahvaan D-markkaan. Tällöin Saksan rahanmäärä ei kasva räjähdysmäisesti, mikä rajaa inflaatiopaineita.

Euroalueen hajoaminen kaaos

Koko euroalueen hajotessa Euroopan keskuspankki lakautetaan ja sen tehtävät siirtyvät takaisin kansallisille keskuspankeille. Euroopan rahoitusjärjestelmä romahtaa ja Eurooppa ajautuu luottolamaan, josta toipuminen kestää pitkään. Kaikkien entisten jäsenmaiden omat keskuspankit antavat pankeilleen rajoittamattoman määrän likviditeettiä. Pankit tarvitsevat uutta pääomaa. Euroalueen täydellinen hajoaminen syöksee koko globaalin rahoitusjärjestelmän täyteen kaaokseen. Koko euroalue ajautuu lamaan, mikä jättää pitkät jäljet kaikkiin maihin.

Edessä on valtava määrä neuvotteluja siitä, mitä valuuttaa sopimuksissa käytetään. Yksi vaihtoehto on ottaa käyttöön laskennallinen euron kurssi, joka määräytyy euromaiden uusien valuuttojen painotettuna keskiarvona. Tällainen oli olemassa jo ennen euroa ns. eukorivaluutan muodossa, joka muutettiin 1:1:een euroon. Vahvojen ylijäämämaiden valuuttakurssit vahvistuvat suhteessa muihin entisiin euromaihin. Jos velat ovat laskennallisissa euroissa, uuden valuutan vahvistuminen pienentäisi euromääräisiä velkoja. Heikkojen alijäämämaiden veloille kävisi kuten Kreikan veloille Kreikan erossa.

Euribor-korot ovat yleisin viitekorko euroalueella, ja euroalueen hajotessa kokonaisuudessaan euribor-korkojen noteeraus lakkaisi. Tällöin euriboreille pitäisi löytää korvike. Käytännössä vastine voitaisiin muodostaa uusista kansallisista pankkien välisistä koroista laskennallisena korkona.

Skenaarioiden vaikutukset Suomen talouteen ja markkinoihin

Taulukko 3. Vaikutukset Suomen talouteen

Nordean perusnäkemys	Kreikka eroaa	Ongelmamaat eroavat	Vain Suomi eroaa	Koko euroalue hajoaa
<p>Taloukasvu kiihtyy asteittain tämän vuoden alle prosentista lähes 3 %:iin vuonna 2014</p> <p>Työttömyys säilyy noin 8 prosentissa vuoteen 2014 saakka</p> <p>Inflaatio pysyy reilussa 2 %:ssa, mutta ei kiihdy yli 3 %:iin edes vuonna 2014</p> <p>Vaihtotaseen alijäämä pysyy maltillisena</p>	<p>Vaikutukset Suomelle pienet, koska Suomen suorat kauppayhteydet ja saamiset Kreikasta pienet</p> <p>Myös epäsuorat vaikutukset Suomelle pienet, koska Kreikka on pieni maa ja Kreikan mahdolliseen eroon on ehditty jo monin tavoin sopeutua</p> <p>Suomen vientikysyntä alkaa toipua eron aiheuttamasta notkahduksesta jo vuoden kuluessa erosta</p>	<p>Suorat vaikutukset Suomelle edellistä suuremmat, koska ongelmamaat edustavat suurta osuutta euroalueesta ja Suomen viennistä 30% suuntautuu euroalueelle</p> <p>Euroalue ajautuu rahoituskriisiin ja lamaan, joka on pahempi ja pitkäaikaisempi kuin vuoden 2009 kriisi.</p> <p>Suomen tappiot tukipakettien, eurojärjestelmän ja yksityisen sektorin saamisten uudelleenjärjestelystä merkittäviä</p> <p>Jäljelle jäävä euroalue ja Suomi alkavat toipua euron hajoamisesta noin kolmantena vuotena erosta</p>	<p>Vaikutukset Suomen talouskehitykseen parhaassa tapauksessa pienet</p> <p>Suomen ero kärjistää euroalueen kriisiä ja talouden kasvunäkymät synkkenevät</p> <p>Valuutta voi siirtymäkauden jälkeen heilua voimakkaasti</p> <p>Väliaikaisen epävarmuuden hälvennyttyä Suomi alkaa toipua vuoden kuluessa euroerosta</p>	<p>Suorat vaikutukset Suomelle erittäin suuret</p> <p>Euroopan rahoitusjärjestelmä romahtaa</p> <p>Luottolama</p> <p>Talouden käytyä erittäin syvällä se alkaa toipua noin kolmantena vuonna hajoamisesta</p> <p>Inflaation kiihtymisen vaara</p>

Taulukko 4. Euroalueen hajoamisen vaikutukset korkomarkkinoihin ja korkojohdannaisiin

Kreikka eroaa	Ongelmamaat eroavat	Vain Suomi eroaa	Koko euroalue hajoaa
<p>Jos Kreikan ero on hallittu ja perustuu yhteiseen päätökseen euroalueella, on todennäköistä, että kunkin euromaan pankkien pääomitus turvataan, jos sellaiseen nähdään olevan tarvetta. Tässä hallitun Kreikan eron vaihtoehdossa talousnäkyvät kohenevat. Korkokäyrä normalisoituu ja pitkät korot nousevat lyhyitä enemmän.</p> <p>Jos Kreikan ero on hallitsematon, markkinat alkavat hinnoitella muiden ongelmamaiden mahdollista eroa. Korot pysyvät alhaalla ja Euroopan tukirahastot sekä EKP turvaavat ongelmamaiden rahoitustarpeet. Tämä lisää myöhemmin inflaatiopaineita.</p> <p>Maksa pitkää kiinteää korkoa. Vastaanota inflaatiota (euroalue tai Suomi).</p>	<p>Pankkien pääomitustarve on oleellisesti edellistä vaihtoehtoa korkeampi. Ongelmamaat ottavat käyttöön omat valuutat, ja niiden devalvoituessa nykyisten euromääräisten velkojen hoito käy mahdottomaksi. Jos ongelmamaiden velkoja käännetään niiden omaan valuuttaan, se johtaa tappioihin velkakirjojen haltijoille valuutan heikentymisen vuoksi.</p> <p>Kasvat riskit pankkisektorille luovat nousupaineita euribor-korkoihin, jolloin korkoero yliyön eonia-korkoihin kasvaa.</p> <p>Vastaanota leventyvää euribor-eonia korkoeroa. Vastaanota inflaatiota (euroalue tai Suomi).</p>	<p>Mikäli Suomen euromääräiset velkakirjat vaihdetaan markkamääräisiksi, niihin kohdistuu marginaalisina sijoituskohteina myyntipainetta ja Suomen korkotaso nousee.</p> <p>Sama ilmiö tapahtuu uuden markkamääräisen velan liikkeeseenlaskussa, vaikka vanha velka säilyisikin euroissa.</p> <p>Riski, että markka heikentyy ja inflaatio kiihtyy. Vastaanota Suomen inflaatiota.</p>	<p>Euron tilalle tulee sen edeltäjän ECU:n kaltainen tilivaluutta, joka lasketaan painottamalla kansallisia valuuttoja. Kansallisista valuutoista laskettu ECU-korko on korkeampi kuin euribor. Tämä tuo nousupaineita kiinteille koroille.</p> <p>Koko euroalueen hajoamisen seuraukset ovat sellaista mittaluokkaa, että markkinareaktiot ovat huomattavia ja niiden ennakointiin liittyy merkittävää epävarmuutta.</p> <p>Maksa pitkää kiinteää korkoa. Vastaanota Suomen inflaatiota.</p>

Taulukko 5a. Vaikutukset suomalaisen yrityksen valuuttasuojaukseen: yritys vie

Kreikka eroaa	Ongelmamaat eroavat	Vain Suomi eroaa	Koko euroalue hajoo
<p>On vaara, että euromääräiset saamiset Kreikasta vaihtuvat Kreikan uuden valuutan määräisiksi, joka heikkenee merkittävästi euroa vastaan.</p> <p>Kysyntä laskee merkittävästi sekä taloustilanteen että drakman heikentymisen myötä.</p> <p>Valuuttariskien mielessä on pohdittava esim. voitaisiinko sopimusteknisesti varmistaa edes avoimien kauppojen maksaminen euromääräisenä. Riskinä asiakkaan maksukyvyttömyys.</p>	<p>Tilanne on kaikkien ongelmamaiden erotessa logiikaltaan varsin samankaltainen kuin Kreikan erossa. Näidenkin maiden uudet valuutat todennäköisesti heikentyisivät (jäljelle jäävien vahvojen maiden) euroa vastaan.</p> <p>Suora suojautuminen esim. Italian liiran heikentymiseltä on mahdotonta. Suojausvaihtoehtona voitaisiin harkita maan konkurssitodennäköisyyden hyödyntämistä. Todennäköisyys Italian euroeroon korreloinee maan konkurssitodennäköisyyden kanssa, jolloin eroa vastaan voisi suojautua luottoriski-johdannaisilla.</p>	<p>Kuluvaluutaksi tulee markka ja riskinä on markan vahvistuminen. Markan arvon muutoksia vastaan suojautuminen ei ole tällä hetkellä mahdollista.</p> <p>Euroalueen ulkopuolelle menevän viennin (esim. USD) suojaamisessa on riski, että suoja on euron muutokselle, mutta ei markan muutokselle.</p> <p>Ongelmallisinta on, että euro heikentyy merkittävästi ja termiinisuojauksessa päädytään maksamaan samanaikaisesti kun markka vahvistuu. Optiot auttavat tässä ongelmassa (termiin tms.) velvoittavan suojan sijaan. Optio suojaisi esim. USD:n heikkenemiseltä, mutta ei olisi velvoittava Suomen erotessa.</p>	<p>Kuluvaluutaksi tulee markka ja riskinä on tällöin markan vahvistuminen. Uusia valuuttoja vastaan suojautuminen ei ole tällä hetkellä mahdollista. Voidaan harkita suojautumista luottoriskin kanssa korreloivilla johdannaisilla.</p> <p>Euroalueen ulkopuolelle menevän viennin (esim. USD) suojaamisessa on riski, että suoja olisi uuden korivaluutan ECU:n muutokselle, mutta ei markan muutokselle.</p> <p>Ongelmallisinta on, että uusi ECU korivaluutta heikentyy merkittävästi ja suojauksessa päädytään maksamaan samanaikaisesti kun markka vahvistuu.</p> <p>Optiot auttavat tässä ongelmassa (termiin tms.) velvoittavan suojan sijaan.</p>

Taulukko 5b. Vaikutukset suomalaisen yrityksen valuuttasuojaukseen: yritys tuo

Kreikka eroaa	Ongelmamaat eroavat	Vain Suomi eroaa	Koko euroalue hajoaa
<p>Drakma heikentyy ja tuo mahdollisuuden tuontihintojen laskuun. Erityinen suojautuminen tätä valuuttaskenaariota vastaan ei liene yhtä tarpeellista kuin esim. vientiyrityksellä.</p> <p>Sopimuksellisenä keinona voidaan esim. pohtia, miten varataan nopea mahdollisuus neuvotella ostohinnat uudelleen.</p>	<p>Tilanne on logiikaltaan samankaltainen kuin Kreikan erossa.</p> <p>Toimittajan kuluvaluutta heikentyy ja tuo mahdollisuuden tuontihintojen laskuun.</p>	<p>Tulovaluutaksi tulee markka ja riskinä on markan heikentyminen ostovaluuttoja vastaan.</p> <p>Valuuttatermiineissä on riski euron ja markan erisuuntaisesta kehityksestä. Ratkaisuksi voidaan harkita esim. optioita.</p> <p>Nykyisistä euromaista tehtävien ostojen suojaus ei ole suoraan mahdollista.</p>	<p>Tulovaluutaksi tulee markka ja riskinä on markan heikentyminen ostovaluuttoja vastaan.</p> <p>Valuuttatermiineissä on riski uuden ECU:n ja markan erisuuntaisesta kehityksestä. Ratkaisuksi voidaan harkita esim. optioita.</p> <p>Nykyisistä euromaista tehtävien ostojen suojaus ei ole suoraan mahdollista.</p>

Taulukko 5c. Vaikutukset suomalaisen yrityksen valuuttasuojaukseen: ulkomainen tytäryhtiö

Kreikka eroaa	Ongelmamaat eroavat	Vain Suomi eroaa	Koko euroalue hajoaa
<p>Paikallinen kysyntä heikkenee. Lisäksi on riski, että drakma heikentyy ja laskee omistuksen arvoa. On syytä varautua siihen, että heikentyminen voi olla reipasta ja sillä on huomattava vaikutus esim. konsernin omaan pääomaan ja tasekovenantteihin.</p> <p>Tietynlaisena optiona voidaan pohtia toimosiko tytäryhtiön paikallisesti nostama eurolaina luontaisena suojana: konvertoituisiko Kreikasta nostettu eurolaina drakmoiksi, mikä hyvittäisi drakmavarojen euroarvon laskua.</p>	<p>Samankaltaiset riskit kuin Kreikan erossa. Riski, että valuutan heikentyminen laskee omistuksen arvoa. Kansallisen valuutan kokiessa ylilyöntejä vaikutus voi tulla nopeasti läpi konsernin omaan pääomaan ja tasekovenantteihin.</p> <p>Paikallista lainoitusta voidaan pohtia mahdollisena luontaisena suojana.</p>	<p>Konsernin kotivaluutaksi tulee markka ja riskinä on markan vahvistuminen omistuksien valuuttaa vastaan.</p> <p>Vaikutus vain Suomen erotessa ei liene yhtä voimakas kuin esim. koko euroalueen hajotessa, mutta riskinä ovat suuret muutokset taseessa.</p> <p>Siltä osin kun (suomalaisen emon kautta nostetut) ulkoiset eurolainat rahoittavat muita euroalueen maita kuin Suomea, niiden säilyminen euroissa on olennaista.</p>	<p>Konsernin kotivaluutaksi tulee markka ja riskinä on markan vahvistuminen omistuksien valuuttaa vastaan. Euron hajotessa kokonaan, vaikutus voi olla nopea ja varautuminen mm. oman pääoman ja tasekovenanttien heikentymiseen hyödyllistä. Saksassa yms. vahvoissa maissa olevien omistusten arvomuutos saattaa osin tasapainottaa tätä.</p> <p>Paikallinen rahoitus voisi olla luontainen suoja.</p>

Taulukko 6. Vaikutukset yrityslainoihin

Kreikka eroaa	Ongelmamaat eroavat	Vain Suomi eroaa	Koko euroalue hajoaa
<p>Suuri osa kreikkalaisista yrityksistä ajautuu maksuvaikkeuksiin ja luottovastuutapahtumaan.</p> <p>Luottoluokittajille jo lainan valuutan vaihtaminen muodostaa luottovastuutapahtuman.</p> <p>Parhaassa asemassa hieman pidemmällä aikavälillä olisivat vientiyritykset ja suurien kansainvälisten konsernien tytäryhtiöt. Avainasemassa on likviditeetin riittävyys.</p> <p>Vaikutukset useimmille pohjoismaisille yrityksille jäävät todennäköisesti rajallisemmiksi kuin esimerkiksi Ranskan yrityksille alhaisemman viennin määrän ja pankkien riskien kautta.</p>	<p>Eurooppalaiset yrityslainamarkkinat ovat jo huomattavan sekaisin ja luottovastuutapahtumien määrä on merkittävä myös ongelmamaiden ulkopuolella.</p> <p>Samat lainalaisuudet kuin Kreikan tapauksessa: yritykset, joiden operaatioista merkittävä osa on euroalueen ja Euroopan ulkopuolella ovat parhaassa asemassa.</p> <p>Koska eurooppalaiset rahoitusmarkkinat ovat sekaisin, laaja rahoituspohja on avainasemassa, ml. hyvä suhde isoihin pankkeihin ja pääsy euroalueen ulkopuolisille rahoitusmarkkinoille.</p> <p>Vähäsykliset yhtiöt voivat liiketoiminnallisesti paremmin, mutta verotuspaine näitä yhtiöitä kohtaan kasvaa valtioiden vaikeuksien myötä. Lisäksi valtioliitännäisten yritysten luottokelpoisuus heikkenee suhteellisesti eniten, koska ne eivät enää saa tukea valtionomistuksesta.</p>	<p>Suomen erotessa omasta toiveestaan epävarmuuden lisääntyminen ja mahdollinen spekulatio seuraavista eropäätöksistä ovat merkittävien epäsuora vaikutus yrityslainamarkkinoille.</p> <p>Suomalaiset vientivetoiset yhtiöt kärsisivät jatkuvasta epävarmuudesta niin Suomessa kuin muualla Euroopassa.</p> <p>Erona esim. Kreikan eroskenaarioon siirtymäkausi eurosta markkaan voisi olla pitkä ja olemassa olevat lainat voidaan ehkä säilyttää euromääräisinä.</p> <p>Suomalaisyritysten riski kasvaa valuuttariskien muodossa.</p>	<p>Konkurssien ja luottovastuutapahtumien määrä on erittäin suuri – koskee kaikkia euromääräisiä lainoja. Koska jälleenrahoitus on käytännössä mahdotonta, myös lainoja muissa valuutoissa jää maksamatta.</p> <p>Erona edellisiin skenaarioihin vaikutukset ovat valtavat myös euroalueen ja Euroopan ulkopuolisilla yrityslainamarkkinoilla.</p> <p>Pidemmällä aikavälillä pätevät normaalit lainalaisuudet: laaja rahoituspohja, maantieteellinen hajautus, syklisyys ja kilpailuasema.</p> <p>Parhaassa asemassa ovat yleisen toiminnan ja turvallisuuden kannalta kriittiset yhtiöt, joilla on toimintaa maiden rajojen yli.</p>

Taulukko 7. Vaikutukset osakemarkkinoihin

Kreikka eroaa	Ongelmamaat eroavat	Vain Suomi eroaa	Koko euroalue hajoaa
<p>Markkinoilla on turbulenssia, kunnes yritysten ja rahoituslaitosten Kreikka-vastuut ovat täysin tiedossa.</p> <p>Suomalaisten yritysten kohdalla suora Kreikka-riski on pieni, ja arvostuksiin kohdistuva paine tulee lähinnä yleisestä epävarmuudesta.</p> <p>Koska eron mahdollisuutta on ehditty jo arvioida ja siihen on ollut mahdollista varautua, markkinaturbulenssi saattaa jäädä lyhytaikaiseksi.</p>	<p>Osakemarkkinat hinnoittelevat huomattavasti suurempaa riskiä kuin jos vain Kreikka eroaisi.</p> <p>Riskipreemiot nousevat merkittävästi ja varsinkin suhdanneherkkien ja velkaisten yritysten osakkeiden kohdalla laskupaineet ovat verrattavissa vuoden 2008-09 kehitykseen.</p> <p>Kilpailukenttä muuttuu sektoreilla, jossa Etelä-Euroopassa on kilpailevaa kapasiteettia (esim. paperi, teräs). Vahvojen maiden euron vahvuus verottaa viennin kilpailukykyä.</p>	<p>Lyhyen aikavälin reaktioina ovat voimakas turbulenssi, korkea riskipremio ja ulkomaisen sijoitus pääoman poistuminen.</p> <p>Pidemmän aikavälin seuraukset riippuvat valuutan arvosta (ja vakaudesta). Riskipremio jää kuitenkin korkeammaksi.</p>	<p>Riskipreemiot nousevat merkittävästi ja laskupaineet ovat verrattavissa vuoden 2008-09 kehitykseen.</p> <p>Suomi jää kansainvälisessä sijoitusallokaatiossa alipainoon (ulkomaalaisomistus laski Lehmanin kriisin jälkeen, eikä ole merkittävästi noussut).</p> <p>Kulutus- ja investointikysyntä heikkenevät merkittävästi.</p> <p>Suomessa listattujen osakkeiden riskipremio nousee jyrkemmin kuin turvallisemmiksi miellettyillä päämarkkinoilla listattujen yritysten riskipreemiot.</p>

Lisätiedot:

Aki Kangasharju, tutkimusjohtaja
aki.kangasharju@nordea.com

+358 9 165 59952

Suvi Kosonen, analyytikko
suvi.kosonen@nordea.com

+358 9 165 59002

Nordea Markets Research Finland

Aleksis Kiven katu 9, 00020 NORDEA
nordeamarkets.com

Puhelin (09) 1651

Nordea Markets on Nordea Bank Norge ASA:n, Nordea Bank AB:n (publ), Nordea Pankki Suomi Oyj:n ja Nordea Bank Danmark A/S:n Markets-toimintojen yhteinen nimi.

Oheiset tiedot on tarkoitettu taustatiedoksi vastaanottajan yksinomaiseen käyttöön. Annetut tiedot ja näkemykset edustavat Nordea Marketsin mielipidettä tiedotteessa mainittuna päivänä, ja niitä voidaan muuttaa ilman erillistä ilmoitusta. Tämä asiakirja ei ole täydellinen kuvaus tuotteesta tai siihen liittyvistä riskeistä, eikä sitä tulisi pitää sellaisena tai käyttää ilman vastaanottajan omaa harkintaa.

Oheisia tietoja ei ole tarkoitettu sijoitusneuvoksi, tarjoukseksi tai kehotukseksi antaa tarjous rahoitusvälineen ostamisesta tai myymisestä. Annetut tiedot eivät liity kenenkään yksittäisen vastaanottajan sijoitustavoitteisiin, taloudelliseen tilanteeseen tai erityistarpeisiin. Ennen sijoitus- tai luotonottopäätöksen tekemistä on suositeltavaa hankkia kulloiseenkin tilanteeseen soveltuvia asiantuntijaneuvoja. On tärkeää muistaa, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevista tuotoista.

Nordea Markets ei ole eikä pyri olemaan vero-, kirjanpito- tai lainopillinen neuvonantaja missään toimipaikassaan.

Tätä asiakirjaa ei saa jäljentää, jakaa eikä julkaista missään tarkoituksessa ilman Nordea Marketsin etukäteen antamaa kirjallista lupaa.