

# Millaiset finanssipolitiikan säännöt?

Vesa Vihriälä

VTV-seminaari 6.10.2021

# Miksi sääntöjä

- Yleisesti: kestävän julkisen talouden varmistamiseksi
  - Räjähävään velkaantumiseen johtavien hitaiden kehityskulkujen estäminen
  - Pelivaran luominen alijäämäsoikkien (ml. aktiivisen elvytyspolitiikan) mahdollistaminen
- EU:ssa: sen varmistamiseksi, että yksittäisen valtion ylivelkaantuminen ei aiheuta haittaa muille maille
  - Taantumien ja finanssikriisien aiheuttamat menetykset
  - Edellisten estämiseksi tarvittava rahoitustuki tai inflatointi

# EU:n sääntöpohja ylivelkaantumisen estämiseksi

## Markkinakuri

- ”No bailout” (SEUT 125): toisten valtioiden velkoja ei saa ottaa valtion vastuulle
- ”Valtionrahoituskielto” (SEUT 123): EKP ei voi rahoittaa jäsenvaltioita ”suoraan”

## Säännöt

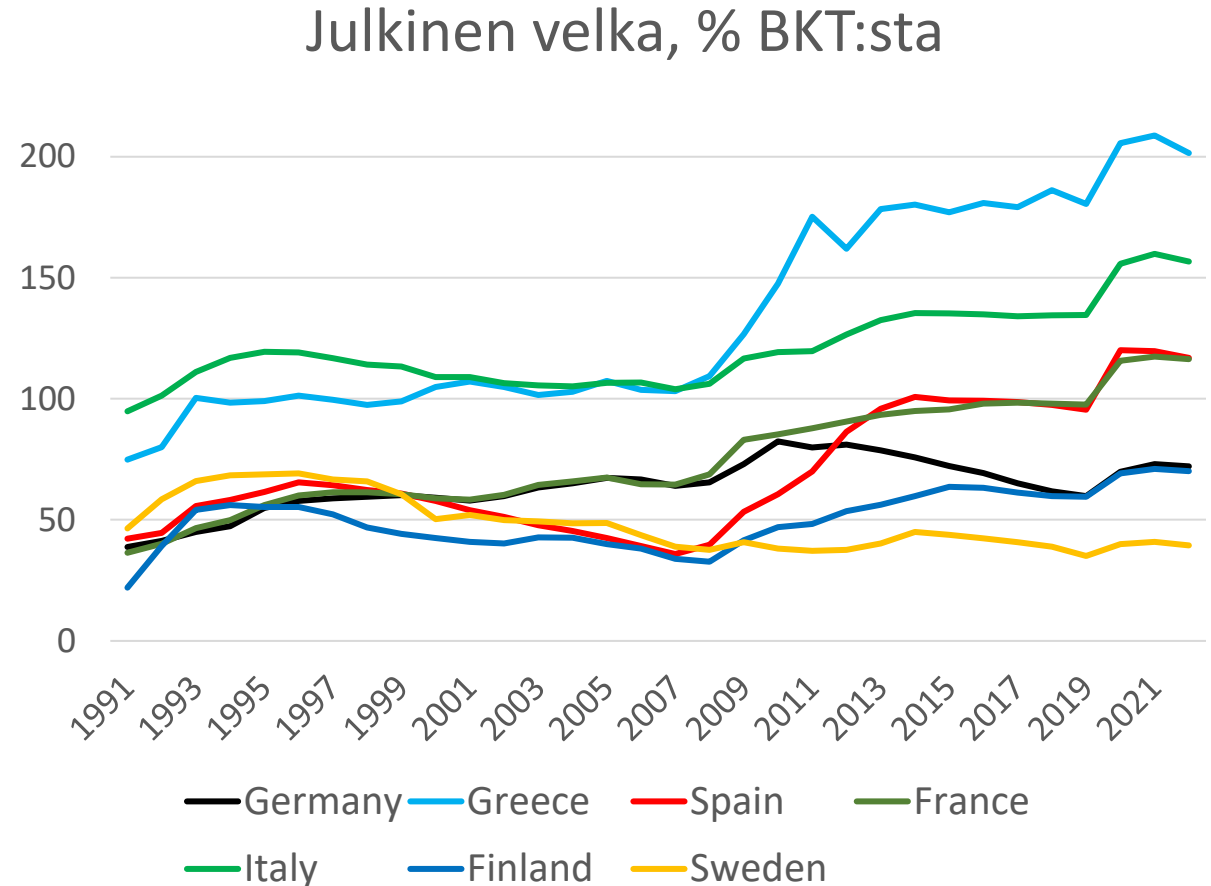
- Liialliset alijäämät (SEUT 126): Jäsenvaltiot välttävät liiallisia julkistalouden alijäämiä
- Viitearvot (SEUT, liitepöytäkirja 12): alijäämäraja 3 %, velkaraja 60 % BKT:sta; ei vahvaa perustetta tasoille
- Lähentymiskriteeri (SEUT 140): kestävä julkistalouden tilanne artiklan 126 mukaisesti
- Toteutus: Vakaus- ja kasvusopimus (VKS), ts. asetukset 1466/97 (ennalta ehkäisevä osa) ja 1467/97 (korjaava osa, EDP)

# VKS-historia: veivausta joustavuuden ja tiukkuuden välillä

- Perushaaste: miten yhdistää riittävä tiukkuus velkaantumisen kurissa pitämiseksi ja tarpeellinen joustavuus myötäsyklisyyden välttämiseksi
  - Lievennys 2005: MTO ja rakenteellinen alijäämä
  - Kiristys 2011 (6-pack, 2-pack): 1/20 sääntö velkatason sopeutukseen, automaattisemmat sanktiot, budjettisuunnitelmien tarkempi monitorointi, mutta myös yleinen poikkeuslauseke
  - Vahvistus hallitusten välisellä finanssipoliittisella sopimuksella 2013
  - Lievennys 2015: MTO-sopeutumisen ehdollisuus taloustilanteen mukaan, lisää poikkeuksia
- ⇒ Monimutkainen sääntöryteikkö (Vade Mecum 108 sivua)
- Hyllytys koronakriisin takia 2020->?

# Tulema: velkaantumista ei ole kyetty hillitsemään niin, ettei siitä ongelmia muille(kin)

- Jäsenmaiden velkatasot alenivat yleisesti 1995 – 2008
- Ei kuitenkaan niin, että muiden haavoittuvuuksien myötävaikutuksella velkakestävyys ei olisi kyseenalaistunut useassa maassa finanssikriisissä
- Finanssikriisin myötä toteutui juuri se, mitä oli haluttu välttää
  - Talouskriisi
  - Rahoitustuen pakko
- Finanssikriisin jälkeen velkatasoja ei (pl. esim. Irlanti) kyetty alentamaan korkean velan maissa ennen uutta sokkia

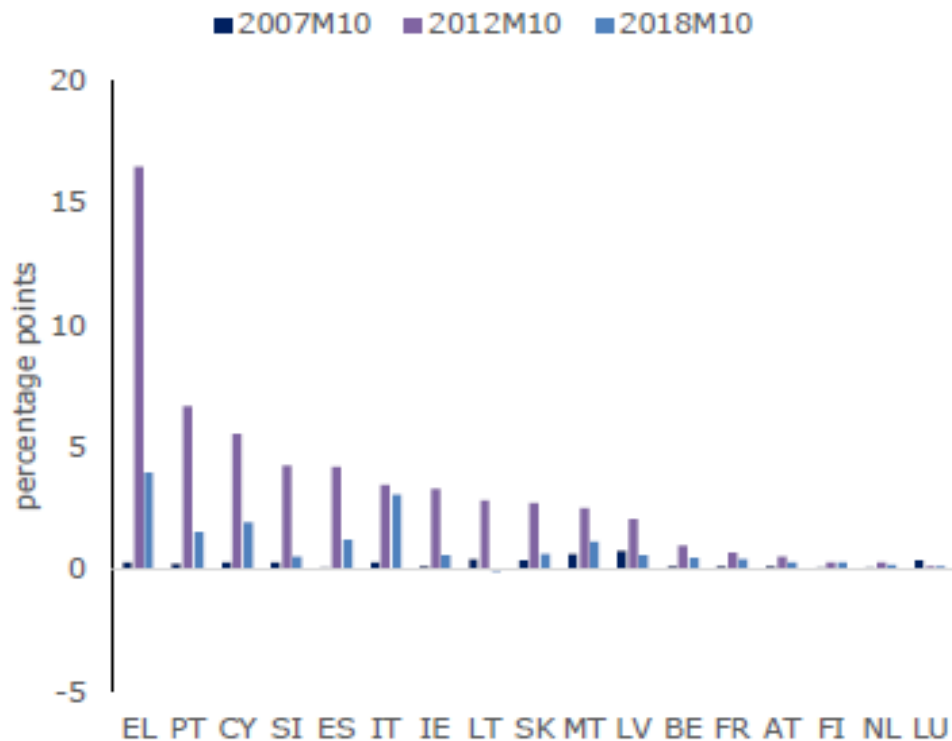


# Fipo-sääntöjen vaikutukset

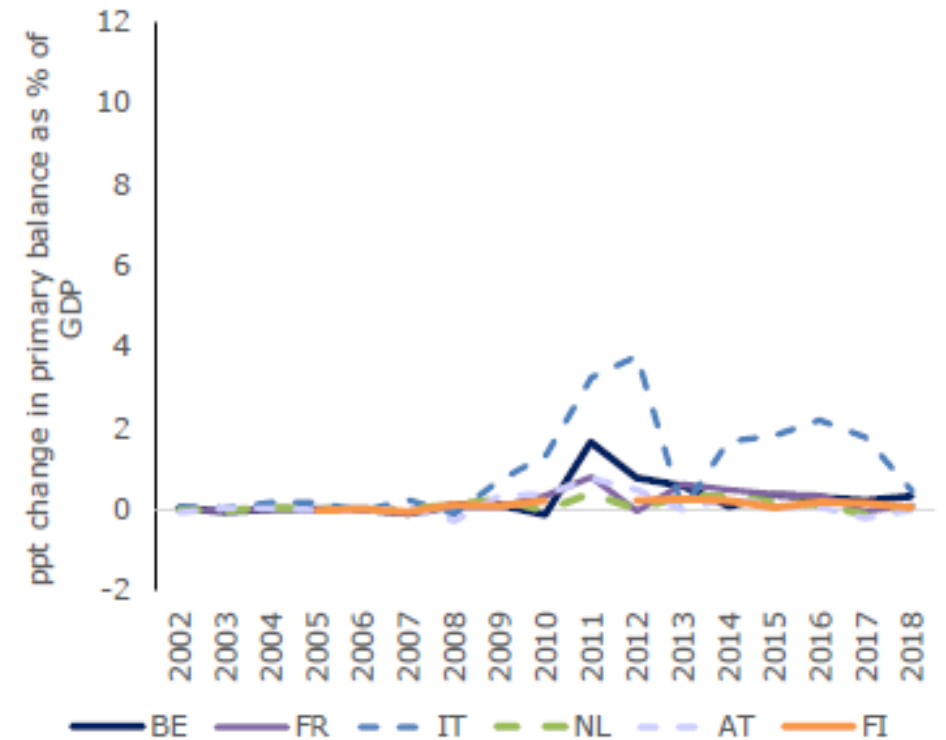
- Jotakin tilastollista näyttöä EU:n fipo-sääntöjen vaikutuksesta alijäämien konvergoitumiseen kohti 3 % (IMF 2018)
- Yksittäistapauksia, joissa EDP-prosessi näyttäisi selvästi johtaneen sopeutustoimiin (Rehn 2019)
  - Belgia 2011
  - Unkari 2012
- Mutta ei siis ratkaisevaa vaikutusta velkakestävyuden varmistamiseen
- EU:lla kuitenkin merkittävä vaikutus alijäämien pienentämiseen kahdessa tilanteessa, jossa ei varsinaisesti kyse VKS:n toimeenpanosta
  - Konvergenssivaihe, jolloin alijäämien pienentäminen ehtona EMU-jäsenyydelle
  - Rahoitustukeen turvautuneiden maiden sopeutusohjelmat
- Vaikutus iso, kun haitta ei-toivotusta käyttäytymisestä merkittävä
  - Konvergenssikriteeri: EMU-jäsenyys, jonka saattoi olettaa alentavan korkotasoa paljon velkaantuneissa maissa
  - Rahoitustukiehdollisuus: maksukyvyttömyyden ja vielä suuremman sopeutuksen välttäminen
  - Unkari: koheesiorahoituksen menetys
  - Belgia: sakon uhka aito?
- Ongelma: poliittinen prosessi välttää ankarien seurauksien synnyttämistä
  - Ongelmatilanteissa aina löytynyt ”jousto” tulkinnan kautta, erityisesti isojen maiden kohdalla
  - Varsinaisiin EDP- sanktioihin ei koskaan turvauduttu

# Myös markkinakuri toiminut heikosti ”hyvinä” aikoina, mutta voimakkaasti kriisin lähestyessä

Graph I.6: 10-year government bond spreads over the German Bund - before, during and after crisis

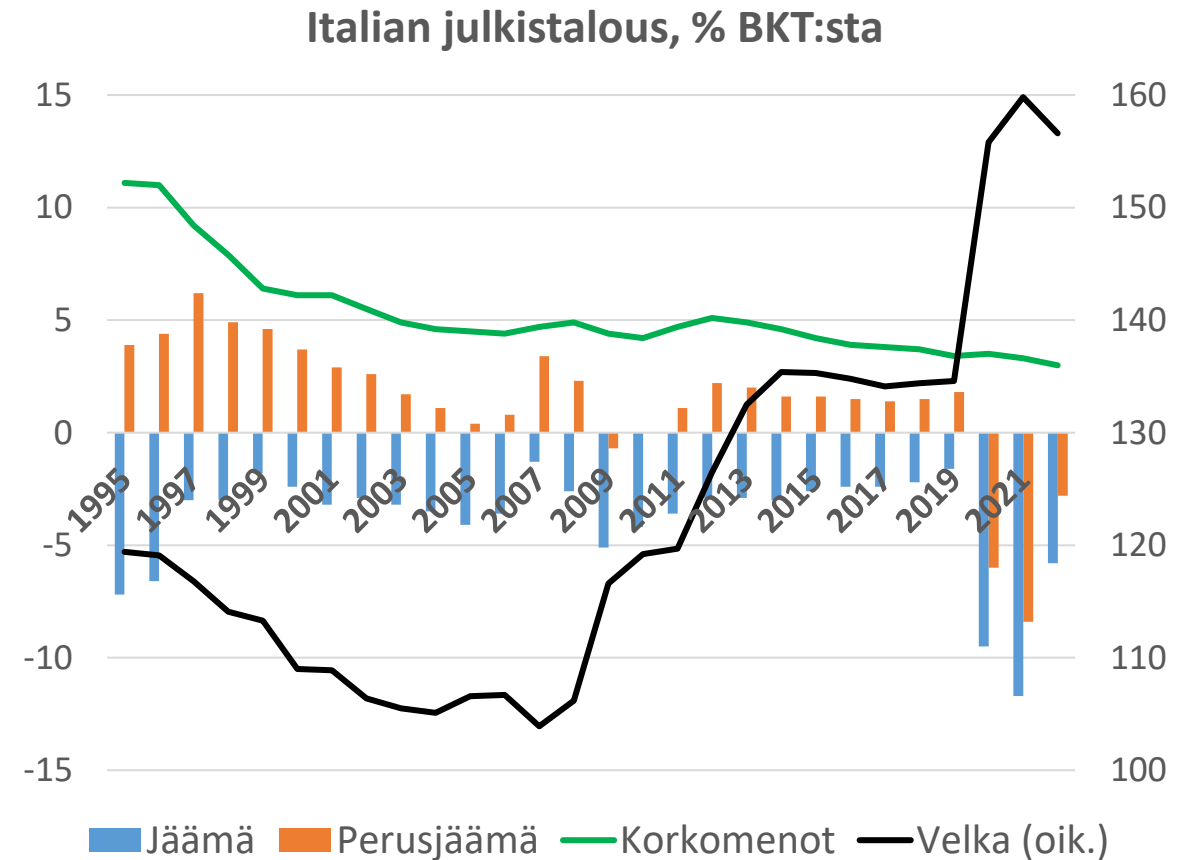


Graph I.9: Primary balance adjustment triggered by changes in Bund spread - old Member States



# Koronakriisin vaikutus

- Velkatasot nousseet niin, ettei 1/20 säännön mukainen velkatasojen lasku realistista korkean velan maille
- EKP:n ostojen, NGEU:n ei-ehdollinen tuki => korkoerot pieniksi ts. markkinapaine velan vähentämiseen heikentynyt entisestään
- Toisaalta korkotason aleneminen => velan korkotaakka pienentynyt kaikilla mailla => velkataso ei niin suuri välitön vakausuhka kuin aiemmin



Lähde: EU-komissio



# Uudistusehdotuksia

- Bénassy-Quéré ym. (2018):
  - Velkatavoite muuttumaton, menosääntö rakenteellisen jäämän sijaan välitavoitteeksi
  - Fipo-sääntöjen huono noudattaminen: lisävelka junioristatuksella, EVM- ym. tuki (ml. erillisestä stabilisaatorahasto) riippuvaksi sääntöjen noudattamisesta
  - Valtion velkajärjestelyn uskottavuuden parantaminen
- EFB 2018:
  - Velkatavoite edelleen 60 %, sopeutumisaika esim. 15 vuotta, menosääntö välitavoitteena
  - Poikkeamismahdollisuus yleisemmän klausuulin perusteella
  - Sanktiot: automaattiset (ei harkintaa), EU-rahoituksen osittainen epääminen, ml. ehdotetusta EU-stabilisaatiofunktioista
- Martin ym. 2021:
  - Maakohtaiseen velkakestävyysanalyysiin perustuva velkatavoite, menosääntö välitavoitteena
  - Yleinen poikkeamisklausuuli
  - Sanktio: EU-rahoituksen epääminen
- Blanchard ym. (2021)
  - ”Standardi”: valtion varmistettava, että ”velka kestävä suurella todennäköisyydellä”
  - EU-instituutioiden velkakestävyysanalyysi; jos ei kestävä, suositus korjaamisesta
  - Jos ei noudata suositusta, rikkomusmenettely ja EU-tuomioistuimen rangaistus
- Kaikissa suurempi rooli riippumattomille finanssipoliittisille arviointielimille (kansalliset ja EU-elimet)
- Fipo-säännöt osa isompaa kokonaisuutta, jossa tarkasteltava riskien rajoittamista ja jakamista. Poliittiset rajoitukset olennaisia (Bilbiie ym. 2021)

# Päätelmiä

- Sääntöjä ei ongelmista huolimatta kannata hylätä
- Maakohtainen velkakestävyysanalyysi periaatteessa hyvä lähtökohta, perustuttava uskottavaan riippumattomaan analyysiin
- Jos/kun edelleen velkatavoitteita, niitä tarve muokata realistisemmiksi
- Tarvitaan jokin joustoelementti, joka parempi olla yleinen kuin monimutkainen spesifikaatio
- Olennaisinta kuitenkin toimeenpano, joka voi perustua vain aineellisesti vaikuttaviin seurauksiin
  - Normaalin EU-rahoituksen epääminen (koheesiorahoitusta laajemmin)
  - Rahoitustuen ehdollisuus fipo-sääntöjen noudattamisen perusteella
  - Viime kädessä kriisirahoituksen epääminen => markkinakuri
- Markkinakurin toteutuminen edellyttää uskottavaa kykyä toteuttaa valtion velkajärjestely
  - Pankkien valtionpaperisijoitusten rajoittaminen
  - Riittävän uskottava likviditeettituki velkakestäville valtioille
  - Tehokas toimeenpanomekanismi

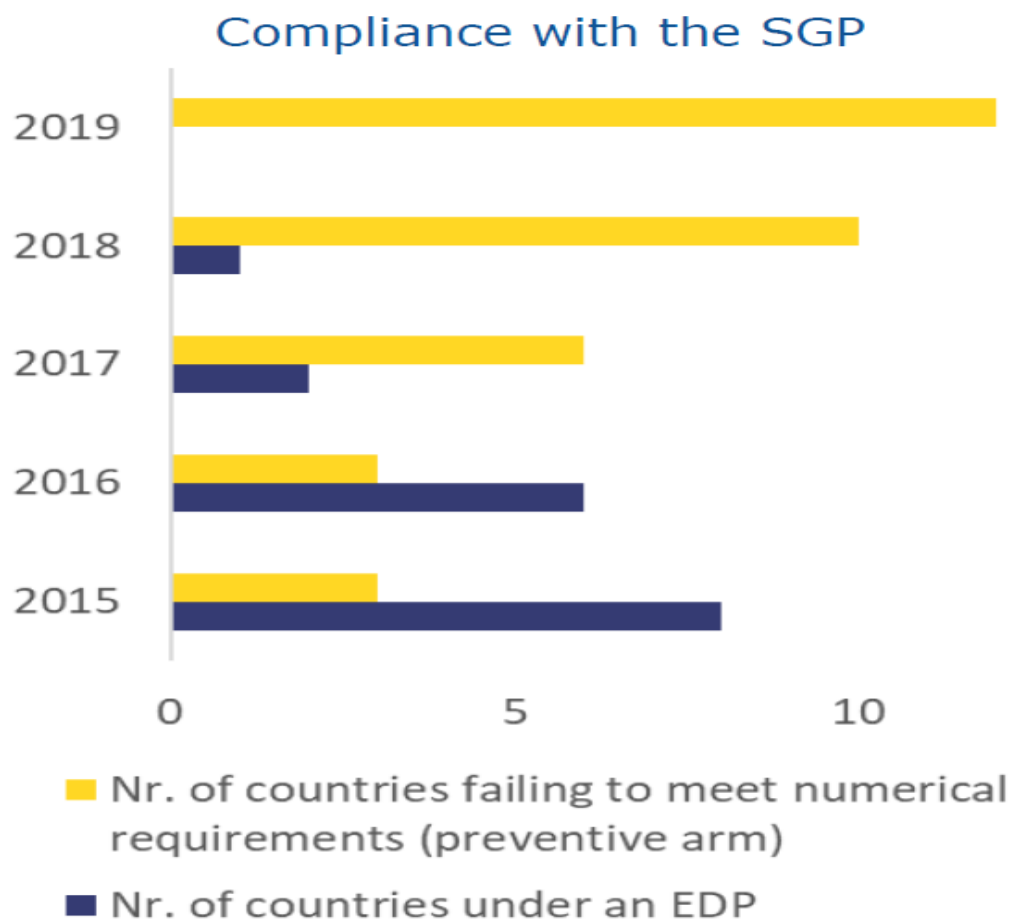
**Kiitos!**

# Viitteitä

- IMF (2018): <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2018/04/12/Second-Generation-Fiscal-Rules-Balancing-Simplicity-Flexibility-and-Enforceability-45131>
- Quarterly report on the euro area (2019): [https://ec.europa.eu/info/publications/quarterly-report-euro-area-volume-18-no-1-2019\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/quarterly-report-euro-area-volume-18-no-1-2019_en)
- Rehn (2019), Kuilun partaalla, s. 206-208
- Bénassy-Quéré ym. (2018): [https://cepr.org/sites/default/files/policy\\_insights/PolicyInsight91.pdf](https://cepr.org/sites/default/files/policy_insights/PolicyInsight91.pdf)
- EFB(2018): [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2018-efb-annual-report\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2018-efb-annual-report_en.pdf)
- Martin ym. (2021): <https://www.cae-eco.fr/en/pour-une-refonte-du-cadre-budgetaire-europeen>
- Blanchard ym. (2021): <https://www.piie.com/sites/default/files/documents/wp21-1.pdf>
- Bilbiie ym. (2021): <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.35.2.77>

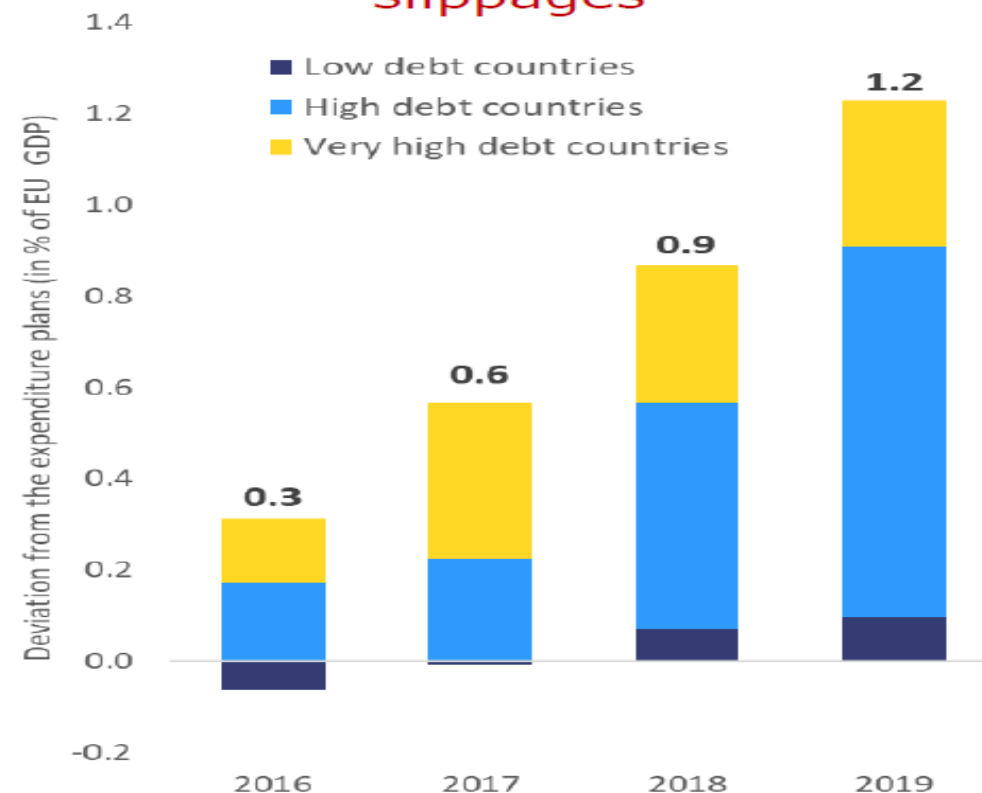
# Ei parannusta ”hyvänä aikana” ennen korona

Hyvä kasvu vähensi EDP-maita, mutta ennalta ehkäisen osan poikkeamat lisääntyivät



Ongelmat koskevat juuri paljon velkaantuneita maita

Persistent government expenditure slippages



Lähde: EFB 2020