

Suomen Pankki

## **Kansainvälinen valuuttarahasto, peikko vai pelastaja?**

Olli-Pekka Lehmussaari  
Helsingin yliopisto 11.11.2015





## Sisältö

Valuuttarahasto - hyvä vihollinen?

Valuuttarahasto - viimeinen oljenkorsi?

Toteutuuko demokratia?

Riittävätkö IMF:n resurssit?

Onko Kreikalla mahdollisuuksia?

Ukrainan ohjelman rahoitus. Miten säännöt taipuvat?



## Ankara kapitalismin etuvartio?





## Valuuttarahasto - hyvä vihollinen?

- Talouspolitiikan ehdollisuus
  - Tungetteleva, nöyryyttävä, ylikireä talouspolitiikka
- Liberalismin puolestapuhuja (Washington consensus)
  - Pääomaliikkeiden vapauttaminen
- Moraalikato
  - Pankkien ja sijoittajien pelastaja
- Epädemokraattinen (EU 32%, US 17%)
  - Teollisuusmaiden ylivalta

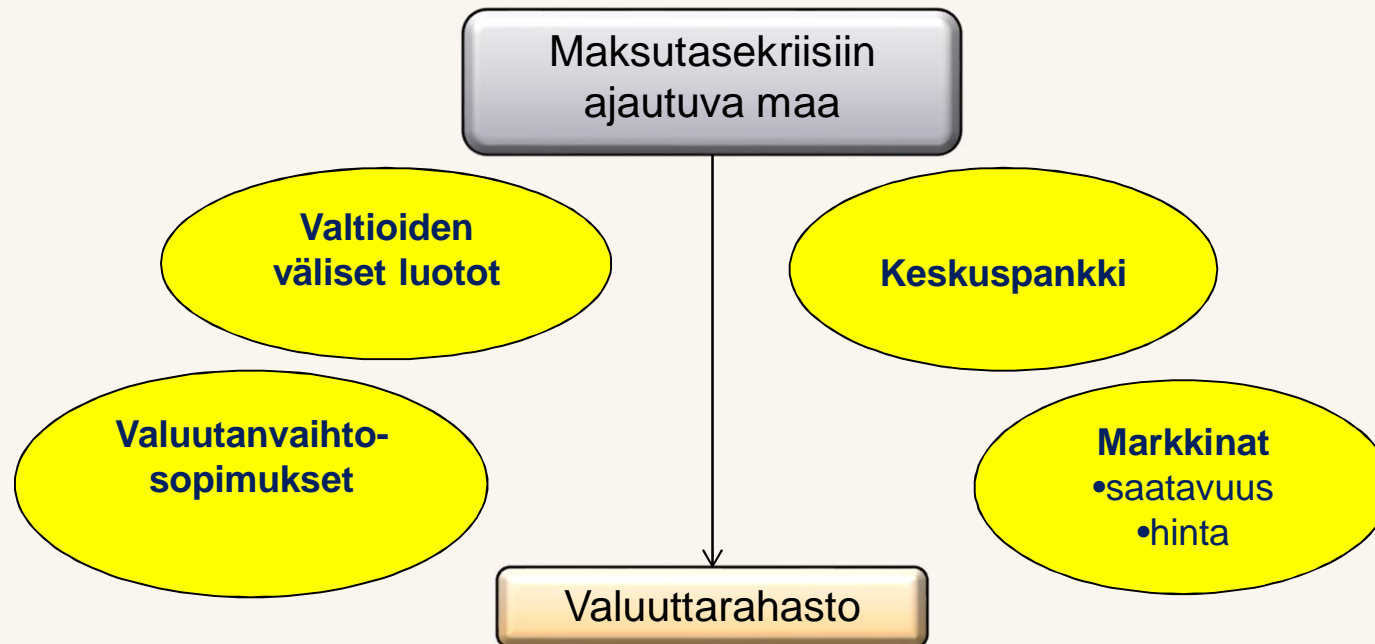


## Valuuttarahasto - hyvä vihollinen?

- Salaperäinen
- USA:n hegemonia
- One size fits all
- Ohjelmien sosiaaliset vaikutukset



## Valuuttarahasto - viimeinen oljenkorsi?

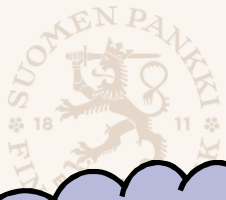




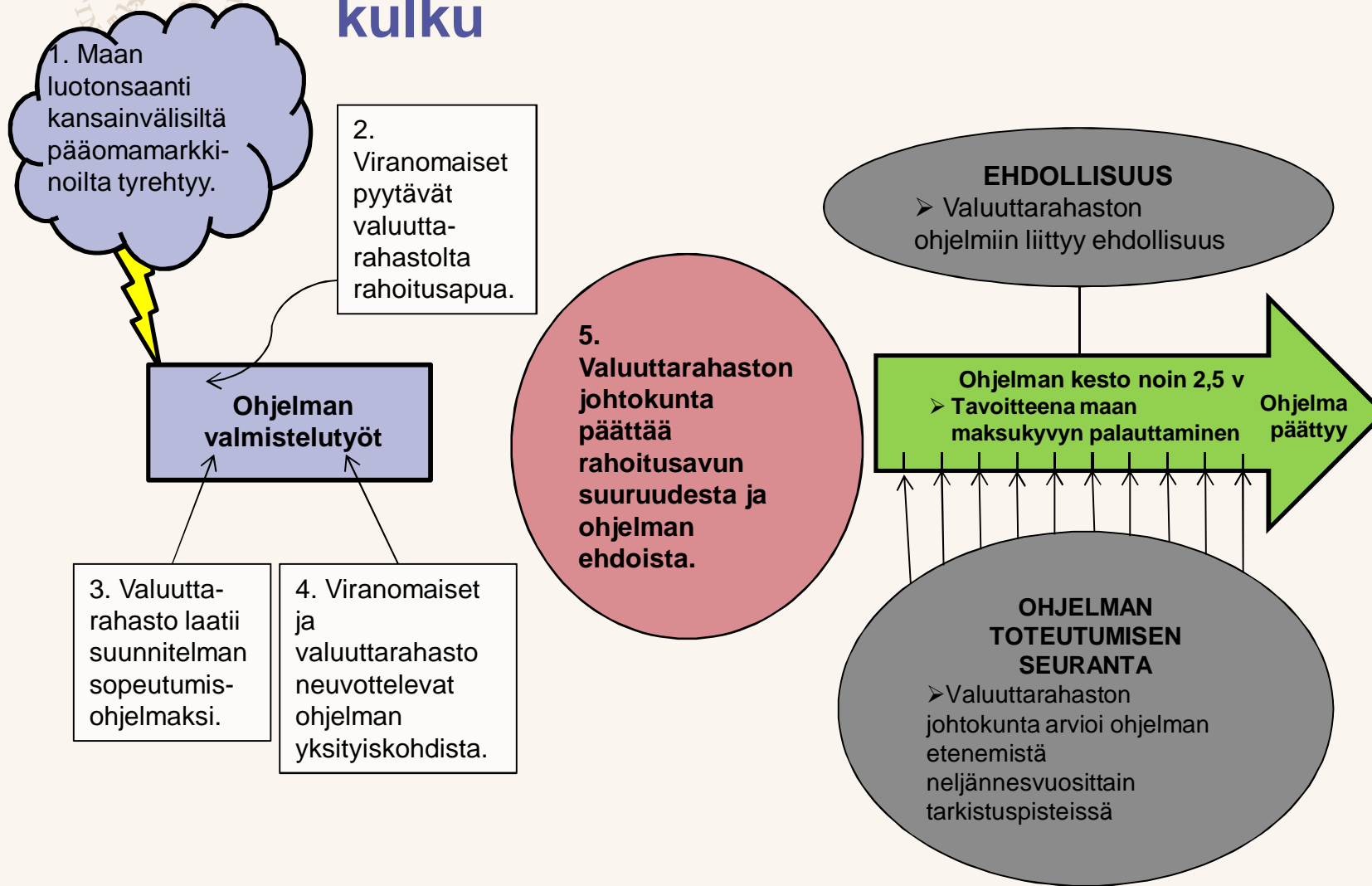
# Valuuttarahasto – viimeinen oljenkorsi?

## Rahaston vahvuudet

- Taakanjako on laaja
- Rahoitusresurssit ovat mittavat
- Laaja-alainen asiantuntijoiden keskittymä
- Syvä kokemus sopeutumishjelmista
- Poliittisesti riippumaton kohdemaasta



# Valuuttarahaston sopeutumishjelman kulku

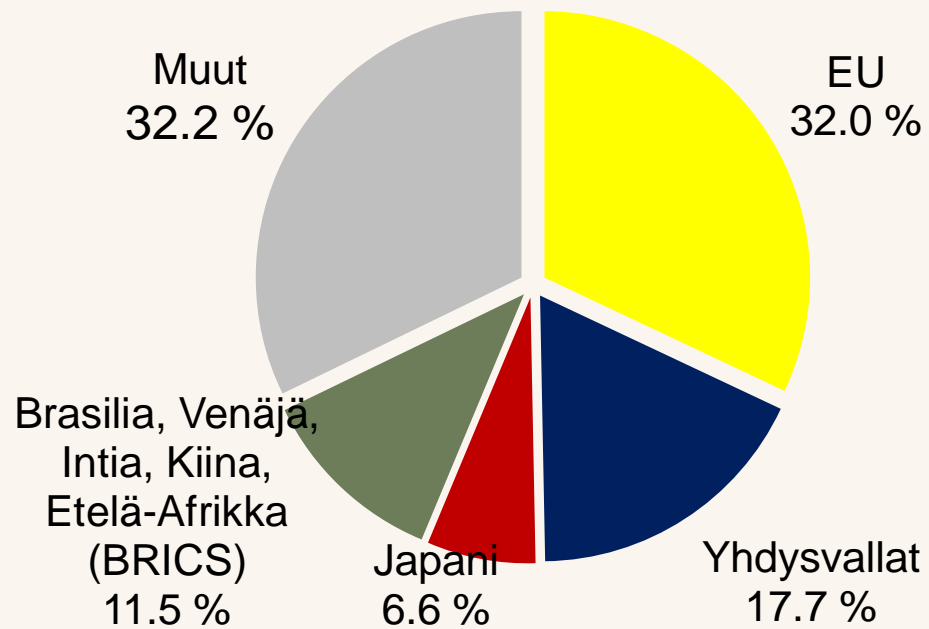






## Toteutuuko demokratia?

### Valuuttarahaston jäsenmaksuosuudet

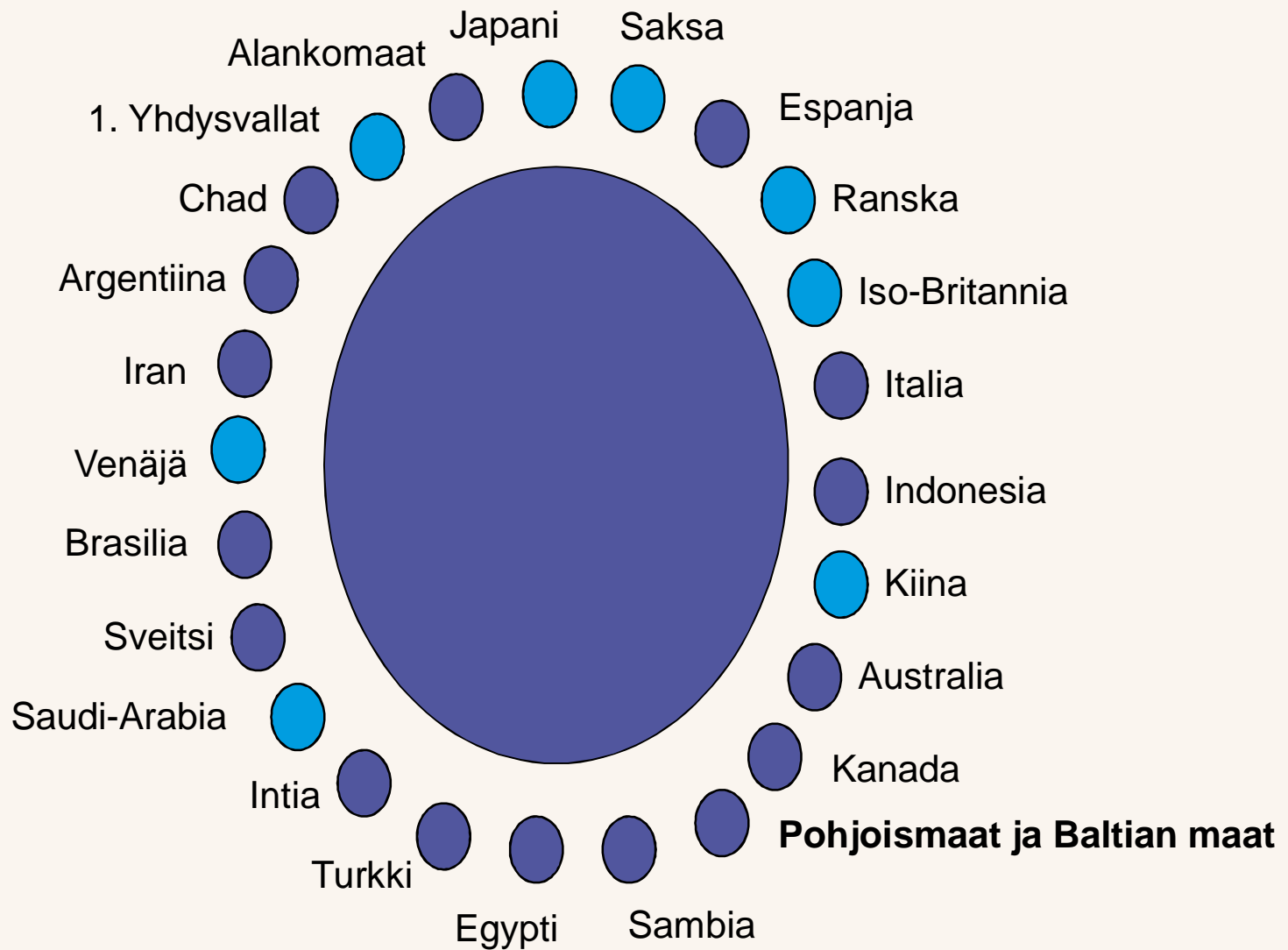




# Valuuttarahaston johtokunta

Yksi maa: ●

Vaalipiiri: ●





## Riittävätkö IMF:n resurssit

- Nykyiset kiintiöt yhteensä 238 miljardia SDRää
- Nykyinen New Arrangements to Borrow (NAB) 370 miljardia SDRää
- Kahdenväliset lainat yhteensä 280 miljardia SDRä
- $238 + 370 + 280 = 888$  miljardia SDRää so. Noin yksi triljoona USD



## Kreikan vaikea tilanne jatkuu

- Euroalueeseen liittymisen jälkeen talouden rakenteita ei korjattu.
- Julkisen sektorin velka suhteessa BKT:hen kasvoi vuoden 2008 113 %:sta 165 %:iin vuonna 2011.
- Vuosien 2000 – 2007 vahva kasvu (runsas 4%:ia per vuosi) ja matalat korot peittivät ongelmat ja pääomaa virtasi maahan (Ranskalaiset ja Saksalaiset pankit).
- Reaalinen efektiivinen valuuttakurssi runsaasti yliarvostettu (20 – 30 prosenttia).
- Vaihtotaseen alijäämä oli vuonna 2009 11 prosenttia.
- Vastavalittu hallitus lokakuussa 2009, että julkista sektoria koskevat tilastoluvut ovat selvästi todellisuutta optimistisempia.
- Investoijien luottamus mureni, luottoluokitukset alenivat, korkoero Saksaan kasvoi rajusti ja pääomamarkkinat sulkeutuivat.
- Market failure, institutionaalinen failure ja regulatory failure.



## Kreikan valtiolainojen riskilisä



1. Lehman Brothers

2. Velat luokiteltiin roskalainoiksi

3. Ensimmäinen sopeutusohjelma

4. Velkajärjestelyistä ja toisesta ohjelmasta sovitaan

5. 3 vuoden bondi liikkeelle

6. Europarlamenttivaalit

7. 5 vuoden bondi liikkeelle

8. Syriza aloittaa hallitustyön

9. Euroryhmän päätös



## Kreikan ensimmäinen ohjelma toukokuussa 2010

- Kolmen vuoden ohjelman koko EUR 110 mrd. (GLF EUR 80 mrd. ja SBA EUR 30 mrd. exceptional access, 3200%:ia kiintiöstä).
- **Ohjelman tavoitteet:** Julkisen sektorin etupainotteinen vakauttaminen.
  - 11 %-yksikön sopeutus vuoteen 2014 mennessä (Exp -7%, Rev +4%).
  - Velan suhde BKT:hen 120%:ksi vuoteen 2020 mennessä.
    - Arvonlisäveron korotus ja pohjan laajentaminen
    - Valtion omaisuuden yksityistäminen
- Kilpailukyvyn palauttaminen sisäisen devalvaation kautta.
  - 13:n ja 14:n kuukauden palkat ja eläkkeet eliminoitiin
- Rakenneuudistukset
  - Eläkeiän nosto, verotuksen ja verohallinnon tehostaminen, tilastokeskuksen itsenäisyyden ja resurssien turvaaminen, työmarkkinauudistukset
- Pankkisektorin toiminnan turvaaminen.
  - NPL:t, pankkivalvonnan tehostaminen, Financial Stability Fundin (FSF) perustaminen
- Viides väliarvio joulukuussa 2011 jäi viimeiseksi ja luottokertymä nousi yhteensä EUR 73 mrd:iin. Markkinoille pääsystä ei ollut toivoa.



# Kreikan sopeutumishojelman kritiikkiä

## Kritiikki on ollut kovaa

1. Valtion talouden sopeuttaminen on ollut liiallista  
Valtion velka oli 130 % BKTstä ja kasvoi noin 12 % vuodessa. Rahoitustarpeet olivat 20-25% BKTstä ja primäärivaje yli 10% BKTstä. Markkinoille pääsyä ei ollut
2. Rahoituspaketilla pelastettiin eurooppalaiset pankit (bail out)  
Velkojen uudelleenjärjestely viivästyi mutta tehtiin 2012. Tartuntariskit ilmeiset (Lehman vielä muistissa). Kreikkalaisilla pankeilla myös saatavia
3. Rakennemuutokset vahingoittivat kasvua  
Veronkanto on ollut heikkoa, eläkejärjestelmä ontuva, privileegiot.



## Kreikan valtion lainojen uudelleen järjestely oli välttämättömyys

- Päätös velkojen uudelleen järjestelystä tehtiin Euroryhmässä 21.2.2012.
- Menettelyllä järjestettiin uudelleen EUR 205 mrd. edestä Kreikan valtion velkapapereita. Järjestely on historian suurin (vrt. Argentiina USD 147 mrd. ja Venäjä USD 39 mrd.)
- Eurojärjestelmän hallussa olevat velkakirjat eivät olleet mukana järjestelyssä.
- Kreikan lain alla liikkeelle laskettuja lainoja oli EUR 177 mrd., josta kakki uudelleen järjestettiin ja ulkomaan lain alla EUR 28 mrd., josta EUR 21 mrd. uudelleen järjestettiin. Holdout –investoijille (EUR 7 mrd.) maksettiin täysimääräisesti.
- Haircut –prosentti 53.5.



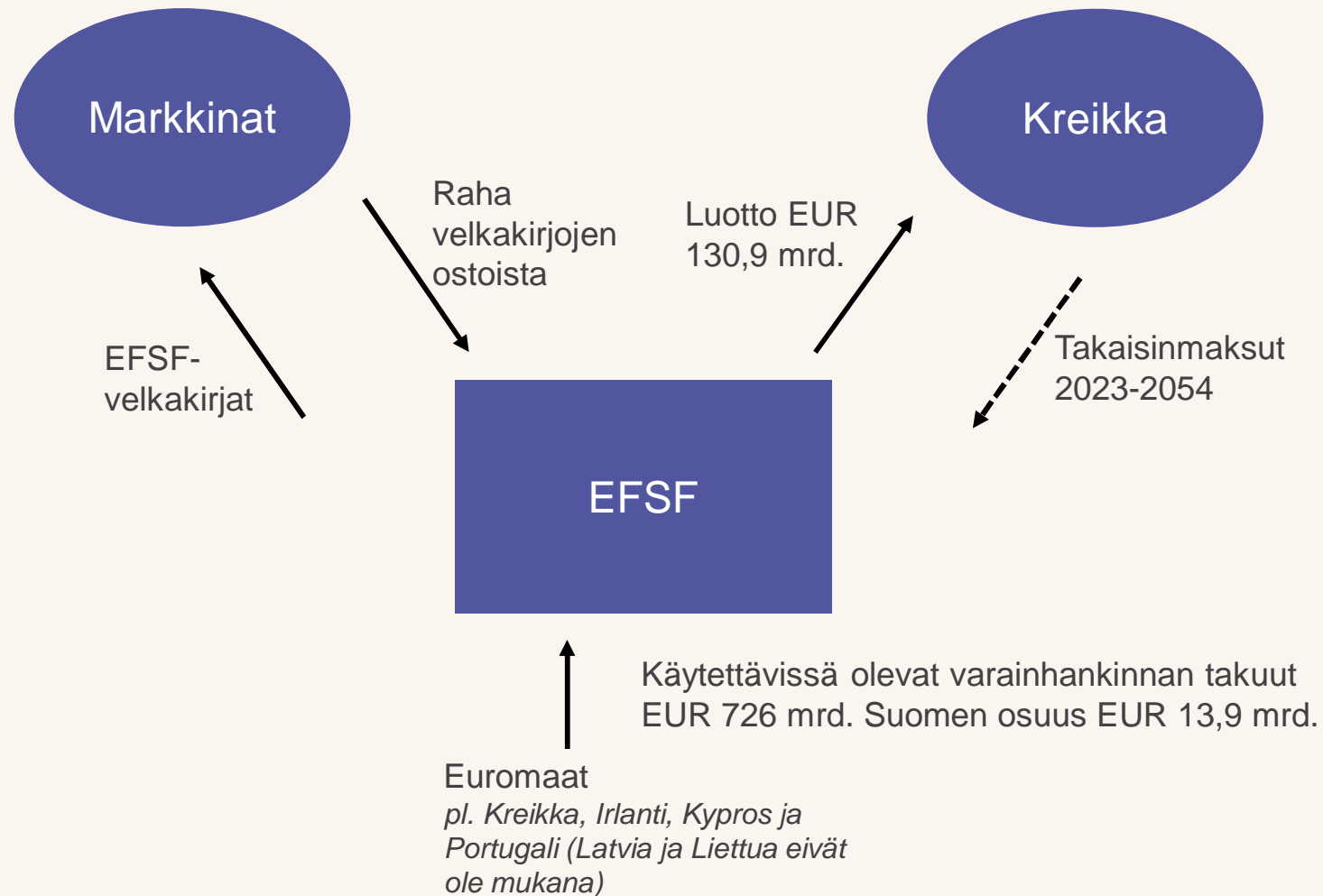


## Kreikan toinen ohjelma maaliskuussa 2012 – uusi mahdollisuus?

- Ennen ohjelman hyväksymistä suoritettiin velkojen uudelleen järjestely (Euroryhmän päätös 21.2.2012. Järjestely oli historian suurin ja kohdentui EUR 205 mrd:iin. Nimellisarvon leikkaus 53.5 %:ia. Pankkien tappiot noin EUR 40 mrd.
- Rahoituspaketin koko oli EUR 130 mrd., josta IMF:n osuus oli EUR 28 mrd.
- Ohjelman **tavoitteet**: *perusylijäämä 4.5%:ia vuoteen 2014 mennessä; kilpailukyvyn parantaminen(sisäinen devalvaatio); pankkisektorin toiminnan turvaaminen; hallintouudistukset; eläkejärjestelmän uudistukset; yksityistäminen; privileegiot; minimipalkat jne. jne.*
- ESM allekirjoitettiin helmikuussa 2012. EFSF:n ja ESM:n yhteenlaskettu lainanantokapasiteetti EUR 700 mrd., josta sitoumuksia EUR 239 mrd.
- Marraskuussa 2012 GLF-luottojen korkoja alennettiin, GLF ja EFSF – luottojen takaisinmaksuaikoja pidennettiin (ka. maturiteetti yli 30 vuotta) ja EFSF –lainojen korkomaksuja lykättiin 10 vuotta.
- Syriza –puolue voittaa Euroopan parlamentin vaalit, josta lopun alku alkoi.
- 15.6 2015 Kreikassa järjestetään kansanäänestys ja Kreikka ajautuu maksurästeihin IMF:lle (EUR 1.5 mrd. 30.6 ja EUR 456 milj. 13.7)



# European Financial Stability Facility (EFSF) ja Kreikka





## Kreikan kolmas ohjelma elokuussa 2015, vielä kerran!

- Uusi ESM- ohjelma hyväksyttiin 19.8. 2015
- Miksi IMF empii?
- Velan kestävyysanalyysi
- Markkinoille pääsy



## IMF empii. Lainanannon peruspilarit

Lainanantoa säätelevässä politiikassa on **kaksi keskeistä sääntöä**, jotka heijastuvat tällä hetkellä IMF:n asenteeseen suhteessa Kreikan kolmanteen ohjelmaan

- Kriteeri 2. A rigorous and systematic analysis indicates that **there is a high probability that the member's public debt is sustainable in the medium term**. However, in instances where there are significant uncertainties that make it difficult to state categorically that there is a high probability that the debt is sustainable over this period, **exceptional access would be justified if there is a high risk of international systemic spillover**
- Kriteeri 3. The member has prospects **for gaining or regaining access to private capital markets within the timeframe when Fund resources are outstanding.**



## Ukrainan kohtalo. Neljän vuoden pituinen ohjelma (Extended Fund Facility, EFF) hyväksyttiin maaliskuussa 2015

- IMF:n osuus arvioidusta USD 40 mrd. rahoitustarpeesta on USD 17.5 mrd., ja USD 7.2 mrd. muilta bilateraalisilta ja multilateraalisilta rahoittajilta sekä USD15.3 mrd velkojen uudelleenjärjestelystä.

	2015	2016	2017	2018	Total
<b>Financing Gap 1/</b>	21.4	6.8	6.9	4.8	40.0
Reserve accumulation	10.8	3.9	6.3	6.7	27.7
Underlying BOP gap 1/	10.6	2.9	0.7	-1.9	12.3
<b>Identified Financing 2/</b>	21.4	6.8	6.9	4.8	40.0
<b>Bilateral and multilateral</b>	16.3	3.5	2.5	2.5	24.7
IMF	10.0	2.5	2.5	2.5	17.5
Other multilateral/bilateral	6.3	1.0	0.0	0.0	7.2
Multilateral	1.8	0.0	0.0	0.0	1.8
European Union	1.8	0.7	0.0	0.0	2.5
United States	2.0	0.0	0.0	0.0	2.0
Other bilateral	0.7	0.2	0.0	0.0	0.9
Debt operation	5.2	3.4	4.4	2.3	15.3
<b>Memorandum items:</b>					
<b>Project loans 3/</b>	2.0	2.6	2.7	2.2	9.5
Multilateral	2.0	2.2	2.4	1.8	8.4
Bilateral	0.0	0.4	0.4	0.4	1.1
<b>Gross international reserves</b>	<b>18.3</b>	<b>22.3</b>	<b>28.5</b>	<b>35.2</b>	
% of composite metric	66	79	96	113	

1/ Excludes the effect of spending reflected on the current account generated by project loans.  
2/ Excludes project loans.  
3/ Project financing to the public and private sector.



## Ohjelman ensimmäinen välitarkastelu suoritettiin heinäkuussa 2015

- Olosuhteet huomioon ottaen ohjelman toteutuksessa on edistytty.
- Ohjelman hyväksynnän jälkeen Ukraina sai käyttöönsä noin USD 5 mrd.
- Ensimmäisen onnistuneen välitarkastuksen jälkeen rahoitusta lisättiin USD 1.7 mrd.
- Toinen välitarkastelu on meneillään ja IMF:n missio on vierailut Kiovassa.
- Ukraina on päässyt yhteisymmärrykseen yksityisten velkojen kanssa euromääräisten joukkovelkakirjojen uudelleenjärjestelystä (20%:n haircut). Velkojat äänestävät velkajärjestelystä 14.10.2015.
- Venäjä ei osallistu velkajärjestelyyn.



## Estääkö Venäjän asenne velkojen järjestelystä Ukrainan IMF –ohjelman jatkumisen?

- Venäjällä on Ukrainan liikkeelle laskemia euromääräisiä joukkovelkakirjoja 3 miljardin USD:n edestä, eikä Venäjä osallistu velkajärjestelyyn niin kauan kun Venäjään kohdistetaan talouspakotteita.
- Mikäli Ukraina ei maksa lainoja joulukuussa täysimääräisesti, Venäjä on uhannut viedä asian kansainväliseen tuomioistuimeen.
- IMF:n lainanantosäännöt (Lending into Arrears Policy, LIA) kohtelevat yksityisiä ja julkisia maksurästejä eri tavoin.
- Mikäli ohjelmamaalla on yksityisiä maksurästejä, ohjelmaa voidaan jatkaa, jos velkojat ja lainoittajat neuvottelevat rästeistä ”in good faith”.
- ”No tolerance” – politiikka koskee maksurästejä julkisen sektorin velkojille.

