

OP POHJOLA

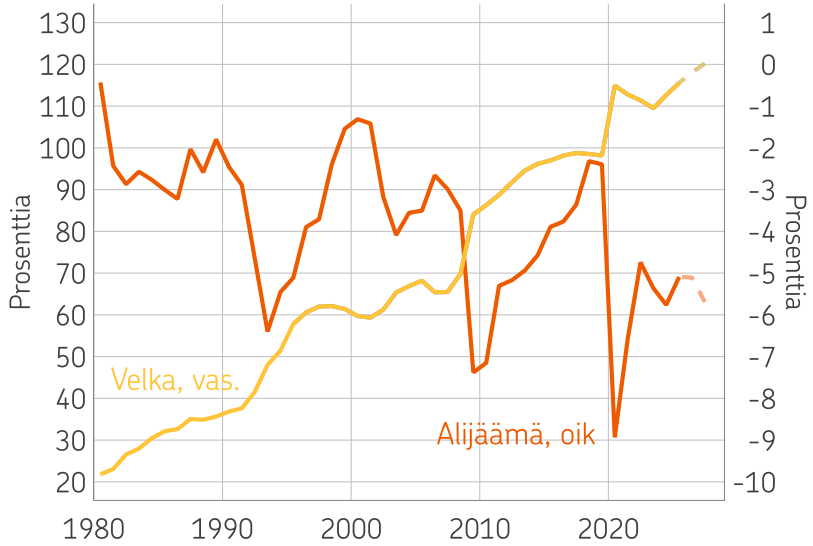
Tietoisku: Selviääkö Ranska vai onko käsillä uusi kriisi?

OP Pohjolan ekonomistit

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Ranskan kroonisesti alijäämäinen julkinen talous joutumassa ongelmiin

Ranskan julkisen talouden velka ja alijäämä suhteessa BKT:hen (ennuste Komissio)

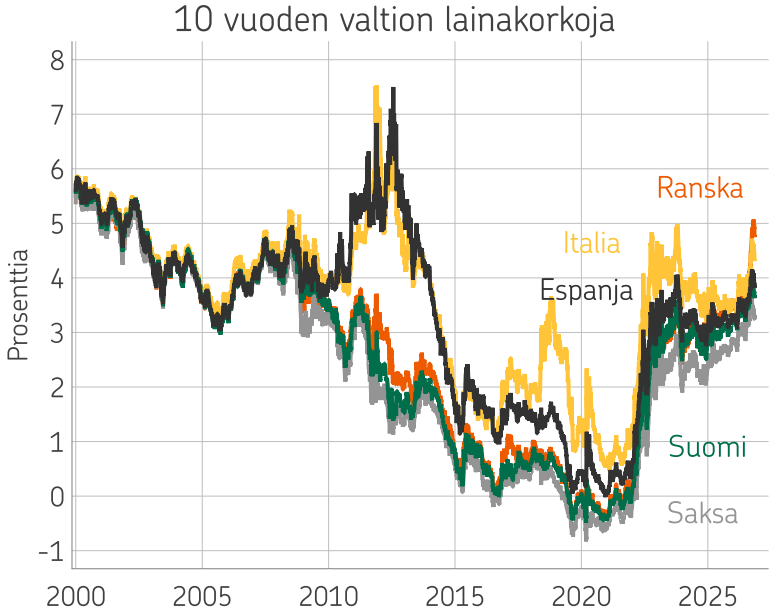


Lähde: Macrobond, DG ECFIN, OP Pohjola

- Ranskan julkinen talous ei ole kestävällä uralla, mikä tosin pätee isoon osaan länsimaita. Ranskan julkinen talous on viimeksi ollut tasapainossa 1980. Alijäämien seurauksena velan suhde BKT:hen on noussut lähes 120 %.
- Vaikka Ranskan talous on nyt suurin piirtein neutraalissa suhdannetilanteessa, alijäämä on silti 5 % suhteessa BKT:hen. Tyypillisesti tällaisia alijäämiä on nähty syvissä laskusuhdanteissa. Tilanteen muuttaminen on haastavaa, kun korkojen nousu suurella velkataakalla lisää julkisia menoja merkittävästi.
- Sinällään Ranska ei ole ylittänyt mitään tiettyä rajaa velan tai alijäämän suhteen, mikä olisi äkisti muuttanut tilannetta. Keskeisin ongelma on siinä, että poliittinen tilanne Ranskassa näyttää estävän julkisen talouden sopeutuksen. Tällä hetkellä uskottavaa suunnitelmaa julkisen talouden sopeuttamiseksi ei ole.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Korkojen nousu luo negatiivisen kierteen mahdollisuuden



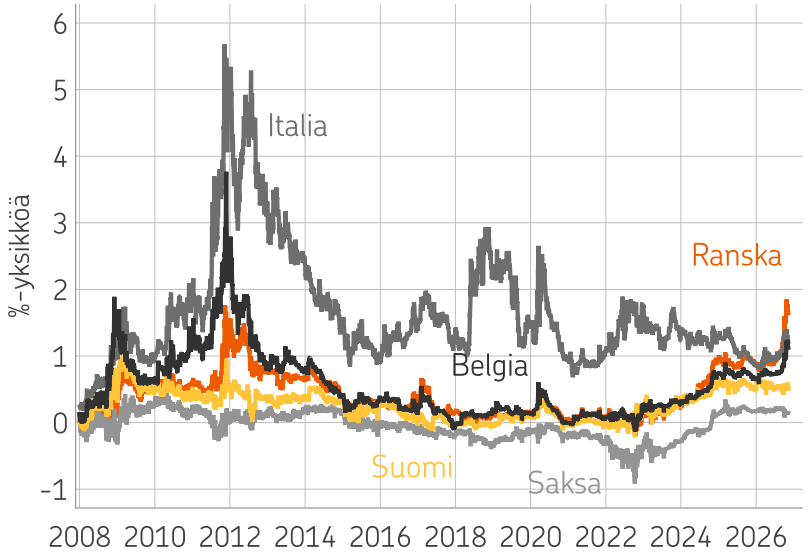
Lähde: Macrobond, Macrobond, U.S. Treasury, OP Pohjola

- Korkojen nousu yhdistettynä lähtötasoltaan korkeaan velkaan ja alijäämään on yksi syy Ranskan kasvaneisiin vaikeuksiin.
- Velkamäärän ollessa iso korkojen nousu kasvattaa korkomenoja, mikä lisää alijäämää ja kasvattaa velkaa, jos taloutta ei tasapainoteta. Tämä taas nostaa todennäköisyyttä siitä, että julkinen sektori joutuu maksuvaikeuksiin tulevaisuudessa. Tällöin korot nousevat yhä korkeammalle, mikä pahentaa ongelmia entisestään ja oikeuttaa alkuperäisen korkojen nousun.
- Tämä itse itseään ruokkiva kierre on katkaistavissa päättäväisillä julkisen talouden sopeutustoimilla. Toisaalta tämä kierre voi johtaa julkisen talouden kriisiin nopeasti.
- Rankan valtionvelan juoksuaika on pitkä (noin 8–9 vuotta), mikä hidastaa korkeamman koron välittymistä julkiseen talouteen. Velkaa kuitenkin erääntyy merkittävät määrät jo ensi vuonna.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Markkinoilla epäluottamusta Ranskaa kohtaan maltillisilla heijastusvaikutuksilla

Eri maiden 10 v. lainan korkoero euroalueen riskittiömään korkoon (OIS)

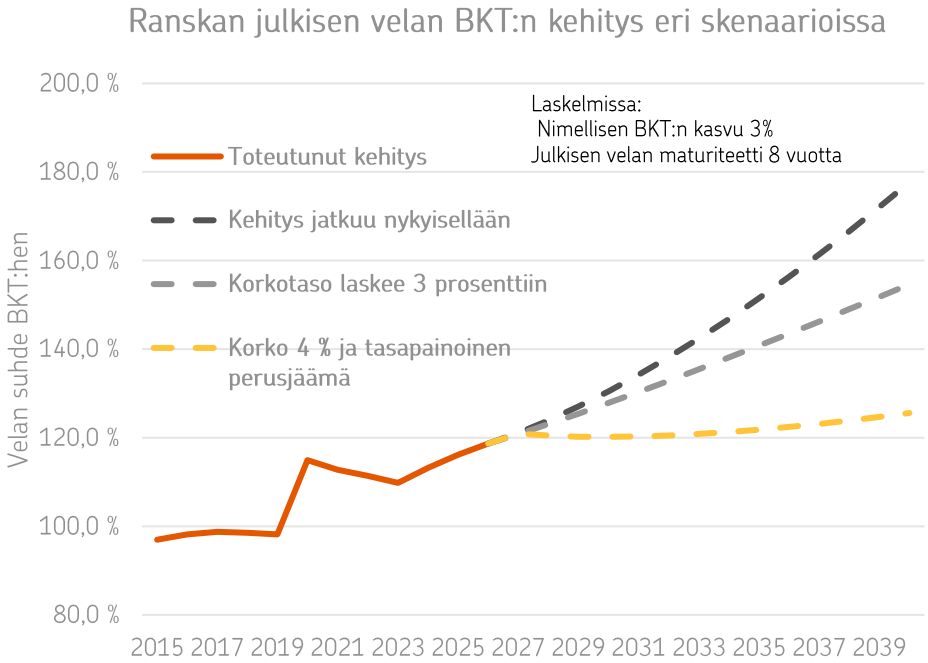


Lähde: Macrobond, Macrobond, OP Pohjola

- Markkinat ovat kuluvan vuoden syksyllä nähneet Ranskan julkisen velan aiempaa riskillisempänä, mikä viittaa siihen, että markkinat epäilevät Ranskan kykyä julkisen talouden tasapainottamiseen. Kehityksen jatkuessa Ranskan rahoitusvaikeuksien ja velkakriisiin todennäköisyys kasvaa.
- Markkinoiden epäluottamus Ranskaa kohtaa on nyt suurempaa kuin eurokriisin aikaan. Jos Ranskan valtio joutuu velkakriisiin, voisi se johtaa koko euroalueen laajuiseen talouskriisiin riippuen paljolti heijastusvaikutuksista pankkeihin.
- Tällä hetkellä nähdään maltillisia ”tartuntavaikutuksia” muihin maihin, joskin Belgian ja Italian velan riskilisät ovat nousseet.
- Suomen riskilisät ovat vakaat, mutta Ranskaan kohdistuva epäluottamus muistuttaa julkisen talouden tasapainottamisen tärkeydestä.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

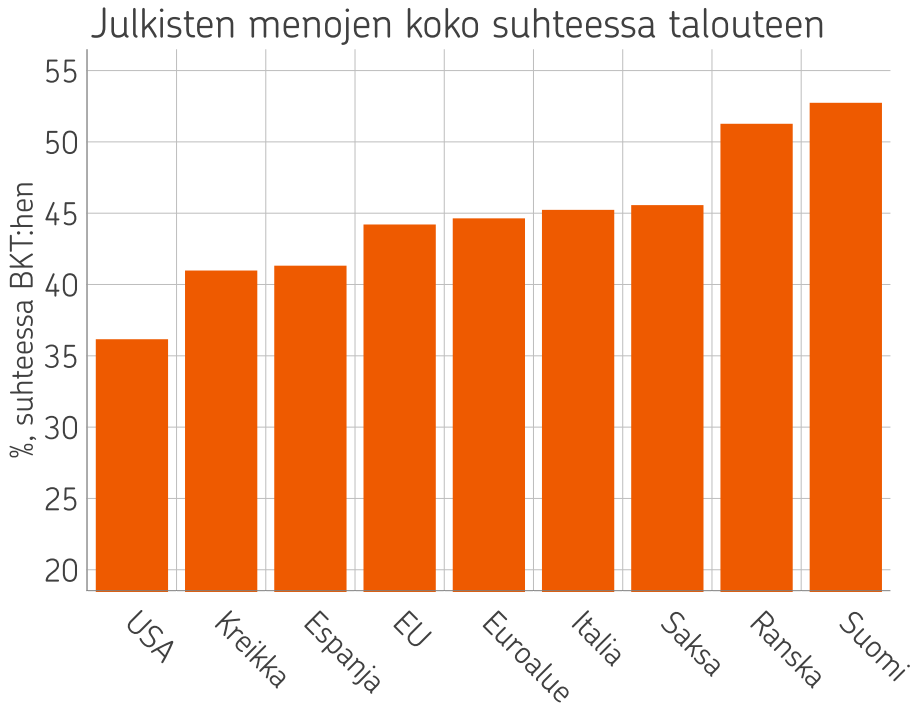
Ranskan julkinen talous tasapainotettavissa sopeutustoimilla



- Ranskan mahdollisuuksia selviytyä voidaan hahmottaa julkisen velan kestävyys laskemilla.
  - Keskeisiä muuttujia ovat korkotaso eli karkeasti ottaen pitkien lainojen korko sekä perusjäämä eli tulojen ja menojen erotus ilman korkomenoja.
- Skenaarioiden tuloksia:
  - Nykyisellä noin 5 % korkotasolla ja alijäämällä velka jatkaa nopeaa kasvuaan. Julkinen talous on kestämättömällä uralla.
  - Jos korkotaso laskee 3 prosenttiin, olisi julkinen talous edelleen kestämättömällä uralla. Eli suhteellisen merkittäväkin korkotason lasku ei pelasta Ranskan julkista taloutta. Ainoastaan paluu nollakorkoihin tekisi sen nykyisellä -3 % perusjäämällä.
  - Jos Ranska tasapainottaa perusjäämän eli parantaa julkisen talouden asemaa noin 3 % suhteessa BKT:hen, on julkinen talous kestävällä uralla, vaikka korkotaso olisi 4 %. Tämän kokoinen sopeutus vastaa Suomessa VM:n tavoittelemaa sopeutusta.
- Laskelma osoittaa, että Ranskan julkinen talous on pelastettavissa, jos sitä sopeutetaan. Vaadittava sopeutuksen taso on samaa luokkaa kuin Suomessa vaaditaan. Toisaalta selvästi yli 4 % korkotasolla vaadittava sopeutuksen määrä on haastava.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Ranskan haasteena on korkeat julkiset menot

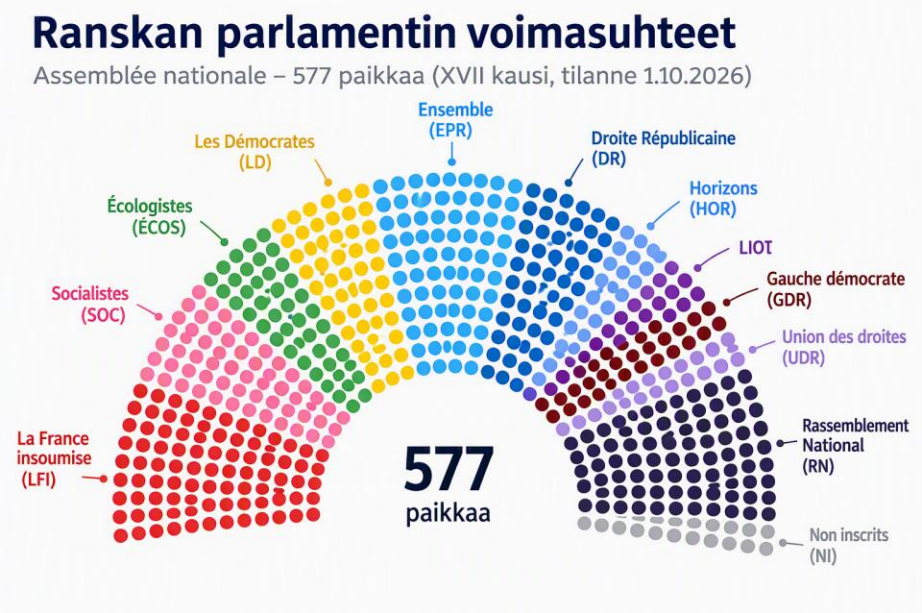


Lähde: Macrobond, DG ECFIN, OP Pohjola

- Ranskan julkisen talouden haasteet johtuvat paljon sen suurista menoista. Suomen menot ovat hieman suurempia, kun eläkejärjestelmä huomioidaan mukaan.
- Jos Ranska sopeuttaa menot euroalueen keskimääräiselle tasolle tai samalle tasolle kuin Saksassa ja Italiassa on, vaadittava julkisen talouden sopeutus on tehty.
- Ongelma on siinä, että tämä voi olla poliittisesti erittäin vaikeaa.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Ranskan parlamentti jakautunut ilman selvää enemmistöä



- Ranskan parlamentti on hyvin hajanainen, eikä enemmistön omaavaa kokonaisuutta ole pystytty muodostamaan.
  - Yksinkertaistaen voidaan sanoa, että yhden ryhmän muodostavat vasemmistopuolueet ja vihreät, toisen taas laitaoikeistopuolueet ja kolmannen perinteisemmät lähellä keskustaa olevat puolueet. Tosin ryhmät ovat sisäisestikin hajanaisia, eivätkä äänestä yhdenmukaisesti.
- Käytännössä tämä on johtanut siihen, että taloudellisia uudistuksia tai julkisen talouden sopeuttamista ei ole pystytty tekemään, kun selvää ja pysyvää enemmistöä uudistusten taakse ei löydy.
- Tämä on yksi Ranskan julkisen talouden keskeisempiä ongelmia, jos ei jopa keskeisin ongelma.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Kevään presidentinvaalit lisäävät epävarmuutta



- Ranskassa järjestetään presidentinvaalit ensi huhtikuussa. Tällä hetkellä toiselle kierrokselle on menossa laitaoikeiston ja –vasemmiston ehdokas, joilla ei ole uskottavaa ohjelmaa julkisen talouden korjaamiseksi.
  - Nykyisillä ohjelmilla näistä ehdokkaista kummankaan voitto ei vähentäisi talouteen liittyvää epävarmuutta.
- Todennäköistä on, että Le Pen on toisella kierroksella, mutta maltillisten ehdokkaiden liittouma (sijat 3-5) voisi yltää kannatukseen, jolla pääsee toiselle kierrokselle.
- Uusi presidentti voi hajottaa parlamentin ja toivoa itselle sopivaa vaalitulosta. Tämä ei kuitenkaan ole varmaa, vaan vaalien jälkeen voi parlamentti olla yhä yhtä hajanainen. Tällöin presidentin vaalit eivät muuta tilannetta julkisen talouden sopeutuksen kannalta merkittävästi.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

EKP voi tarvittaessa tukea Ranskaa

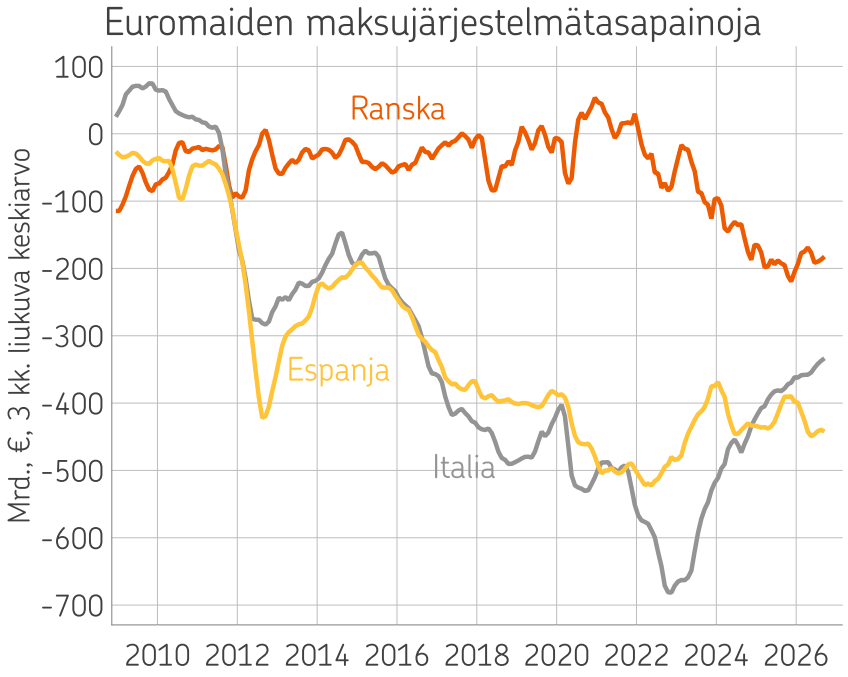
EKP:n keinot tukea Ranskaa

Keino	Toimintatapa
Verbaalinen interventio	EKP viestii valmiudestaan puuttua markkinahäiriöihin.
PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme)	Erääntyvien lainojen uudelleen sijoitukset aloitetaan uudestaan.
TPI (Transmission Protection Instrument)	Kohdennetut valtiolainaostot.
OMT (Outright Monetary Transactions)	Valtiolaina ostot eurooppalaisen sopeutusohjelman yhteydessä.

- Jos Ranskan kriisiytyminen uhkaa euroalueen vakautta, voi EKP puuttua tilanteeseen.
- EKP:n keinot puuttua tilanteeseen ovat:
  - Verbaalisesti kertoa tukevansa tarvittaessa Ranskaa velkakirjaostoilla. Tämä osin jo tapahtunutkin, ja voimakkaat sitoumukset voivat olla tehokkaita (vrt. Mario Draghin ”whatever it takes”).
  - PEPP-ohjelman erääntymisien uudelleeninvestoinnit. EKP voi hidastaa taseen supistumista, jolloin erääntyvien velkakirjojen uudelleensijoitukset voidaan aloittaa ja kohdistaa Ranskaan.
  - Aloitetaan TPI-ohjelma. Aloitetaan Ranskan velkakirjaostot TPI-ohjelman puitteissa. Ohjelman aloitus ja ehdot ovat paljolti EKP:n neuvoston harkinnan varassa. Todennäköisesti Ranskan pitää vähintään täyttää EDP-ohjelman vaatimukset (liiallinen alijäämä menettely), mutta tämä on viime kädessä poliittinen päätös.
  - OMT-ohjelma Ranskalle. Tehdään Kreikka-tyylinen sopeutusohjelma Ranskalle. Epätodennäköinen vaihtoehto poliittisen vastustuksen vuoksi.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Ei vielä selviä merkkejä laajemmasta Ranskaan kohdistuvasta epäluottamuksesta



Lähde: Macrobond, ECB, OP Pohjola

- EKP puuttuminen tilanteeseen vaatisi todennäköisesti merkkejä siitä, että Ranskan kriisiytyminen uhkaisi laajemmin euroalueen rahoitusvakautta. Jos kriisi leviää Ranskan pankkisektorille, niin tämä voisi olla sen tyyppinen tilanne.
- Kriisitilanteissa pankkisektoriin kohdistuva epäluottamus näkyy mm. euromaiden maksujärjestelmässä (Target) epätasapainojen kasvuna. Tilanne on kuitenkin tämän vuoden ajan ollut vakaa.
  - Kriisitilanteessa sijoittajat vetävät talletuksia pois pankkijärjestelmästä, mikä näkyy heikentyvänä tasapainona. On hyvä muistaa, että ko. saldot voivat muuttua myös muista syistä. Kriisitilanteessa ne kuitenkin kertovat todennäköisesti laajasta epäluottamuksesta.
- EKP:n tuki Ranskalle etenkin tilanteessa, jossa se annettaisiin suhteellisen kevyin ehdoin johtaisi yhä pienempiin kannusteisiin pitää julkista talouksia kestävällä uralla euroalueella. Todennäköisesti julkisten talouksien kriisit jatkuisivat yhä uudestaan.

© OP Pohjola / OP-Julkinen

Yhteenveto: 3 eri skenaariota

- Ranskan tulevaisuudelle voi piirtää kolme skenaariota:
  1. Tilanne jatkuu nykyisen kaltaisena. Korkea korkotaso vetää sijoittajia puoleensa riittävästi, mutta velan suhde BKT:hen kasvaa. Tilanne kärjistyy aika ajoittain, mutta pienillä julkisen talouden sopeutuksilla ja EKP:n epäsuoralla tuella päästään tilanteista yli. Ranskasta samanlainen talous kuin Italia 2010-luvulla.
  2. Tilanne kriisiytyy. Ranskalla on vaikeuksia löytää sijoittajia sen velalle ja maan rahoitussektoriin kohdistuu epäluottamusta.
     - EKP puuttuu tilanteeseen ja talous selviää laskusuhdanteella. Yhä selvempää kuitenkin on, että julkisten talouksien ongelmat tulevat jatkumaan, koska kannustimia tilanteen korjaamiseksi on euromailla vähän. Fiskaalinen dominanssi yhä pahempi ongelma euroalueella eli rahapolitiikka on alisteista finanssipolitiikalle, mikä voi johtaa inflaatio-odotusten nousuun.
     - EKP ei voi/pysty puuttumaan tilanteeseen, koska Ranska ei noudata mitään julkisen talouden ohjelmaa. Rankan valtion joutuu maksukyvyttömyyteen ja talousalue vakavaan laskusuhdanteeseen. Syntyy eurokriisin kaltainen tilanne.
  3. Ranska tervehdyttää julkisen talouden. Ranska sopeuttaa julkisen talouden pääasiassa menoja leikkaamalla. Pienen laskusuhdanteen jälkeen kasvu on entistäkin vahvempaa. Skenaario on mahdollinen, koska vaadittava sopeutus velan BKT-suhteen tasapainottamiseksi on samaa luokkaa kuin Suomessa tavoitellaan.

© OP Pohjola / OP-Julkinen



© OP Pohjola / OP-Julkinen