

Halvan julkisen velan kustannukset paljastuvat vasta seuraaville suku- polville

Skenaarioita julkisen velkaantumisen kehityksestä ja
sen seurauksista 10/2021



Artikkeli 10/2021

Kirjoittaja: Roger Wessman, ekonomisti, Bastiat Consulting

Avainsanat: valtiontalous, velka, alijäämä, korot, suhdannepolitiikka

Päivämäärä: 20.9.2021

Kirjoittajan esittely

Roger Wessman on riippumattomana konsulttina toimiva ekonomisti. Hänellä on yli 25 vuoden kokemus talouden ja erityisesti korkomarkkinoiden seurannasta. Hän on muun muassa toiminut Nordea Suomen ja Evli pankin pääekonomistina ja seurannut Suomen valtionlainamarkkinoiden kehitystä korkoanalyytikkona jo 1990-luvun laman aikana. Hän on opettanut rahoitustaloutta ja kansantaloustiedettä Hankenilla.

Yhteenveto

Suomen valtio ja kunnat ovat runsaan vuosikymmenen ajan jatkuvasti ottaneet velkaa julkisten menojen rahoittamiseen. Julkisuuudessa on kiistelty siitä, kuinka suurta huolta julkinen velkaantuminen aiheuttaa erityisesti, kun korot ovat olleet poikkeuksellisen alhaisia. Kasvaneesta velasta huolimatta korkomenot ovat pienentyneet.

Viime vuosien velkaantuminen on kuitenkin monesta syystä kestänyt. Sen varaan ei voida laskea, että korot pysyisivät ikuisesti matalina, erityisesti, jos julkinen velka jatkaa kasvuaan. Mitä suurempi velka on, sitä suuremman taakan mahdollinen korkojen nousu aiheuttaa.

Kasvavalla julkisella velalla on kustannus silloinkin, kun yleinen korkotaso pysyy alhaisena, koska se rajoittaa velanottomahdollisuuksia tulevina vuosina. Velanottovaraa olisi syytä säilyttää tulevia mahdollisia talous- tai muita kriisejä ajatellen. Julkista taloutta on syytä tervehdyttää nyt, kun talous on noususuhdanteessa, jotta välttyttäisiin kipeistä toiminna taantumassa, jolloin seuraukset syventäisivät ahdinkoa.

Keskuspankkien kasvava merkitys julkisen sektorin rahoittamisessa ei myöskään poista velkaantumisen riskejä. Myös keskuspankin kautta otettua velkaa täytyy hoitaa.

Ei myöskään enää voi laskea sen varaan, että talouden kasvu hoitaa ongelmat. Tulevien sukupolvien velanhoitokykyä rajoittavat muun muassa työikäisen väestön supistuminen, ikääntyvän väestön aiheuttama huoltotaakka ja ilmastomuutoksen haasteet.

Akava Works

Akavan tiedontuotanto toimii nimellä Akava Works.

Akava Works tarjoaa monipuolisesti tietosisältöjä raporteina, selvityksinä ja tutkimuksina. Tavoitteenamme on lisäksi herättää yhteiskunnallista keskustelua erityisesti akavalaisille tärkeistä ja ajankohtaisista aiheista. Akava Works -sisällöt eivät ole Akavan virallisia kannanottoja.

Akava Works -sivusto on osoitteessa www.akavaworks.fi.

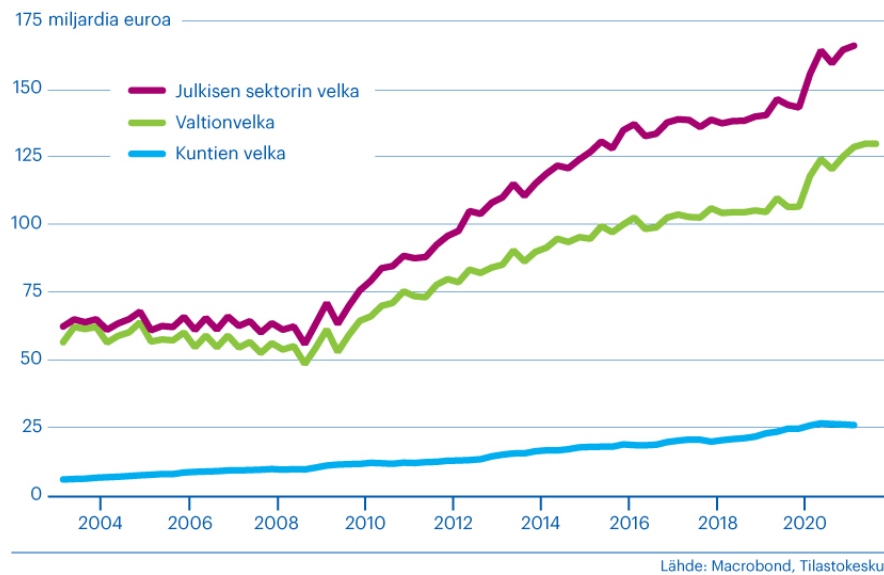
Sisällysluettelo

1	Julkinen velka kasvaa, kustannukset piilossa.....	3
2	Velanoton dynamiikka	6
2.1	Kestävän velanoton rajat	6
2.1.1	Korkeampi inflaatio nostaisi myös korkoja	8
2.1.2	Synkät kasvunäkymät nakertavat kasvuvaraa	9
2.1.3	Kestävä alijäämä riippuu velkatavoitteesta.....	11
2.2	Korot heiluvat merkittävästi	13
2.2.1	Säästämisylijäämä pitänyt korkoja alhaisina.....	14
2.2.2	Mikä voi kääntää korkoja nousuun?	17
2.3	Laskusuhdanteisiin syytä varautua	18
2.3.1	Korkojen nousu voi kiihdyttää velkakierrettä.....	20
2.3.2	Sopeuttaminen kivuliainta laskusuhdanteessa	21
2.3.3	Suomessa politiikka usein ollut myötäsyylistä	22
3	Keskuspankki ei velanoton riskiä poista.....	24
3.1	EKP turvaa rahoituksen – mutta ei ehdoitta	24
3.2	Velka keskuspankillekin on todellista velkaa	26
3.3	Keskuspankin omistaman velan mitätöinti ei auta.....	28
3.4	Korot voivat syödä inflaation tuoman hyödyn	29
4	Lasku tuleville sukupolville.....	31

1 Julkinen velka kasvaa, kustannukset piilossa

Suomen valtio ja kunnat ovat viime vuosina rahoittaneet menojaan jatkuvalla velanotolla. Valtionvelka on yli kaksinkertaistunut vuoden 2008 lopun 54 miljardista eurosta liki 130 miljardiin euroon. Kuntien velka on samana aikana paisunut jopa ripeämmin 10 miljardista eurosta 25 miljardiin euroon.

Julkinen velka kasvanut ripeästi



Velan ripeä kasvu on yleisesti tiedostettu. Vähemmän yksimielisyyttä on siitä, miten suurta syytä huoleen velanotto antaa.

Valtionvarainministeriön budjettipäällikkö Sami Yläoutinen ilmaisi monen suomalaisen jakaman huolen toteamalla, että ”Suomen velkaantuminen on yksinkertaisesti mahdottomalla uralla.” (Muhonen, 2021).

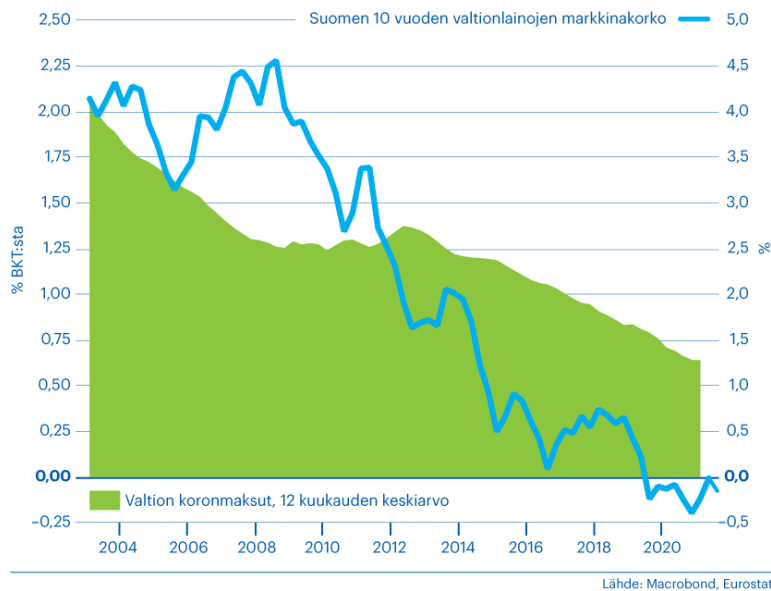
Velkaantumisesta huolestuneet pitävät niin selvänä, että jatkuva velkaantuminen on mahdotonta, että harvemmin näkevät tarvetta perustella, miksi näin on. Kaikki eivät kuitenkaan ole vakuuttuneita jatkuvan velkaantumisen haitoista.

Vasemmistoliiton eduskuntaryhmän puheenjohtaja **Paavo Arhinmäki** herätti esimerkiksi viime vuonna huomiota torjumalla huolia kasaantuvasta julkisesta velasta toteamalla, että ”eiväthän valtiot koskaan maksa lainojaan pois” (Kansan Uutiset, 2020). Totta onkin, että valtiot useimmiten korvaavat erääntyviä lainoja ottamalla uusia lainoja. Velan kustannus muodostuu ensi sijassa velasta maksettavista koroista.

Matalien korkojen aikana kasvanut julkinen velka ei kuitenkaan aiheuta julkiselle taloudelle merkittävää räsitusta, toteavat esimerkiksi kolme arvovaltaista suomalaista taloustutkijaa (Kanninen, 2019) hakien tukea muun muassa kansainvälisen valuuttarahaston entisen pääekonomistin pohdintoista aiheesta (Blanchard, 2019).

Valtion paisunut velkaantumisen ei todellakaan ole merkittävästi rasittanut julkista taloutta. Valtion korkomenot ovat supistuneet selvästi, kun valtionlainojen korot ovat laskeneet ja vanhoja erääntyviä lainoja on voitu korvata yhä matalakorkoisemmilla lainoilla.

Valtion korkomenot laskeneet vaikka velka kasvanut

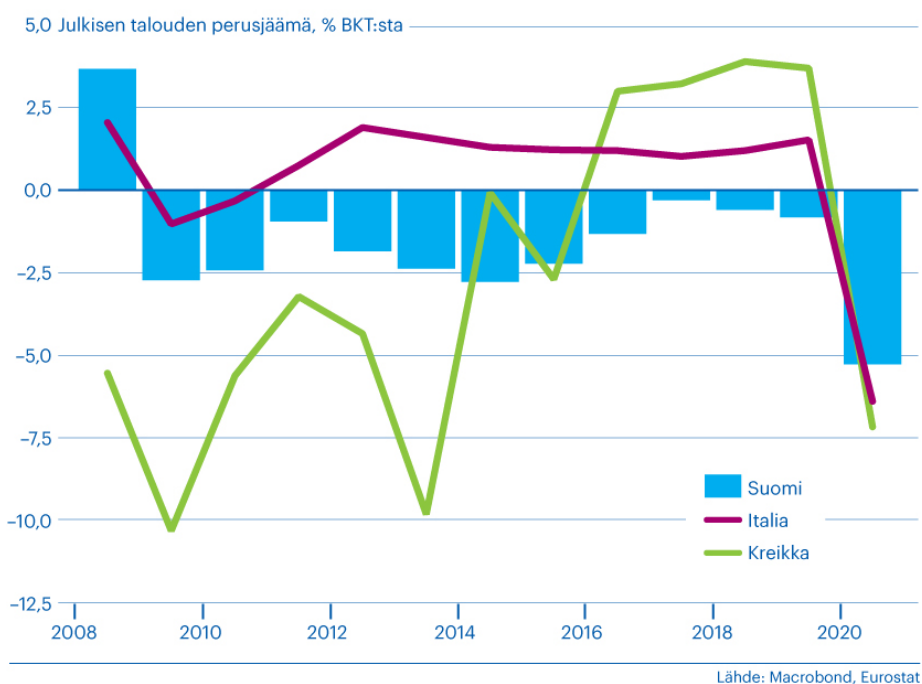


Suomen valtio ei ainoastaan ole korvannut erääntyviä lainoja ottamalla uutta velkaa. Korkomenojakin on rahoitettu täysin ottamalla uutta velkaa. Vuodesta 2009 Suomen julkinen sektori ei siten ole käyttänyt yhtään tuloja velkojen hoitoon. Verot ja muut tulot eivät yhtenäkkään vuonna ole riittäneet julkisen sektorin toiminnan rahoittamiseen, vaan joka vuosi osa menoista on rahoitettu ottamalla uutta velkaa. Julkisessa taloudessa on ollut perusalijäämä eli menot ovat ylittäneet tulot jo ennen velanhoitokuluja.

Velanotto vähentää aina julkisen talouden liikkumavaraa tulevina vuosina, vaikka korot ovat nyt negatiivisia. Jollei velkaa makseta pois, otettuja lainoja täytyy ainakin jossain vaiheessa uusia, jolloin riskinä on, että uuden velan korko on aiempaa korkeampi. Tänä otettu velka vähintään kaventaa mahdollisuutta ottaa velkaa tulevaisuudessa. Tämä voi pahimmassa tapauksissa johtaa tarpeeseen tehdä ikäviä vyönkiristystoimia jonkin tulevan taantuman aikana, jolloin toimet aiheuttavat eniten kärsimystä.

Euroalueelta löytyy muistutuksia siitä, ettei julkisia menoja voi rajattomasti rahoittaa paisuttamalla velkaa. Italiassa korkea velkaantuminen on tämän vuosituhannen aikana ollut jatkuva rasite julkiselle taloudelle. Pahimpia taantumavuosia lukuun ottamatta julkisessa taloudessa on ollut perusalijäämä eli osa valtion tuloista on käytetty velanhoitoon. Velkataakka ei siltikään ole yhtään helpottunut. Päinvastoin ylijäämä on riittänyt kattamaan vain osan korkomenoista, ja velka on siten jatkuvasti kasvanut perusalijäämästä huolimatta.

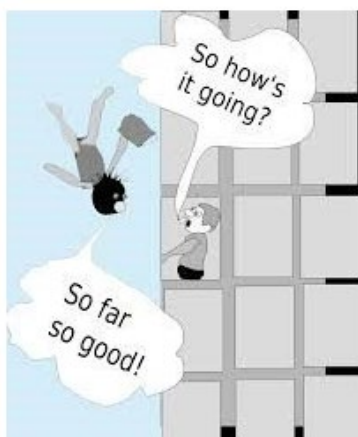
Suomessa velanhoito ei rasittanut, Italiassa kyllä



Suomessakin julkinen velanhoito muodosti merkittävän taakan 1990-luvun laman jälkeen. Valtio ja kunnat käyttivät vuosina 1994–2008 keskimäärin noin prosentin bruttokansantuotteesta velkojen hoitoon 2010–2019. (Hytönen & Tamminen, 2021)

Kreikka on ääriesimerkki holtittoman velkakierteen vaaroista. Maa on viime vuosina joutunut kanavoimaan lähes kymmenesosan valtion tuloista velkojen hoitoon, vaikka velkataakkaa kevennettiin vuonna 2012 kirjaamalla alas velkoja yksityisille sijoittajille.

Suomen julkisen talouden kehitys tuo mieleen tarinan pilvenpiirtäjän katolta hypänneestä miehestä, joka pudotuksen aikana totesi, että tässähän menee mukavasti. Velkaa ei loputtomasti voi kasvattaa nykyvauhtia, joten jossain vaiheessa julkisen talouden tasapainoa täytyy kohentaa. Tulevien sukupolvien hoidettavaksi jäävän laskun suuruus määräytyy sen mukaan, miten suureksi velka ehtii kasvaa ennen kuin velkaantumiskierre katkaistaan.



2 Velanoton dynamiikka

Julkiselle velanotolle voi olla hyviä perusteluja. Velanotto voi olla järkevä tapa jakaa suurten investointien kustannuksia usealle vuodelle tai tasata talouden suhdannevaihteluja. Tilanteessa, jossa valtio saa lainaa matalilla koroilla, osan julkisista menoista voi jopa kestävästi rahoittaa velanotolla.

Suomen valtio on viime vuosina saanut otettua uutta lainaa negatiivisilla koroilla eli sijoittajat maksavat korkoa mahdollisuudesta lainata rahaa Suomen valtiolle. Ottamalla enemmän velkaa valtio voi näin ollen supistaa julkisen talouden alijäämää nyt otettujen lainojen juoksuaikana, kun velka tuottaa valtiolle tuloja.

Lainanantajien halukkuus maksaa siitä, että saavat lainata rahaa Suomen valtiolle, on arvokas mahdollisuus, jota ei kannata jättää täysin hyödyntämättä.

Menojen kestävä rahoittaminen velanotolla ei edes vaadi, että korko on negatiivinen. Holtittomasta velkakierteestä ei voi vielä puhua, jos velka kasvaa samaa vauhtia kuin talous. Julkinen velka-aste, eli velka jaettuna bruttokansantuotteella, ei silloin muutu.

Julkinen velka-aste pysyy vakaana, vaikka korkoja joka vuosi lisätään velkaan ottamalla uutta lainaa koronmaksun rahoittamiseksi, jos velan korko on yhtä suuri kuin nimellinen talouskasvu (bruttokansantuotteen reaalin kasvu + inflaatio). Esimerkiksi jos velan vuotuinen korko on kaksi prosenttia ja bruttokansantuotteen vuotuinen kasvu on kaksi prosenttia, velkasuhteen osoittaja ja nimittäjä nousevat molemmat joka vuosi kahdella prosentilla. Velka-aste pysyy silloin vakaana.

Jos korko on alhaisempi kuin talouden kasvuvauhti, velka-aste laskee, vaikka korkokuluja rahoitetaan uudella velanotolla. Tällöin on mahdollista rahoittaa menoja ottamalla lainaa, ilman velkasuhteen nousua. Velkarahoitus on silloin kestävä vaihtoehto.

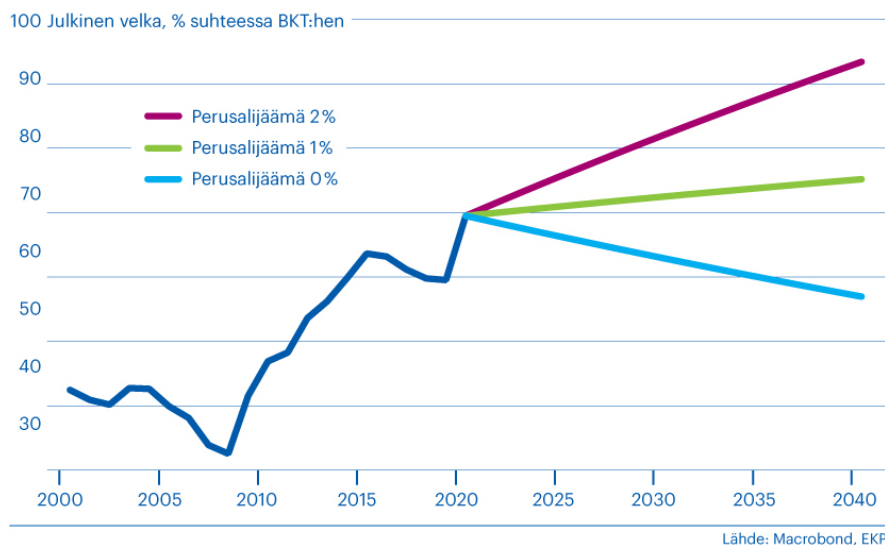
2.1 Kestävän velanoton rajat

Julkisia menoja voi kuitenkin rahoittaa velanotolla ainoastaan rajoitetusti, jos velka-aste halutaan pitää vakaana. Vaikka korko on alle talouden kasvuvauhdin tai jopa negatiivinen, velkaantuneisuus voi silti kasvaa, jos perusalijäämä on liian suuri eli julkiset menot ylittävät tulot liian paljon.

Esimerkiksi tilanteessa, jossa julkisen velan keskimääräinen korko on yksi prosentti sekä odotettu bruttokansantuotteen kasvu ja inflaatio kumpikin yksi prosentti, korko on alhaisempi kuin talouden nimelliskasvu, joka on silloin suurin piirtein 2 prosenttia. Tällöin velka-aste supistuu itsestään, kunhan perusjäämä pidetään nollassa eli muita julkisia menoja kuin velanhoitomenoja ei rahoiteta uutta velkaa ottamalla.

Alhaiset korot mahdollistavat rajatun velkarahoituksen

Oletus: korko 1%, BKT:n kasvu 1%, inflaatio 1%



Alhaiset korot eivät kuitenkaan näillä oletuksilla riittäisi estämään velka-asteen nousua Suomen nykytasolta, joka oli lähes 70 prosenttia bruttokansantuotteesta vuoden 2020 lopussa, jos perusalijäämä on edes prosentti bruttokansantuotteesta. Tämän suuruinen alijäämä riittäisi enemmän kuin kumoamaan alhaisten korkojen velkaa alentavan vaikutuksen.

Velka-asteen muutos määräytyy hivenen yksinkertaistaen kaavalla:

$$\Delta D = (r - g - i) D - P$$

, jossa

D = Velka-aste, prosentteina bruttokansantuotteesta

ΔD = Velka-asteen muutos

P = Perusjäämä, (tulot – menot pois lukien velanhoitokulut) prosenttina bruttokansantuotteesta

r = korkoprosentti (nimellinen)

g = bruttokansantuotteen kasvuvauhti

i = inflaatio (bruttokansantuotteen deflaattorilla mitattuna)

Kaava kertoo, että velka-asteen muutos johtuu kahdesta tekijästä:

- Olemassa oleva velka kasvaa itsestään tai laskee suhteessa bruttokansantuotteeseen riippuen koron ja nimelliskasvun erotuksesta. Velka kasvaa korkojen takia, mutta inflaatio ja talouden kasvu alentavat velka-astetta.
- Julkisen talouden perusjäämää voidaan joko käyttää velkojen poismaksamiseen, jos se on positiivinen tai sitä täytyy rahoittaa ottamalla lisää velkaa, jos se on negatiivinen.

Tästä voidaan laskea ehto sille, että velka-aste ei nouse:

$$P \geq (r-g-i) D$$

Tämä kaava määrittelee, paljonko menoja voidaan kestävästi rahoittaa velanotolla. Jos korko (r) on alhaisempi kuin talouden nimellinen kasvu ($g+i$) oikeanpuoleinen lauseke on negatiivinen, jolloin kestävä velkarahoitus todellakin on mahdollinen.

Perusjäämän täytyy olla positiivinen, jos korko on nimelliskasvua korkeampi. Osa julkisista tuloista täytyy käyttää velanhoitoon, jotta velka-aste saataisiin pidettyä vakaana.

Yllä mainituilla oletuksilla siis $r=1\%$, $g=1\%$, $i=1\%$ ja $D=70\%$ bruttokansantuotteesta, jolloin perusjäämän pitää ylittää $-0,7$ prosenttia bruttokansantuotteesta, jotta velka-aste ei nousisi. Eli näillä oletuksilla julkisia menoja voi rahoittaa korkeintaan $0,7$ prosenttia bruttokansantuotteesta velalla, jos ei haluta kasvattaa velka-astetta.

Vuosina 2010–2019 kuntien ja valtion yhteenlaskettu perusalijäämä on ollut keskimäärin $2,3$ prosenttia bruttokansantuotteesta. Valtiovarainministeriön julkaisemassa raportissa sen ennustetaan olevan vuosina 2021–2025 peräti $3,1$ prosenttia bruttokansantuotteesta (Hytönen & Tamminen, 2021). Ministeriön talousennusteen mukaan perusalijäämä olisi vielä $2,5$ prosenttia bruttokansantuotteesta hallituskauden lopulla vuonna 2023 (Valtiovarainministeriön kansantalousosasto, 2021).

Julkisen talouden velka kasvaisi vuoteen 2040 mennessä yli 100 prosenttiin bruttokansantuotteesta yllä olevilla oletuksilla koroista, inflaatiosta ja talouskasvusta, jos perusalijäämä pysyy kahdessa ja puoleessa prosentissa.

2.1.1 Korkeampi inflaatio nostaisi myös korkoja

Perusalijäämän ylläpitäminen sillä tasolla, jolla se ollut viimeisen vuosikymmenen aikana – ja jolla se näyttää pysyvän ainakin hallituskauden loppuun – johtaa siis kasvavaan velkaantumiseen, jos korko- ja kasvuympäristö eivät ole aivan poikkeuksellisen suotuisia. Edes korkojen pysyminen nollassa ei pysäyttäisi velkaantuneisuuden nousua. Nollakoroilla sallittu perusjäämä on vain noin $1,4$ prosenttia bruttokansantuotteesta.

Keskimääräinen korko, jota Suomen julkinen sektori on maksanut veloistaan, oli vuonna 2020 vajaat 1 prosenttia, vaikka uusien valtionlainojen korko on ollut jopa negatiivinen. Velan keskikorko muuttuu hitaasti, kun vanhat lainat erääntyvät. Keskimääräinen aika korkojen tarkistukseen on $5,12$ vuotta (Valtiokonttori, 2021). Korkokustannusten putoaminen nolnaan vaatii sen, että korot pysyvät nollassa vielä monta vuotta.

Velanottovara olisi myös suurempi, jos inflaatio olisi ripeämpi kuin yllä olevassa esimerkissä oletettu prosentti. Euroopan keskuspankin inflaatiotavoitteena on kaksi prosenttia, jota siksi voidaan perustella hyväksi inflaation oletusarvoksi. Tosin viime vuosikymmenen ajan Euroopan keskuspankin on ollut vaikea saada inflaatio pidemmäksi aikaa kahden prosentin tuntumaan.

Prosentin ripeämmällä inflaatiolla olisi sama vaikutus kestäväan velanottoon kuin korkojen prosenttiyksikön laskulla. Vaikka inflaatio saavuttaisi Euroopan keskuspankin tavoitteen, sallittu perusjäämä on siis vielä vain noin 1,4 prosenttia bruttokansantuotteesta. Se ei vielä tekisi nykytasosta julkisen talouden alijäämää kestäväksi.

On myös vaikea uskoa, että inflaatio kiihtyisi ilman, että korotkin nousisivat. Euroopan keskuspankki on painanut korkoja negatiivisiksi juuri siksi, että inflaatio on ollut alle tavoitteen. Jos inflaatio kiihtyy yli kahteen prosenttiin, on syytä olettaa, että keskuspankki nostaa ohjauskorkojaan inflaation hillitsemiseksi. Tämä heijastuisi myös Suomen valtionlainojen korkoon ja siten kumoaisi inflaation kiihtymisen suotuisan vaikutuksen.

2.1.2 Synkät kasvunäkymät nakertavat kasvuvaraa

Taloukasvu vaihtelee suuresti vuodesta toiseen talouden suhdanteiden mukaan. Oleellista velanoton kestävyuden kannalta eivät kuitenkaan ole vuosittaiset heilahtelut, vaan talouden pitkän aikavälin kasvunäkymät.

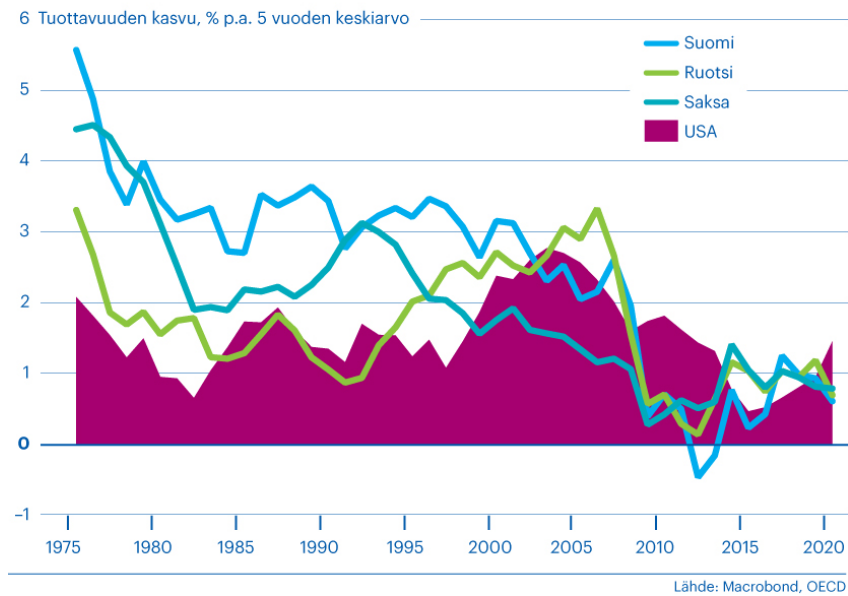
Väestön ikääntyminen on keskeinen syy olettaa, että Suomen talouden kasvu on pitkällä aikavälillä suhteellisen vaisua. Suomessa 45–64-vuotiaiden osuus väestöstä on yli neljä prosenttiyksikköä suurempi kuin alle 20-vuotiaiden. Työikäisen väestön osuus pienenee siksi seuraavan 20 vuoden aikana runsaalla neljällä prosenttiyksiköllä väestön ikääntymisestä johtuen, jos työikäisiksi lasketaan 20–64-vuotiaat. Työikäisiä on runsaat 56 prosenttia väestöstä, joten työikäisen väestön määrä putoaa 20 vuodessa 7,5 prosentilla eli noin 0,4 prosentilla vuodessa.

Selvä velanottokykyä rajoittava tekijä on siis, että työikäisiä on vuosi vuodelta yhä vähemmän hoitamassa kertynyttä julkista velkaa. Työikäisen väestön supistumista voidaan lieventää maahanmuutolla, mutta nettomaahanmuutto Suomeen on ollut vain pari prosentinkymmenystä väestöstä. Kaikki maahanmuuttajat eivät ole työikäisiä, joten nykyistä vauhtia maahanmuutto ei läheskään riitä kompensoimaan työikäisen väestön supistumista.

Jonkin verran kasvuvaraa voidaan saada nostamalla työllisten osuutta työikäisistä eli nostamalla työllisyysastetta tai saamalla yhä useampi jatkamaan työskentelyä täytettyään 65 vuotta. Kovin dramaattisesti ei kasvunopeutta tällä muuteta. Jos esimerkiksi työllisyysastetta nostetaan prosenttiyksiköllä, tämä tuottaa vain kertaluonteisen vajaan 1,4 prosentin nousun työllisten määrässä. Jaettuna 20 vuodelle tämä pönkittää talouden vuosikasvua vain 0,07 prosentilla.

Työllisyysasteen nosto ei salli ripeämpää velanottoa, mutta sillä voi toki olla muita merkittäviä hyötyjä julkiselle taloudelle. Korkeampi työllisyysaste voi nimenomaan olla merkittävä keino supistaa lainanottoa, sillä se vähentää sosiaalimenoja ja nostaa verotuloja. Valtionvarainministeriön arvion mukaan prosenttiyksikön parannus työllisyudessa supistaisi julkisen talouden alijäämää noin 0,3 prosenttiyksiköllä bruttokansantuotteesta. (Valtiovarainministeriön kansantalousosasto, 2021, s. 105)

Työn tuottavuuden kasvu hidastunut



Talouden kasvu pitkällä tähtäimellä on yllä mainituista syistä täysin työn tuottavuuden kasvun varassa. Työntekijää kohden pitää saada tuotettua enemmän tavaroita ja palveluita. Jotta laskelmissa oletettu prosentoin talouden kasvuvauhti toteutuisi, tuottavuuden vuotuisen kasvun täytyy ylittää prosentoin, kun työntekijöiden määrän supistuminen alentaa tuotantoa.

Runsaan kymmenen viime vuoden aikana tuottavuuden kasvu on kuitenkin pääosin ollut alle prosentoin vuodessa. Oletus prosentoin pitkäaikaisesta talouskasvusta tuntuu siis pikemmin liian optimistiselta.

Suomessa tuottavuuden kasvu on tosin aikaisempina vuosikymmeninä ollut selvästi ripeämpää kuin 2010-luvulla. Tuottavuuskasvun hidastuminen on osittain globaali ilmiö, jolle on esitetty monta selitystä. Esimerkiksi palveluiden kasvava osuus taloudesta on nähty tuottavuuden kasvun jarruna, koska palveluita on vaikeampaa automatisoida.

Suomessa tuottavuus parani vuosituhatteen vaihdetta edeltävinä vuosikymmeninä noin kaksi kertaa ripeämmin kuin Yhdysvalloissa. Tämän poikkeuksellisen ripeän tuottavuuden kasvun mahdollisti se, että 1960-luvun alussa talous oli suhteellisen alikehittynyt. Tuotanto työtuntia kohden oli alle puolet Yhdysvaltojen tasosta. Tuottavuutta oli mahdollista kohentaa reippaasti omaksumalla parhaita kansainvälisiä toimintatapoja ja hyödyntämällä muissa maissa kehitettyä teknologiaa.

Vuosituhatteen alussa Suomen talouden tuottavuus oli jo lähes maailman johtavien maiden tasolla. Tuotanto työtuntia kohden oli lähes 90 prosenttia Yhdysvaltojen tasosta. Mahdollisuus ripeään tuottavuuden kasvuun kopioimalla muuta maailmaa oli tuolloin kuihtunut kokoon. Tuottavuuden nousu on nyt Suomessakin lähinnä uusien keksintöjen varassa, jolloin aikaisempien vuosikymmenien tuottavuuden kasvua on vaikea saavuttaa.

Valiojoukossa oleville tulosten merkittävä parantaminen on hankalampaa kuin jälkijoukossa tuleville. Tämä koskee sekä maratonjuoksua että talouden tuottavuutta.

Oman haasteensa talouden kasvuoletuksille muodostaa ilmastonmuutos. Ilmastonmuutoksen seuraukset, kuten äärimmäisten sääilmiöiden tuottamat vahingot, voivat häiritä talouden tuotantoa. Ilmastonmuutoksen hillitseminen vaatii fossiilisten polttoaineiden korvaamista muilla, mahdollisesti enemmän työvoimaa vaativilla ratkaisuilla, mikä heikentää työvoiman tuottavuutta. Siirtymää hiilineutraaliin talouteen on verrattu suuruusluokaltaan 1970-luvun öljykriisiin, joka heikensi jyrkästi tuottavuuden kasvua. (Pisani-Ferry, 2021)

Ilmastonmuutoksen asettamat haasteet vahvistavat näin ollen kuvaa, että oletus prosenttien keskimääräisestä vuotuisesta talouskasvusta on pikemmin liian optimistinen.

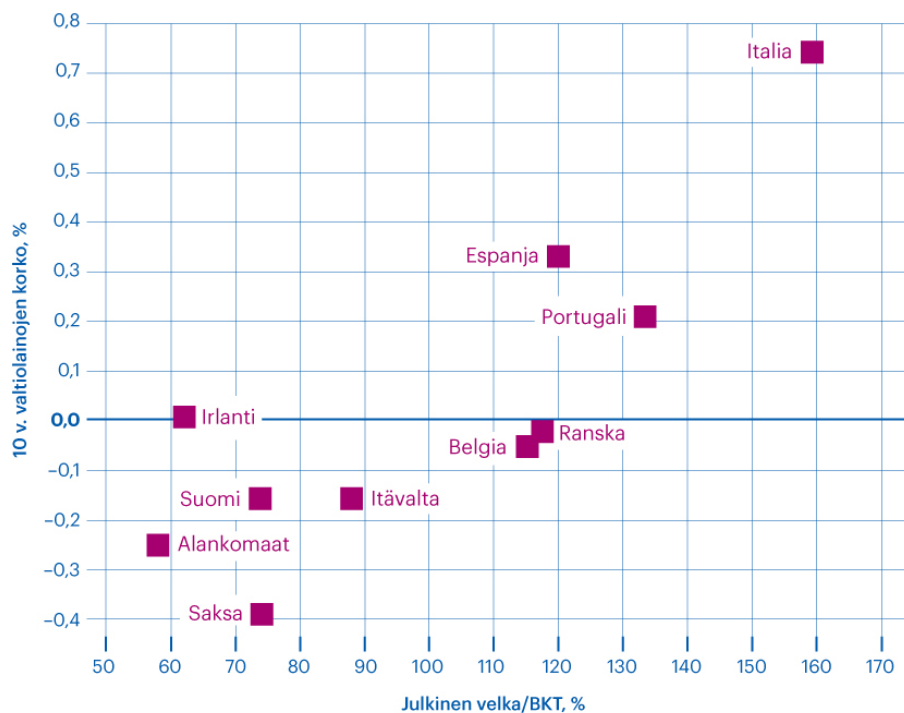
2.1.3 Kestävä alijäämä riippuu velkatavoitteesta

Paljonko menoja voi kestävästi rahoittaa velanotolla määräytyy muun muassa sen mukaan, miten korkealle ollaan valmiita antamaan velka-asteen nousta. Mekaanisesti syöttämällä korkeampi velka-aste (D) kestävän velkarahoituksen kaavaan päädytään siihen, että perusalijäämä voi pysyvästi olla suurempi.

Aikaisemmin esitetyn perusesimerkin oletuksilla kasvusta, inflaatiosta ja koroista, perusalijäämä voi olla 1 prosenttia bruttokansantuotteesta ja velka voidaan silti pitää vakaana 100 prosentissa bruttokansantuotteesta. Velka-asteen vakauttaminen 70 prosenttiin sallii korkeintaan 0,7 prosentin perusalijäämän. Eli sallimalla korkeampi velka-aste voidaan lisätä vuosittaista menojen velkarahoitusta 0,3 prosentilla bruttokansantuotteesta.

Tämä ikiliikkuja tuntuu liian hyvältä ollakseen totta ja sitä se tietysti onkin. Jos argumentti vedetään loogiseen johtopäätökseensä, voitaisiin vaikkapa ottaa tavoitteeksi vakauttaa velka 1000 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Silloin voidaan saman kaavan mukaan joka vuosi rahoittaa velanotolla perusalijäämää, joka on 10 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Korkeampi velkaantumisaste tuo korkeampia korkoja



Lähde: Macrobond, OECD

Ongelmana on, että velan tasolla on vaikutusta siihen, millä korolla valtio voi saada velkaa. Kun vertailee, mitä korkoa eri euromaat maksavat veloistaan, voi nähdä selvän yhteyden korkotason ja velan välillä.

Pelkästään 0,3 prosenttiyksikön nousu koroissa riittää syömään sen liikkumavaran, jonka korkeamman velka-asteen hyväksyminen antaa. Silloin velan vakauttaminen 100 prosenttiin bruttokansantuotteesta vaatii myös primäärialijäämän, joka on korkeintaan 0,7 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Kun tarkastelee yhteyttä eri euromaiden velan ja korkojen välillä, korkojen nousu voisi hyvin olla tätä suurusluokkaa, jos Suomen valtio kasvattaisi velkaansa 70:stä 100 prosenttiin bruttokansantuotteesta. Tämä etenkin huomioiden, että yhteys valtionvelan ja korkojen välillä ei ole mitenkään vakio. Tällä hetkellä velkaantuneiden maiden maksama korkolisä on poikkeuksellisen pieni verrattuna viime vuosien yleiseen tasoon.

Korkeampi velkaantuneisuus tuo samalla mukanaan kasvaneen altistumisen korkojen tulevalle kehitykselle. Mitä suurempi velka on, sitä enemmän korkomenot kasvavat, jos ja kun korot joskus tulevaisuudessa nousevat.

Jokainen prosenttiyksikön nousu koroissa nostaa vuotuisia korkomenoja 0,7 prosentilla bruttokansantuotteesta, jos velkaa on 70 prosenttia bruttokansantuotteesta. Vastaava korkomenoja nostava vaikutus on prosentti bruttokansantuotteesta, jos velka-aste on 100 prosenttia ja 1,5 prosenttia, jos velka-aste on 150 prosenttia.

Tämä kasvava korkoherkkyys on painava syy siihen, että on riskipitoista antaa velka-asteen nousta liian korkeaksi. Korkojen nousu heikentää julkista alijäämää ja tämän kompensoimiseksi tarvittaisiin vastaavan suuruisia veronkorotuksia tai menoleikkauksia.

On vaikea kysymys, miten korkeaksi julkisen velan on järkevä antaa nousta. EU:ssa sovitut julkisen talouden säännöt asettavat rajoituksen 60 prosenttiin bruttokansantuotteesta, mutta vain harvat maat ovat kunnioittaneet sitä.

Tilanteessa, jossa korot ovat jopa negatiivisia, optimaalinen ratkaisu tuskin on julkisen velan painaminen noltaan. Lainanantajien halukkuutta maksaa mahdollisuudesta rahoittaa Suomen julkisia menoja on järkevää hyödyntää.

On kuitenkin, kuten yllä todettiin, vaikea perustella, että nykyistä korkeampi velanotto voisi pysyvästi parantaa mahdollisuuksia rahoittaa julkisia menoja, kun huomioidaan korkeamman velka-asteen vaikutus korkoihin. Selvää sen sijaan on, että kasvava velkaantuneisuus kasvattaa riskiä, että korkojen muutos heilauttaa julkista taloutta.

Jos sallitaan velan kasvavan 70 prosentista 100 prosenttiin bruttokansantuotteesta, tämä toki antaa mahdollisuuden pitää suurempia alijäämiä, kunnes 100 prosentin taso on saavutettu. Tämä on kuitenkin vain tilapäinen kertaluonteinen helpotus.

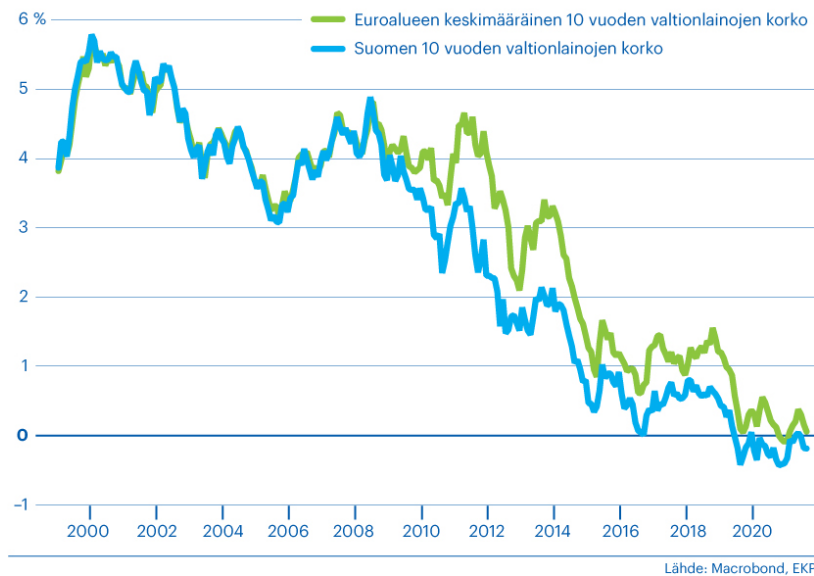
Kasvanutta riskiä korkojen tulevasta kehityksestä kantavat tulevat sukupolvet, kun taas hyöty velan kasvattamisesta menee nykyiselle, velkaa ottavalle, sukupolvelle. Velanotto sinällään siis siirtää hyvinvointia tulevilta sukupolvilta nykyiselle.

2.2 Korot heiluvat merkittävästi

Korkojen kehitys tulevaisuudessa määrää pitkälti sen, paljonko velanotto tulevaisuudessa maksaa. Mitä varmempia olemme siitä, että korot pysyvät pitkään matalina, sitä houkuttelevampaa on rahoittaa julkisia menoja velanotolla ja sitä korkeammalle julkisen velkaantuneisuuden voi antaa nousta.

Suomen valtionlainojen korko määräytyy vain pieneltä osin siitä, mitä Suomessa tapahtuu, niin kauan kuin velkaantuneisuus pidetään kohtuullisesti kurissa ja ylläpidetään lainanantajien luottamusta. Suomen ollessa osa euroaluetta valtionlainojen korko määräytyy pitkälti euroalueen yleisen korkokehityksen mukaan.

Euroalueen korkotaso määrää pitkälti Suomen korot



Vuoden 2009 jälkeen euromaiden valtionlainojen koroissa on ollut huomattavia eroja, johtuen lainanantajien vaihtelevista käsityksistä maiden kyvyistä hoitaa velkojaan. Suomen valtionlainojen korot ovat olleet keskiarvoa alhaisempia, koska julkisen talouden tila on ollut parempi kuin useimmissa muissa euromaissa. Suurin osa muutoksista Suomen valtionlainojen koroissa on kuitenkin johtunut yleisen korkotason muutoksista euroalueella myös viime vuosikymmenen aikana.

Korkojen nousu takaisin vuosituhaten alun 5 prosentin tasolle nostaisi julkisia menoja nykyisellä 70 prosentin velka-asteella summalla, joka vastaa lähes kolmea prosenttia bruttokansantuotteesta. Velkakehityksen pitämiseksi muuttumattomana pitäisi silloin vähentää muita julkisia menoja tai kasvattaa tuloja saman verran. Julkisessa taloudessa pitäisi olla pysyvästi primääriylijäämä, joka on pari prosenttia bruttokansantuotteesta, jotta velkaantumisen pysyisi vakaana.

Esimerkiksi 125 prosentin velka-asteella vastaavan korkojen nousun vaikutus olisi jo viisi prosenttiyksikköä bruttokansantuotteesta. Vuosittain runsas neljä prosenttia bruttokansantuotteesta pitäisi käyttää velanhoitoon ainoastaan velka-asteen pitämiseksi vakaana.

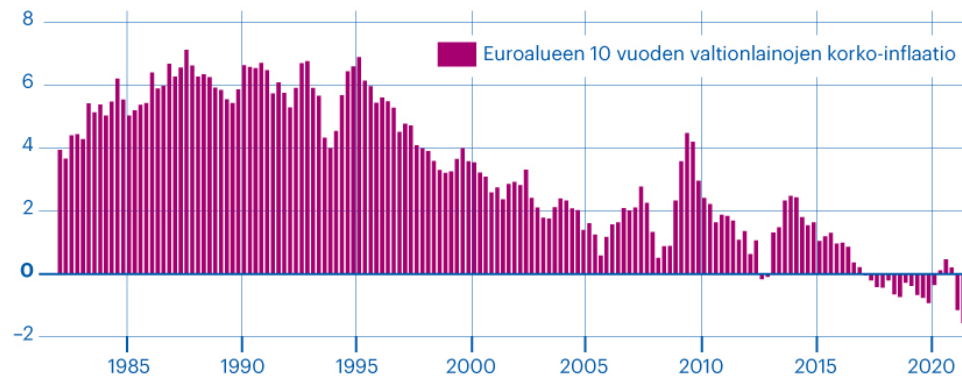
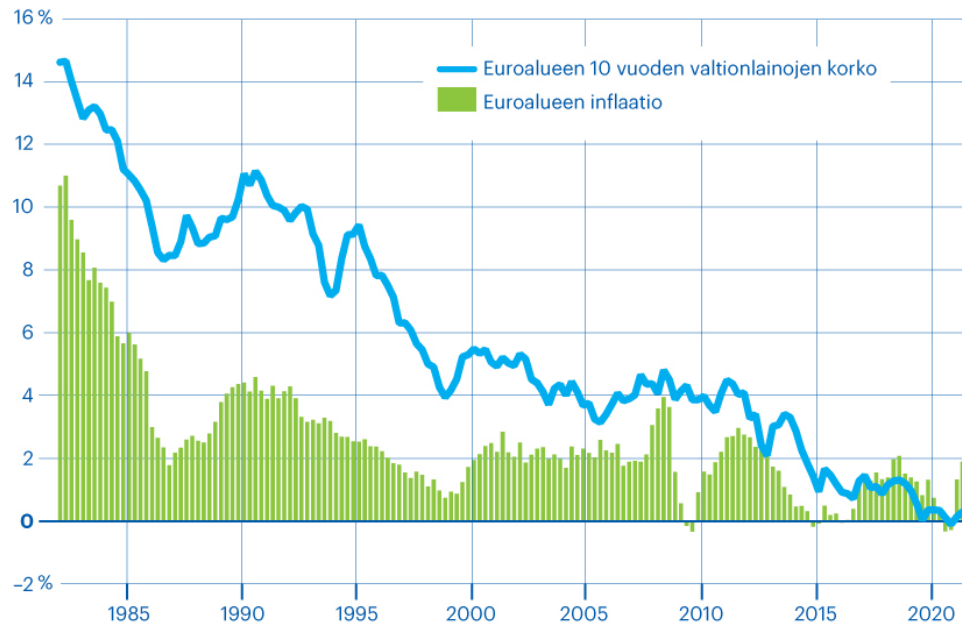
Neljä prosenttia bruttokansantuotteesta vastaa lähes kymmenesosaa julkisista tuloista. Tämä kuvastaa hyvin, millaisen riskin tuleville sukupolville perintönä jätetty korkea velka sisältää.

2.2.1 Säästämisylijäämä pitänyt korkoja alhaisina

Korot ovat nyt alhaisempia kuin esimerkiksi 1970- ja 1980-luvuilla, mikä selittyy suurelta osin sillä, että inflaatio on viime vuosikymmeninä ollut hyvin alhainen. Oleellista julkisen velkaantumisen kustannusten kannalta on kuitenkin korkojen ja inflaation ero eli reaalikorkojen taso. Korot ovat etenkin viime vuosina laskeneet inflaatiota enemmän eli myös reaalikorot ovat laskeneet.

Yksinkertainen selitys sille, miksi korot ovat olleet viime vuosina poikkeuksellisen alhaisia on, että keskuspankit ovat painaneet korkoja alas muun muassa ostamalla valtionlainoja. Keskuspankit eivät kuitenkaan voi asettaa korkoja mielivaltaisesti, koska niiden keskeinen tavoite on pitää rahan arvo vakaana. Jos korkoja yritetään pitää liian alhaisina, yrityksille, kotitalouksille ja ehkä valtioillekin tulee liian houkuttelevaksi ottaa lainaa kulutukseen ja investointeihin. Tällöin talous ylikuumenee ja inflaatio kiihtyy.

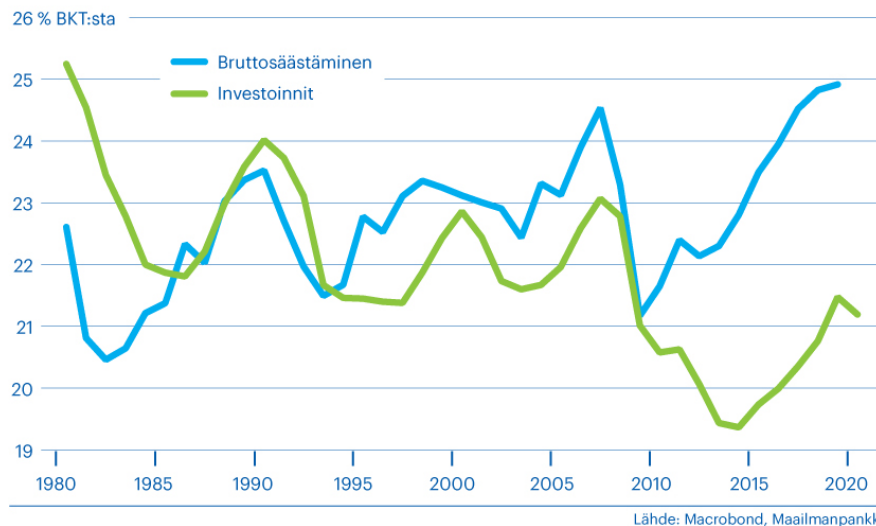
Alhainen inflaatio alentanut korkoja



Lähde: Macrobond, EKP

Alhaisista koroista huolimatta euroaleen inflaatio ei ole kuitenkaan kiihtynyt, vaan se on enimmäkseen ollut alle kahden prosentin tavoitteen viime vuosina. Tämän perusteella EKP näyttää pikemmin pitäneen korkoja liian korkeina. Ongelmana on ollut liian vaisu kasvu. Into kuluttaa ja investoida on ollut liian vähäinen ja halu säästää liian korkea.

Euroaluetta vaivaa krooninen säästämisylijäämä



Ilmeinen syy viime vuoden säästämisylijäämään on pandemia. Tartuntahuolet ovat estäneet kotitalouksia kuluttamasta tavalliseen tapaan samalla kun epävarmuus on hillinnyt yritysten intoa investoida.

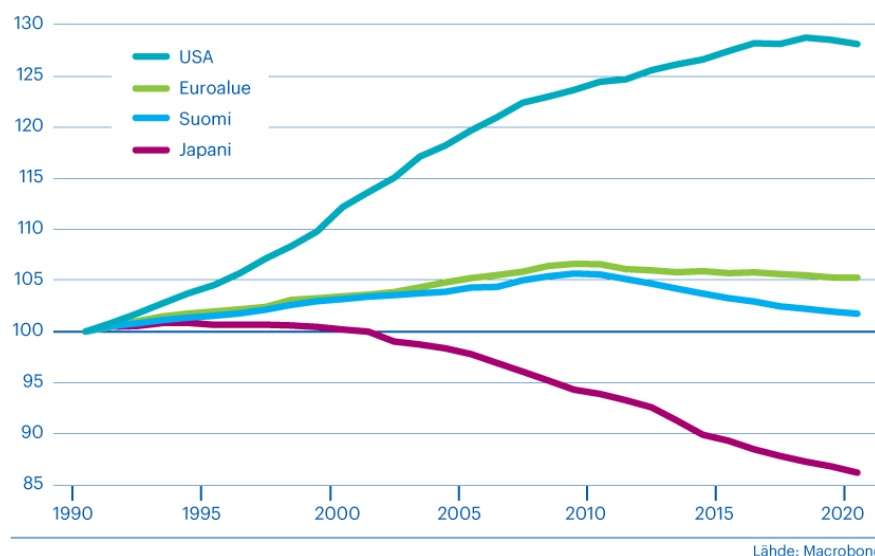
Suuri säästämisylijäämä pakotti kuitenkin EKP:n pitämään korot alhaisina jo ennen pandemiaa. Myös muissa kehittyneissä maissa korot ovat jo pitkään olleet poikkeuksellisen alhaisia.

Alhaisten korkojen taustalla näyttää siis olevan rakenteellisesti talouden kasvua jarruttavia tekijöitä, minkä vuoksi talous tarvitsee entistä matalampaa korkoa talouskasvun ylläpitämiseksi. Näitä tekijöitä on selittänyt muun muassa professori **Larry Summers**, joka on toiminut muun muassa Yhdysvaltain valtiovarainministerinä ja Maailmanpankin pääekonomistina (Summers, 2014).

Investointihalukkuuden hiipumista selittää muun muassa hidastunut väestönkasvu. Hitaampi väestönkasvu tarkoittaa esimerkiksi pienempää tarvetta asuntojen rakentamiseen. Yhä suurempi osa väestöstä voi ottaa käyttöön edellisiltä sukupolvilta perittyjä asuntoja. Väestön ikääntyessä yhä pienempi osuus väestöstä on siinä iässä, jossa perustetaan perhe ja on tarve hankkia asunto.

Työikäinen väestö kääntynyt laskuun

15-64-vuotiaat, 1990=100



Hidastuvan väestönkasvun oloissa talous ylipäänsä kasvaa verkkaisemmin, kun työvoiman saanti rajoittaa talouden kasvua. Tällöin on vähemmän tarvetta investoida kapasiteetin lisäämiseen kaikilla toimialoilla. Japanissa, jossa väestön määrä on jo kääntynyt laskuun, nollakorot ovat olleet todellisuutta jo vuosituhannen alusta.

Toinen mahdollinen syy vähentyneeseen investointihalukkuuteen on rakenteellinen muutos teollisuusyhteiskunnasta tieto- ja palveluyhteiskuntaan. Yrityksillä on ollut vähemmän tarvetta investoida suuriin tuotantolaitoksiin.

Kasvaneet tuloerot ovat olleet omiaan kohottamaan säästämistä ja jarruttamaan kulutusta. Hyvätuloiset säästävät suuremman osan tuloistaan kuin keskivertokansalainen. Mitä suurempi osa tuloista kasaantuu korkeatuloisille, sitä pienempi osa tuloista kulutetaan.

Kasvavien tuloerojen taustalla on monta tekijää. Ne heijastavat osittain siirtymistä tietoyhteiskuntaan, jossa tulot kasautuvat yhä enemmän erikoisasiantuntijoille ja niin sanotuille supertähtiyrityksille. Rutiinityön tekijöiden kysyntä pienenee. (Tyson, 2017)

2.2.2. Mikä voi kääntää korkoja nousuun?

Yllä mainitut tekijät puoltavat, että korot voivat pysyä alhaisina tulevinakin vuosikymmeninä. Väestön supistuminen näyttää pikemmin vain kiihtyvän, kun syntyvyys on laskenut lähes kaikkialla maailmassa. Teknologisen kehityksen suuntaa on vaikeampaa ennakoida, mutta siinäkin ei ole merkkiä käännteestä.

Tulevaisuutta on kuitenkin vaikea ennustaa ja on syytä varautua siihen, että korot voivat jossain vaiheessa kääntyä nousuun.

Yksi mahdollinen käänne voi olla, että väestön ikääntymisen vaikutus voi muuttua, kun suuret ikäluokat yhä vanhenevat ja heidän hoitotarpeensa kasvaa. Sodan jälkeen syntyneistä iäkkäimmät ovat vasta 76-vuotiaita, ja suurin osa pärjää vielä ilman päivittäistä hoitoa. Kasvavan hoitotarpeen rahoittamiseksi iäkkäillä on tarvetta purkaa kertyneitä säästöjä, mikä alentaa säästämisastetta. (Goodhart & Pradhan, 2020).

Eurooppalaisissa hyvinvointivaltioissa kasvavat hoitokulut päätyvät ensi sijassa julkisen sektorin kannettavaksi. Tämä voi johtaa julkisen sektorin kasvavaan lainanottoon, jos ei ole poliittista valmiutta rahoittaa kasvavia hoitomenoja leikkaamalla muita julkisia menoja tai kiristämällä verotusta.

Vaikka Suomessa julkista taloutta pidettäisiin tasapainossa, muiden euromaiden kasvavat alijäämät voivat nostaa korkoa. Globaaleilla finanssimarkkinoilla jopa euroalueen ulkopuolisten maiden julkisella velanotolla voi olla vaikutusta Suomen valtion korkoihin, koska kaikki maat kilpailevat samojen sijoittajien rahoista.

Paineet voivat myös kasvaa siihen, että varakkaita eläkeläisiä vaaditaan kattamaan suurempi osa hoitokuluista omista säästöistään. Tämä alentaisi tarjolla olevien säästöjen määrää ja asettaisi nousupaineita koroille.

Tuloerot voivat puolestaan kaventua, jos kasvaneet tuloerot saavat aikaan vastareaktion, jossa verotuksen progressiivisuutta tiukennetaan ja pääomatulojen ja varallisuuden verotusta kiristetään. Säästämisaste oletettavasti laskisi, kun pienempi osa tuloista kasaantuisi hyväosaisille.

Ilmastonmuutoksen hillitseminen voi myös aiheuttaa kasvavaa tarvetta investointeihin, kun nykyistä pääomakantaa täytyy pikaisesti korvata päästöttömällä teknologialla. Tarvitaan suuria investointeja voimalaitoksiin, jotka tuottavat sähköä ilman hiilipäästöjä. Sähköverkkojenkin kapasiteettia täytyy kasvattaa, jotta esimerkiksi rannikolla rakennettujen tuulivoimaloiden tuottamaa sähköä saadaan siirrettyä suurkaupunkien sähköistyvän autokannan tarpeisiin. (Pisani-Ferry, 2021)

Yllä mainitut tekijät ovat vain esimerkkejä mahdollisista tekijöistä, jotka voisivat aiheuttaa korkojen nousua tulevaisuudesta. Korot voivat tietysti nousta myös jostain muusta, täysin ennustamattomasta syystä. Esimerkeillä on vain tarkoituksena korostaa, että korkojen nousun riskiä ei voi sulkea pois.

2.3 Laskusuhdanteisiin syytä varautua

Ennusteiden mukaan julkisen talouden alijäämä olisi parin vuoden kuluttua kohtuullisen lähellä tasoa, joka vakauttaisi julkista velkaa, jos korot pysyvät nollassa ja talous kasvaa kohtuullisesti. Tämä on kuitenkin aivan liian vaatimaton tavoite.

Julkisessa taloudenpidossa on syytä varautua talouden suhdannevaihteluihin. Laskusuhdanteessa julkisen talouden alijäämä paisuu automaattisesti, kun verotulot hupenevat ja sosiaalimenot nousevat kasvavan työttömyyden takia.

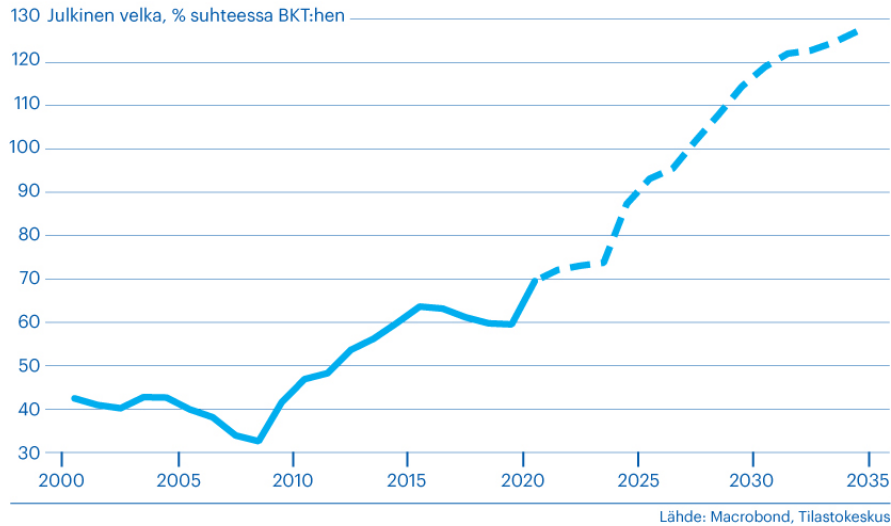
Ennusteiden mukaan Suomen talous on parin vuoden kuluttua talouden nousukauden huipulla. Jos perusalijäämä nousukauden huipullakin on hädin tuskin kestäväällä tasolla, on melko varmaa, että velkaantuneisuus kasvaa yhä seuraavankin suhdannesyklin aikana. Noususuhdanteen huipulla velka-astetta pitäisi saada laskettua, jotta laskusuhdanteessa olisi varaa jälleen ottaa lisää velkaa.

Tulevan talouskehityksen riskejä voidaan havainnollistaa laskemalla, miten julkisen sektorin velka kehittyisi, jos talous kehittyisi valtiovarainministeriön ennusteen mukaan vuoteen 2023 asti ja sen jälkeen koettaisiin samankaltainen menetetty vuosikymmen kuin vuoden 2009 jälkeen. Talouden kasvun ja inflaation oletetaan laskelmissa vuosina 2024–2033 olevan sama kuin vuosina 2009–2018. Julkisen

talouden alijäämän oletetaan myös paisuvan samalla tavalla kuin aikaisemmalla ajanjaksolla.

Uusi taluskriisi koettelisi velkojen kärsivällisyyttä

Oletus: vuoden 2009 tapainen talouden notkahdus vuodesta 2024 alkaen, korko 0 %



Tässä skenaariossa julkinen velka paisuisi yli 120 prosenttiin bruttokansantuotteesta 2030-luvun puoliväliin mennessä, vaikka korkojen oletettaisiin pysyvän tällä kertaa koko ajan nollassa. Velka-aste nousisi nollakoroista huolimatta yli 40 prosenttiyksikköä, kun vuoden 2009 jälkeen se nousi ”vain” 30 prosenttiyksikköä.

Selitys sille, miksi samanlainen sokki talouteen tuottaisi nyt rajumman nousun velka-asteessa on, että julkisen talouden tasapaino olisi nyt kriisin alussa huonompi. Vuonna 2008 julkinen talous oli ylijäämäinen, joten jyrkkä tasapainon heikkeneminen ei johtanut kovin valtavaan alijäämään. Talouden supistuminen aiheuttaisi paljon jyrkemmän hyppäyksen velka-asteessa, koska se on nyt reippaasti korkeampi kuin ennen finanssikriisiä.

Vuoden 2009 jälkeinen ajanjakso oli kieltämättä hyvin poikkeuksellinen. Siihen sisältyi globaalin finanssikriisin lisäksi Suomen merkittävimmän vientimoottorin, Nokian matkapuhelintuotannon, romahdus. Voidaan toivoa, että täysin vastaavanlainen sokki ei koskaan toistu.

Vaikka täysin samanlainen kriisi on epätodennäköinen, koronapandemian pitäisi olla muistutus, että taloutta kohtaavia sokkeja on vaikea ennakoida. Voimme hahmottaa, että esimerkiksi ilmastonmuutos koettelee talouskehitystä lähimpinä vuosikymmeninä, mutta on lähes mahdotonta sanoa täsmälleen, mitä käännteitä se tuo mukanaan.

Paljon lievempikin taloutta kohtaava sokki riittäisi joka tapauksessa takaamaan, että velka-aste nousisi uusiin huippulukemiin. Jos velka-aste vain vakautetaan uudelle huipputasolle jokaisen talouden notkahduksen jälkeen, se jatkaisi väijäämättä loputonta nousuaan.

2.3.1 Korkojen nousu voi kiihdyttää velkakierrettä

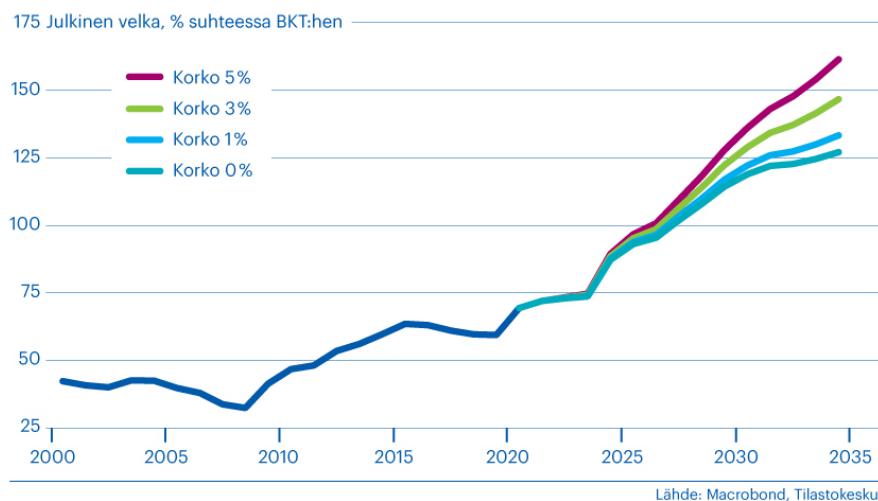
Yllä olevissa laskelmissa on oletettu, että valtionvelan korko pysyy nollassa uuden pitkittyneen taantuman aikana. Velan kasvu voisi olla paljon jyrkempi, jos korot olisivat korkeampia. Kolmen prosentin korolla velka olisi jo 2030-luvun puolivälissä yli 140 prosenttia bruttokansantuotteesta.

Kolmen prosentin korko ei sinällään ole vielä kovin äärimmäinen oletus. Suomen kymmenen vuoden valtionlainojen markkinakorot olivat kolmessa prosentissa vuonna 2011 ja ennen sitä ne ovat yleensä olleet paljon korkeampiakin

Oletusta nollakorosta tukee se, että pitkittynyt heikon talouskasvun ajanjakso todennäköisesti liittyisi siihen, että muuallakin euroalueella taloudessa olisi pitkittynyt laskusuhdanne. Tällöin yleinen korkotasoa todennäköisesti pysyisi nollassa.

Huoli liiallisesta velasta voi aiheuttaa kriisikierteen

Oletus: vuoden 2009 tapainen talouden notkahdus vuodesta 2024 alkaen



Korkojen nousu on todennäköisempää tilanteessa, jossa Suomen taloutta koettelisivat jotkut erityiset ongelmat aikana, jolloin muualla euroalueella talouden suhdanteet kehittyisivät suhteellisen hyvin.

Suomen valtionvelan korot voisivat kääntyä tällaisessa kriisitilanteessa nousuun, jos kansainväliset sijoittajat alkaisivat huolestua Suomen liiallisesta velkaantumisesta. Tällainen huoli olisi herkästi itseään ruokkiva, kuten nähtiin eurokriisin aikana.

Ennusteet valtionvelan tulevasta kehityksestä synkkenisivät sitä mukaa, kun korot nousisivat. Tämä ruokkisi sijoittajien epäluuloa Suomen valtiota kohtaan, mikä edelleen nostaisi korkoa ja kasvattaisi huolia.

Eurokriisin aikana tällainen itseään kiihtyvä kierre ajoi kriisimaat muutamassa kuukaudessa tilanteeseen, jossa ne eivät saaneet lainaa markkinoilta ollenkaan. Kriisimaiden täytyi turvautua kriisirahoitukseen Kansainväliseltä valuuttarahastolta ja EU:n kriisirahastoilta, joiden ehtona oli tiukka talouskuri.

2.3.2 Sopeuttaminen kivuliainta laskusuhdanteessa

Suomen ajautuminen Kreikan ja muiden kriisimaiden kaltaiseen ahdinkoon tuntuu vielä varsin kaukaiselta uhkalta. Todennäköisesti löytyisi poliittista valmiutta katkaista velkaantumiskierre jo kauan ennen kuin velkaongelmat nousisivat kriisimaiden tasolle.

Voi siis kysyä, miksi murehtia etukäteen ongelmia, jotka eivät välttämättä koskaan toteudu? Emmekö voi ilman suurta uhkaa ottaa velkaa maltillisesti, jos talous kehittyy kohtuullisen hyvin ja tehdä epämiellyttävät päätökset julkisen talouden tervehdyttämiseksi vasta sitten, jos se osoittautuu tarpeelliseksi talouden notkahtaessa?

Taloudelliset ja sosiaaliset kustannukset ovat kuitenkin paljon suuremmat, jos julkisen talouden tasapainon kohentamista lykätään ja talouden tasapainottamista joudutaan tekemään talouden ollessa taantumassa. Taantumana aikana tehdyt menojen leikkaukset ja veronkorotukset syventävät entisestään talouden ahdinkoa ja nostavat jo muutenkin korkeaa työttömyyttä.

Vääjäämättä julkisen talouden tervehdyttäminen johtaa aina siihen, että työpaikkoja katoaa. Näin käy julkisella sektorilla, jos julkisia palveluita karsitaan. Veronkorotukset ja tulonsiirtojen leikkaukset kaventavat kotitalouksien ja yritysten ostovoimaa ja heikentävät sitä kautta työllisyyttä.

Syvässä taantumassa julkisten menojen leikkaukset saavat herkästi suuria kerrannaisvaikutuksia, kun työtä vaille jääneiden on pakko vähentää kulutustaan. Tämä heikentää entisestään talouden tuotantoa ja nostaa työttömyyttä. Heikkenevän talouden myötä kotitalouksien ja yritysten luottamus investoida tulevaisuuteen notkahtaa.

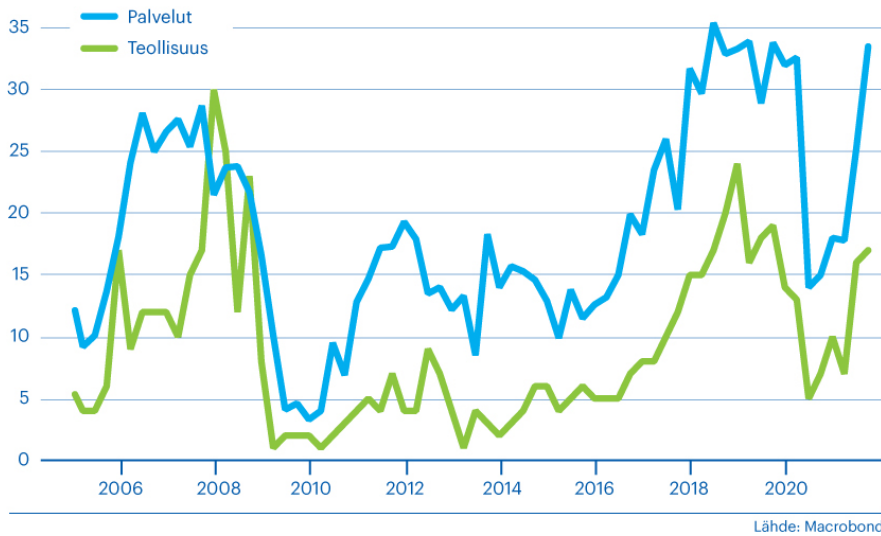
Jos kiristystoimet tapahtuvat noususuhdanteessa, työtä vaille jääneillä on sen sijaan kohtuulliset mahdollisuudet työllistyä uudelleen. Talouden kokonaistuotanto ei silloin välttämättä laske julkisen talouden kiristystoimista huolimatta. Tuotanto lähinnä siirtyy toimintoihin, jotka muuten jäisivät tekemättä työvoimapulan vuoksi.

Kun työttömäksi jääneet löytävät uuden työn, heillä ei ole myöskään tarvetta supistaa kulutustaan. Tervehdyttämistoimien aiheuttamista työpaikkojen menetyksistä ei siten aiheudu kerrannaisvaikutuksiakaan samalla tavalla kuin taantumana aikana.

Noususuhdanteesta on jo nyt vahvoja merkkejä, kun talous on toipunut ripeästi pandemian pohjista. Niiden yritysten osuus kaikista yrityksistä, jotka näkevät työvoiman puutteen kasvua rajoittavana tekijänä, lähestyy jo aikaisempien nousukausien huippuja. Tässä suhdannetilanteessa olisi suhteellisen kivutonta tasapainottaa julkista taloutta verrattuna siihen, että sopeutustoimet tehtäisiin syvän taantumana aikana.

Työvoimapulasta on jo kasvavia merkkejä

40 % yrityksistä, jotka näkevät työvoiman puutteen kasvua rajoittavana



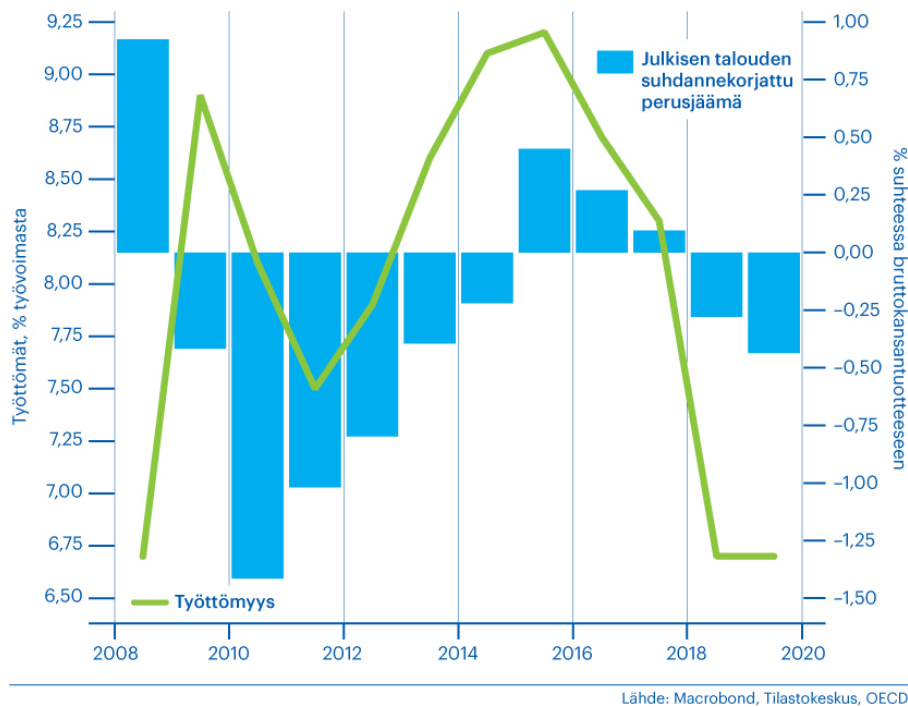
On vaikea perustella, miksi vielä vuodelle 2023 suunnitellaan julkiseen talouteen vajetta, joka on liian suuri pysäyttämään julkisen velka-asteen nousun. Jo ensi vuonna olisi korkea aika rakentaa puskuria pahan päivän varalle.

2.3.3 Suomessa politiikka usein ollut myötäsyyllistä

Suomessa on sekä viime vuosilta että aikaisemmilta vuosikymmeniltä kokemusta siitä, että julkista taloutta hoidetaan tavalla, joka kärjistää talouden suhdannevaihteluja. (Pekkarinen & Vartiainen, 1993)

Julkisen taloudenhoidon vaikutusta talouden aktiviteettiin voidaan seurata tarkastelemalla rakenteellista alijäämää. Rakenteellisella tai suhdannekorjatulla alijäämällä tarkoitetaan alijäämää, josta on puhdistettu suhdanteiden vaikutukset. Rakenteellisen alijäämän muutokset heijastavat siis ensi sijassa talouspoliittisten päätösten vaikutusta julkiseen talouteen.

Rahahanoja löysennetty nousukaudella



Rakenteellinen alijäämä paisui OECD:n laskelmien mukaan selvästi pääministeri **Juha Sipilän** hallituksen aikana vuodesta 2015 vuoteen 2019. Julkisen talouden alijäämä supistui kyllä reippaasti kyseisellä hallituskaudella, mutta tämä johtui komission laskelmien mukaan puhtaasti talouden noususuhdanteesta. Työttömyyden lasku vähensi sosiaalimenoja ja verotulot nousivat talouden ripeän kasvun ansiosta. Myös korkojen lasku auttoi supistamaan valtiontalouden alijäämää.

Rakenteellisen alijäämän kasvu heijastaa sitä, että Sipilän hallituksen toimet, esimerkiksi kilpailukyky sopimukseen liittyneet verohelpotukset, olivat omiaan paisuttamaan julkisen talouden alijäämää. Julkisen talouden velanotto siten supistui vähemmän kuin sen olisi voinut olettaa tekevän pelkästään siitä syystä, että talous toipui taantumasta.

Rakenteellisen tasapainon heikkeneminen kertoo siis siitä, että julkinen taloudenpito muuttui Sipilän hallituskaudella yhä vahvemmin talouden aktiviteettia tukevaksi. Tämä on nurinkurista, kun talouden suhdanteet vahvistuivat hallituskauden aikana. Hallituskauden lopussa työttömyys oli matala ja työvoimapula rajoitti talouden toimintaa.

Houkutus löysätä rahahanoja oli kuitenkin suuri, kun julkisen talouden tilanne joka tapauksessa näytti vuosi vuodelta vähemmän hälyttävältä suhdanteiden parantuessa.

Päinvastainen ilmiö nähtiin edeltävällä vaalikaudella. Pääministeri **Jyrki Kataisen** ja **Alexander Stubb**in hallituksilla oli vahvoja paineita toimiin julkisen talouden tervehdyttämiseksi, kun pitkittynyt taantuma piti julkisen talouden alijäämäisenä. Rakenteellista tasapainoa kohennettiin hallituskauden aikana sekä menojen leikkauksilla että ennen kaikkea veronkiristyksillä. Tämä kiristys tapahtui kesken taantumaa, kun työttömyys jatkoi nousuaan.

Kuvattuina vuosina harjoitettu talouspolitiikka on siis ollut talouden suhdanteita kärjistävää. Taantumaa edelleen syvennettiin vuosina 2012–2015 finanssipolitiikkaa kiristämällä. Noususuhdannetta vahvistettiin höllämällä talouspolitiikkaa seuraavina vuosina, mikä oli omiaan kärjistämään pulaa työvoimasta suhdannehuipulla.

Talouspolitiikan arviointineuvosto on useaan otteeseen kritisoinut hallitusta siitä, että talouspoliittiset linjamuutokset ovat olleet suhdanteiden kannalta väärin ajoitettuja. Se suositteli esimerkiksi kiristysten lykkäämistä 2015 (Talouspolitiikan arviointineuvosto, 2015) ja kaipasi kireämpää otetta 2017 (Talouspolitiikan arviointineuvosto, 2017).

Nykyisen hallituksen aikana alijäämä on ymmärrettävästi paisunut pandemian vuoksi. On ilman muuta ollut järkevää tukea pandemiasta kärsiviä ihmisiä ja yrityksiä velkarahalla ja näin jakaa kriisin kustannuksia usealle vuodelle. Koronapandemian aiheuttamien korkeampien menojen kompensoiminen leikkaamalla välittömästi menoja tai kiristämällä veroja olisi kärjistänyt kriisin aiheuttamaa kärsimystä ja syventänyt taantumaa.

Pääministeri **Antti Rinteen** hallitus oli kuitenkin jo päättänyt julkisen talouden tasapainoa heikentävistä menojen lisäyksistä syksyllä 2019, kun pandemiasta ei ollut tietoaakaan. Vuodelle 2022 esitetään edelleen jyrkästi alijäämäinen budjetti, vaikka pandemia jo on rokotusten ansiosta hellittämässä ja talous on vankassa noususuhdanteessa. Kovin korkeaa arvosanaa ei tämäkään hallitus voi saada julkisesta taloudenpidosta.

3 Keskuspankki ei velanoton riskiä poista

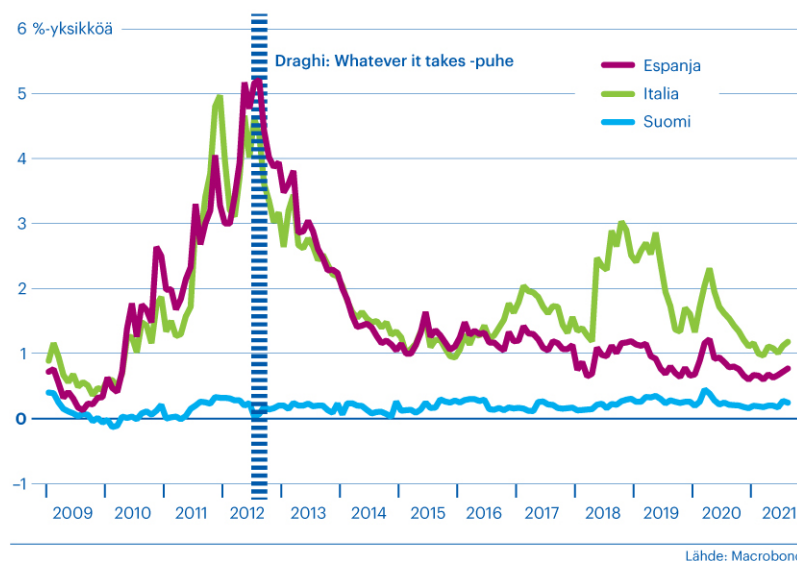
Huolia valtion velanoton kustannusten noususta torjutaan keskustelussa joskus väittämällä, että keskuspankilla on mahdollisuus luoda rajattomasti rahaa ja asettaa korkoja mielivaltaisesti mille tasolle tahansa. Euroopan keskuspankkijärjestelmä on viime vuosina ostanut yhä suuremman osan eurovaltioiden veloista, joten keskuspankin asema julkisessa velanotossa on tärkeä ymmärtää.

3.1 EKP turvaa rahoituksen – mutta ei ehdoitta

Pääjohtaja **Mario Draghi** lupasi vuonna 2012 keskuspankin tekevän kaiken mitä tarvitaan turvatakseen jokaisen euromaan rahoituksen. Euroopan keskuspankki hyväksyi puheen jälkeen OMT-ohjelman (Outright Monetary Transactions, suorat rahapoliittiset ostot), jonka puitteissa keskuspankki voi ostaa rahoitusvaikeuksissa olevan eurovaltion velkakirjoja ja näin olleen vahvistaa maan rahoitusta. (ECB, 2012)

Draghin puhe painoi riskivaltioiden korot laskuun

10 vuoden valtionlainojen korkoero Saksaan



Draghin puheen ja OMT-ohjelman jälkeen korkoerot euromaiden valtionlainoista supistuivat reippaasti. Huolet velkaisten eurovaltioiden kyvystä hoitaa velkojaan rauhoittuivat, kun nyt tiedetään, että keskuspankki tukee maiden velanhoitokykyä.

Nykyään on selvästi pienempi riski kuin ennen OMT-ohjelmaa, että kasvava velkaantuminen voisi ajaa euroalueen valtion samanlaiseen äkilliseen velkakriisiin kuin eurokriisin aikana.

Tämä ei kuitenkaan tarkoita, että Suomen valtiolla olisi keskuspankin tuella mahdollisuus rajattomaan velanottoon. EKP:n lupaus tukea eurovaltioita ei ole ehdoton. Tuen ehdoksi on määrätty, että maat noudattavat Euroopan vakausmekanismin kanssa sovittua talousohjelmaa.

On epävarmaa, miten tiukat ehdot käytännössä olisivat, koska OMT-ohjelmaa ei ole koskaan aktivoitu. Aikaisemmat euroalueen kriisimaille laaditut tukiohjelmat ovat kuitenkin edellyttäneet tukea saavalta valtiolta rajuja toimia julkisen talouden tasapainottamiseksi. Talouspolitiikan rakentaminen OMT-ohjelman varaan ei siksi ole kovin houkuttelevaa. Riski säilyy, että kiristystoimia täytyy tehdä juuri pahimpana mahdollisena ajankohtana.

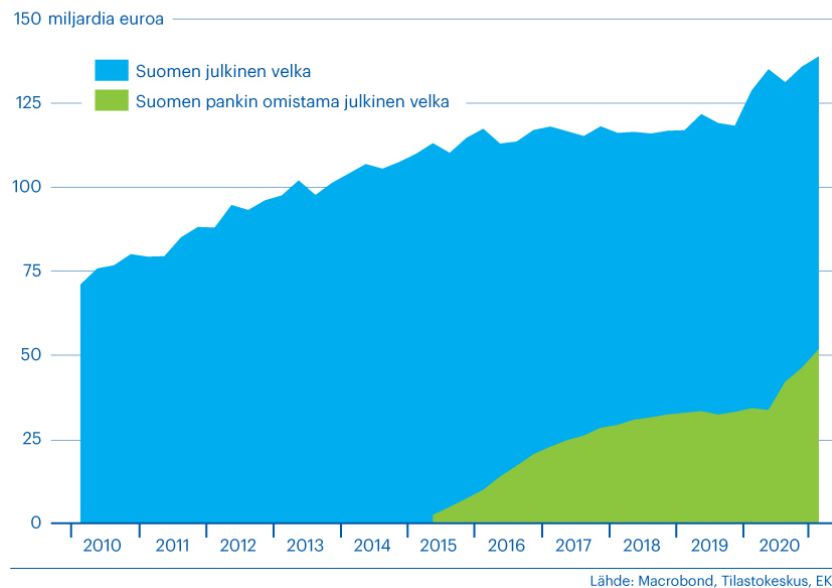
Euromaiden valtionlainojen korot voivat keskuspankin lupaamasta tuesta huolimatta nousta ripeästi, jos lainanantajat alkavat epäillä eurovaltion valmiutta ylläpitää tuen saamisen vaatimaa kuria. Italian kymmenen vuoden valtionlainojen korot nousivat esimerkiksi ripeästi yli puolitoista prosenttiyksikköä keväällä 2018, kun maan uusi populistipuolueiden johtama hallitus herätti epäilyjä, ettei se aio noudattaa EU:n julkisen talouden sääntöjä.

Euromaiden valtionlainojen koroilla ja valtionvelan suuruudella on yhä ollut selvä yhteys. Tämä johtuu epävarmuudesta, saako valtio tarvittaessa rahoitusta Euroopan keskuspankilta.

3.2 Velka keskuspankillekin on todellista velkaa

Esimerkiksi STTK:n pääekonomisti **Patrizio Lainà** (Lainà, 2020) on nostanut esiin näkemystä, että tämänhetkinen velkaantuminen olisi vähäisempi ongelma, koska Suomi velkaantuu keskuspankille eli itselleen. Euroopan keskuspankkijärjestelmän arvopaperiostojen myötä Suomen Pankin omistuksessa oleva julkinen velka on tosiaan kasvanut jopa ripeämpää vauhtia kuin kokonaisvelka. Keskuspankin omistuksessa on nyt julkisen sektorin kokonaisvelasta yli kolmannes, 50 miljardia euroa.

Suomen Pankki omistaa yhä suuremman osan velasta



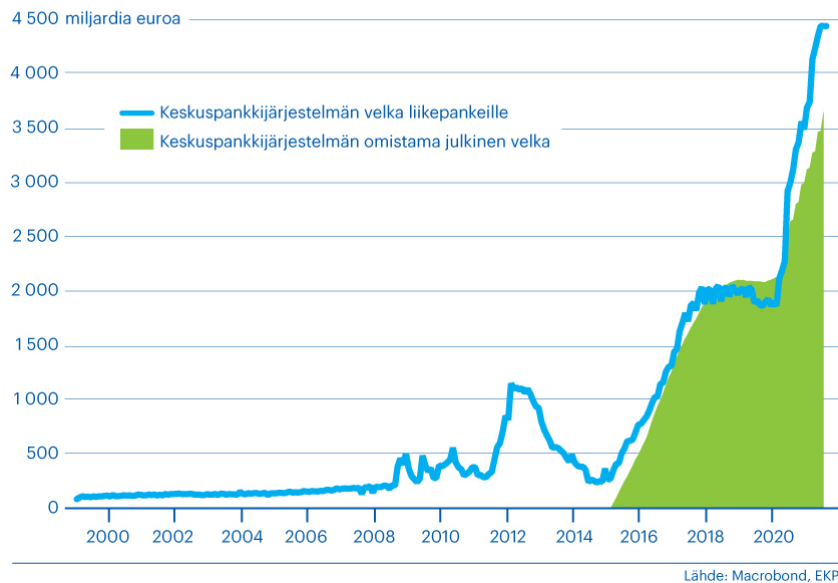
Suomen valtio omistaa Suomen Pankin, joten tässä mielessä voi todellakin sanoa, että Suomen valtio on velkaa itselleen. Suomen Pankki voi maksaa voitto-osuuksina takaisin valtiolle veloistaan saamansa korkotulot.

Toisaalta kun Suomen valtionvelan markkinakorot ovat viime vuosina olleet negatiivisia, myös Suomen Pankin valtiolainaomistuksistaan saama tuotto on ollut negatiivinen. Niinpä sen omistuksista ei näissä olosuhteissa ole ollut suurtakaan lohtua, paitsi siltä osin kuin ne ovat auttaneet painamaan valtionlainojen korkoja alemmaksi.

On joka tapauksessa harhaanjohtavaa ajatella, että julkinen velka täysin häviäisi, kun keskuspankki sitä ostaa. Jos Suomen Pankin valtiolainaomistukset lasketaan valtion omaisuudeksi, johdonmukaisuuden nimissä on myös laskettava Suomen Pankin velka valtion velaksi.

Suomen Pankki toimii muiden pankkien tapaan rahoituksen välittäjänä eikä lopullisena luotonantajana. Keskuspankki rahoittaa valtionlainostojaan luomalla uutta rahaa. Tämä raha on keskuspankin velkaa, joka näkyy keskuspankin taseessa liikepankkien omistuksessa olevina keskuspankkitalletuksina.

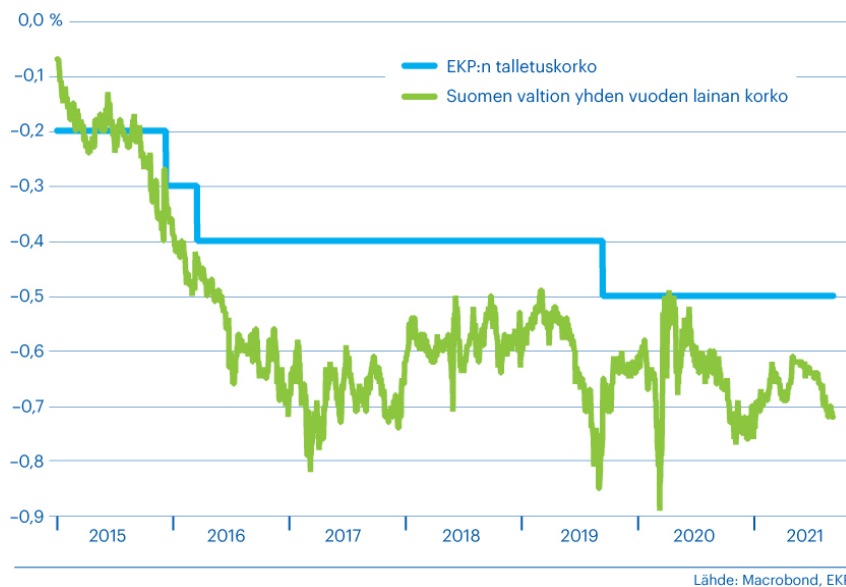
EKP:n velka on kasvanut valtiolainaomistuksia ripeämmin



Liikepankkien keskuspankkitalletukset ovat Euroopan keskuspankkijärjestelmän yhteisvastuullista velkaa. Kansalliset keskuspankit jakavat siis velanhoidon kustannukset siihen katsomatta, mihin kansalliseen keskuspankkiin talletus on tehty. Koko keskuspankkijärjestelmän kohdalla keskuspankkien velka on viime vuosina kasvanut ripeämmin kuin valtiolainaomistukset. Tämä johtuu siitä, että talouden elvyttämiseksi keskuspankit ovat valtiolainojen lisäksi ostaneet myös yrityslainoja ja kasvattaneet luotonantoaan pankeille.

Suomen julkinen velka ei siis suinkaan vähene, jos keskuspankkijärjestelmä huomioidaan osana julkista sektoria. Päinvastoin velka kasvaa, kun keskuspankin omistamia valtiolainoja jätetään pois ja keskuspankkien velka liikepankeille lisätään.

Suomen valtio saa lainaa halvemmalla kuin EKP



Suomen Pankin kautta haettu rahoitus ei myöskään ole Suomen valtiolle erityisen halpaa. Suomen Pankin maksamat talletuskorot ovat tällä hetkellä tosin reippaasti

negatiivisia. Liikepankeilta veloitetaan 0,5 prosentin korkoa niiden talletuksista keskuspankissa. Suomen valtion liikkeelle laskemien lyhytaikaisten [velkasitoumusten](#) korot ovat tänä vuonna olleet vielä alhaisempia, alle -0,6 prosenttia.

Suomen Pankin kautta otetun rahoituksen korkoa on järkevä verrata lyhytaikaisen rahoituksen korkoon, koska se määräytyy Euroopan keskuspankin talletuskoron mukaan. Keskuspankkitalletusten korko nousee välittömästi, kun Euroopan keskuspankki päättää nostaa korkoaan, eikä vasta monen vuoden viiveellä, kuten valtion velan korot yleensä.

Jos ja kun Euroopan keskuspankki jonain päivänä päättää nostaa talletuskorkoaan, Suomen Pankin velanhoidon kustannukset nousevat heti. Suomen Pankin voitto supistuu ja sen mahdollisuus tilittää valtiolle osuus voitosta heikkenee.

Suomen Pankin hallussa olevan velan korkoriski on suurempi kuin muun velan. Toisaalta keskuspankin talletuskorko ei määräydy sijoittajien luottamuksesta Suomen valtioon, mikä jonkin verran vähentää Suomen valtion velkaantumisen aiheuttamaa riskiä. Tästä kansallisten keskuspankkien velkojen yhteisvastuullisuudesta toisaalta hyötyvät ennen kaikkea velkaisimmat eurovaltiot, mikä on taas Suomen Pankille riski.

Euroopan keskuspankin rahapoliittiset päätökset vaikuttavat siihen, miten paljon julkista velkaa Suomen pankilla on taseessaan. Omistukset voivat vähentyä, jos keskuspankin neuvosto näkee vähemmän tarvetta talouden elvyttämiseen. Suomalaiset päättäjät eivät siten voi laskea sen varaan, että Suomen Pankin valtionlainaomistukset pysyvät suurina.

3.3 Keskuspankin omistaman velan mitätöinti ei auta

Suomalaisessa keskustelussa on myös esitetty, että julkista velkaantumista voitaisiin alentaa sillä, että mitätöitäisiin osa tai kaikki keskuspankin omistamista veloista. Työelämäprofessori **Vesa Vihriälä** on esimerkiksi esittänyt tätä mahdollisena ratkaisuna varmistamaan, että kaikilla eurovaltioilla olisi varaa pandemian vaatimiin julkisiin panostuksiin. (Vihriälä, VoxEU, 2020).

Julkisen talouden tilannetta ei suoraan kuitenkaan paranna se, että keskuspankki mitätöi omistamaansa velkaa, kuten Vihriäläkin toteaa. Valtioiden keskuspankeiltaan saamat tulot vähenevät yhtä paljon kuin niiden velanhoitokulut, hän toteaa.

Vaikka julkisen talouden tilanne ei paranisikaan, poliittiset päättäjät voivat toki kokea, että heillä on enemmän tilaa elvyttävään politiikkaan, kun velkoja on mitätöity. Velkojen mitätöiminen saisi eurovaltioiden julkisen velan näyttämään pienemmältä yleisesti käytetyimpien mittareiden mukaan. Myös euroalueen finanssipoliittiset säännöt viittaavat velkamittariin, joka ei sisällä keskuspankin velkaa, joten velkojen mitätöinti hivenen helpottaisi niiden asettamia rajoitteita.

Eurojärjestelmässä on myös mahdollista, että toiset maat hyötyvät toisten kustannuksella, vaikka kaikkien eurovaltioiden kohdalla nettovaikutus olisi nolla. Keskuspankkijärjestelmän kautta otetusta velasta kaikki valtiot maksavat samaa korkoa eli EKP:n talletuskorkoa. Tämä on edullista ennen kaikkea velkaantuneille eurovaltioille, kuten pandemiasta pahasti kärsiville Italialle ja Espanjalle, jotka maksavat korkeaa korkoa velanotostaan.

Toisille eurovaltioille, kuten Suomelle, keskuspankkirahoitus voi olla kalliimpaa kuin suora velanotto. Yhteisvastuullisesta velanotosta voi jäädä kustannus muille maille, jos joku valtio jättäisi velkansa hoitamatta.

Mitätöimällä valtionlainoja keskuspankki varmistaa, että keskuspankkirahoitus jää pysyväksi. Velkaantuneilla eurovaltioilla on vähemmän syytä huoleen siitä, että heidän saama hyöty keskuspankkirahoituksesta vähenee, koska keskuspankki päättäisi vähentää valtionlainaomistuksiaan.

Vihriälä näkee velkojen mitätöinnin hyötynä ennen kaikkea sen, että se nostaa inflaatiota euroalueella. Korkeampi inflaatio nakertaa julkisen velan reaaliarvoa ja helpottaa tätä kautta velkataakkaa.

Perustelu sille, että valtion velkojen mitätöiminen nostaisi inflaatiota on, että se tekee keskuspankille vaikeammaksi kiristää rahapolitiikkaa, kun talous elpyy ja inflaatio kiihtyy. Keskuspankit eivät voi ryhtyä myymään valtionlainoja lisätäkseen korkojen nousupainetta, jos ostetut lainat on mitätöity.

EKP voi kuitenkin edelleen hillitä inflaatiota normaaliin tapaan nostamalla ohjauskorkoa. Keskeinen ohjauskorko nykytilanteessa on EKP:n talletuskorko eli se korko, jota liikepankit saavat talletuksistaan keskuspankissa.

Talletuskoron nosto heikentää Euroopan keskuspankkijärjestelmän tulosta, koska se nostaa korkokuluja. Tämä negatiivinen vaikutus keskuspankin tulokseen on sitä suurempi, mitä enemmän liikepankeilla on talletuksia keskuspankissa. Talletukset pysyvät korkeina, kun keskuspankit eivät voi vetää rahaa niistä pois myymällä pankeille mitätöityjä valtionlainoja.

Koronnostojen vaikutuksella EKP:n tulokseen ei pitäisi olla vaikutusta EKP:n korkopäätöksiin. Sen tavoitteena ei ole tehdä voittoa omistajilleen, vaan huolehtia inflaatiotavoitteen saavuttamisesta. Käytännössä kuitenkin uhka tappiollisesta tuloksesta voi horjuttaa keskuspankkijohtajien päättäväisyyttä taistella inflaatiota vastaan.

3.4 Korot voivat syödä inflaation tuoman hyödyn

Ei ole kuitenkaan selvää, että korkeampi inflaatio kovin paljon helpottaisi julkista velkaantuneisuutta. Keskeinen kysymys on, miten korkeampi inflaatio vaikuttaa valtionlainojen korkoon.

Odottamaton inflaatiotous alentaa velkaantumista, koska valtionlainojen korot ovat kiinnitettyjä useaksi vuodeksi eteenpäin. Inflaation kiihtyminen muodostaa varainsiirron lainanantajilta lainanottajille.

Odotus korkeammasta inflaatiosta saa kuitenkin lainanantajat vaatimaan korkeampaa korkoa. Jos korot eivät nouse, muut sijoituskohteet, kuten kiinteistöt, joiden arvoa inflaatio ei samalla tavalla nakerra, näyttävät houkuttelevammilta kuin valtionlainat. Korkeamman inflaation tuoma helpotus jää silloin tilapäiseksi.

On jopa mahdollista, että inflaation kiihtyminen saa ajan myötä korot nousemaan enemmän kuin mitä inflaatio kiihtyy. Näin voi tapahtua, jos inflaation kiihtyminen saa lainanantajat pitämään korkosijoituksia vähemmän turvallisina sijoituskohteina.

Valtioiden mahdollisuus lainata halvalla, jopa negatiivisella korolla, perustuu lainantajien luottamukseen, että niiden saatavat ovat suhteellisen hyvin turvassa. Kun tätä luottamusta horjutetaan esimerkiksi antamalla inflaation kiihtyä, reaalikorot voivat hyvinkin nousta.

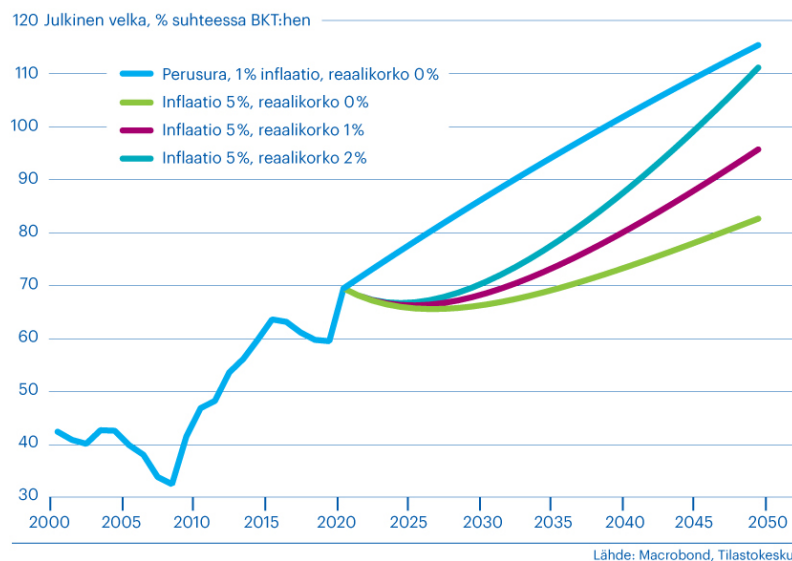
Voidaan tarkastella hypoteettisella skenaariolla, mikä vaikutus on inflaation yllättävällä kiihtymisellä viiteen prosenttiin. Ennen kiihtymistä lainantajat ovat olettaneet inflaation pysyvän prosentissa ja tyytyneet prosentin korkoon. Vaadittu reaalikorko on siis ollut nolla. Jos inflaatio olisi pysynyt odotusten mukaisena, julkinen velka olisi kehittynyt alla olevan kuvan perusuran mukaisesti

Inflaation kiihdyttyä lainantajat vaativat edelleen samaa reaalikorkoa, joten uusien valtionlainojen korko nousee 5 prosenttiin. Koska korkojen nousu ei vaikuta vanhojen lainojen korkoihin, odottamaton inflaatioesitys kääntää valtion velkaantumisen laskuun. Kun korot hiljalleen nousevat kiihtyneen inflaation mukaisesti, velkaantumisen lasku kuitenkin pysähtyy. Velka-aste palautuu entiselle kasvu-uralle, mutta jää selvästi alhaisemmalle tasolle. Inflaatioesitys on selvästi alentanut julkista velkaa.

Riskinä on kuitenkin, että lainantajat pelkäävät, että inflaation kiihtyminen ei jää kertaluonteiseksi. He eivät inflaation kiihtymisen jälkeen enää pidä valtionlainoja yhtä turvallisina sijoituskohteina ja vaativat korkeampaa reaalikorkoa. Valtiolainojen korot nousevat silloin enemmän kuin ne neljä prosenttia, joilla inflaatio on kiihtynyt.

Odottamaton inflaatio alentaa velkaa tilapäisesti

Oletus: BKT:n kasvu 1%, perusalijäämä 2%



Lyhyellä tähtäimellä reaalikorkojen nousulla ei ole suurta vaikutusta, koska se vaikuttaa ainoastaan uusien valtionlainojen korkoihin. Sitä mukaa, kun valtionlainakantaa uusitaan, velan nousu kiihtyy ripeämpään vauhtiin kuin se olisi ollut ilman inflaation kiihtymistä. Ennen pitkää velka nousee inflaatioesityksen jälkeen korkeammaksi kuin se olisi ollut ilman inflaation kiihtymistä, jos kasvava epävarmuus inflaatiosta nostaa reaalikorkoja.

Korot jäivät 1980-luvulla pitkään suhteellisen korkeiksi sen jälkeen, kun inflaatio oli kiihtynyt 1970-luvulla, vaikka inflaatio saatiinkin suhteellisen ripeästi kuriin. Tämä voi

selittyä juuri sillä, että korkean inflaation jakso oli luonut pelkoa inflaatiosta. Inflaation pelko säilyi sijoittajien mielissä pitkään sen jälkeen, kun se oli jo saatu kuriin.

Vasta-argumenttina tähän voi todeta, että keskuspankki voi halutessaan estää korkojen nousua ostamalla valtionlainoja ja pitämällä ohjauksorkoa matalalla. Keskuspankeilta ei milloinkaan lopu rahat velkojen maksamiseen, koska ne voivat kirjaimellisesti luoda lisää rahaa.

Keskuspankin kyky rahoittaa valtioita nojaa kuitenkin keskeisesti suuren yleisön luottamukseen rahan arvon vakauteen. Kun luottamus rahan arvon säilymiseen on ollut vankka, eikä rahoille ole helposti löydetty parempia sijoituskohteita, EKP:n valtionlainaostoissa luoma raha on jäänyt makaamaan myyjien pankkitileille, ja pankit ovat tyytyneet pitämään rahoja talletettuna keskuspankissa. Rahan luominen ei silloin ole luonut inflaatiota.

Jos luottamus alhaiseen inflaatioon murenee, säästäjille tulee yhä houkuttelevammaksi kuluttaa tai sijoittaa rahat johonkin arvoa säilyttävään reaalisijoitukseen. Korkeampi kulutus ja kiihtyvät investoinnit luovat silloin kasvavia inflaatiopaineita.

Jos keskuspankki yrittää jatkuvasti mitätöidä korkeampia korkoja painamalla aina vain enemmän rahaa, joudutaan kiihtyvään inflaatiokierteeseen, jossa raha menettää lopulta kaiken arvonsa. Tällöin toki julkinen velkakin häviää, mutta vauriot koko talousjärjestelmälle voivat olla niin suunnattomia, että tämä tuskin on järkevä vaihtoehto.

4 Lasku tuleville sukupolville

Nykyisen sukupolven kartuttama julkinen velka heikentää vääjäämättä tulevien sukupolvien kulutusmahdollisuuksia. Parhaassa tapauksessa, jos korot pysyvät riittävän alhaisina, velanhoidosta ei tosin synny kustannuksia, kun niitä voidaan jatkuvasti kuitata ottamalla uutta velkaa. Tässäkin tapauksessa korkeampi velka kuitenkin rajoittaa mahdollisuuksia velanottoon tulevaisuudessa ja siten köyhdyttää tulevia sukupolvia.

On viime kädessä moraalinen kysymys, miten suuri velka meillä on oikeus jättää lapsillemme. Ekonomistilla ei ole erityistä kykyä vastata tähän kysymykseen. Sukupolvien väliset tulonsiirrot ovat olleet osa Suomen yhteiskuntajärjestystä jo pitkään. Hallituksen tilaamassa talouspoliittista strategiaa pohtivassa asiantuntijaraportissa todetaan esimerkiksi:

Suomen hyvinvointivaltio ja eritoten sosiaaliturva perustuvat sukupolvien väliselle ”hiljaiselle” sopimukselle. Sen mukaan aktiivi-iässä oleva sukupolvi huolehtii lapsista ja vanhuksista, sillä oletuksella, että seuraava sukupolvi hoitaa heitä vanhuusiän koittaessa.

(Vihriälä, Holmström, Korkman, & Uusitalo, 2020)

Meidän tuleville sukupolville jättämämme velkana voidaan tietysti myös nähdä ilmakehään kertyneet kasvihuonekaasut. Näiden ilmastovaikutusten asettamien ongelmien kanssa tulevien sukupolvien on elettävä.

Velan ohella jokainen sukupolvi saa myös edelliseltä sukupolvelta varallisuutta. Tämä koostuu muun muassa edellisten sukupolvien rakentamasta yhteiskuntajärjestelmästä, infrastruktuurista, rakennuksista ja muusta pääomakannasta sekä aikaisempien sukupolvien kartuttamasta tietämyksestä ja osaamisesta.

Kun mietimme sukupolvien välistä oikeudenmukaisuutta, on syytä katsoa kokonaiskuvaa, eikä tuijottaa ainoastaan velkaa. Tulevien sukupolvien asema voi jopa parantua, jos velanotolla rahoitetaan investointeja, jotka kiihdyttävät talouden kasvua tai vauhdittavat ilmastonmuutoksen hillintää.

Kokonaisuuden pohdinta ei kuitenkaan tarkoita, että meidän ei olisi syytä huolestua tuleville sukupolville jättämistämme velasta.

Ensinnäkin kiihtynyt velanotto vain hyvin pienissä määrin heijastaa kasvaneita julkisia investointeja. Suurin osa julkisesta velanotosta on kanavoitunut kasvaviin tulonsiirtoihin ja hoitomenoihin, jotka liittyvät väestön ikääntymiseen. Siten ainakaan toistaiseksi kasvavaa velkaa ei voi perustella mittavilla panostuksilla tulevien sukupolvien saamaan perintöön.

Vaikka olemme Suomessa panostaneet hiilipäästöjemme vähentämiseen, todellisuus on, että vuosi toisensa jälkeen osallistumme ilmakehän täyttämiseen kasvihuonekaasuilla. Panostamalla päästöjen vähentämiseen ainoastaan pienemmän tuleville sukupolville jättämämme taakkaa.

Tulevien sukupolvien saama kokonaisperintöä on vaikea täsmälleen mitata, mutta se heijastuu heidän elintasossaan. Suomen itsenäisyyden aikana jokainen sukupolvi on ollut edellistä vauraampi, mikä perustuu pitkälti aikaisempien sukupolvien rakentamaan perintöön. Tämä on luonut pohjan ponnahdukselle yhä korkeammalle.

Suomessa on yleisesti pyritty tasaamaan ihmisten välisiä tuloeroja. Tämän perusteella laskun jättäminen tuleville sukupolville voi olla hyväksyttävää, jos tulevien sukupolvien elintaso on korkeampi kuin edeltävillä sukupolvilla. Velka on silloin tulonsiirto hyväosaisilta nuoremmilta sukupolvilta vanhemmille.

Julkisen velan kartuttaminen pandemia-aikana voi tällaisesta näkökulmasta tuntua hyvin perustellulta, koska tulevina vuosina suomalaisten elinolosuhteet ovat todennäköisesti paremmat kuin ankeana pandemia-aikana. Tällöin laskun siirtäminen tulevaisuuteen tasaa elinolosuhteita eri aikoina elävien välillä.

Perustelu laskun siirtämiselle tuleville sukupolville on kuitenkin nyt heikompi kuin aikaisempina vuosikymmeninä. Sen todennäköisyys on laskenut, että tulevat sukupolvet ovat merkittävästi nykyisiä sukupolvia vauraampia. Tähän suuntaan viittaa heikentynyt tuottavuuden kasvu, hoivaa tarvitsevien vanhusten väestöosuuden kasvu ja ilmastonmuutoksen tuomat haasteet.

Erityisen perusteltua on tästä näkökulmasta säilyttää ainakin julkisen talouden liikkumavara tulevia mahdollisia kriisejä ajatellen. Tulevan kriisin kärjistyminen siitä syystä, että nyt korkeasuhdanteen aikana syödään tuleva velanottovara, todennäköisesti kärjistää eri aikoina elävien välistä hyvinvointieroja.

Lähdeluettelo

- Blanchard, O. (2019). Public Debt and Low Interest Rates, Presidential Address. *American Economic Review*, Vol. 109 # 4, 1197-1229.
- ECB. (6. 09 2012). *Technical features of Outright Monetary Transactions*. Noudettu osoitteesta European Central Bank: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- Goodhart, C.;& Pradhan, M. (2020). *The Great Demographic Reversal: Ageing Societies, Waning Inequality, and an Inflation Revival*. London: Palgrave Macmillan.
- Hytönen, J.;& Tamminen, V. (2021). *Julkisen velan kehitys Suomessa ja siihen vaikuttavat tekijät, Valtiovarainministeriön julkaisuja – 2021:16*. Helsinki: Valtiovarainministeriö. Noudettu osoitteesta https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/162947/VM_2021_16.pdf
- Kanninen, T. j. (13. 4 2019). *Kestävyyssvaje johtaa talouspolitiikan harhapoluille*. Noudettu osoitteesta Palkansaajien tutkimuslaitos / Talous & Yhteiskunta 1/2019: <https://labour.fi/t&y/kestavyysvaje-johtaa-talouspolitiikan-harhapoluille/>
- Kansan Uutiset. (20. 6 2020). *Paavo Arhinmäki KU:n juhannushaastattelussa: Budjettiriihessä ei ole leikkausten aika. ”Tarvitaan toimia, joilla saadaan talous pyörimään ja sitä kautta ihmisille uskoa tulevaan”*. Noudettu osoitteesta KU: <https://www.kansanuutiset.fi/artikkeli/4277745-paavo-arhinmaki-kun-juhannushaastattelussa-budjettiriihessa-ei-ole-leikkausten-aika-tarvitaan-toimia-joilla-saadaan-talous-pyorimaan-ja-sita-kautta-ihmisille-uskoa-tulevaan>
- Lainà, P. (2. 6 2020). *Hetemäen raportti hätiköi sopeutuksen kanssa*. Noudettu osoitteesta STTK: <https://www.sttk.fi/2020/06/02/hetemaen-raportti-hatikoi-sopeutuksen-kanssa/>
- Muhonen, T. (14. 8 2021). Suomen velkaantumisen on ”yksinkertaisesti mahdottomalla uralla”, sanoo budjettipäällikkö Sami Yläoutinen. *Helsingin Sanomat*. Noudettu osoitteesta <https://www.hs.fi/politiikka/art-2000008175481.htm>
- Pekkarinen, J.;& Vartiainen, J. (1993). *Suomen talouspolitiikan pitkä linja*. Porvoo - Helsinki - Juva: WSOY / Jyväskylän Yliopisto. Noudettu osoitteesta <https://jyx.jyu.fi/handle/123456789/49561>
- Pisani-Ferry, J. (2021). *Climate Policy is Macroeconomic Policy, and the Implications Will Be Significant*. Washington DC: Peterson Institute for International Economics.
- Summers, L. H. (2014). U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound. *Business Economics*, 65-73. doi:U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the
- Suomen Pankki. (3. 8 2021). *Suomen Pankin tase*. Noudettu osoitteesta https://www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/rahalaitosten-tase-lainat-ja-talletukset-ja-korot/taulukot/rati-taulukot-fi/SP_tase_fi/
- Talouspolitiikan arviointineuvosto. (2015). *Talouspolitiikan arviointineuvoston raportti 2014*. Helsinki: Valtion taloudellinen tutkimuskeskus . Noudettu osoitteesta https://www.talouspolitiikanarviointineuvosto.fi/wordpress/wp-content/uploads/2016/05/talouspolitiikan_arviointineuvoston_raportti_2014.pdf
- Talouspolitiikan arviointineuvosto. (2017). *Economic Policy Council Report 2016*. Helsinki: VATT Institute for Economic Research. Noudettu osoitteesta

- <https://www.talouspolitiikanarviointineuvosto.fi/wordpress/wp-content/uploads/2017/01/economic-policy-council-report-2016.pdf>
- Tyson, L. &. (2017). Exploring the Effects of Technology on Income and Wealth Inequality. Teoksessa H. Boushey;& J. B. DeLong, *After Piketty: The Agenda for Economics and Inequality*, (ss. 170 - 208). Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Valtiokonttori. (13. 8 2021). *Tilastoja valtionvelasta*. Noudettu osoitteesta Valtionvelka: https://www.valtionvelka.fi/tilastot/tilastoja_valtionvelasta/#d50f88af
- Valtiovarainministeriön kansantalousosasto. (2021). *Taloudellinen katsaus kevät 2021*. Helsinki: Valtioneuvosto. Noudettu osoitteesta https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/163100/VM_2021_22.pdf
- Vihriälä, V. (15. 4 2020). Noudettu osoitteesta VoxEU: <https://voxeu.org/article/make-room-fiscal-action-through-debt-conversion>
- Vihriälä, V.;Holmström, B.;Korkman , S.;& Uusitalo, R. (2020). *Talouspolitiikan strategia koronakriisissä. Valtioneuvoston julkaisuja 2020:13*. Helsinki: Valtioneuvosto. Noudettu osoitteesta https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/162224/VN_2020_13.pdf?sequence=48&isAllowed=y