

Tulevaisuusvaliokunta 26.05.2021

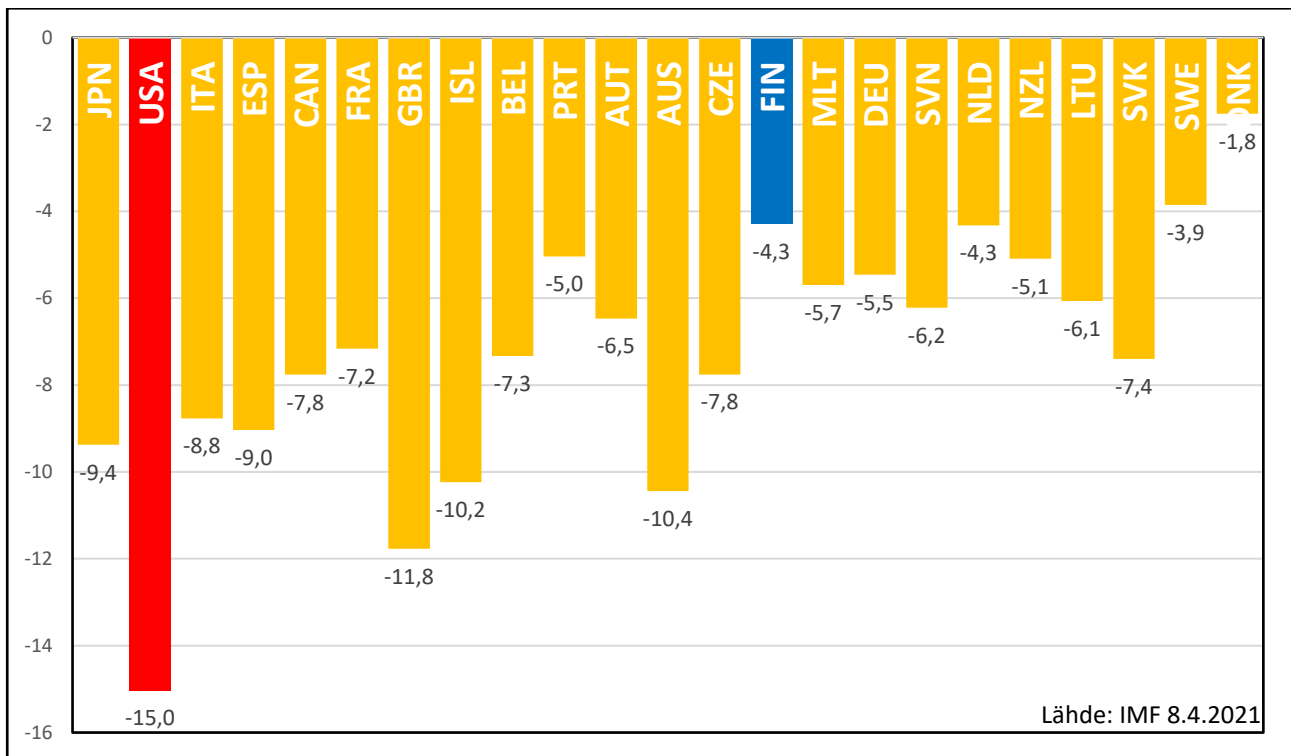
Työelämäprofessori Martti Hetemäki  
Helsinki Graduate School of Economics

### Lausunto eduskunnan tulevaisuusvaliokunnalle valtioneuvoston selonteosta julkisen talouden suunnitelmasta vuosille 2022-2025

Valtioneuvoston selonteko julkisen talouden suunnitelmasta vuosille 2022—2025 on informatiivinen kuvaus julkisen talouden tilasta ja näkymistä. Mielestäni selonteko antaa objektiivisen kuvan talouspolitiikasta sekä julkisen talouden riskeistä ja kestävydestä.

Merkittävä muutos finanssipolitiikassa on poikkeaminen valtiontalouden menokehyssäännöstä muiden syiden kuin globaalien pandemian tai suhdannekehityksen takia. Tämän poikkeamisen selonteko käy sivuilla 19-21 selkeästi läpi, mutta sille ei esitetä kunnon perusteluja. Toisaalta kansainvälisesti vertaillen Suomen julkinen velkaantuminen on yhä varsin matalaa. Sama pätee myös julkisen talouden alijäämsuhteeseen (kuvio 1). Myöskään Suomen finanssipoliittinen elvytys koronakriisin aikana ei ole ollut kansainvälisesti vertaillen erityisen suuri.

Kuvio 1. Kansainvälisen valuuttarahaston julkisen talouden alijäämä/BKT-ennuste vuodelle 2021, %



Tulevaisuusvaliokunnan työn kannalta katson, ettei lausunnossani ole tarkoituksenmukaista käsitellä rakenne- ja finanssipolitiikan yksityiskohtia tai talousnäkyviä. Sen sijaan tarkastelen julkisen talouden velkaantumiskehitystä kansainvälistä – ja erityisesti Yhdysvaltojen - finanssipolitiikan kehitystä vasten esittämällä seuraavat kysymykset:

- Mitkä tekijät ovat lisänneet julkista velkaantumista yleisesti?
- Minkälaisia riskejä julkisen velkaantumisen jatkuminen voi aiheuttaa kansainvälisesti?
- Miltä Suomen julkinen velkaantumiskehitys näyttää Yhdysvaltoihin verrattuna?

### **Mitkä tekijät ovat lisänneet julkista velkaantumista kansainvälisesti?**

Kansainvälisen valuuttarahaston mukaan kehittyneiden maiden julkinen velka/BKT oli 127 % ja niiden velan pitkä korko oli 0,5 % vuonna 2020. Vuonna 2000 vastaavat luvut olivat 68 % ja 5,2 %. Vuodesta 1880 alkavien aikasarjojen historiassa velkasuhde oli korkein ja pitkä korko oli matalin v. 2020.

Korkean velkasuhteen riskit riippuvat syistä, joiden takia se on noussut. Riskit ovat sidoksissa matalan korkotason pysyvyyteen. Riskien vakavuus riippuu siitä, minkälaisen ja miten hyvin hallittavan ketjureaktion julkisen velan koron nousu saisi aikaan. Euroalueen valtioiden velkaantumisen riskejä lisää se, ettei niillä ole itsenäisen rahapolitiikan suomaan liikkumavaraa.

On ilmeistä, että koronakriisin lisäksi matala korkotaso ja keskuspankkien valtioiden velkakirjojen osto-ohjelmat ovat jo pidempään tehneet velkaantumisen käytännössä kaikille kehittyneimmille maille aiempaa helpommaksi. Monien maiden finanssipolitiikkaan on varmaan vaikuttanut myös Yhdysvaltojen finanssipolitiikan esimerkki. Myös tunnettujen taloustieteilijöiden puheenvuoroilla lienee ollut vaikutusta siihen, että media ja kansalaiset erityisesti Yhdysvalloissa ovat muuttaneet suhtautumista velkaantumiseen.

Tunnettu taloustieteilijä ja IMF:n entinen pääekonomisti Olivier Blanchard esitti v. 2019 paljon huomiota herättäneessä tarkastelussaan, että julkisen velan koron (i) ja talouden kasvuvauhdin (g) erotuksen (i-g) ollessa negatiivinen, julkisella velkaantumisella ei periaatteessa ole rajaa. Lisäksi hän totesi, että historiassa (i-g) on yleensä ollut negatiivinen. Myöhemmin useat taloustutkijat ovat kuitenkin osoittaneet, että tästä ei kuitenkaan seuraa, ettei julkisella velkaantumisella ole rajaa.

Julkisen velan korko pysyy talouden kasvuvauhtia matalampana vain, jos julkisen velan arvostuksen ns. kuplatekijä alentaa riittävästi velan korkoa. Kuplatekijä ei kuitenkaan ole vakio, vaan se riippuu monista tekijöistä. Kuplatekijän pääsyy on julkisen velan turvallisuus ja sen mukainen likvidisyys, mikä alentaa julkisen velan korkoa.

Turvallisen velan kysyntää on lisännyt myös se, että maailmantalouden säästöt ovat tarvinneet turvallisen parkkipaikan. Ulkomaiset sijoittajat ovat kuitenkin viime vuosina vähentäneet selvästi osuuttaan Yhdysvaltojen liittovaltion velan haltijoina. Tämän voidaan tulkita merkitsevän, ettei liittovaltion velkakirjojen turvallisuus ole yhtä hyvä kuin aiemmin.

### **Miksi julkisen velkaantumisen jatkuminen voi aiheuttaa aiempaa vaikeammin hallittavan kriisin?**

Yhdysvaltojen keskuspankki Fed on ostanut viime vuoden maaliskuusta alkaen Yhdysvaltojen liittovaltion velkakirjoja karkeasti yhtä paljon kuin se oli ostanut niitä yhteensä vuonna 2008 alkaneen finanssikriisin ja viime vuoden alun välisenä aikana yhteensä. Nyt näiden ostojen tarkoituksena ei ole ollut vain likviditeetin lisääminen, vaan sen tarkoituksena on ollut myös valtion velkamarkkinan vakauden ylläpito.

Jossain vaiheessa vastaan voi tulla tilanne, jossa keskuspankki Fedin liittovaltion pitkäaikaisten velkakirjojen ostojen lisääminen ei enää laske niiden korkoja, koska tämä likviditeetin lisäys nostaa inflaatio-odotuksia. Tuo nousu voi muodostaa rajoitteen keskuspankin kyvylle kontrolloida pitkiä korkoja. On vaikea arvioida, miten lähellä ollaan tilannetta, jossa interventiot eivät laske korkoja. Paljon riippuu ulkomaisten sijoittajien halusta rahoittaa Yhdysvaltojen budjettivajeita matalalla korkotasolla.

Jos likviditeetin lisäys ja valtion velkaantuminen asettavat keskuspankin ja valtion sulautetun taseen kestävyuden kyseenalaiseksi, keskuspankin kyky käyttää rajattomia voimavarojaan valtion velan koron alentamiseksi voi hävitä. Tämä asettaa rajan valtion mahdollisuudelle velkaantua keskuspankin turvin. On kuitenkin hyvin todennäköistä, että kestävämmän julkisen velan rahoitus keskuspankin tuella nostaa

ennen pitkää pitkiä korkoja. Kun tuo raja on ylitetty, keskuspankin yritys pitää valtion velanoton hinta matalana ostamalla lisää valtion velkakirjoja vain lisäksi sijoittajien pakoa osakkeisiin ja muihin inflaatiolta suojattuihin kohteisiin.

Suurin vahinko ym. kehityksestä aiheutuisi siitä, että se tekisi kaikista nimellisarvoisista veloista riskipitoisia riippumatta velkojen luottokelpoisuudesta. Näissä oloissa yritysten ja rahoituslaitosten olisi vaikea uusia velkojaan samalla, kun keskuspankin likviditeetin lisäys kriisin patoamiseksi vain pahentaisi sitä.

Yllä kuvattua tilannetta moni pitää kuitenkin epärealistisena. He voivat viitata siihen, että toistaiseksi USA:n liittovaltion velkakirjoille ei ole löytynyt hyvää vaihtoehtoa. Sijoittajat tarvitsevat säästöilleen riittävän ison ja turvallisen parkkipaikan. Saksan valtion velkakirjat tai esimerkiksi kulta ovat tähän tarkoitukseen liian pieniä kohteita. Kehittyvien maiden valtioiden velkakirjoihin ja esimerkiksi kryptovaluuttoihin liittyy puolestaan myös paljon epävarmuutta.

Jotkut pitävät USA:n liittovaltion velkaongelmaa liioiteltuna viittaamalla Japaniin, jonka julkinen velka/BKT on n. 240 % ja julkinen nettovelka/BKT n. 140 %. OECD:n tietojen mukaan Japanin ja USA:n julkisen talouden nettovelka/BKT suhteet ovat suunnilleen samalla tasolla. Japanin julkisesta velasta kuitenkin vain hyvin pieni osa on ulkomaisilla sijoittajilla, kun taas Yhdysvalloissa tuo osuus oli 2020 lopussa noin 25 %.

Japanin julkisesta velasta keskuspankilla oli 2020 lopussa 48 %, Japanin vakuusyhtiöillä, pankeilla ja eläkerahastoilla 42 % ja vain 1 % kotitalouksilla. Eli 90 % valtion velasta oli kotimaisilla rahoituslaitoksilla. Japanin keskuspankki ja valtion eläkerahasto omistavat myös yhteensä n. 50 % Japanin pörssiyhtiöistä.

Japanin kansantalouden säästämisaste on hyvin korkea. Japanilla on myös ollut usean vuosikymmenen ajan ollut vaihtotaseen ylijäämä, kun USA:lla on ollut vaihtotaseen alijäämä. Tämä lienee tärkein syy, miksi valtion lainansaannin hinta riippuu USA:ssa Japania enemmän ulkomaisten sijoittajien luottamuksesta.

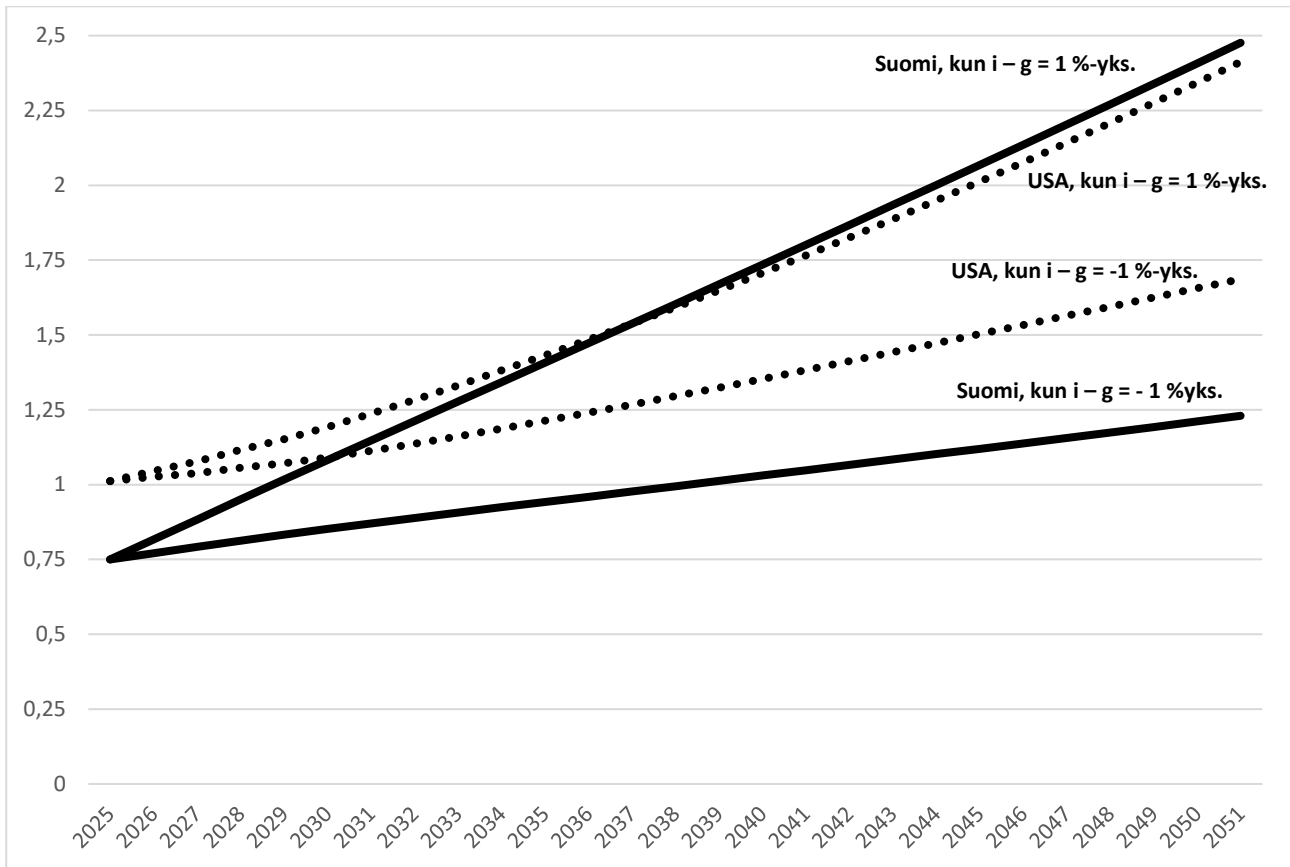
### 3 Miltä Suomen julkinen velkaantumiskehitys näyttää Yhdysvaltoihin verrattuna?

Julkisen talouden velkaantumisen vakauttava julkisen talouden perusjäämä voidaan kirjoittaa muotoon  $pb = d(i - g)/(1 + g)$ , jossa  $pb$  on julkisen talouden perusjäämä (tasapaino ilman velan korkomenoja)/BKT,  $d$  on julkinen velka/BKT,  $i$  on velan nimelliskorko ja  $g$  on BKT:n nimellinen kasvuvauhti. Velka/BKT vakautuu esimerkiksi 100 prosenttiin, jos BKT:n nimelliskasvu on 3 % ja nimelliskorko 4 % ja perusjäämä/BKT on n. 1 %. Tämä pätee myös, jos esimerkiksi reaalikasvu on 1 % ja reaalikorko on 2 %.

Suomen ja USA:n velkaskenaariot perustuvat tässä VM:n ja USA:n kongressin budjettiviraston (CBO) velka/BKT arvioihin vuodelle 2025 sekä perusjäämälle vuosille 2026-2051. Suomen julkisen velan tarkastelussa työeläkesectori rajataan ulkopuolelle, koska se ei vaikuta julkisen velan kehitykseen.

USA:n osalta tarkastelu rajoittuu liittovaltion velkaan, koska osavaltioiden perusjäämistä CBO ei laadi pitkän ajan arvioita. Yllä mainituista lähtökohdista laaditaan skenaariot, joissa velan koron ja BKT:n nimelliskasvun erotus  $(i-g)$  on -1 tai 1 %-yksikköä. Luonnollisesti  $(i-g)$ :n erotuksen suuruuteen liittyy paljon epävarmuutta molempiin suuntiin. Tulokset ovat esitetty kuviossa 1.

Kuvion 2 mukaan Suomen julkinen velka/BKT ja USA:n liittovaltion velka/BKT nousevat nykytasolta n. 250 %:iin v. 2051, kun velan nimelliskoron ja talouskasvun erotus  $(i - g) = 1$  %-yksikkö. Kun tuo erotus on  $(i - g) = -1$  %-yksikkö, Suomen julkinen velka/BKT nousee n. 125 %:iin (USA:n liittovaltion velka/BKT n. 175 %:iin). Kuvio 2 olettaa, että v. 2025 Suomen julkinen velka/BKT on 75 % ja USA:n liittovaltion velka/BKT on 100 %.

Kuvio 2. Suomen julkinen velka/BKT ja USA:n liittovaltion velka/BKT, kun  $(i - g)$  on 1 tai -1 %-yksikköä 2025 - 2051

Lähteet: Kuvio 2 olettaa, että v. 2025 Suomen julkinen velka/BKT on 75 % ja USA: liittovaltion velka/BKT on 100 %. Laskennassa Suomen valtion ja kuntien perusjäämä yhteensä/BKT 2026-2051 perustuu VM:n kansantalousosaston arvioon v. 2020 lopussa. USA:n liittovaltion perusjäämä/BKT perustuu kongressin budjettivirasto CBO:n v. 2021 alun arvioon, joka ottaa huomioon 1,9 biljoonan dollarin elvytyspaketin, mutta se ei ota huomioon USA:n infrastruktuuri-investointipaketin vaikutuksia.

## Lopuksi

Valtioiden velkakriisien reaali-taloudelliset vaikutukset ovat yleensä vakavat. Tästä huolimatta velkakriisin puhkeaminen yleensä yllättää, minkä takia ennen kriisin laukeamista harva on niistä huolissaan. Poliittinen paine estää tai on siksi pieni samoin kuin poliittinen hyöty kriisin estämisestä. Kongressiedustaja Barney Frank totesi finanssikriisin aikana, ettei ketään ole koskaan uudelleenvalittu kriisin estämisestä.

Euromaiden, Iso-Britannian ja Yhdysvaltojen julkiset taloudet olivat huonosti varautuneet koronan tapaisen kriisin kustannuksiin. Kaikki niistä eivät olisi pystyneet hoitamaan paljon pienempääkin ongelmaa ilman keskuspankin valtion velkakirjojen ostoja. Julkisen talouden puskurien riittämättömyys ei kuitenkaan päde vain koronan kaltaisiin yllättäviin tapauksiin, vaan se pätee myös väestön ikääntymiseen varautumiseen. Jos julkisen talouden velkaantuminen ja keskuspankin likviditeetin lisäys asettavat keskuspankin ja valtion sulautetun taseen kestäväyden kyseenalaiseksi, keskuspankin kyky käyttää rajattomia voimavarojaan valtion velan koron alentamiseksi voi hävitä. Tämä asettaa samalla rajan valtion mahdollisuudelle velkaantua rajattomasti lainaamalla keskuspankista.

Kun mainittu raja on ylitetty, keskuspankin yritys pitää valtion velanoton hinta matalana vain lisäksi sijoittajien pakoa osakkeisiin ja muihin inflaatiolta suojattuihin kohteisiin. Tämän politiikan suurin vahinko olisi kuitenkin siinä, että se tekisi kaikista nimellisarvoisista veloista riskipitoisia riippumatta velkojen luottokelpoisuudesta. Näissä oloissa yritysten ja rahoituslaitosten olisi vaikea uusia velkojaan, mikä aiheuttaisi helposti konkurssiaallon ja samalla myös yksityisen sektorin velkakriisin samalla, kun keskuspankin likviditeetin lisäys kriisin patoamiseksi vain pahentaisi sitä.

Julkisen velkaantumisen kestävyden arviointi on näennäisen helppoa. Siihen tarvitaan arviot vain kolmesta muuttujasta: julkisen talouden perusjäämästä (tasapaino pl. korkomenot), velan korosta ja talouden kasvusta. Kaikki nuo muuttujat riippuvat toisistaan ja lukemattomista muista muuttujista. On kuitenkin selvää, että nykyisillä historiallisen korkeilla velka/BKT tasoilla velkakestävyys riippuu kriittisesti velan koron pysymisestä matalana kuten Suomen ja Yhdysvaltojen julkisen velan/BKT skenaariot osoittavat.

Historian opetus tuntuu olevan, että valtiot velkaantuvat ennen pitkää kestävästi, jos markkinapaine ei sitä rajoita. Mitä pidempään velkaantuminen jatkuu, sitä vähemmän sitä yleensä kyseenalaistetaan. Usein esitetään uskottavan tuntuista selityksiä, miksi tällä kertaa velkaantuminen voi jatkua loputtomiin. Nyt tuo selitys tiivistyy väitteeseen, että valtio voi velkaantua ilman rajaa, kun velan korko on pienempi kuin talouden kasvuvauhti. Tuo selitys on osoitettu vaaraksi, koska velan korko sisältää vaikeasti hallittavan niin sanotun kuplatekijän, jonka suuruus riippuu luottamuksesta valtion kykyyn ja haluun hoitaa velkansa kaikissa oloissa. Historian valossa valtioiden velkajärjestelyt eivät kuitenkaan ole olleet harvinaisia.