

# Suomen ja euroalueen maiden velkaantuminen

13.11.2009

**Taloustaantuma lisää euroalueen maiden julkista velkaa nopeasti. Julkisyhteisöjen tulojen väheneminen ja suhdanteiden heikkenemisestä aiheutuva menojen kasvu, mittavat elvytystoimet ja rahoitusmarkkinoille myönnettyt tuet heikentävät julkista taloutta pitkälle tulevaisuuteen. Ilman tuntuvia vakauttamistoimia euroalueen maiden velkaantuminen tulee olemaan taloudellisesti kestäväntöntä. Vaaditut ponnistukset julkisen talouden tasapainottamiseksi ja velkaantumisen taittamiseksi ovat erittäin haasteellisia. Toistaiseksi julkisen velan kasvu ei ole merkittävästi nostanut valtioiden markkinaehtoisen rahoituksen hintaa. Jos valtionlainojen kysyntä vastaisuudessa heikkenee, valtioiden markkinaehtoisen rahoituksen hankinta joutuu koetukselle.**

Rahoitusmarkkinakriisin leviäminen ja maailmantalouden syvä taantuma ovat johtaneet euroalueen jäsenmaiden julkisyhteisöt<sup>1</sup> ja niiden harjoittaman finanssipolitiikan ennennäkemättömiin haasteisiin. Tulojen raju väheneminen ja mittavat elvytystoimenpiteet yhdessä rahoitusmarkkinoille myönnettyjen tukien kanssa kasvattavat julkisyhteisöjen alijäämiä ja velkaa nopeasti. Kun lisäksi väestön ikääntyminen alkaa vähitellen hidastaa työvoiman tarjonnan kasvua ja lisätä terveydenhoito- ja sosiaali-

<sup>1</sup> Julkisyhteisöillä tarkoitetaan valtion, osavaltioiden, paikallishallinnon (kuntien) ja sosiaaliturvavarojen (mm. eläkerahastot) muodostamaa kokonaisuutta.

turvamenoja, uhkaa myös julkisyhteisöjen pitkän aikavälin kestävyys heikentyä merkittävästi. Suuret alijäämät ja velkasuhteiden nopea kasvu asettavat Euroopan finanssipolitiikan koordinointijärjestelmän koetukselle. Vakaus- ja kasvusopimuksessa määritelty 3 prosentin viitearvo julkisen talouden alijäämälle ylittyy kaikissa euroalueen jäsenmaissa viimeistään vuonna 2010.

Julkisyhteisöjen markkinaehtoisen rahoituksen saatavuus on toistaiseksi ollut hyvä. Saatavuuteen on vaikuttanut se, että sijoittajien halu riskinottoon on vähentynyt rahoitusmarkkinakriisin seurauksena. Tilanne voi kuitenkin muuttua nopeasti. Historiallisesti alhainen valtionlainojen tuottotaso ei välttämättä houkuttele sijoittajia pitkään. Uskottava ja riittävän ajoissa toteutettu julkisen talouden tasapainotus vaikuttaisi markkinoilla vallitseviin odotuksiin, mikä olisi omiaan hillitsemään julkisyhteisöjen markkinaehtoisen rahoituksen kustannuksia.

Julkisen velan kasvun vaikutusta pitkiin korkoihin on vaikea määrittää, koska samaan aikaan kun velka on kasvanut, riskillisten omaisuuserien arvon voimakkaat heilahtelut ovat lisänneet riskittöminä pidettyjen valtionlainojen kysyntää. Kun Suomen valtion joukkovelkakirjat kilpailevat sijoittajista muiden euromaiden valtionlainojen kanssa, on kilpailussa keskeistä Suomen luottokelpoisuus muihin euromaihin nähden. Merkittävien tekijä valtion rahoituksen hinnan



*Jarno Ilves  
päädiileri  
pankkitoimintaosasto*



*Hannu Viertola  
ekonomisti  
rahapolitiikka- ja  
tutkimusosasto*

kannalta on kuitenkin yleinen korkotaso, joka määräytyy pitkälti inflaatio-odotusten perusteella.

### **Euroalueen velkaantuminen**

Euroalueen julkistalouksien kehitys alkoi heiketä rajusti vuoden 2008 loppupuolella, ja reaalityalouden taantumän syvenemisen myötä julkisyhteisöjen näkymät ovat edelleen synkentyneet vuoden 2009 aikana.

Euroopan komission syksyn ennusteen (European Economic Forecast, Autumn 2009) mukaan euroalueen julkisen talouden rahoitusaliäämä<sup>2</sup> kasvaa nopeasti vuonna 2008 nähdystä 2 prosentista 6,4 prosenttiin BKT:stä vuonna 2009 ja edelleen 6,9 prosenttiin vuonna 2010. Talouskasvun odotetun kiihtymisen myötä julkisen talouden alijäämä pienenee hieinan eli 6,5 prosenttiin vuonna 2011. Myös rakenteellinen rahoitusasema heikkenee ja on -5,3 % BKT:stä vuonna 2011.

Julkisen talouden velkasuhde<sup>3</sup> kasvaa euroalueella nopeasti: 69,3 prosentista vuonna 2008 runsaaseen 88,2 prosenttiin vuonna 2011. Velkasuhteen lähes 19 prosenttiyksikön kasvu vastaa euromääräisesti noin 1 700 miljardin euron verran uutta velkaa. Nopeimmin velkasuhde kasvaa Irlannissa, Kreikassa ja Espanjassa. Euroalueen maista vain Luxemburgin, Slovakian, Slovenian ja

<sup>2</sup> Julkisen talouden rahoitusasemalla tarkoitetaan julkisyhteisöjen tulojen ja menöjen erotusta. Rahoitusaliäämä syntyy, kun menot ovat tuloja suuremmat.

<sup>3</sup> Julkisen talouden velkasuhteella tarkoitetaan julkisyhteisöjen sulautettua bruttovelaa (EMU-velka) määrää suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Suomen velkasuhteen arvioidaan jäävän ennustejaksolla alle 60 prosenttiin BKT:stä. Julkinen velka kasvaa lähivuosina nopeasti kaikissa euromaissa, ja vain Kyproksen velkasuhteen kasvun arvioidaan jäävä alle 10 prosentin.

Nopea velkaantuminen johtuu useista eri tekijöistä. Suuren osan kasvusta selittävät verotulojen tuntuva pieneneminen ja suhdannetekijöiden vaikutus. Erityisesti yhteisöverot ja omaisuustulot ovat yritysten tulosten heikentymisen myötä pienentyneet selvästi useissa maissa. Työllisyyden heikkeneminen puolestaan vähentää palkkatuloista saatavia verotuloja. Arviolta lähes puolet euroalueen rahoitusaseman heikentymisestä aiheutuu suhdanneautomaatiikan toiminnasta. Tulojen pienenemisen lisäksi sosiaaliturvamenot ja etenkin työttömyyden hoitoon liittyvät menot kasvavat tuntuvasti taantumassa. Useat jäsenmaat ovat myös elvyttäneet talouttaan tukemalla yksityistä kysyntää ja työllisyyttä. Eurooppaneuvosto sopi joulukuussa 2008 EU-maiden elvytysohjelmasta, jonka myötä elvytyksen on tarkoitus kasvaa yhteensä 1,7 prosenttiin BKT:stä vuosina 2009–2010.

### **Velkaantuminen nopeaa myös Suomessa**

Suomen julkisyhteisöjen rahoitusasema on ollut vahva pitkään jatkuneen ripeän talouskasvun ansiosta. Valtio on lyhentänyt velkaansa lähes yhtäjaksoisesti vuosituhannen vaihteen jälkeen, ja julkisyhteisöjen velkasuhde

olikin vuonna 2008 yksi euroalueen pienimpiä. Suomessa julkinen talous on velkasuhteen pienuuden ansiosta lähtökohtaisesti paremmassa asemassa kuin monessa jo valmiiksi huomattavan velkaantuneessa jäsenmaassa.

Muun euroalueen tavoin myös Suomen julkinen talous velkaantuu lähivuosina voimakkaasti. Valtion vero- ja omaisuustulojen romahtaminen vuonna 2009 sekä suhdanneautomaatiikan aiheuttamien menojen ripeä kasvu heikentävät Suomen julkisyhteisöjen rahoitusasemaa nopeammin kuin muissa maissa. Yritysten tulosten pieneneminen, yksityisen kulutuksen supistuminen ja työllisyyden heikkeneminen sekä vuosien 2009 ja 2010 mitattavat veronkevennykset pienentävät rahoituspohjaa samalla kun menojen kasvu kiihtyy. Väestön ikääntyminen alkaa näkyä vähitellen eläkemenojen kasvuna samalla kun sosiaaliturvamenoit lisääntyvät.

Rahoitusaseman tuntuva heikentymistä muihin maihin verrattuna selittää suurelta osin se, että talouden supistuminen on ollut Suomessa keskimääräistä rajumpaa. Myös budjetin keskimääräistä suurempi suhdanneherkkyys ja varsin mittavat elvytystoimet selittävät sen, miksi rahoitusasema on heikentynyt Suomessa nopeammin kuin muissa euroalueen maissa.

Suomen Pankin syyskuun ennusteen mukaan (Euro & talous, Talouden näkymät 2/2009) julkisyhteisöjen rahoitusasema heikkenee -3,0 prosenttiin vuonna 2009 ja edelleen -5,2 prosenttiin vuonna 2010. Kun finans-

sipolitiikan ei oleteta enää kevenevän ja taloustilanne alkaa vähitellen palautua normaaliksi, julkisyhteisöjen rahoitusaseman heikkeneminen tasaantuu -5,3 prosenttiin vuonna 2011. Julkisyhteisöjen velka puolestaan kasvaa yhteensä lähes 23 prosenttiyksikköä eli 34 prosentista vuonna 2008 runsaaseen 56 prosenttiin BKT:stä vuonna 2011. Voimakkaasta velkaantumisesta huolimatta velkasuhteen arvioidaan pysyvän lähivuosina selvästi pienempänä kuin euroalueella keskimäärin. Euroopan komission ennusteet Suomen julkisyhteisöjen rahoitusaseman kehityksestä ovat lähellä Suomen Pankin arvioita, ja Suomen velkaantumismuutoksen arvioidaan olevan suunnilleen yhtä nopeaa kuin euroalueella keskimäärin.

### **Rahoitusmarkkinoihin liittyvät tukitoimet ja riskit**

Euroopan unionissa on tuettu rahoitussektoria sekä erilaisten yleistukien että suorien pääomatukien avulla. Pääasiallisia tukimuotoja ovat olleet rahoituslaitosten pääomittaminen, erilaiset valtiontakaukset ja omaisuuserien likviditeetin ja jossain tapauksissa myös niiden arvostussääntöjen helpottaminen. Yleisimpiä tukimuotoja ovat olleet valtiontakaukset rahoituslaitosten liikkeeseen laskemalle vieraan pääoman muotoiselle velalle. Rahoitusmarkkinoille onkin viimeisen vuoden aikana syntynyt käytännössä uusi sijoitusinstrumentti: valtion takaamat pankkien liikkeeseen laskemat velkakirjat. Se on ollut erittäin houkuttele-

*Suomen velkaantumismuutoksen arvioidaan olevan suunnilleen yhtä nopeaa kuin euroalueella keskimäärin.*

*Valtion lainakorot ovat laskeneet viimeisen vuoden aikana merkittävästi ja pienentäneet rahoituskustannuksia.*

va sijoituskohte, sillä siinä yhdistyvät valtion pieni luottoriski ja valtionlainoja parempi tuotto. Valtion takaa-amat pankkien velkakirjat tuottivat alkuvaiheessa sijoittajille käytännössä riskittömän yli puolen prosenttiyksikön lisätuoton perinteisiin valtionlainoihin nähden. Sijoituskohte sai sijoittajien välittömän hyväksynnän. Samaan aikaan valtionlainoihinkin virtasi runsaasti pääomia riskipitoisimmista sijoituksista. Tämän seurauksena valtion lainakorot ovat laskeneet viimeisen vuoden aikana merkittävästi ja pienentäneet valtioiden rahoituskustannuksia. Valtion takaa-amia lainoja liikkeeseen laskeneiden pankkien kannalta kyseessä on ollut kuitenkin kallis varainhankinnan keino, koska valtion takaus aiheuttaa pankeille kustannuksia. Pankit ovatkin pyrkineet mahdollisuuksien mukaan pois valtion takauksien käytöstä.

Elokuun 2009 lopussa suurimmat hyväksytyjen tukitoimien enimmäisvastuut BKT:hen suhteutettuna olivat Euroopan maista Tanskalla (265 % BKT:stä) ja Irlannilla (175 % BKT:stä). Näistä Irlannin tukitoimien enimmäisvastuut ovat jo täysin käytössä, kun taas Tanska on käyttänyt tässä vaiheessa määrän, joka vastaa vain 5:tä prosenttia sen BKT:stä. Yleisesti ottaen niillä mailla, joilla on suuri pankkisektori, on luonnollisesti myös eniten siitä johtuvia vastuita. Suomen pankkisektori on pieni talouden kokoon nähden, eikä käytössä ole valtion tukitoimia pankkisektorille, mikä helpottaa Suomen asemaa tulevaisuudessa.

## **Velkaantuminen kestävämmällä uralla**

Julkisen talouden velkasuhde on usein hyödyllistä jakaa osiin, kun halutaan selvittää velkaantumiseen vaikuttavia tekijöitä. Velkasuhteen muutokseen vaikuttavat perusjäämän ohella ns. lumipallovaikutus ja varanto-virtavaikutus. Lumipallovaikutus muodostuu kolmesta eri tekijästä: Kasvun vaikutus liittyy siihen, mikä osuus velan kasvusta aiheutuu kokonaistuotannon muutoksista. Julkisen velkasuhteen muutosta selittävät myös korkomenot ja inflaatio. Varanto-virtaerä on rahoitusaseman ja velkasuhteen muutoksen erotus. Siinä näkyy esimerkiksi rahoitusmarkkinoille myönnettyjen tukitoimien vuoksi otettu julkinen velka. Suomen suurta varanto-virtaerää puolestaan selittävät eläkerahastojen sijoitukset.

Julkisessa velkaantumisessa keskeinen tekijä on perusjäämä, joka saadaan, kun julkisen talouden rahoitusasemasta poistetaan velan hoidosta aiheutuvat korkomenot. Jotta julkisen talouden velkaantuminen on kestävä, tulee julkisen talouden perusjäämän olla vähintäänkin korkomenojen verran ylijäämäinen, jolloin velan korkokustannukset on mahdollista hoitaa ilman lisävelanottoa ja velkaantumiskierrettä.

Keskeinen tekijä euroalueen maiden julkisen velan kasvussa vuosina 2007–2011 on perusalijäämän suureneminen (taulukko), mikä selittää lähes puolet keskimääräisen velkasuhteen kasvusta. Erityisen suuri vaikutus perusalijäämän kasvulla on talousvaikeuksissa olevassa Irlannis-

sa. Myös Kreikassa ja Espanjassa perusalijämällä on merkittävä vaikutus velkasuhteen kasvuun. Suhdannetekijä näyttäisi olevan useimmissa euroalueen maissa suhteellisen pieni. Suurin osa vuosien 2007–2011 velkaantumisen kasvusta näyttää siis olevan rakenteellista, toisin sanoen suhdanteista riippumatonta. Toinen merkittävä tekijä euroalueen runsaan 22 prosenttiyksikön velkasuhteen suurenemisessa on korkomenojen kasvu. Korkomenojen vaikutus velkasuhteen kasvuun on erityisen suuri voimakkaasti velkaantuneissa maissa kuten Kreikassa ja Italiassa.

Lumipallovaikutusta pienentää etenkin inflaatio, jonka vaikutus velkasuhteen kasvussa onkin lähes jokaisessa euroalueen jäsenmaassa negatiivinen. Hidas talouskasvu suurentaa jonkin verran velkasuhdetta. Euroalueen nimellisen BKT:n raju supistuminen vuonna 2009 nostaa velkaastetta niin voimakkaasti, ettei euroalueen talouden kasvun käynnistymisen vuosina 2010 ja 2011 riitä muuttamaan kasvun vaikutusta positiiviseksi eli toisin sanoen pienentämään velkasuhdetta. Suurin osuus lumipallovaikutuksesta selittyy sillä, että voimakas velkaantuminen kasvattaa

Taulukko.

Velkasuhteen muutoksen hajotelma									
% BKT:stä	Velkasubde		Velkasuhteen muutos 2007–2011	Vaikutus velkasuhteen muutokseen vuosina 2007–2011					
	2007	2011		Suhdannekomponentti	Perusjäämä	Ns. lumipallovaikutus			Varantovirta
						Korkomenot	Kasvu	Inflaatio	
Belgia	84,2	104,0	19,7	3,1	2,9	15,8	-0,2	-5,6	6,8
Saksa	65,0	79,7	14,7	2,4	1,8	11,1	0,6	-2,5	3,7
Irlanti	25,1	96,2	71,1	8,2	38,4	10,6	3,2	1,1	17,8
Kreikka	95,6	135,4	39,9	1,0	24,2	21,2	-1,2	-9,2	4,9
Espanja	36,1	74,0	37,8	3,5	25,8	8,8	1,0	-2,1	4,3
Ranska	63,8	87,6	23,8	3,3	16,2	11,4	-0,9	-5,1	2,3
Italia	103,5	117,8	14,3	4,0	-1,4	19,8	3,9	-9,6	1,5
Luxemburg	6,6	17,7	11,1	5,8	6,1	2,2	0,1	-1,1	3,9
Alankomaat	45,5	69,7	24,2	2,8	6,3	9,4	0,7	-3,3	11,1
Itävalta	59,5	77,0	17,6	2,2	3,9	11,6	-0,6	-4,0	6,6
Portugali	63,6	91,1	27,5	3,9	15,0	12,4	0,9	-3,5	2,8
Slovenia	23,3	48,2	24,8	1,8	15,5	6,6	-0,3	-2,7	5,8
Suomi	35,2	52,7	17,6	4,6	1,5	5,7	1,0	-2,7	12,0
Malta	62,0	72,5	10,5	-0,1	4,7	13,2	-1,5	-5,7	-0,3
Kypros	58,3	63,4	5,1	-0,2	4,9	9,3	-2,6	-6,2	-0,3
Slovakia	29,3	42,7	13,4	-1,0	14,9	5,3	-1,7	-4,1	-1,0
EU16	66,0	88,2	22,3	3,2	9,2	12,5	0,7	-4,4	4,2

Lähde: Euroopan komissio.

*Euroalueen julkisen talouden vakauttaminen vaatii ennakoitua vahvempaa perusrahoitusasemaa.*

korkomenoja. Laskelmiin sisältyy meneillään olevan taantumun vuoksi poikkeuksellisen paljon epävarmuutta, ja laskelmat saattavat muuttua paljonkin, kun esimerkiksi arviot potentiaalisen tuotannon menetyksistä ja suhdannetekijöiden vaikutuksista tarkentuvat.

Euroalueen julkisen talouden vakauttaminen ja velkaantumisen palauttaminen kestäväälle tasolle vaativat huomattavasti vahvempaa perusrahoitusasemaa tulevina vuosina kuin tämän hetken arvioissa on esitetty. Komission mukaan euroalueen velkasuhteen palauttaminen Euroopan finanssipolitiikan sääntöjen mukaiseksi vuoteen 2020 mennessä vaatisi keskimäärin 5,5 prosentin perusylijäämää. Tämä tarkoittaisi kumulatiivisesti yli 8 prosenttiyksikön perusjäämän vahvistumista vuosina 2011–2015. Vuosittaisen julkisen talouden vahvistumisen pitäisi näin ollen olla yli 1½ % suhteessa BKT:hen.

### **Liiallinen velkaantuminen heikentää Euroopan finanssipolitiikan sääntöjen uskottavuutta**

Vakaus- ja kasvusopimuksen mukaan EU-jäsenmaiden tulee välttää liiallisia julkisen talouden alijäämiä. Lisäksi vakaus- ja kasvusopimuksen tavoitteena on terve julkinen talous, jolla pyritään vahvistamaan hintavakauden edellytyksiä ja saavuttamaan uusien työpaikkojen syntyä edistävä vahva ja kestävä talouskasvu.

Sopimuksen sääntöjen mukaan jäsenmaiden julkisen talouden alijää-

mä ei saa ylittää 3:a prosenttia suhteessa BKT:hen. Velkasuhde voi kuitenkin poikkeuksellisesti olla suurempi kuin 60 % BKT:stä, kunhan se lähestyy viitearvoa riittävän ripeästi. Mikäli julkisen talouden alijäämä ylittää 3 prosentin viitearvon, jäsenmaahan sovelletaan liiallisen alijäämän menettelyä, jolloin maan on viipymättä ryhdyttävä korjaaviin toimenpiteisiin alijäämän pienentämiseksi. Vakaus- ja kasvusopimus sallii kuitenkin 3 prosentin viitearvon tilapäisen ylittymisen poikkeuksellisissa olosuhteissa, jolloin tasapainottamisen aikaväliä voidaan tarvittaessa pidentää. Rahoitusmarkkinakriisiä ja sen laukaisemaa reaalityn syvää taantumaa voidaan epäilemättä pitää poikkeuksellisina.

Liialliset alijäämät ovat kuitenkin useissa jäsenmaissa huomattavia viime vuosien löysän finanssipolitiikan vuoksi. Tällä hetkellä euroalueen 16 jäsenmaasta 13:een sovelletaan liiallisen alijäämän menettelyä<sup>4</sup>. Näillä näkymin vain Suomi, Luxemburg ja Kypros alittavat 3 prosentin viitearvon vuonna 2009. Maiden lukumäärä tulee entisestään lisääntymään, sillä kaikkien euroalueen maiden arvioidaan ylittävän viitearvon joko vuonna 2009 tai viimeistään vuonna 2010.

Euroopan finanssipolitiikan säännöissä on asetettu tavoitteet myös keskipitkän aikavälin rakenteelliselle rahoitusasemalle, jotta julkisen talouden keskipitkän aikavälin kestä-

<sup>4</sup> Jäsenmaat ovat Kreikka, Espanja, Ranska, Irlanti, Portugali, Italia, Malta, Belgia, Saksa, Alankomaat, Itävalta, Slovenia ja Slovakia.

vyys voitaisiin turvata. Mikäli jäsenmaa erkanee keskipitkän aikavälin rahoitusasemaa koskevasta tavoitteestaan, tulisi sen säännön mukaan vahvistaa julkisen talouden rakenteellista rahoitusasemaa vähintään 0,5 % BKT:stä vuosittain.

Komission keskipitkän aikavälin laskelmien mukaan puolen prosentin suuruinen rakenteellisen rahoitusaseman vahvistuminen ei riittäisi palauttamaan velkaantumista vakaus- ja kasvusopimuksen edellyttämälle tasolle ensi vuosikymmenen loppuun mennessä. Tavoitteen saavuttaminen edellyttäisi, että rakenteellista rahoitusasemaa vahvistettaisiin vuosittain huomattavasti enemmän. Kehitys kuitenkin vaihtelee maittain selvästi, ja raskaasti velkaantuneissa jäsenmaissa vaadittaisiin merkittävästi suurempia ponnistuksia julkisen talouden tasa-painottamiseksi. Varsinkaan korkeasti velkaantuneessa Kreikassa ja talouskriisissä olevassa Irlannissa julkisen talouden kestävyys ei näillä tavoitteilla parantuisi juurikaan ja velkaantuminen jatkuisi edelleen nopeana.

### **Velanhallinta euroalueen maissa**

Valtiot hankkivat rahoitusta pääasiassa laskemalla liikkeeseen joukkovelkakirjalainoja. Noin 98 % euromaiden valtionvelasta on euromääräistä. Suomen valtionvelan valuuttajakauma on muihin euro-maihin nähden hieman enemmän hajautunut: vajaa 94 % valtionvelasta on euromääräistä. Muina valuuttoina otettujen lainojen

valuuttakurssiriskin Suomi on viime vuosina suojannut.

Suomessa ja muissa euromaissa lainanoton pääpaino on yleensä pitkäaikaisessa rahoituksessa, vaikka velanoton maturiteetti vaihtelee valtioittain. Tämä pienentää lainojen uudelleenrahoitukseen liittyviä riskejä ja tasoittaa jälleenrahoitusta pidemmällä aikavälillä. Lyhytaikaista rahoitusta valtiot hankkivat pääasiassa likviditeetin hallinnan tarpeisiin. Suomen valtionvelasta viitelainojen osuus oli syyskuussa 2009 noin 80 % ja lyhytaikaisten valtion velkasitoumusten osuus vajaa 10 %. Loput vajaa 10 % koostui muun muassa muista yleisöobligaatioista ja tuotto-obligaatioista.

### **Luottokelpoisuus ja likviditeetti keskeisiä valtion velanhoidon kannalta**

Yksittäisen valtion rahoitusmahdollisuuksiin ja rahoituksen hintaan vaikuttavat useat tekijät. Tärkeimpiä ovat liikkeeseenlaskijavaltion luottokelpoisuus ja talousnäkömät, liikkeessä olevien joukkovelkakirjojen määrä, maantieteellinen sijainti ja liikkeeseenlaskujen frekvenssi eli uusemissioiden lukumäärä. Euroalueella etenkin rahoituksen saatavuuden, mutta josain määrin myös hinnan kannalta on keskeistä maan luottokelpoisuus muihin euromaihin nähden. Yksittäinen sijoittaja tyypillisesti suuntaa tietyn ennalta määrätyn osuuden sijoitustaan euromaiden valtionlainoihin. Tässä sijoittajan allokaatiopäätöksessä

*Rahoituksen  
saatavuuteen  
vaikuttaa eniten  
luottokelpoisuus.*

Suomen valtionlainat kilpailevat muiden euromaiden kanssa, eivät niinkään muun maailman valtioiden tai muiden sijoitusinstrumenttien kanssa.

Rahoituksen saatavuuteen vaikuttaa eniten maan luottokelpoisuus. Suomen luottokelpoisuus on ollut jo vuosia erittäin hyvä. Suomella on luottoluokitukset kolmelta luottoluokituslaitokselta: Fitch Ratingsiltä, Moody'silta ja Standard&Poor'silta. Kaikki kolme luokituslaitosta ovat vahvistaneet Suomen valtionvelalle parhaan mahdollisen luokituksen. Pitkäaikaisen velan luokitukset ovat AAA, Aaa ja AAA. Muista euromaista myös Saksalla, Ranskalla, Hollannilla ja Itävallalla on korkein luottoluokitus. Suomen valtion hyvää luottokelpoisuutta ovat pitäneet yllä useat tekijät, kuten pitkäjänteinen finanssipolitiikka ja vakaat talouden rakenteet, pieni velka suhteessa BKT:hen ja viimeisimpänä valtion myöntämien takausvastuiden vähäinen määrä. Korkein AAA-luottokelpoisuus on tärkeä erityisesti rahoituksen saatavuuden kannalta. Suurten institutionaalisten (mm. eläkerahastot) sijoittajien allokaatiossa niillä sijoituskohteilla, joilla on AAA-luottoluokitus, on tyypillisesti erityisasema. Näihin sijoituskohteisiin suunnataan yleensä merkittävä osa varoista, millä on merkitystä erityisesti pienille valtioille, kuten Suomelle.

Vaikka tällä hetkellä rahoituksen saatavuus on hyvä, euromaiden luottokelpoisuuden erot näkyvät niiden rahoituskustannuksissa. Luottoluokituksen vaikutus rahoituksen hintaan

vaikuttaa olevan normaalitilanteessa ja etenkin vähemmän velkaantuneilla mailla suhteellisen pieni. Ennen rahoituskriisiä euroalueen yleinen korkotasoli eli Saksan valtionlainan korko, määritteli lähes kaikkien euromaiden valtionvelastaan maksaman hinnan. Poikkeamat tästä korkotasosta olivat pieniä. Rahoituskriisin seurauksena korkoerot ovat kuitenkin leventyneet. Sijoittajat ovat heränneet vaatimaan lisää kompensatiota (riskipreemiota) heikompien euromaiden aiheuttamasta lisäriskistä. Merkittäviltä osin tämäkin korkoerojen laajeneminen johtui yksittäisistä ilmiöistä. Esimerkiksi Latvian taloustilanteen kriisiytyminen johti epäilyksiin myös Itävallan ja Ruotsin pankkijärjestelmien kestävydestä. Tämän vuoksi euroalueen reunavaltioiden riskipreemiot kasvoivat. Esimerkiksi Kreikan valtion riskipremio oli suurimmillaan vuodenvaihteessa 2008–2009, jolloin markkinakorosta noin 20 % oli riskipreemiota ja vajaa 80 % yleistä korkotasoa. Rahoitusmarkkinakriisin hellitettyä osaa markkinalikviditeetistä on kuitenkin hakeutunut paremman tuoton perässä reunavaltioiden velkakirjoihin ja pienentänyt riskipreemiot lähemmäksi kriisiä edeltäneitä tasoja.

Luottokelpoisuuden lisäksi rahoituksen hintaan ja saatavuuteen vaikuttaa liikkeeseenlaskijan lainojen liikkeessä oleva määrä eli lainojen likviditeetti. Mitä enemmän maa on laskenut lainoja liikkeeseen, sitä parempi likviditeetti lainojen jälkimarkkinoilla yleensä on. Edelleen, mitä parempi likviditeetti lai-



noilla on, sitä suuremman osuuden sijoittajat niihin tyypillisesti suuntaavat. Likviditeetti lisää lainojen kysyntää ja laskee niistä maksettavaa korkoa. Suurempi velkamäärä saattaa siis paradoksaalisesti laskea valtion lainanhoidostaan maksamaa hintaa edellyttäen kuitenkin, että julkisen talouden arvioidaan olevan pitkällä aikavälillä tasapainossa.

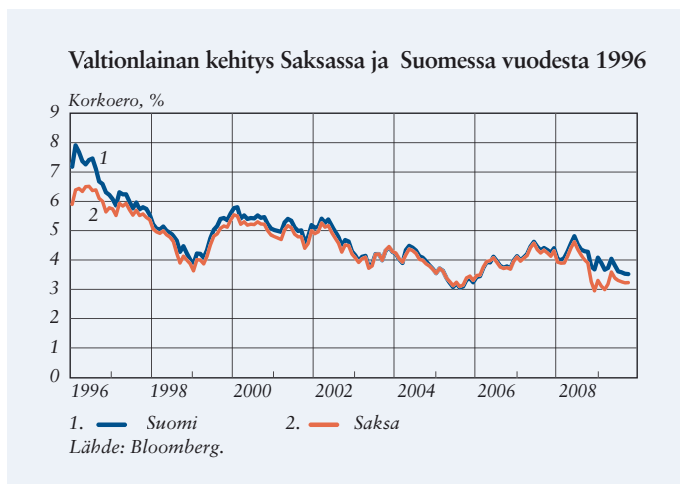
Velkakirjaindeksit muodostetaan osakeindeksien lailla yleensä markkina-arvoperusteisesti, mikä myös antaa etua velkaantuneille maille. Kun osakeindekseissä osakkeen hinnan nousu kasvattaa sen osuutta, velkakirjaindeksissä indeksiosuutta suurentaa velan määrä. Mitä enemmän maalla toisin sanoen on lainaa, sitä suurempi sen paino on indeksissä ja sitä enemmän sijoitukset suuntautuvat kyseisen maan velkakirjoihin.

Likviditeetin vaikutus rahoituksesta maksettavaan hintaan näkyy kuviossa 1. Kuviossa Saksalla ja Suomella on paras luottokelpoisuus (AAA). Saksan rahoituksestaan maksama hinta on kuitenkin selvästi alhaisempi kuin muiden maiden. Myös luottokelpoisuudeltaan (AA+) heikompi Espanja pärjää suuremman markkinaosuuden ja paremman likviditeetin ansiosta hyvin hintavertailussa Suomen kanssa. Italia (A+, Aa2, AA-) maksaa velastaan lisähintaa Suomeen verrattuna likimain yhtä paljon kuin Suomi suhteessa Saksaan. Finanssikriisin seurauksena eri euro maiden rahoituksestaan maksamat hinnat ovat eronneet toisistaan huolimatta korkeimmasta luottokelpoisuudesta (kuvio 2). Keskuspankkikorko-

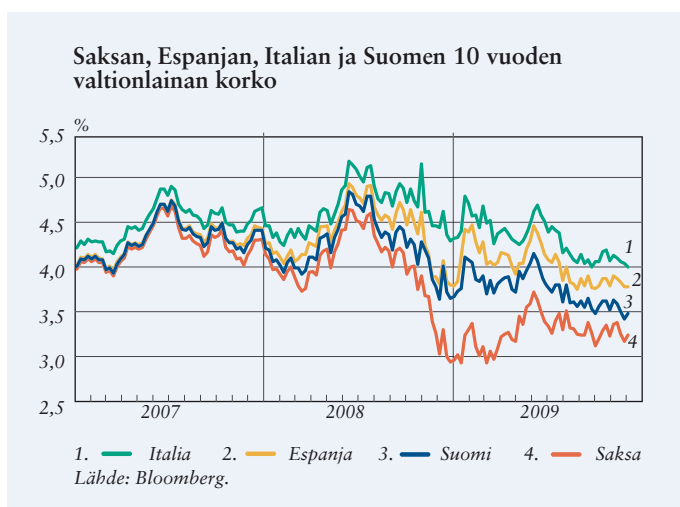
jen laskun ansiosta kaikkien jäsen maiden maksamat korot ovat laskeneet, mutta Saksan korko on laskenut selvästi muita enemmän.

Luottokelpoisuuden ja likviditeetin vaikutukset valtion velan hintaan ovat selkeät, mutta ne eivät kuitenkaan ole tärkein hintaa selittävä tekijä. Tärkein tekijä valtionvelan hinnassa on yleinen korkotaso (kuvio 2).

Kuvio 1.



Kuvio 2.



*Keskuspankkien markkinoille tarjoama likviditeetin lisäys on osaltaan kasvattanut euroalueen reunavaltioiden velkakirjojen kysyntää.*

Rahoituskriisin ja sitä seuranneen reaalitalouden taantumun vuoksi keskuspankit ovat laskeneet kehittyneissä maissa ohjauskorot lähelle nolaa. Kun lisäksi pitkät korot ovat laskeneet, myös valtioiden rahoituksestaan maksama hinta on laskenut.

Julkisen talouden velkaantumisen vaikutusta korkotasoon on vaikea arvioida. Syynä tähän on pääosin se, että valtion joukkovelkakirjalainojen kanssa vaihtoehtoisten sijoituskohteiden hintavaihtelut ovat olleet samaan aikaan historiallisen suuria. Tämä puolestaan on kasvattanut voimakkaasti pääomavirtoja turvallisina pidettyihin valtionlainoihin. Lisäksi keskuspankkien markkinoille tarjoama likviditeetin lisäys on osaltaan kasvattanut myös euroalueen reunavaltioiden velkakirjojen kysyntää.

Viime aikoina pitkien ja lyhyiden korkojen välinen ero on kasvanut ja kiinnostus inflaatiosuojattuihin valtionlainoihin on elpynyt. Valtionlainojen kysyntä saattaa kuitenkin vähentyä, koska niiden tuotto on historiallisen pieni ja sijoittajien halu riskinottoon yleensä kasvaa talouden toipumisen myötä. Lisäksi korkoerot luottokelpoisuudeltaan heikoimpien ja parhaimpien euromaiden välillä voivat kasvaa paljonkin, kun markkina-likviditeetti vähitellen normalisoituu.

### **Julkisen talouden tasapainottaminen haasteellista**

Globaalin rahoitusmarkkinakriisin ja siitä seuranneen syvän taantumun vuoksi finanssipolitiikka on joutunut

erittäin suurten haasteiden eteen, ja julkisen talouden suurimmat ongelmat ovat vasta edessäpäin. Euroalueen jäsenmaiden nopea ja päättäväinen eteneminen julkisen talouden tasapainottamisessa onkin keskeistä koko euroaluetta ajatellen. Liiallisen velkaantumisen aiheuttamien ongelmien vuoksi on sovittu, että finanssipolitiikkaa kiristetään heti talouden taantumun syvimmän vaiheen mentyä ohitse. Kaikkien euroalueen maiden olisi pidettävä vähimmäisvaatimukseksi Ecofin-neuvoston viimeaikaisia päätelmiä, joiden mukaan julkisen talouden vakauttamistoimet on aloitettava viimeistään vuonna 2011 ja rakenteellista rahoitusasemaa on vahvistettava vuosittain selvästi enemmän kuin 0,5 % suhteessa BKT:hen. Useissa euroalueen jäsenmaissa on selvästi riittämätöntä pysäyttää velkaantuminen Euroopan finanssipolitiikan sääntöjen mukaisesti.

Julkisen talouden tasapainottaminen ei myöskään saa riippua talouskasvusta. Poikkeuksena voidaan kuitenkin pitää tilannetta, jossa uuden syvän taantumun riski on erittäin suuri. Erityisen ongelmalliseksi tilanne muodostuu, mikäli talouden taantuma syvenee edelleen tai pitkityy. Finanssipolitiikalla pitäisi voida elvyttää taloutta julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyyttä vaarantamatta.

Vaikka on ennenaikaista julistaa taantuma päättyneeksi, maailmantalouden näkymät näyttäisivät vakiintuneen kevään jälkeen ja riskit taan-

tuman syvenemisestä ovat vähentyneet selvästi tuotannon supistumisen pysähdyttyä. Myös euroalueella merkit siitä, että talous alkaisi kasvaa, ovat lisääntyneet finanssipoliittisten tukiohjelmien myötävaikutuksella ja rahoitusmarkkinoiden toiminta on vähitellen palautumassa normaaliksi siihen suunnattujen tukitoimien myötä. Toisaalta rahoituslaitoksille myönnettyjen vakuuksien vuoksi epävarmuus julkisen talouden kehityksestä säilyy pitkälle tulevaisuuteen, vaikka tukitoimien kustannukset näyttävätkin jäävän pelättyä pienemmiksi. Julkisen talouden tasapainottamista helpottaisi elvytystoimien päättyminen vuoteen 2011. Tosin vain osa toteutetuista elvytystoimista on väliaikaisia, ja monissa maissa toimenpiteet ovat rakenteellisia, esimerkiksi pysyviä veronalennuksia.

Euroopan komission laskelmiin nojautuvien perusjäämien tarkastelu osoittaa, että euroalueen velkaantuminen on kestänyt. Julkisen talouden kestävyys on heikentynyt pitkäksi aikaa, ja finanssipoliittikan liikkumavara on vähentynyt selvästi. Jos uusi taantuma yllättää, edellytykset aktiiviseen finanssipoliittikkaan ovat heikentyneet oleellisesti. Euroalueen perusrahoitusaseman odotettu kehitys lähivuosina viittaa siihen, että julkisen talouden tasapainotus tarvitsee lähitulevaisuudessa erittäin voimakkaita toimia. Mitä myöhempään vaiheeseen julkisen talouden tasapainottaminen lykätään, sitä suurempia ponnistuksia tarvitaan velkaantumi-

sen palauttamiseksi kestäväälle tasolle. Julkisen talouden tasapainottaminen tulee olemaan myös poliittisesti haastavaa, ja se myös asettaa monet maat vaikean tilanteen eteen. Ongelmaa kärjistää myös se, että ikääntyminen alkaa vähitellen kasvattaa rakenteellisia (pysyviä ja suhdanteista riippumattomia) julkisia menoja ja talouskasvu uhkaa jäädä pysyvästi alemmalle tasolle.

Julkisen talouden alijäämän ja velan suuruus voi hankaloittaa yhteisen rahapolitiikan tehtävää, hintavakauden ylläpitämistä. Kun julkisen talouden tasapainottaminen aloitetaan riittävän ajoissa, myös inflaation riski vähenee. Hintavakauden säilyminen puolestaan antaa enemmän tilaa kasvua tukevalle rahapolitiikalle, jolloin julkisen talouden tasapainottamisesta johtuvat haitat talouskasvulle jäävät vähäisemmiksi. Kun korot ennen pitkää nousevat poikkeuksellisen alhaiselta tasolta, vähenee elvyttävän finanssipoliittikan teho olennaisesti. Inflaation kiihtyminen ja rahapolitiikan kiristyminen kasvattaisivat myös julkisyhteisöjen velkaantumisen kustannuksia, jolloin monet euroalueen jäsenmaat joutuisivat aikaisempaakin huonompaan asemaan.

Periaatteessa julkisen velkasuhteen kasvun pysäyttämiseen on kaksi tapaa: on saatava aikaan riittävä talouskasvu tai on kiristettävä finanssipoliittikkaa. Finanssipoliittikkaa puolestaan voidaan kiristää veroja korottamalla tai menoja vähentämällä. Useimmissa maissa potentiaalisen

*Hintavakauden säilyminen antaa tilaa talouskasvua tukevalle rahapolitiikalle.*

tuotannon heikkeneminen on kasvat-  
tanut julkisen talouden kokoa samal-  
la kun menot ovat lisääntyneet  
nopeasti. Jotta julkisen talouden vel-  
kaantuminen saataisiin palautettua  
lamma edeltäneelle tasolle, tarvitaan  
todennäköisesti sekä veronkorotuksia  
että menojen leikkauksia. Aikaisem-  
mat kokemukset osoittavat, että julkis-  
ten menojen leikkaaminen tukee kas-  
vua enemmän kuin verojen korotus.  
Veroasteen tuntuva nostoa puoles-  
taan hankaloittaa se, että verotuksen  
kiristymisen on todettu rajoittavan  
taloukasvua. Myös rakenteellisia  
uudistuksia voidaan käyttää, ja kan-  
salliset finanssipolitiikan säännöt ovat  
osoittautuneet tehokkaaksi välineeksi  
rajoittaa menojen kasvua. Mitä myö-  
hempään ajankohtaan rakenteelliset  
uudistukset lykätään, sitä vaikeampi  
niitä on poliittisesti toteuttaa.

Euroalueen julkisen velan nopean  
kasvun pysäyttäminen finanssipoli-  
tiikkaa kiristämällä vaatii vahvaa  
poliittista sitoutumista ja uskottavia,  
riittävän ajoissa tehtyjä suunnitelmia.  
Myös julkisen talouden tasapainotta-  
mista koskevalla viestinnällä on tär-  
keä rooli kotitalouksien ja yritysten  
odotusten muodostajana. Julkisen  
talouden riittävän ajoissa toteutettu  
vakauttaminen kansallisesti ja sen  
koordinointi EU-tasolla vähentävät  
riskiä, että tasapainottamisesta aiheu-  
tuu toisille jäsenmaille haitallisia  
ulkoisvaikutuksia, sekä lisäävät poliit-  
tista sitoutuneisuutta ja koko finanssi-  
politiikan uskottavuutta. Myös epä-  
varmuus taloudessa vähenee.

Ilman uskottavaa ja vahvaa  
poliittista sitoutumista julkisen talou-  
den kestävään tasapainotukseen voi-  
vat myös elvytystoimista saatavat  
hyödyt jäädä pienemmiksi, kun epä-  
varmuuden lisääntyminen kasvattaa  
kotitalouksien ja yritysten säästämis-  
tä. Talouden toimijat ottavat huo-  
mioon julkisesta velkaantumisesta  
aiheutuvat veronkorotukset tulevai-  
suudessa, ja tämä ns. ricardolainen  
vaikutus alkaa leikata yksityistä  
kysyntää. Lisäksi raskaalla julkisella  
velkaantumisella on ennen pitkää tai-  
pumus syrjäyttää yksityisiä investoin-  
teja.

Finanssipolitiikan keskipitkän  
aikavälin tärkein tavoite on löytää  
tasapaino taloukasvun tukemiseksi  
asettamatta kuitenkaan liian suurta  
taakkaa julkisen talouden velkaantu-  
miselle. Kaiken kaikkiaan, vaikka  
euroalueen julkisyhteisöt palasivat-  
kin ylijäämäisiksi suhteellisen nopeas-  
ti, erityisesti hitaan kasvun oloissa  
kestää pitkään ennen kuin velkaantu-  
minen palaa takaisin vuoden 2008  
tasolle.

*Asiasanat: julkinen velkaantuminen,  
velanhallinta, julkinen talous,  
velkadynamiikka, perusjäämä*