# Julkisen velkaantumisen riskeistä

**Martti Hetemäki**

*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 vuonna 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 suomaa liikkumavaraa.*

Kirjoitus etenee seuraavien kysymysten kautta:
- Mitkä pysyväluonteiset tekijät ovat lisänneet julkista velkaantumista?
- Miksi julkisen velkaantumisen jatkuminen voi aiheuttaa aiempaa vaikeammin hallittavan kriisin?
- Miten herkkä Suomen ja Yhdysvaltojen julkinen velkaantuminen on koron ja talouskasvun suhteen?
- Miten julkisen talouden kestävyyttä voitaisiin vahvistaa euroalueella?

## 1. Mitkä pysyväluonteiset tekijät ovat lisänneet julkista velkaantumista?

Julkista velkaantumista ovat lisänneet seuraavat pysyväluonteiset tekijät: 1) velkavetoinen kysyntä, 2) julkisen velan arvostuskupla ja 3) Triffinin dilemma. Ensimmäinen tekijä koskee ennen muuta Yhdysvaltoja. Sen sijaan esimerkiksi euroalueen vaihtotaseen ylijäämä suhteessa BKT:n arvoon on ollut viimeisten 10 vuoden

VTT Martti Hetemäki (martti.hetemaki@helsinki.fi) on Aalto-yliopiston ja Helsingin yliopiston työelämäprofessori. Kiitän Juhana Hukkista, Juha Tarkkaa ja Vesa Vihriälää hyvistä kommenteista. Vastaan luonnollisesti yksin kirjoitukseen sisältyvistä näkemyksistä ja mahdollisista virheistä.

aikana keskimäärin 3 %. Triffinin dilemma lisää vain USA:n julkisen velan arvostuskuplaa. Tuo velka on ollut maailman tärkein turvallinen sijoituskohde. Jos sen arvostuskupla puhkeaisi, tämä todennäköisesti nostaisi julkisen velan korkoa myös muissa maissa, joiden kykyä hoitaa julkista velkaansa sijoittajat epäilevät.

Julkista velkaantumista on nostanut myös korkotason mataluus ja keskuspankkien toteuttamat valtioiden velkakirjojen ostot, mutta näitä ei liene syytä luokitella pysyväluonteisiksi tekijöiksi. Lisäksi julkista velkaantumista on voinut lisätä myös poliittinen polarisaatio, mutta sekään ei ole välttämättä rakenteellinen ilmiö.

### 1.1 Velkavetoinen kysyntä

Mian ym. (2021) esittävät velkavetoisen kysynnän teorian. Sen lähtökohtana on havainto, jonka mukaan korkeilla tulotasoilla ihmisten rajasäästämisalttius on suurempi kuin matalilla tulotasoilla. Tällöin tuloerojen kasvu lisää sekä säästämistä että velkaantumista. Talous ajautuu velkaloukkuun, jossa velkaantumisen on jatkettava nousuaan. Tämän aiheuttama velanhoitomenojen osuuden kasvu matalilla tulotasoilla vähentää kuitenkin kysyntää. Sen takia tarvitaan kysyntää elvyttävää talouspolitiikkaa, joka lisää yksityistä ja julkista velkaantumista. Tämä kehitys ei voi jatkua loputtomasti. Siksi velkavetoisen kysynnän malli ei ole kestävä.

Mian ym. (2021) arvioivat, että noin 30 % hyvätuloisten amerikkalaisten säästöstä kanavoituu huonotuloisten amerikkalaisten velaksi. Siksi velkavetoisen kysynnän malli selittää vain osan USA:n velkaantumisesta. Loppuosa on rahoitettu muiden maiden suurilla säästöillä. Bernanke (2005) käytti niistä nimeä "*global saving glut*". Olen toisessa yhteydessä käsitellyt lyhyesti tätä asiaa (ks. Hetemäki 2021).

Kansainvälinen järjestelypankki BIS:n tutkijat esittävät mallin, jossa kevyen rahapolitiikan seurauksena syntyy myös velkaloukku (Rungcharoenkitkul ym. 2019). Mallissa matalat korot lisäävät velkaantumista ja siitä aiheutuvaa riskiä. Riskin realisoituessa tuotanto laskee, mikä aiheuttaa tarpeen pitää korko matalana. Tämä luo rahapolitiikan polkuriippuvuuden, jota kutsutaan myös rahapolitiikan hystereesiksi. Matalat korot tukevat kasvua lyhyellä aikavälillä lisääntyvän riskioton ja tulevien tuotantotappioiden kustannuksella.

### 1.2. Julkisen velan arvostuskupla

Blanchard (2019) esitti 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. Brunnermeier ym. (2020), Jiang ym. (2019) ja Reis (2021) 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 niin sanottu kuplatekijä alentaa riittävästi velan korkoa. Kuplatekijä ei kuitenkaan ole vakio, vaan se riippuu monista tekijöistä. Reis (2021) esittää systemaattisen tarkastelun näistä tekijöistä.

Kuplatekijän pääsyy on julkisen velan turvallisuus ja sen mukainen likvidisyys, mikä alentaa julkisen velan korkoa. Holmström ja Tirole (1998) osoittivat, että yksityinen sektori tarvitsee turvallista likviditeettiä vakuutena investointien rahoittamiseksi koko taloutta kohtaavien häiriöiden takia. Jos yritysten likviditeetin kysyntä olisi toisistaan riippumatona, ei julkisen sektorin turvallista velkaa tarvittai-

si. Tällöin joidenkin yritysten likviditeetin tarjonta pystyisi vastaamaan toisten yritysten kysyntään. Koko talouden vaihtelujen takia tarvitaan kuitenkin myös julkisen sektorin turvallisen velan muodossa tarjottavaa likviditeettiä.

Viime vuosina paljon huomiota saanut *safe asset* -kirjallisuus perustuu pitkälti kyseiseen Holmströmin ja Tirolen likviditeetin kysyntämalliin (ks. Caballero ym. 2017). Turvallisen velan kysyntää on lisännyt myös se, että maailmantalouden säästöt ovat tarvinneet turvallisen parkkipaikan. Turvallisten velkakirjojen kysyntä on painanut niiden korkoja ja samalla maailman korkotasoa alaspäin.

### 1.3. Triffinin dilemma

Yhdysvaltojen kyky velkaantua perustuu dollarin asemaan reservivaluuttana. Yhdysvaltojen liittovaltion velkakirjat ovat olleet turvasatama, jonne rahat voi parkkeerata. Kun pankit ja sijoittajat pitävät varojaan dollarimääräisissä velkapapereissa, Yhdysvallat voi velkaantua edullisesti. Sen myös pitää velkaantua, jotta dollarilikviditeettiä riittäisi maailmantalouden tarpeisiin. Kun Yhdysvaltojen talous kasvaa hitaammin kuin muu maailmantalous, jonka dollarilikviditeetin tarve lisääntyy sen kasvun tahdissa, on Yhdysvaltojen laskettava liikkeelle dollarivelkaa paljon nopeammin kuin sen talous kasvaa. Ennen pitkää sen velkaantuminen aiheuttaa kestämättömän paineen dollaria kohtaan, samalla lailla kuin Britannian velkaantuminen aiheutti 1920-luvulla paineen puntaa kohtaan, kun punta oli maailman reservivaluutta.

Dollari on käypä maksuväline kaikkialla ja kaikissa tilanteissa. Siksi dollarilikviditeetti on kysyttyä ja Yhdysvaltojen velka on haluttu parkkipaikka maailman säästöille. Yhdysvallat on vastannut kysyntään laskemalla liikkeelle velkaa. Amerikkalaiset asuntolainat olivat suosittu säästöjen parkkipaikka ennen finanssikriisiä. Yrityslainat ovat olleet sitä tuon kriisin jälkeen. Turvallisin parkkipaikka on kuitenkin ollut Yhdysvaltojen liittovaltion velkapaperit. Nyt tuo turvasatama laajenee vauhdilla, kun Yhdysvallat ottaa velkaa suuren elvytyksen rahoittamiseksi.

Voiko turvasatama ylivelkaantua? Kyllä voi, jos sen talous on liian pieni tarjoamaan likviditeettiä eli velkaa koko muulle maailmalle. Reservivaluuttamaan ylivelkaantumista kutsutaan Triffinin dilemmaksi (ks. Farhi ja Maggiori 2018).

Robert Triffin esitti vuonna 1959, että dollari reservivaluuttana tulee ennen pitkää tiensä päähän, koska USA:n pitäisi velkaantua liikaa. Tällä tiellä ensi askel otettiin v. 1971, kun USA joutui purkamaan dollarin kytkennän kultaan. Dollari on pysynyt reservivaluuttana, koska luottamus USA:n haluun hoitaa velkansa on säilynyt.

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

Bernanken (2016) mukaan on epätodennäköistä, että Federal Reserve (Fed) pyrkisi määrittämään pitkien korkojen tason. Riskinä olisi, että se voisi joutua ostamaan suuria määriä arvopapereita, jopa koko tietyn maturiteetin arvopaperikannan. Tähän liittyisi huoli Fedin taseen hallinnan menetyksestä.

Olen toisessa yhteydessä viitannut Yhdysvaltojen velkamarkkinoiden poikkeukselliseen häiriöön keväällä 2020 (ks. Hetemäki 2021). Häiriön torjumiseksi Fedin oli ostettava hyvin

suuria määriä Yhdysvaltojen liittovaltion velkakirjoja niiden korkojen alentamiseksi. Fed ryhtyi tukitoimiin myös muun muassa osavaltioiden ja yritysten velkakirjojen korkojen pitämiseksi matalina, mikä on ollut vastoin keskuspankin aiemmin noudattamia käytäntöjä.

Jossain vaiheessa vastaan voi tulla tilanne, jossa Fedin toteuttamien Yhdysvaltojen 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. Kuten kuviosta 1 näkyy, ne ovat vähentäneet viime vuosina huomattavasti Yhdysvaltojen liittovaltion velkakirjojen netto-ostojaan.

Muiden kuin amerikkalaisten sijoittajien tekemiä Yhdysvaltojen liittovaltion velkakirjojen netto-ostoja on voinut alentaa heikentyneen luottamuksen lisäksi se, että dollarilikviditeetistä voi huolehtia muutenkin kuin sijoittamalla USA:n liittovaltion velkakirjoihin. Ensinnäkin Fed on tarjonnut jo aiemmin kriisitilanteissa *swap*-sopimuksilla dollarilikviditeettiä monille keskuspankeille, jotka ovat lainanneet sitä edelleen pankkien kautta muun muassa yritysten tarpeisiin. Toiseksi, monet ei-amerikkalaiset yritykset ovat laskeneet liikkeelle itse huomattavia määriä dollarimääräisiä velkakirjoja esimerkiksi Cayman saarien kautta (Coppola ym. 2021)

*Kuvio 1. Ulkomaisten sijoittajien tekemät USA:n liittovaltion yli vuoden pituisten velkapapereiden netto-ostot, tammikuu 1978 – helmikuu 2021, 12 kuukauden liukuva keskiarvo, milj. USD*

*Lähde: US Treasury https://ticdata.treasury.gov/Publish/tressect.txt.*

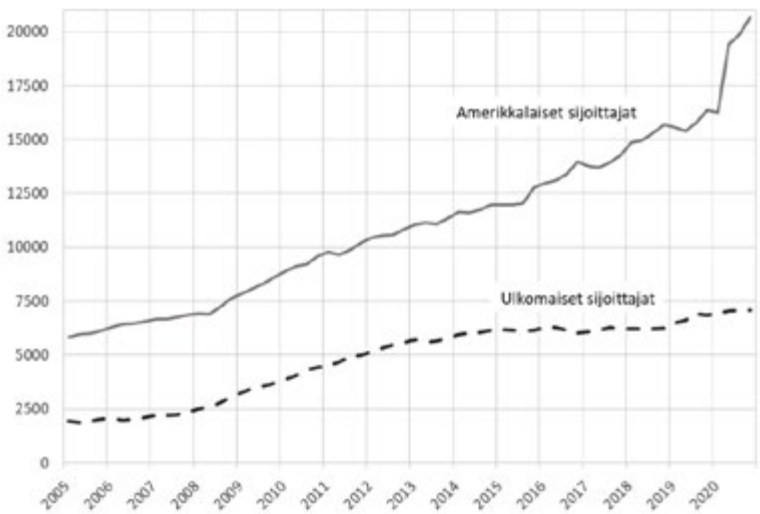
Ongelmia dollarin kannalta voi syntyä myös sitä kautta, että dollarin arvo valuuttana lähtisi heikkenemään skenaariossa, jossa USA:n inflaatio kiihtyy. Tämä heikentäisi dollarin asemaa reservivaluuttana. Dollarin asemaa reservivaluuttana on voinut jo nyt murentaa myös se, että Yhdysvallat on viime vuosina väläyttänyt valmiuttaan käyttää dollariin perustuvaa maksujärjestelmää enenevästi poliittisiin tarkoituksiin. Tämä on omiaan vähentämään luottamusta dollariassettien käytettävyyteen kaikissa oloissa.

Amerikkalaiset sijoittajat ovat lisänneet ajanjaksolla 1.1.2015–1.10.2020 Yhdysvaltojen liittovaltion velkapapereiden omistustaan 73 %, kun ulkomaalaisten sijoittajien vastaava luku on 15 % (kuvio 2).

Jos likviditeetin lisäys ja valtion velkaantuminen asettavat keskuspankin ja valtion sulautetun taseen kestävyyden kyseenalaiseksi, keskuspankin kyky käyttää rajattomia voimavarojaan valtion velan koron alentamiseksi voi hävitä. Tämä asettaa rajan valtion mahdollisuudelle velkaantua keskuspankin turvin. Jossakin vaiheessa kestämättömän velan rahoitus keskuspankin tuella nostaa inflaatio-odotuksia. Kun tuo raja on ylitetty, keskuspankin yritys pitää valtion velanoton hinta matalana ostamalla lisää valtion velkakirjoja vain lisäisi sijoittajien pakoa osakkeisiin ja muihin inflaatiolta suojattuihin kohteisiin.

Suurin vahinko ym. kehityksestä aiheutuisi siitä, että se tekisi kaikista nimellisarvoisista veloista riskipitoisia riippumatta velkojen luot-

*Kuvio 2. Amerikkalaisten ja ulkomaalaisten sijoittajien USA:n liittovaltion velkakirjojen omistukset, mrd. USD*




*Lähde: Fred (Federal Reserve Bank of St. Louis).*

tokelpoisuudesta. 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 Yhdysvaltojen 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 Yhdysvaltojen liittovaltion velkaongelmaa liioiteltuna viittaamalla Japaniin, jonka julkinen velka/BKT on n. 240 % ja julkinen nettovelka/BKT n. 140 %. OECD:n tietojen mukaan Japanin ja Yhdysvaltojen 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 vuoden 2020 lopussa noin 25 %.

Japanin julkisesta velasta keskuspankilla oli 2020 lopussa 48 %, Japanin vakuusyhtiöillä, pankeilla ja eläkerahastoilla oli 42 %, ja vain 1 % oli kotitalouksilla. Näin ollen 90 % valtion velasta oli Japanin kotimaisilla rahoituslaitoksilla. Japanin keskuspankki ja valtion eläkerahasto omistavat myös yhteensä noin 50 % Japanin pörssiyhtiöistä. Japanin kansantalouden säästämisaste on hyvin korkea. Japanilla on myös ollut usean vuosikymmenen ajan ollut vaihtotaseen ylijäämä, kun taas Yhdysvalloilla on ollut vaihtotaseen alijäämä. Tämä lienee tärkein syy, miksi valtion lainansaannin hinta riippuu Yhdysvalloissa enemmän ulkomaisten sijoittajien luottamuksesta kuin Japanissa.

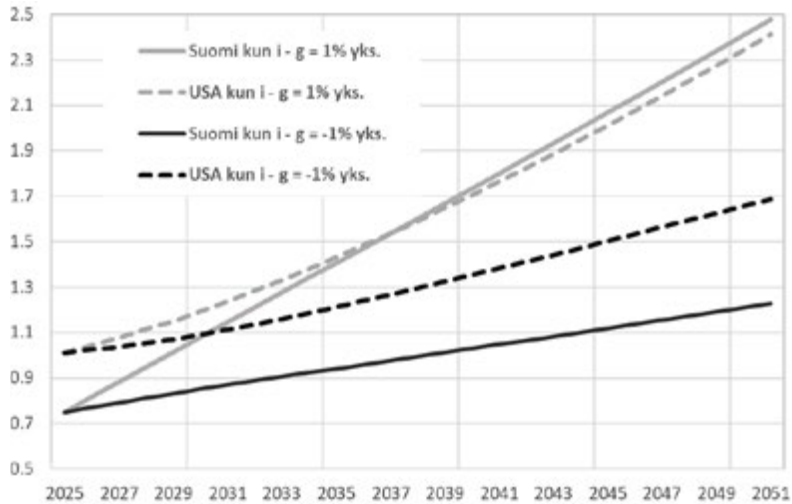
## 4 Miten herkkä Suomen ja Yhdysvaltojen julkinen velkaantuminen on koron ja talouskasvun suhteen?

Seuraavassa tarkastellaan julkisen talouden velkaantumisen riippuvuutta velan koron ja BKT:n kasvun erotuksesta. Julkisen talouden velka/BKT -suhteen muutos on muotoa $\Delta dt = d_{t-1}(i - g)/(1+g) - pb_t$, jossa $\Delta$ on differenssioperaattori, d on velka/BKT, i on velan nimelliskorko, g on BKT:n nimellinen kasvuvauhti ja pb on julkisen talouden perusjäämä (ks. Hetemäki 2009, liite 2).

Suomen ja USA:n velkaskenaariot perustuvat tässä Suomen valtiovarainministeriön ja Yhdysvaltain kongressin budjettiviraston (CBO) velka/BKT-arvioihin vuodelle 2025 sekä vuosien 2026–2051 perusjäämästä. Suomen julkisen velan tarkastelussa työeläkesektori rajataan ulkopuolelle, koska se ei vaikuta julkisen velan kehitykseen. Yhdysvaltojen osalta tarkastelu rajoittuu liittovaltion velkaan, koska CBO ei laadi pitkän ajan arvioita osavaltioiden perusjäämistä. Yllä mainituista lähtökohdista laaditaan skenaariot, joissa velan koron ja BKT:n nimelliskasvun erotus (i-g) on -1 tai +1 %-yksikköä. Luonnollisesti erotuksen (i-g) suuruuteen liittyy paljon epävarmuutta molempiin suuntiin. Tulokset on esitetty kuviossa 3.

Kuvion 3 mukaan Suomen julkinen velka/BKT ja Yhdysvaltojen liittovaltion velka/BKT -suhteet nousevat nykytasolta n. 250 prosenttiin vuonna 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 prosenttiin (Yhdysvaltojen liittovaltion velka/BKT n. 175 prosenttiin). Kuvion 3 mukaan Suomen ja USA:n perusjäämien arvioidun kehityksen toteutuessa

*Kuvio 3. Suomen julkinen velka/BKT ja USA:n liittovaltion velka/BKT, kun (i – g) on 1 tai -1 %-yksikköä 2025–2051*[1]




[1] *Lähteet: Kuviossa 3 oletetaan, että v. 2025 Suomen julkinen velka/BKT on 75 % ja USA:n liittovaltion velka/BKT on 100 %. Laskennassa Suomen valtion ja kuntien yhteenlaskettu perusjäämä /BKT vuosina 2026–2051 perustuu v. 2020 lopussa tehtyyn VM:n kansantalousosaston arvioon. USA:n liittovaltion perusjäämä/BKT perustuu CBO:n v. 2021 alun arvioon, joka ottaa huomioon 1,9 biljoonan dollarin elvytyspaketin, mutta ei ota huomioon USA:n infrastruktuuripaketin vaikutuksia.*

velan koron ja talouskasvun erotuksen nousu esimerkiksi kahdella prosenttiyksiköllä johtaisi huomattavasti korkeampiin julkisen velan BKT-suhteisiin vuoteen 2051 mennessä.

## 5. Miten julkisen talouden kestävyyttä voitaisiin vahvistaa euroalueella?

Koronakriisi ja EU:n elpymisväline ovat synnyttäneet melko vilkkaan EU:n rahaliiton uudistamista koskevan keskustelun. Erään pisimmälle viedyistä ehdotuksista EU:n rahaliiton toiminnan uudistamiseksi ovat tehneet Bartsch ym. (2020) raportissaan. Raportti ehdottaa finanssipolitiikan ja EKP:n rahapolitiikan tiivistä koordinaatiota. Raportin ehdotuksiin kuuluu myös se, että velkasuhderaja nostettaisiin nykyisestä 60 %:sta selvästi korkeammaksi.

Blanchard ym. (2021) esittävät, että EU:n rahaliitossa tulisi luopua finanssipolitiikan säännöistä ja korvata ne standardeilla. Standardit olisivat käytännössä periaatteita, jotka pyrkivät varmistamaan, että julkinen talous pysyy kestävänä. Wyplosz (2019) on tehnyt aiemmin hieman samanlaisen ehdotuksen. Hän ehdottaa, että julkinen velka/BKT -suhde määriteltäisiin pitkän ajan ei-numeerisena tavoitteena. Vaalikauden lopun velkasuhde olisi välitavoit-

teena ja siihen pyrkimisen välineenä olisi julkisen talouden tasapaino. Wyplosz kiinnittää huomiota siihen, miten Saksan osavaltioiden finanssipolitiikan tiukka vakaus- ja kasvusopimus ei ole estänyt osavaltioita velkaantumasta ja tarvitsemasta liittovaltion apua, kun taas USA:ssa osavaltioiden velkaantuminen on pysynyt hyvin hallinnassa.

Olen tarkastellut lähemmin euroalueen taloudellisen ja poliittisen kestävyyden edellyttämiä järjestelyjä (Hetemäki 2015). Tuon tarkastelun ja toteutuneen kehityksen perusteella voidaan todeta, että viimeisten noin 10 vuoden aikana EKP:lle on muodostunut tosiasiallinen viimekätisen lainanantajan rooli valtioiden velkakirjoissa, vaikka se ostaakin nuo velkakirjat jälkimarkkinoilta. Emissioista noita velkakirjoja ostavat sijoittajat tietävät, että kyseisten velkakirjojen arvo ja likviditeetti ovat jälkimarkkinoilla EKP:n turvaamia. Tämä aiheuttaa ainakin viidenlaisia ongelmia.

Ensinnäkin se vääristää valtioiden velkakirjojen hinnoittelua markkinoilla ja vähentää valtioiden omaa vastuuta finanssipolitiikasta. Toiseksi keskuspankin tukema korkotaso antaa liian hyvän kuvan valtion velkakestävyydestä. Tämä ei tarkoita, että velkakestävyyttä pitäisi arvioida sen perusteella, miten valtion velan markkinakorko vaihtelisi päivittäin ilman keskuspankin tukea. Noihin vaihteluihin vaikuttavat monet muutkin tekijät kuin valtion luottokelpoisuus. Sen sijaan noin 10 vuotta kestänyttä yhä jatkuvaa tukea ei voi pitää vain markkinoiden väliaikaisen väärinhinnoittelun korjaamisena.

Kolmanneksi se heikentää vastuullisten hallitusten asemaa, kun niiden on vaikea perustella epäsuosittuja toimia, kun valtio voi velkaantua keskuspankin tuella. Neljänneksi valtioiden omaa finanssipoliittista vastuuta korostava rahaliitto on todennäköisesti vähemmän altis maiden välisille kiistoille. Tähän viittaavat kokemukset myös USA:n rahaliitosta, jossa osavaltioiden velkakirjoilta ovat puuttuneet sekä liittovaltion että keskuspankin tuki. Viidenneksi, kun keskuspankki on kerran antanut tukensa valtion velalle, on sitä vaikea vetää pois, vaikka valtio jatkaisi velkaantumistaan tuon tuen turvin.

USA:n suurimmissa ongelmissa oleva osavaltio on Illinois. Se laski hiljattain liikkeelle 10-vuotisen lainan 5,65 % korolla. Illinois on ilmeisesti ainoa osavaltio, joka on käyttänyt keskuspankin MLF-lainaohjelmaa. Fed perusti sen vuonna 2020 poikkeuksellisena toimena osavaltioiden ja paikallishallinnon velkojen koron nousun estämiseksi.

Kun eurojäsenyys kavensi eurovaltioiden velkojen korkoerot olemattomiin, teki se vastuullisten politiikkojen aseman vaikeaksi euromaissa. Kun valtion lainansaanti matalalla korolla on turvattu, kävi poliittisesti suosittujen menolisäysten tai veronkevennysten vastustaminen yhä vaikeammaksi riippumatta julkisen talouden tilasta.

EKP:n valtioiden tosiasiallisen *lender of last resort* (LOLR) -roolin aiheuttamia ongelmia lievittäisi Euroopan Vakausmekanismista tehdyn sopimuksen mukaisen velkajärjestelyn soveltaminen. Toisaalta juuri keskuspankin LOLR-rooli helposti estää valtioiden velkajärjestelyt.

Euroalueen suurista maista Italialla on tunnetusti selvästi korkein julkinen velka/BKT. Toisaalta Italialla on ollut ylijäämäinen vaihtotase viimeiset 8 vuotta. Italian yksityisen sektorin korkeaa säästämistä heijastaa se, että viimeisten 10 vuoden aikana Italian yksityisen sektorin rahoitusylijäämä on ollut keskimäärin 4,9 % BKT:n arvosta.

Myös euroalue kokonaisuutena on vaihtotaseeltaan ylijäämäinen. Sen vaihtotaseen tasapaino/BKT on viimeisen 10 vuoden ajan ollut keskimäärin 3 %, kun julkisen talouden rahoitusjäämä/BKT on ollut samaan aikaan keskimäärin -2,8 %. Tämä tarkoittaa, että euroalueen yksityisen sektorin rahoitusjäämä/BKT on ollut viimeisen 10 vuoden ajan keskimäärin 5,8 %.

Euromaissa julkisen sektorin puskurit ovat yleisesti heikot suhteessa yksityisen sektorin puskureihin. Kansallisen rahapolitiikan puuttuessa julkisen sektorin pitäisi olla kuitenkin niin vahva, että finanssipolitiikan liikkumavara taantumassa olisi riittävä. Yksittäisen euromaan kiinnostusta julkisen taloutensa liikkumavaran turvaamiseksi olisi ominaan vähentämään, jos euroalue ottaisi vastuuta sen suhdannepolitiikasta.

Euroalueen yhteiselle finanssipoliittiselle kapasiteetille on esitetty ennen muuta kaksi perustetta:

– yksittäisiin maihin kohdistuvien epäsymmetristen häiriöiden vaikutusten tasaus finanssipolitiikalla

– yksittäisen valtion maksukyvyttömyyden estäminen velkojen yhteisvastuulla.

Molemmat perustelut liittyvät viime kädessä paljolti likviditeettiongelman ratkaisemiseen. Ensinnäkin finanssipoliittinen tasaus toteutuu kansallisten finanssipoliittisten automaattisten vakauttajien ja tarvittaessa päätösperäisen kansallisen finanssipolitiikan kautta, edellyttäen, että valtioilla on pääsy lainamarkkinoille. Toiseksi, valtion maksukyvyttömyys voidaan välttää turvaamalla solventtien valtioiden velkakirjojen likviditeetti. Jos valtiolla on ilmeinen velkakestävyysongelma, on velkajärjestely ensin tarpeen.

Euroalueen maissa finanssipoliittiset automaattiset vakauttajat ovat yleisesti Yhdysvaltoja selvästi suuremmat kolmesta syystä. Ensinnäkin euroalueen maiden julkiset sektorit ovat suuremmat kuin Yhdysvalloissa. Toiseksi, euromaiden työttömyysetuudet ja muut työttömyyden takia saatavat etuudet ovat myös suuremmat kuin Yhdysvalloissa. Kolmanneksi, euromaiden verojärjestelmät ovat progressiivisempia kuin Yhdysvalloissa. Näistä syistä finanssipolitiikan automatiikka tasaa suhdanteita euromaissa paljon tehokkaammin kuin Yhdysvalloissa. Ongelma syntyy, jos euromaiden julkisten talouksien tasapaino ja velkaantuminen eivät salli automaattisten vakauttajien vapaata toimintaa.

Rahaliitossa syntyvän finanssipoliittisen moral hazard eli moraalikato-ongelman ratkaisemiseksi on pelkistäen olemassa kaksi vaihtoehtoista järjestelmää:

1) Hajautettu finanssipoliittinen järjestelmä, jossa kukin valtio vastaa finanssipolitiikastaan ja veloistaan. Tämä edellyttää *no bailout* -käytäntöä, jonka perusteella valtioiden velkojat kantavat riskiä, jonka ne hinnoittelevat velkakirjojen korkoon. Se edellyttää myös, ettei keskuspankki ota kantaakseen kyseistä riskiä. Tietysti muut valtiotkaan eivät saa ottaa vastuuta rahaliiton jonkun valtion veloista esimerkiksi osallistumalla omien saamistensa velkajärjestelyyn.

2) Keskitetty finanssipoliittinen järjestelmä, jossa tarvittaessa voidaan tehdä kansallisten parlamenttien vastaisia päätöksiä.

Eduskunnan valtiovarainvaliokunnan toukokuussa 2021 omaksumaan kantaan EU:n omien

varojen järjestelmästä sisältyvät ponnet korostavat vaihtoehdon 1 mukaista finanssipolitiikan järjestelmää.[2] Vaihtoehdon 2 poliittinen hyväksyttävyys ja kestävyys olisi hyvin kyseenalainen. Lisäksi on vaikea nähdä, mihin toimiin euroalueella ryhdyttäisiin, jos jokin maa kieltäytyisi panemasta toimeen päätöksiä, jotka ovat vastoin kyseisen maan hallituksen ja parlamentin kantoja. Euroalueesta erottamiseen liittyy niin suuria oikeudellisia, poliittisia ja taloudellisia ongelmia, ettei se ole käytännössä uskottava uhka.

## 6. EU:n elpymisväline

Käytännössä kaikissa demokraattisesti johdetuissa maissa ja yhteisöissä voidaan poiketa normaaliolojen lainsäädännöstä, kun niiden turvallisuuteen tai väestön toimeentuloon ja hyvinvointiin kohdistuu vakava uhka. EU:n elpymisvälinettä ja muiden koronakriisin yhteydessä tehtyjen päätösten välttämättömyyttä pitää arvioida vuoden 2020 keväällä käytössä olleen tiedon valossa. Silti nyt jälkeenpäinkin on mahdoton päätellä, mitä olisi tapahtunut, jos EU ei olisi pystynyt päättämään kriisitoimista.

Eurooppa-neuvoston vuoden 2020 elpymisvälinettä koskevien linjausten jälkeen luottamus talouteen ei romahtanut yhdessäkään maassa niin, että maa olisi ajautunut kaaokseen, vaikka useissa EU-maissa korona pysäytti ison osan niiden tuotannosta. Elpymisväline on luonteeltaan enemmän rakenne- kuin kriisitoimi. Toisaalta Eurooppa-neuvoston linjaus välineestä keväällä 2020 oli tärkeä viesti koronasta eniten kärsiville maille tulevasta avusta. Väline on perustellusti EU-maiden, ei euroalueen maiden väline. Koronakriisin vaikutukset eivät riipu kovin paljon siitä, onko EU-maa myös rahaliiton jäsen. Suomelle Ruotsin ja Tanskan mukanaolo välineessä on tärkeää. Se turvaa välineen ainutkertaisuutta.

## 7. Lopuksi

Valtioiden velkakriisien reaalitaloudelliset vaikutukset ovat yleensä vakavat. Harva on niistä kuitenkaan etukäteen huolissaan, koska velkaantumisen kärjistyminen kriisiksi on usein yllätys asiantuntijoillekin. Siksi poliittinen paine estää kriisi on yleensä pieni. Myös poliittinen hyöty kriisien estämisestä on helposti pieni. 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. Moni maa olisi tuskin pystynyt hoitamaan pienempääkään talouskriisiä ilman keskuspankin

[2] *Valtiovarainvaliokunnan kanta sisältää seuraavat ponnet: "1. Eduskunta edellyttää että, elpymisväline pidetään poikkeuksellisena ja kertaluonteisena ratkaisuna, järjestely ei toimi ennakkotapauksena eikä Suomi hyväksy vastaavan järjestelyn toistamista tai muuttamista pysyväisluonteiseksi. 2. Eduskunta edellyttää, että Suomi edistää Euroopan yhteisen velkajärjestelymekanismin ja sen edellyttämien sääntöjen käyttöönottoa sekä perussopimuksen no bail out -periaatteen noudattamista. Suomi edellyttää jokaisen jäsenmaan vastuuta omista veloistaan siten, että luottomarkkinoilla määräytyvä riskilisä ylläpitää julkisen talouden kurinalaisuutta ja riskien vähentämistä. 3. Eduskunta edellyttää, että Suomi ei sitoudu toimiin, jotka muokkaavat Euroopan unionia epäsymmetrisen tulonsiirtounionin suuntaan. Suomi edellyttää järjestelyjä, joissa vastuu ja valta velan ottamisesta ja hoitamisesta ovat samoissa käsissä, eivätkä eriydy aiheuttaen moraalikatoa ja lisäten ylivelkaantumisen riskiä. Suomi ei hyväksy järjestelyjä, jotka heikentävät jäsenvaltioiden kannustimia julkistalouksiensa tervehdyttämiseen ja kasvattavat rahoitus- ja makrovakausriskejä Euroopassa."*

toteuttamia 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 kestävyyden kyseenalaiseksi, keskuspankin kyky käyttää rajattomia voimavarojaan valtion velan koron alentamiseksi häviää. Kun sijoittajat katsovat, että valtion velkaantumisen kasvu ja sen keskuspankkirahoituksen suuruus johtavat velan koron tai inflaation kohoamiseen, muodostuu julkisen velkaantumisen kasvulle raja.

Kun mainittu raja on ylitetty, keskuspankin yritys pitää valtion velanoton hinta matalana ostamalla valtion velkakirjoja vain lisäisi sijoittajien pakoa turvallisempiin sijoituskohteisiin tai 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 velkakriisin samalla, kun keskuspankin likviditeetin lisäys kriisin patoamiseksi vain pahentaisi sitä.

Julkisen velkaantumisen kestävyyden arviointi on näennäisen helppoa. Siihen tarvitaan arviot vain kolmesta muuttujasta: julkisen talouden perusjäämästä (eli tasapainosta ilman korkomenoja), velan korosta ja talouden kasvusta. Kaikki nuo muuttujat riippuvat kuitenkin toisistaan ja lukemattomista muista muuttujista. Velkaantumiskehitys on kriittisesti sidoksissa velan koron tasoon. Arvioiduilla Suomen ja Yhdysvaltojen perusjäämien kehityksellä, velan koron ja talouskasvun erotuksen nousu esimerkiksi kahdella prosenttiyksiköllä johtaa huomattavasti korkeampiin julkisen velan/BKT -suhteisiin vuoteen 2051 mennessä.

Euromaissa julkisen sektorin puskurit taantuman varalta ovat yleisesti heikot verrattuna yksityisen sektorin puskureihin. Viimeisen 10 vuoden aikana euroalueen julkisen sektorin rahoitusalijäämä/BKT on ollut keskimäärin 2,8 %, kun yksityisen sektorin rahoitusylijäämä/BKT on ollut keskimäärin 5,8 %. Tätä ei selitä yksin Saksan yksityisen sektorin suuret rahoitusylijäämät. Esimerkiksi viimeisen 10 vuoden aikana Italian yksityisen sektorin rahoitusylijäämä/BKT on ollut keskimäärin 4,9 %.

Kansallisen rahapolitiikan puuttuessa euromaan on pidettävä huolta siitä, että sen finanssipolitiikan liikkumavara riittää taantumassa. Euromaiden kiinnostusta tuon liikkumavaran turvaamiseksi kuitenkin vähentää, jos euroalue ottaa vastuuta yksittäisten euromaiden suhdannepolitiikasta. Sama vaikutus on, jos keskuspankki ottaa vastuulleen yksittäisten euromaiden valtion velan korkojen pitämisen matalina. Ennen EU:n rahaliiton alkua sovittiin vakaus- ja kasvusopimuksesta, jonka mukaan euromaat pitävät julkiset taloutensa normaaliaikoina tasapainossa tai ylijäämäisinä, jotta niillä olisi riittävästi finanssipoliittista liikkumavaraa taantumissa. Sopimuksen merkitys osoittautui kuitenkin vähäiseksi. Pääsyyt euroalueen alkuaikojen ja nykyisiin ongelmiin johtuvat mielestäni EU:n ja Yhdysvaltojen rahaliittojen kahdesta perustavasta erosta, joita olen käsitellyt lähemmin aiemmin (ks. Hetemäki 2015).

Mainitut kaksi eroa ovat Yhdysvaltojen *no bailout* -käytäntö osavaltioiden velkojen suhteen ja rahapolitiikan erillisyys osavaltioiden finanssipolitiikasta. Jälkimmäinen tarkoittaa muun muassa sitä, ettei keskuspankki käytä

osavaltioiden velkapapereita vakuutena. Nämä kaksi käytäntöä selittävät sen, miksi USA:n osavaltioiden velkakirjojen korot poikkeavat merkittävästi toisistaan, vaikka osavaltioiden velkasuhteet ovat hyvin matalat. USA:n julkisen talouden osalta velkaisimmissa osavaltioissa julkinen velka/BKT on noin 20 %.

Rahaliiton kestävyyden kannalta suurin hyöty Yhdysvaltojen rahaliiton kahdesta käytännöstä on kuitenkin ehkä poliittinen, ei taloudellinen. Kun jokainen osavaltio on vastannut omasta taloudenpidostaan ja veloistaan, on se tehokkaasti estänyt osavaltioiden väliset riidat ja niiden jakautumisen eri leireihin. Tämä on suuri saavutus maassa, jossa etelä- ja pohjoisvaltioiden väliset poliittiset kiistat olivat suuret.

Paine Eurooppa-neuvoston keväällä linjaaman kaltaisen 2020 elpymisvälineen käyttöön pysyy niin kauan kuin EU-maiden julkinen velkaantuminen on hyvin korkealla tasolla. Tällöin kaikilla mailla ei ole itse kykyä vastata finanssipolitiikastaan. Ylivelkaantuminen on myös omiaan jarruttamaan näiden maiden talouskasvua.

On ehkä ymmärrettävää, että euroalueen vielä lyhyen historian alussa on tehty samanlaisia virheitä kuin Yhdysvalloissa tehtiin finanssipoliittisen järjestelmänsä alussa. Ennen kongressin vuoden 1843 *no bailout* -päätöstä, Yhdysvalloissa oli toistuva sykli, jossa *bailout*-päätösten jälkeen osavaltiot alkoivat ennen pitkää jälleen velkaantua, mikä johti lopulta aina uusiin *bailout*-päätöksiin.

Historian opetus tuntuu olevan, että valtiot velkaantuvat ennen pitkää kestämättömästi, jos markkinapaine ei sitä rajoita. Mitä pitempään velkaantuminen jatkuu, sitä vähemmän sitä yleensä kyseenalaistetaan. Usein esitetään uskottavan tuntuisia 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 vääräksi, koska velan korko sisältää vaikeasti hallittavan niin sanotun kuplatekijän. Vaarana on nyt, että tämä virhe on ymmärretty vasta, kun sen korjaaminen on myöhäistä. Kriisin riskiä voidaan vielä monin tavoin vähentää, mutta se on asia, joka vaatisi oman tarkastelunsa. □

## Kirjallisuus

Bartsch, E., Bénassy-Quéré, A., Corsetti, G. ja Debrun, X. (2020), "It's all in the mix: How monetary and fiscal policies can work or fail together", *Geneva Reports on the World Economy* 23, CEPR.

Bernanke, B. (2005), "The global saving glut and the US current account deficit", Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, Virginia, 10 March 2005.

Bernanke, B. (2016), "What tools does the Fed have left? Part 2: Targeting longer-term interest rates", Blog, The Brookings Institution, 24.3.2016.
https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2016/03/24/what-tools-does-the-fed-have-left-part-2-targeting-longer-term-interest-rates/.Blanchard, O. (2019), "Public debt and low interest rates", American Economic Review 109: 1197–1229.

Blanchard, O. (2019), "Public debt and low interest rates", *American Economic Review* 109: 1197–1229.

Blanchard, O.,Leandro, À. ja Zettelmeyer, J. (2021), "Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards", *Economic Policy* (tulossa).

Brunnermeier, M. K., Merkel, S. A. ja Sannikov, Y. (2020), "The fiscal theory of the price level with a bubble", NBER Working Paper No. 27116.

Caballero, R., Farhi, E. ja Gourinchas, P.-O. (2017), "The safe assets shortage conundrum", *Journal of Economic Perspectives* 31: 29–46.

Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B., ja Schreger, J. (2021), "Redrawing the map of global capital flows: The role of cross-border financing and tax havens", *The Quarterly Journal of Economics* (tulossa).

Farhi, E. ja Maggiori, M. (2018), "A model of the international monetary system", *The Quarterly Journal of Economics* 133: 295–355.

Hetemäki, M. (2009), "Finanssipolitiikan elvytyksestä", *Kansantaloudellinen Aikakauskirja* 105: 146–167.

Hetemäki, M. (2015), "Eurokriisin syyt ja euroalueen tulevaisuus", *Kansantaloudellinen Aikakauskirja* 111:16–39.

Hetemäki, M. (2021), "Miksi uusi teknologia ei ole tuottanut kestävämpää talouskehitystä?", *Talous ja Yhteiskunta* 1/2021.

Holmström, B. ja Tirole, J. (1998), "Private and public supply of liquidity", *Journal of Political Economy* 106: 1–40.

Jiang, Z., Lustig, H., van Nieuwerburgh, S. ja Xiaolan, M.Z. (2019), "The U.S. public debt valuation puzzle", NBER Working Paper No. 26583.

Mian, A., Sufi, A. ja Straub, L. (2021), "Indebted Demand", *The Quarterly Journal of Economics* (tulossa).

Reis, R. (2021), "The constraint on public debt when r < g but g < m", Käsikirjoitus, Paris School of Economics, December 2020, https://www.parisschoolofeconomics.eu/IMG/pdf/the-constraint-on-public-debt-when-rg-but-gm.pdf.

Rungcharoenkitkul, P., Borio, C. ja Disyatat, P. (2019), "Monetary policy hysteresis and the financial cycle", BIS Working Papers No. 817.

Valtiovarainministeriö (2021), *Taloudellinen katsaus. Kevät 2021*, Valtiovarainministeriön julkaisuja -2021:22, Helsinki.

Wyplosz, C. (2019), "Fiscal Discipline: From Theory to Practice",teoksessa Workshop 2019. Independent Fiscal Institutions in the EU Fiscal Framework, European Fiscal Board. https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/2019_04_30_efb_workshop.pdf