

Muistio: Julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys tilanteessa, jossa julkisen velan korko alittaa talouskasvun

Talouspolitiikan arviointineuvoston sihteeristö¹

11.3.2019

Seppo Orjasniemi
Allan Seuri

Tiivistelmä

Koska julkisella sektorilla on runsaasti rahoitusvarallisuutta, korkotason ja yleisen tuottotason lasku heikentää julkisen talouden kestävyttä pitkällä aikavälillä. Kestävyysvajeen määrittäminen vaikeutuu tilanteessa, jossa valtionlainojen korko alittaa talouskasvun. Tällaisessa skenaariossa julkisen talouden kestävyttä voidaan tarkastella esimerkiksi julkisen sektorin nettovarallisuuden tietyllä aikavälillä vakauttavalla sopeutuksella.

Tässä muistiossa käsitellään julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyden arviointia, erityisesti tilanteessa jossa korkotaso alittaa talouden kasvuvauhdin.

Johdanto

Talouspolitiikan arviointineuvoston tehtäviin kuuluu arvioida talouspolitiikkaa yleensä, mutta tarkemmin mm. talouspolitiikan valmistelussa käytettyjen ennuste- ja arviointimenetelmien laatua sekä talouspolitiikan onnistumista julkisen talouden pitkän ajan kestävyden kannalta.

Julkisen talouden kestävyys on yksi talouspolitiikan keskeisistä kysymyksistä, ja kestävyysvaje yksi keskeinen käsite tämän kestävyden arvioinnissa. Viimeisimmässä Talous & Yhteiskunta-lehdessä Palkansaajien tutkimuslaitoksen tutkijat Pertti Haaparanta, Heikki Taimio ja Ohto Kanninen esittävät laskelmia julkisen talouden kestävyteen liittyen ja kriittisiä huomioita kestävyysvajetta ja sen käyttöä kohtaan. Artikkelit on herättänyt mediassa huomiota ja väärintulkintojakin, mutta se myös

¹ Kiitämme Roope Uusitaloa hyvistä keskusteluista ja ETLA:n Tarmo Valkosta ja VM:n Ilari Aholaa hyvistä kommentteista. Kirjoittajat vastaavat tekstissä esitetystä näkemysistä, eivätkä ne välttämättä vastaa Talouspolitiikan arviointineuvoston kantoja.

käsittelee kysymystä, joka on aidosti haastava julkisen talouden kestävyysarvioinnin näkökulmasta.

Tällä muistiolla pyrimme selventämään kestävyysvajeen käsitettä, sitä koskevia laskelmia, ja erityisesti valtionvelan koron yhteyttä julkisen talouden kestävyysarvioon. Arviointineuvosto on käsitellyt kestävyysvajeen korko-oletuksia aiemmin esimerkiksi Ylelle toimittamissaan laskelmissa.

Arviointineuvostolla ei ole omaa laskentamallia kestävyysvajeen arvioimiseksi eikä neuvosto laadi omaa arviotaan kestävyysvajeesta. Neuvosto hyödyntää työssään valtiovarainministeriön mallia, ja tarkastelee tätä mallia ja sen oletuksia säännöllisesti vuosittaisissa raporteissaan. Tämä perustuu arviointineuvostolle annettuun tehtävään arvioida talouspolitiikan valmistelun taustalla olevia menetelmiä.

Talouspolitiikan arviointineuvosto on tarkastellut ja arvioinut riippumattomana ulkopuolisena arvioijana valtiovarainministeriön kestävyysvaje-arvioita ja menetelmää. Arviointineuvosto on kiinnittänyt vuosien 2016, 2017 ja 2018 raporteissaan julkisesti huomioita laskentamenetelmän yksityiskohtiin. Esimerkiksi vuoden 2017 raportissa kritiikki kohdistui velkakirjojen ja osakevarallisuuden tuotto-oletuksiin sekä eläkeyhtiöiden varallisuuden jakaumaan näiden välillä. VM on vuonna 2018 julkaisemissa kestävyysvaje-arvioissaan ottanut kritiikin huomioon.

Julkisen talouden kestävyys, kestävyysvaje, ja valtionvelan korko

Julkinen sektori kattaa menonsa i) veroilla, veroluonteisilla maksuilla ja toimintatuloilla, ii) rahoitusvarallisuuden tuotoilla, ja iii) lainanotolla. Julkisen talouden kestävyysarvioon viitataan tulojen ja menojen tasapainoon pitkällä aikavälillä. Jos julkisen sektorin menot ovat tuloja (kohdat i) ja ii) edellä) suuremmat, julkinen velka kasvaa.

Yksi julkisen talouden kestävyysmittari on S2-kestävyysvaje, eli tutummin pelkkä kestävyysvaje. Kestävyysvaje kuvaa sitä välittömän ja pysyvän sopeutuksen määrää, joka vaaditaan, jotta julkiset menot ja tulot olisivat tasapainossa pitkällä aikavälillä. Kestävyysvaje voidaan ilmaista joko euroina tai prosentteina bruttokansantuotteesta. Valtiovarainministeriön viimeisin arvio kestävyysvajeesta on 3,8 prosenttia.² Tässä muistiossa kestävyysvajeella viitataan VM:n kestävyysvaje-laskelmaan ja sen perusuraan, ellei toisin todeta.

² VM (2018) esittää kuvauksen VM:n kestävyysvajeen laskentamallista. VM:n kestävyysvaje-laskenta perustuu Euroopan Komissiossa yhteisesti hyväksytyyn menetelmään, joka on kuvattu yksityiskohtaisesti esim. Euroopan Komissio (2016) velkakestävyysraportissa.

Koska kestävyysvajeessa tarkastellaan tuloja ja menoja pitkällä aikavälillä, sen arvioinnissa täytyy yhteismitallistaa eri aikoina syntyviä tuloja ja menoja. Tämä tehdään niin, että nämä diskontataan nykyarvoon.

Julkisen talouden kestävyuden arvioinnissa yksi tärkeä kysymys on, miten suuria nykyisten ylijäämien tulee olla tulevien alijäämien kattamiseksi. Velkakestävyuden näkökulmasta velkojen ja yli- ja alijäämien absoluuttisia arvoja tärkeämpiä ovat niiden suhteet bruttokansantuotteeseen. Ajatellaan esimerkin vuoksi, että ensi vuonna alijäämä (suhteessa bruttokansantuotteeseen) kasvaa kymmenellä prosentilla, mikä nostaisi velka-astetta. Diskonttaamalla voidaan selvittää, kuinka suuri ylijäämän tulisi olla tänä vuonna, jotta tulevan alijäämän vaikutus tulevaan velka-asteeseen kumoutuisi? Käytettävä diskonttotehtävä on koron ja talouden kasvuvauhdin funktio. Esimerkiksi neljän prosentin korolla ja kolmen prosentin kasvuvauhdilla tämän vuoden ylijäämän tulisi olla 9,9 prosenttia, jotta sillä voidaan kattaa ensi vuoden 10 prosentin alijäämä niin, että velka-aste palautuisi ennalleen.³

Edellisessä esimerkissä tarkasteltiin diskonttaamista kahden periodin välillä. Tämä diskonttotehtävä yleistyy myös pidempien aikavälien tarkasteluun, joskin arvioitaessa velkakestävyyttä äärettömän pitkällä tarkasteluhorisontilla korko-kasvu-eron tulisi olla positiivinen, jotta diskonttaaminen olisi mielekästä. Tällaista tilannetta asiaa käsitellään jäljempänä.

Kestävyysvaje voidaan jakaa neljään osatekijään.

1. Velanhoitomenot. Julkinen sektori ottaa lainaa, ja tuolle lainalle muodostuu korko, joka on kustannus julkiselle sektorille. Velanhoitomenojen kasvu heikentää julkisen talouden kestävyyttä.
2. Lähtöhetken perusjäämä. Perusjäämä tarkoittaa julkisen talouden yli- tai alijäämää ilman korkomenoja (nämä tulevat huomioiduksi edellisessä kohdassa). Korkeampi perusjäämä lähtöhetkellä parantaa julkisen talouden kestävyyttä.
3. Omaisuustulojen muutos. Julkisella sektorilla on rahoitusvarallisuutta, joka synnyttää tuloja. Omaisuustulojen kasvu parantaa julkisen talouden kestävyyttä.

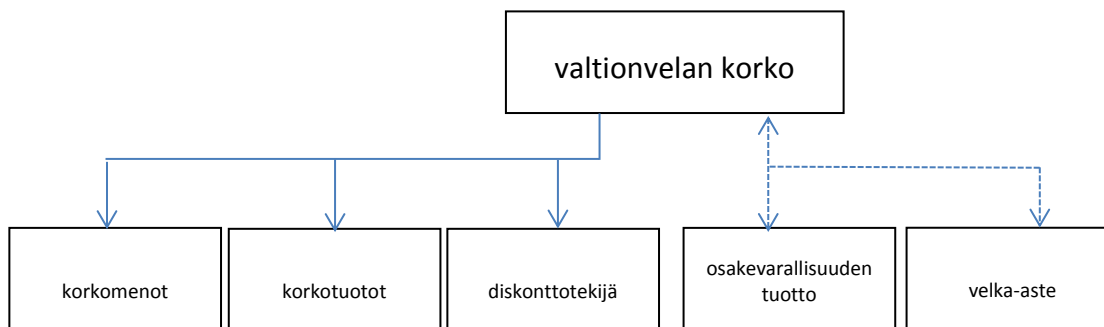
³ Haaparanta ym. (2019) esittävät, että diskonttauksessa tulisi käyttää julkisten investointien tuottoastetta. On tietenkin totta että jos alijäämää käytetään bruttokansantuotetta kasvattaviin hankkeisiin kuten infrastruktuuri-investointeihin tai koulutukseen, tämä supistaa alijäämiä tulevaisuudessa. Kaikki diskontattavat julkiset menot eivät kuitenkaan ole investointeja, ja julkisten investointienkin tuottoaste vaihtelee eri investointikohteiden välillä. VM:n käyttämä menetelmä noudattaa S2-indikaattorin laskentaa.

4. Ikäsidonnaisten menojen muutos. Väestön ikääntyminen kasvattaa tulonsiirtojen ja palveluiden käyttöä, mikä heikentää julkisen talouden kestävyyttä.

Artikkelissaan Haaparanta ym. (2019) tarkastelevat näistä vain ensimmäistä tekijää, ja vaikka kirjoittajat puhuvat kestävyysyliäämästä, he eivät laadi vaihtoehtoista kestävyysvajelaskelmaa vaan keskustelevat pelkästään koron ja kasvuvahdin vaikutuksesta valtion velan kehitykseen. Kirjoittajien analyysi on siis julkisen talouden kestävyuden arvioinnin kannalta vain osittainen.

Valtionvelan korko on yksi keskeinen julkisen talouden kestävyyteen vaikuttava tekijä. Tarkasteltaessa eri korko-oletusten vaikutusta kestävyysvajeeseen, ja tehtäessä vaihtoehtoisia laskelmia eri korko-oletuksilla, on syytä huomioida ne mekanismit, joiden kautta korko vaikuttaa kestävyysvajeeseen, ja ne muuttujat, jotka ovat yhteydessä korkoon. Nämä tekijät on esitetty kuviossa 1.

Kuvio 1. Valtionvelan koron vaikutus talouteen.



Koron lasku vähentää julkisen sektorin korkomenoja, mikä supistaa kestävyysvajetta.

Koron lasku vähentää julkisen sektorin korkotuottoja, mikä kasvattaa kestävyysvajetta. Suomen kohdalla tämä on erityisen keskeinen mekanismi, koska osittain rahastoivan eläkejärjestelmämme johdosta suomalaisilla työeläkeyhtiöillä, jotka luetaan osaksi julkista sektoria, on mittava rahoitusvarallisuus.

Kolmantena tekijänä koron lasku tarkoittaa sitä, että tulevien tulojen ja menojen nykyarvo kasvaa. Tämän vaikutus kestävyysvajeeseen riippuu tulo- ja menokehityksen aikaprofiilista. Suomen kohdalla koron lasku kasvattaa normaalioloissa kestävyysvajetta, koska menojen arvioidaan kasvavan tulevaisuudessa tuloja nopeammin.

On myös syytä huomioida, että valtionvelan korko ei ole irrallinen muuttuja muusta taloudesta, vaan on yhteydessä ainakin kolmeen kestävyysvajeen kannalta tärkeään muuttujaan.

Julkisella sektorilla on Suomessa huomattavia osakeomistuksia. Koska osakkeet ja velkakirjat ovat jonkinasteisia substituutteja sijoituskohteina, velan korko ja osakkeiden tuotto ovat yhteydessä toisiinsa. Osakkeita pidetään tyypillisesti riskipitoisempina sijoituskohteina kuin valtion velkaa, joten osakkeiden tuotto on korkoa riskipreemion verran korkeampi.⁴ Ellei ole syytä uskoa riskipreemion kasvuun, tulee korkoja alennettaessa laskelmassa alentaa myös osakkeiden tuottoa.

Valtionvelan korko riippuu todennäköisesti myös valtion velkaantuneisuudesta. Valtioiden todennäköisyys laiminlyödä velkojensa maksu riippuu positiivisesti velka-asteesta, ja koska lainanantajat ymmärtävät tämän, myös valtionvelan korko riippuu positiivisesti velka-asteesta.

Lopuksi, useimmissa makrotaloudellisissa malleissa korko ja talouden kasvuvauhti ovat yhteydessä toisiinsa. Uusklassisessa kasvumallissa talouskasvun hidastuminen nostaa tulevien periodien kulutuksen rajahyötyä suhteessa nykykulutukseen, mikä lisää säästämistä ja laskee korkotasoa. Koron ja kasvun suhde on varmasti tätä monimutkaisempi ja riippuu esimerkiksi rahoitusmarkkinoista ja väestön ikärakenteesta, mutta vaikuttaa epätodennäköiseltä, että valtionlainojen korko olisi talouskasvusta irrallinen muuttuja.

Negatiivinen korko-kasvu-erotus ja julkisen talouden kestävyys

Jos korko-kasvu-erotus on negatiivinen, julkisen talouden kestävyuden tarkastelu monimutkaistuu huomattavasti. Mikäli tällaisen tilanteen arvioidaan jatkuvan hamaan tulevaisuuteen, julkisia alijäämiä ja velka-astetta voidaan kasvattaa rajatta (ks. Blanchard ym. 1990, Barrett 2018).

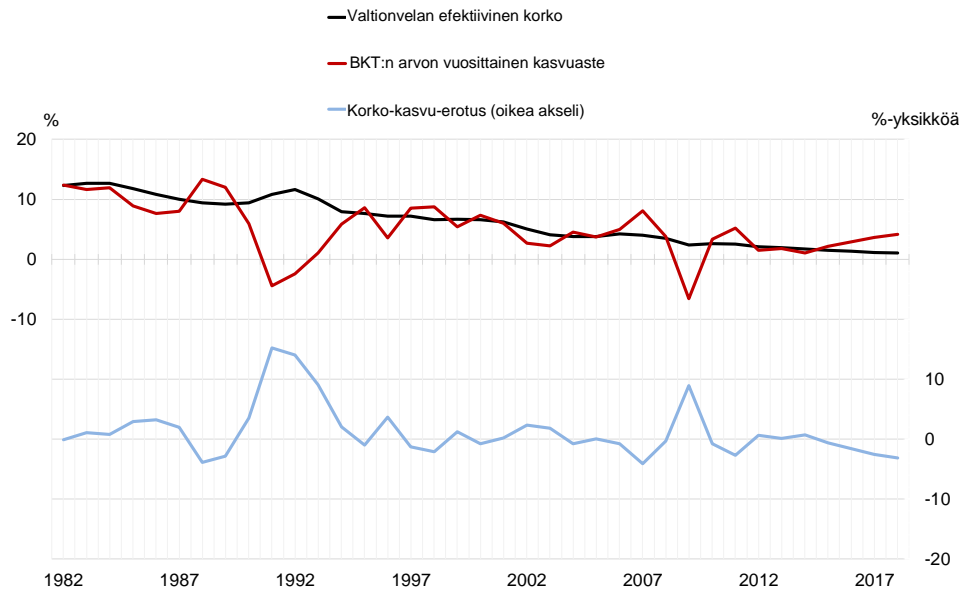
Julkisen talouden kestävyuden arvioinnin näkökulmasta ongelma on, että kestävyysvajetta ei voida määritellä tällaisilla parametriarvoilla. On siis vaikea tuottaa luotettavaa kestävyysvajearviota Haaparannan ym. (2019) kirjoituksen mukaisessa skenaariossa, jossa valtionvelan nimelliskorko on 1,1 % ja nimellisen BKT:n kasvu 3,1 %.

Vuoden 1982 jälkeen valtionvelan efektiivinen korkokustannus on seurailut läheisesti bruttokansantuotteen arvon kasvuvauhtia 1990-luvun lamavuosia ja voimakkaita suhdannevaihteluita lukuun ottamatta. Keskimäärin koron ja kasvuvauhdin ero on ollut positiivinen, 1,2 prosenttiyksikköä. Tutkijoiden laskelmassaan esittämä 1,1 %

⁴ Muita osakkeiden ja velkakirjojen arvoon vaikuttavia tekijöitä ovat esimerkiksi likviditeetti, verotus, ja rahoitusmarkkinoiden sääntely.

korkotaso tarkoittaisi noin 2 prosenttiyksikön negatiivista korkoeroa, mikä olisi historiallisesti katsoen harvinainen.

Kuvio 2. Valtionvelan efektiivinen korko (%) on seurailut BKT:n arvon vuosikasvua.



Lähteet: Valtiokonttori, Tilastokeskus ja Talouspolitiikan arviointineuvosto. Valtionvelan efektiivinen korko on korkomeno suhteessa bruttokansantuotteeseen.

Negatiivisen korko-kasvu-erotuksen jatkumisen pituutta ei tiedetä ja sen jatkumista äärettömyyteen ei voida pitää täysin varmana. Näin ollen kyse on siitä, millä todennäköisyydellä korko-kasvu-erotus kääntyy tulevaisuudessa positiiviseksi ja mikä on yhteiskunnan halukkuus fiskaaliseen riskinottoon. Mikäli riskinottohalukkuus on pieni, todennäköisyys, että korko-kasvu-erotus kääntyy pysyvästi positiiviseksi saa suuren painoarvon. Tällöin julkisen talouden vakauttaminen voi olla kannattavaa, vaikka negatiivisen korko-kasvu-erotuksen jatkuminen lähitulevaisuudessa vaikuttaa todennäköiseltä.

On myös huomioitava, että negatiivinen korko-kasvu-erotus ja sen vaikutus velkakestävyyteen eivät tarkoita sitä, etteikö julkisella velalla voisi olla hyvinvointikustannuksia, koska velanotto jakaa uudelleen kulutusmahdollisuuksia sukupolvien välillä (Blanchard 2019).

Julkisen talouden kestävyys ja finanssipolitiikan arviointi

Julkisen talouden kestävyys arviointi monimutkaistuu, jos tulevaisuudessa koron ja kasvun erotus on yhä useampina vuosina negatiivinen. Nykyisen kaltaisessa tilanteessa, jossa talouden kasvuvauhti ylittää reilusti valtionvelan korkotason, kestävyysvajelaskelman perusskenaarion pitkän aikavälin oletukset päinvastaisesta

herättävät kritiikkiä ja epäilystä median, tutkijoiden ja kansalaisten keskuudessa. Paras vastaus tähän ongelmaan ei kuitenkaan ole kestävyysvajeen hylkääminen talouspolitiikan arviointivälineenä, vaan sen kehittäminen ja parempi kommunikaatio, ja mahdollisesti muiden perusteltujen lähestymistapojen tuominen kestävyysvajetarkastelun rinnalle.

Yksi lähestymistapa kehittämiseen, johon myös Blanchard (2019) epäsuorasti viittaa, on rakentaa kestävyysvajemalliin korkofunktio, jossa valtionvelan korot reagoivat velka-asteeseen. Toinen lähestymistapa olisi arvioida kestävyysvajetta stokastisessa mallissa, jossa eri maailmantilat toteutuvat eri todennäköisyyksillä. Tällainen malli on nykyistä ei-stokastista mallia monimutkaisempi, mutta sen puitteissa pystytään arvioimaan finanssipolitiikallekin luontaista epävarmuutta helpommin. Tällaisia malleja ovat Suomessa kehittäneet ainakin Lassila, Valkonen & Alho (2014).

Kestävyysvaje on hyödyllinen työkalu julkisen talouden kestävyuden arvioinnissa, mutta sen lisäksi tulee hyödyntää muitakin työkaluja. Seuraavassa esitettävät esimerkkilaskelmat liittyvät kestävyysvajetarkasteluihin tilanteessa, jossa negatiivinen koron ja kasvuvauhdin ero on vallitseva tulevaisuuden näkymä ja kestävyysvajeindikaattori S2 ei ole hyvin määritelty.

Laskelmia negatiivisen korko-kasvu-oletuksen pohjalta

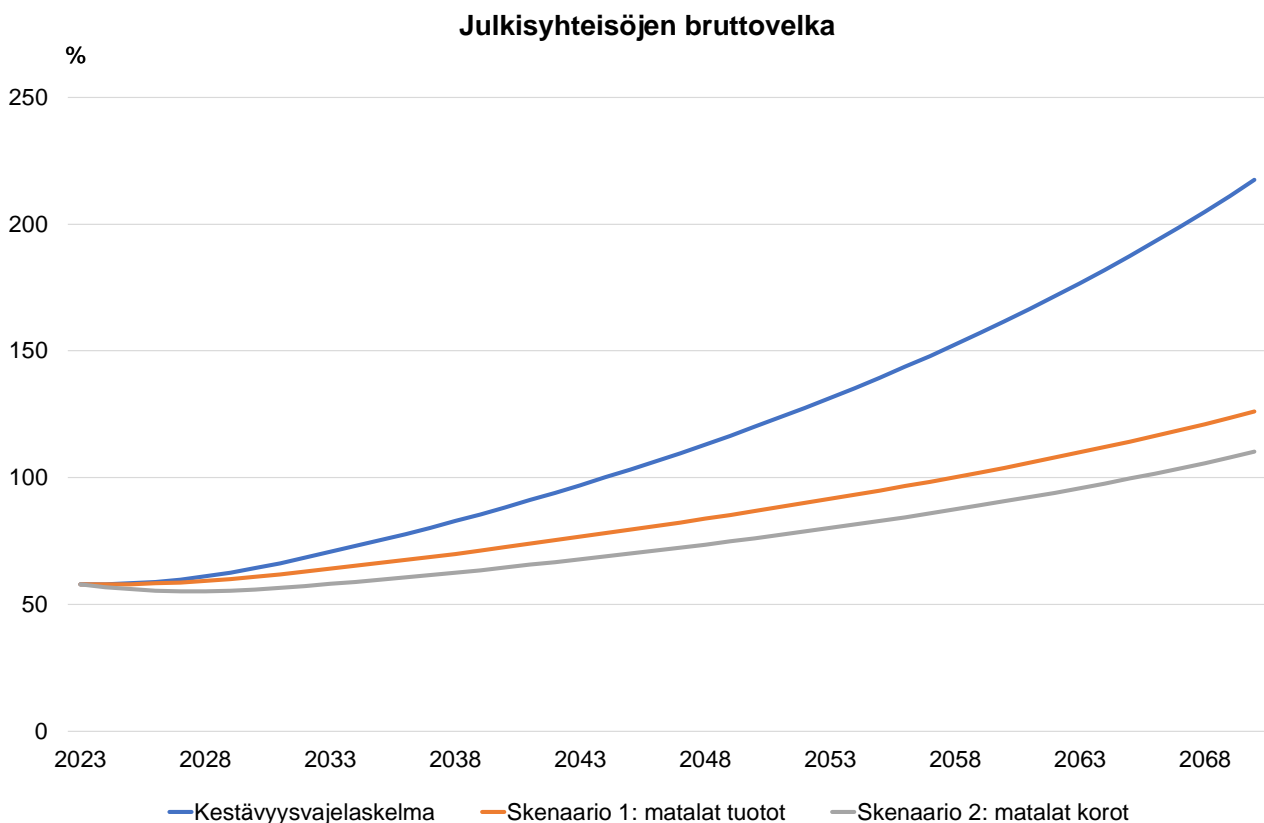
Haaparannan, Kannisen ja Taimion (2019) artikkelissa esittämä laskelma ei huomioi ikääntymiseen liittyviä kustannuksia, julkisen talouden perusjäämää, eikä julkisen sektorin rahoitusvarallisuutta. Täten tutkijoiden laskelma ei kuvaa julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyttä, ei kerro mitään kestävyysvajeesta, eikä sen tuloksia tulisi verrata kestävyysvajeeseen. Tutkijoiden oletus selvästi talouden kasvuvauhtia matalammasta korosta vaikeuttaa huomattavasti kestävyysvaje-arvion tekemistä. Ennen kestävyysvaje-arviota on syytä tarkastella oletusten vaikutuksia koko julkiseen talouteen julkisyhteisöjen bruttovelan ja nettovelan projektoiden avulla.

Olettakaamme aluksi, että matalien korkojen aika olisi pysyvä ja kaiken rahoitusvarallisuuden tuottoasteet tippuisivat. Jos julkisyhteisöjen korkokustannuksia alennetaan kestävyysvajelaskelman 4 prosentista 1,1 prosenttiin, myös julkisyhteisöjen omaisuuden tuotto-oletusta on syytä madaltaa 2,9 prosenttiyksiköllä.

Toinen mahdollisuus on olettaa, että osakemarkkinoiden tuotto pysyy ennallaan, mutta korkosijoitusten tuotto, ml. valtion velan korko, laskee em. 2,9 prosenttiyksikköä. Molemmissa skenaarioissa oletetaan, että ikäsidonnaiset menot kasvavat tulevina vuosina, kuten kestävyysvajelaskelmassa oletetaan. Laskelmien tuloksia havainnollistetaan kuvioissa 3 ja 4.

Ensimmäisessä skenaariossa julkisyhteisöjen bruttovelka kasvaa huomattavasti hitaammin kuin kestävyysvajelaskelmassa, mutta rahoitusvarallisuuden tuoton aleneminen kääntää työeläkelaitokset alijäämäisiksi ja varallisuus kääntyy jyrkkään laskuun, jolloin julkisyhteisöjen nettovarallisuus päättyy nopeasti laskevalle uralle.

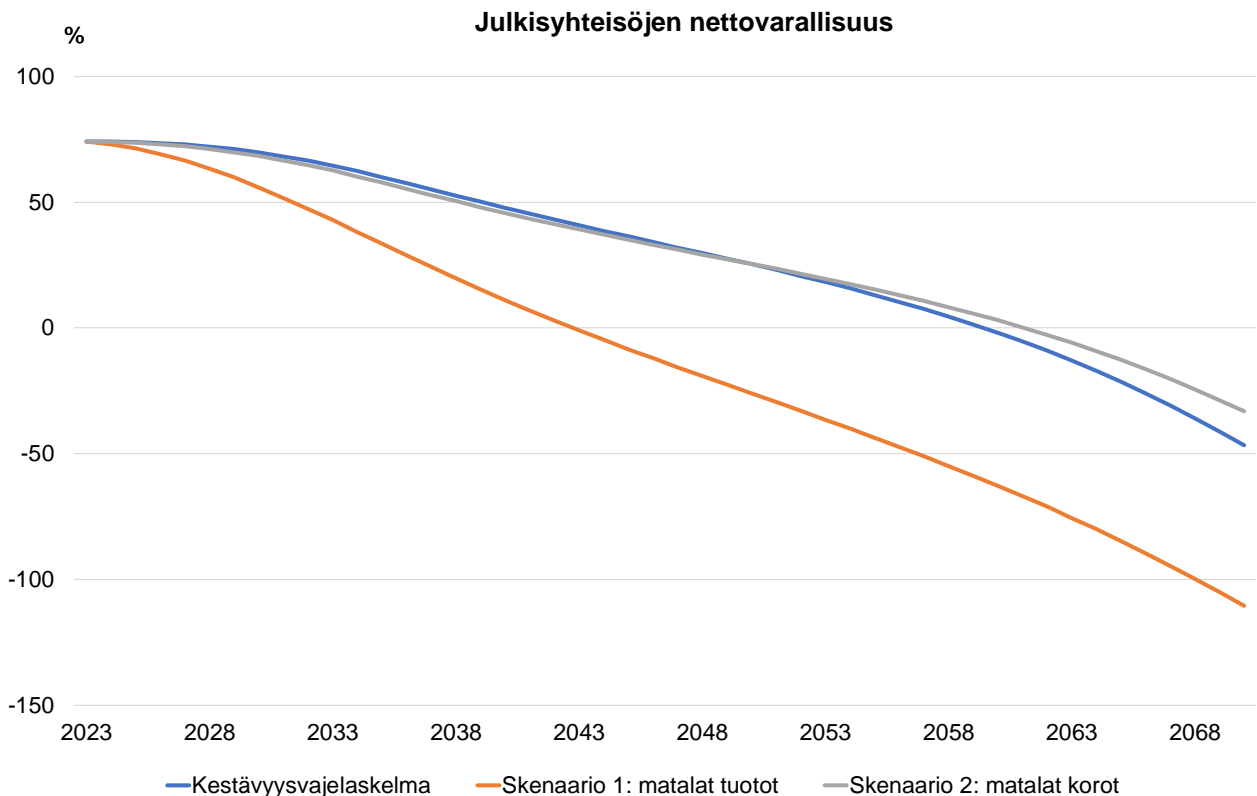
Kuvio 3. Julkisyhteisöjen bruttovelan kasvu on hitaampaa, jos velan korkokustannukset ovat matalammat.



Lähteet: Omat laskelmat valtiovarainministeriön joulukuun 2018 kestävyysvajelaskelma-aineiston pohjalta.

Toisessa skenaariossa osakevarallisuuden tuotot ovat ensimmäistä skenaariota korkeammat. Tällöin korkeammat omaisuustulot tukevat julkisyhteisöjä ja bruttovelka kasvaa hitaammin kuin ensimmäisessä skenaariossa. Julkisyhteisöjen velan korko ja korkosijoitusten tuotto ovat kuitenkin alhaisemmat kuin kestävyysvajelaskelman projektiossa. Vaikka tämä tukee valtionhallinnon ja paikallishallinnon velkaisia talouksia, työeläkelaitosten tuotto laskee. Kokonaisuudessaan julkisyhteisöjen nettovarallisuus on kutakuinkin samalla tasolla kuin kestävyysvajelaskelman perusurassa.

Kuvio 4. Julkisyhteisöjen nettovarallisuus laskee ikääntymiseen liittyvien menojen kasvun myötä.



Lähteet: Omat laskelmat valtiovarainministeriön joulukuun 2018 kestävyysvajelaskelma-aineiston pohjalta.

VM:n viimeisin kestävyysvajearvio on 3,8 % suhteessa BKT:hen. Tilanteessa, jossa tarkastelun kohteella on vain velkaa, kestävyysvajearvio tarkoittaa sitä välitöntä ja pysyvää julkisyhteisöjen perusjäämän muutosta, joka takaa, että tulevien perusjäämien nykyarvo on yhtä suuri kuin velan määrä. Tämä ei tarkoita, sitä että velka pitää maksaa joskus pois, mutta se tarkoittaa, että velka-aste pysyy vakaana ja lähtötilanteen velkaa ei rahoiteta ottamalla uutta velkaa.

Julkisyhteisöillä on kuitenkin sekä velkaa että varallisuutta. Lisäksi vuoteen 2070 ulottuvat väestöennusteet auttavat arvioimaan tulevia muutoksia ikäsidonnaisissa menoissa ja näiden muutosten vaikutusta perusjäämään. Käytännössä kestävyysvajelaskelmissa oletetaan, että talous pysyy ikääntymistä sekä väestörakenteen muutosta ja niiden vaikutuksia lukuun ottamatta muuttumattomana ja vuoden 2070 jälkeen myös väestörakenne vakiintuu. Ikäsidonnaisten menojen laskentajakson päättäminen vuoteen 2070 perustuu väestöennusteen päättymisvuoteen. Tämän jälkeen, vuodesta 2070 äärettömyyteen, menot ja tulot pysyvät muuttumattomana suhteessa BKT:seen.

Kun korkojen oletetaan olevan talouden kasvuvauhtia korkeammat, kestävyysvaje voidaan laskennallisesti korjata nostamalla perusjäämää pysyvästi kestävyysvajelaskelman osoittamien sektorikohtaisten kestävyysvajearvioiden verran. Tällöin välitön korjaus muuttaisi sektoreiden perusjäämiä sekä velka- ja varallisuusuria. Tuloksena olisivat velan ja varallisuuden urat, jotka vakioituvat vuoteen 2070 mennessä. Jos jonkin sektorin perusjäämä vuonna 2070 ei olisi kyseisen sektorin velkaa tai varallisuutta vakauttava, sektorin velka tai varallisuus räjähtäisi siirryttäessä äärettömälle aikahorisontille vuoden 2070 jälkeen. Kun korko on kasvuvauhtia korkeampi, kestävyysvajeelle on vain yksi stabiili ratkaisu.

Palatkaamme nyt tarkastelemaan Haaparannan ym. (2019) esittämää erikoistilannetta. Jos korko on matalampi kuin talouden kasvuaste, mikä tahansa velka-aste tai varallisuusaste kutistuu ajan myötä äärettömän pieneksi, jos uutta velkaa ei oteta. Toisaalta, mikä tahansa pysyvä negatiivinen perusjäämä johtaa aikanaan stabiiliin velka/BKT-suhteeseen. Voidaankin todeta, että tällöin kestävyysvajeelle ei ole olemassa määritelmän mukaista järkevää ratkaisua ja periaatteessa mikä tahansa alijäämä on kestävä siinä mielessä, että se johtaa stabiiliin velka/BKT-suhteeseen. Tämä velkasuhde tosin voi olla nykyiseen verrattuna moninkertainen.

Jos kuitenkin halutaan vertailla nykyistä kestävyysvajearviota skenaarioon jossa korko alittaa talouden kasvuvauhdin, suuntaa-antava arvio voidaan tehdä tarkastelemalla julkisyhteisöjen alasektoreiden nettovarallisuuksien kehitystä yli ajan. Tämä voidaan tehdä korjaamalla valtion ja paikallishallinnon ja työeläkesektorin perusjäämiä pysyvästi siten, että ko. sektorin nettovarallisuus pitkän äärellisen ajan jälkeen, esimerkiksi vuonna 2200, vastaa vuoden 2023 nettovarallisuutta, ottaen huomioon ikäsidonnaisten menojen ennakoitut muutokset.

VM:n kestävyysvajearvion oletusten perusteella tällä tavalla laskettu välitön korjaustarve olisi yhteensä lähes 3,6 % suhteessa BKT:hen. Tulos on hieman alle VM:n kestävyysvajearvion, koska käytetty äärellinen ajanjakso, 2023–2200, on lyhyempi kuin VM:n kestävyysvajearviossa. Skenariossa 1 nettovarallisuus laskee nopeammin kuin VM:n kestävyyslaskelman perusurassa ja skenaariossa 2, (ks. kuvio 4).

Skenariossa 1 sektoreiden perusjäämiä tulisi korjata yhteensä 8,2 % suhteessa BKT:hen, sillä erityisesti työeläkesektorin perusuraa pienemmät omaisuustulot johtavat suurempaan rahoitus tarpeeseen. Skenariossa 2, nettovarallisuuden lähtötilanteeseen palauttava sopeutustarve on koko julkisyhteisöjen tasolla yhteensä 4,1 % suhteessa BKT:hen. Tämä on enemmän kuin perusuran vaatima sopeutus. Koska velan korko on matalampi, valtion- ja paikallishallinnon omaisuustulot ovat pienemmät ja velan pienentäminen laskee tulevia korkokustannuksia vähemmän. Tulokset on kerätty taulukkoon 1.

Taulukko 1. Kestävyyssvajeen kaltainen arvio sopeutustarpeesta voidaan tuottaa kiinnittämällä nettovarallisuus kaukana tulevaisuudessa vastaamaan lähtövuoden arvoa.

S2-KESTÄVYYSSVAJE NETTOVARALLISUUDEN
VUODEN 2023 TILANTEeseen
VUONNA 2200 PALAUTTAVA
SOPEUTUS

VM:N KESTÄVYYSSVAJEEN PERUSURA	3,8 %	3,6 %
SKENAARIO 1, MATALAT TUOTOT		8,2 %
SKENAARIO 2, MATALAT KOROT		4,1 %

Lopuksi

Julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyysvajearviosta keskusteltaessa on syytä muistaa, että kyseessä ei ole ennuste vaan projektio, joka on herkkä tehdyille taustaoletuksille. VM on ennustejulkaisuissaan tuonut esille tätä epävarmuutta ja talouspolitiikan arviointineuvosto on arvioinut ja käynyt läpi kestävyysvajelaskelmat niiden julkaisun jälkeen. Oletusten varioiminen vaikuttaa kestävyysvajeeseen, mutta taustaoletusten vaihdellessa järkevillä väleillä kestävyysvaje ei käänny kestävyysylijämmäksi. Kestävyysvaje ei johdu käytetystä korko-oletuksesta, vaan tulevan väestön ikärakenteen muutoksista ikäsidonnaisiin kustannuksiin. Nykyisen velan hoidon kestävyys on vain osa kestävyysvajetta.

Kestävyysvajearvioiden tulee perustua järkeviin ja keskenään sopusoinnussa oleviin oletuksiin, jossa esimerkiksi riskittömän sijoituksen tuotto sijoittajalle on sama kuin valtion velastaan maksama korko. Tämä on olennaista, kun talouden kehitystä arvioidaan pitkällä, jopa äärettömällä, aikavälillä. Kestävyysvaje arvio on indikaattori julkisen talouden pitkän aikavälin rakenteelliselle epätasapainolle, joka huomioi pitkällä aikavälillä tapahtuvat ennakoitavissa olevat tulojen ja menojen muutokset.

VIITTEET

Lassila, J., Valkonen, T., & Alho, J. M. (2014). Demographic forecasts and fiscal policy rules. *International Journal of Forecasting*, 30(4), 1098-1109.

Barrett, P. (2018). Interest-growth differentials and debt limits in advanced economies. *IMF Working Paper 18/82*.

Blanchard, O. (2019). Public Debt and Low Interest Rates. *Presidential Address, American Economic Association, January 2019*.

Blanchard, O., Chouraqui, J.-C., Hagemann, P. & Sartor, N. (1990). The sustainability of fiscal policy: new answers to an old question. *OECD Economic Studies No. 15, Autumn 1990*.

Euroopan Komissio (2016). Fiscal sustainability report 2015, *European Economy Institutional Paper 018/2016*.

Haaparanta, P., Kanninen, O. & Taimio, H. (2019). Kestävyyssvaje johtaa talouspolitiikan harhapoluille. *Talous & Yhteiskunta 1/2019*, 74–84.

Valtiovarainministeriö (2018). Valtiovarainministeriön kestävyysvajelaskelmien menetelmäkuvaus, Talouspolitiikan valmisteluun liittyvät selvitykset, muistio, 17.12.2018.