



## Korkoympäristön muutos ja julkisen velan kustannukset

- Suomen velka-aste on noussut ja maailman talouden muutokset ovat kääntäneet korkotason kasvuun. Näyttää siltä, että korkotaso nousee pysyvästi tasolta, johon kuluneen vuosikymmenen aikana totuttiin.
- Markkinakorkojen muutokset välittyvät valtion velan kustannuksiin vähitellen, mutta tavanomainen muutos efektiivisessä korossa voi nykyisellä velkatasolla nostaa julkisen talouden korkomenoja jopa (noin) 1,2 miljardilla eurolla, kun ne nykyisellään ovat noin 1,5 miljardia euroa.
- Velkasuhteen nousu on kasvattanut julkisen talouden korkoriskiä. Korkoriskiin tulee kiinnittää huomioita julkisen talouden keskipitkän aikavälin suunnittelussa entistä enemmän.

### Taustaa

Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen yleiset markkinakorot painuivat historiallisen alhaisiksi. Poikkeuksellinen matalien, jopa negatiivisten, korkojen aikakausi on jatkunut pitkään, aina viime aikoihin asti. Julkisen talouden kannalta matalat korot ovat tarkoittaneet etenkin alhaisia velanhoitokustannuksia ja halpaa velkarahoitusta. Halpa velkarahoitus ja odotukset matalien korkojen ja maltillisen inflaation ajan jatkumisesta pitkään ovatkin voineet osaltaan vaikuttaa siihen, että velkasuhde on Suomessa kasvanut merkittävästi reilun kymmenen vuoden aikana. Huomionarvoista on, että samaan aikaan kun velanhoitokustannukset ovat pienentyneet, velka on kasvanut.

Nyt matalien korkojen aika näyttäisi olevan tiensä päässä. Koronapandemiaa seurannut talouden voimakas elvytys, maailmankaupan käynnistymisen häiriöt ja helmikuussa 2022 alkanut Venäjän sotilaallinen hyökkäys Ukrainaankin ovat saaneet inflaatiokehityksen kääntymään voimakkaaseen kasvuun Suomessa ja lähes koko maailmassa. Kasvava inflaatio luo keskuspankeille paineita kiristää rahapolitiikkaansa, jonka seurauksena yleisen korkotason voidaan olettaa nousevan.<sup>1</sup> Huomionarvoista on, että muutoksia koroissa on nähty jo jonkin aikaa. Esimerkiksi Suomen valtion obligaatioiden (10v.) korko on noussut syksyyn 2022 mennessä vajaalla kolmella prosenttiyksiköllä.<sup>2</sup> Korkojen nousun vaikutus Suomen julkiseen talouteen on nyt merkittävämpi kuin aiemmin, johtuen velkasuhteen historiallisen korkeasta tasosta. Korkojen nousu kasvattaa jo olemassa olevan velan kustannuksia (korkomenoja) ja tekee tulevaisuudessa nostettavasta velasta kalliimpaa.

Muutokset korkotasoissa heijastuvat sekä julkisyhteisöjen menoihin että tuloihin. Korkojen kehitykseen vaikuttavat monet eri tekijät, ja korkojen muutosten suuntaa tai ajankohtaa on mahdoton tarkasti ennakoita. On kuitenkin syytä varautua siihen, että korot voivat yhä nousta lähitulevaisuudessa, minkä seurauksena myös julkisesta velasta maksettavat korkomenot kasvavat (kts. Taulukko 1). Velanhoitokulut kasvavat koronnousun seurauksena sitä nopeammin, mitä korkeammalle velkataso on noussut. Toisaalta korkojen nousu kasvattaisi julkisyhteisöjen saamia korkotuloja ja kohentaisi etenkin työeläkejärjestelmän kestävyttä.

<sup>1</sup> Ohjauskoron muutoksilla keskuspankit voivat säädellä markkinoilla liikkuvan rahan määrää. Rahan kvantiteettiteorian mukaan inflaatiota voidaan hillitä vähentämällä markkinoilla olevaa rahan määrää.

<sup>2</sup> Vielä joulukuussa 2021 Suomen valtion obligaatiokorko (10v.) oli -0,06 prosenttia, kun lokakuussa 2022 korko oli jo 2,89 prosenttia.

## Talouskasvu, korot ja julkinen velka

Talouskasvun ja julkisen velan koron erotuksella on tärkeä merkitys velkasuhteen (velka / BKT) kehitykselle. Vaikka korkojen muutokset heijastuvat suoraan velanhoitokustannuksiin, korkojen nousu ei välttämättä tarkoita, että julkinen velkasuhde lähtisi kasvamaan. Velkasuhteen kannalta keskeistä on, miten velasta maksettavan koron ja talouskasvun erotus (*korko-kasvu-erotus*) kehittyy (ks. Blanchard 2019).<sup>3</sup> Jos velasta maksettavan koron ja talouskasvun erotus on negatiivinen ja jos tehtäisiin perusjäämältään tasapainoisia budjetteja, niin teoriassa tästä seuraa, että julkisen velan BKT-suhde laskisi, vaikka valtio ei lyhentäisi velkaansa nettomääräisesti ollenkaan. Halutessaan julkinen valta voisi tehdä perusjäämältään tasapainoisia budjetteja ja maksaa ainoastaan olemassa olevan velan korkomenot. Samaan aikaan talouskasvu kuitenkin pienentäisi velkasuhdetta. Tämä siis huolimatta siitä, että julkista velkaa ei lyhennettäisi ollenkaan. Viime vuosina koettu alhainen korkotaso ja negatiivisena pysytellyt korko-kasvu-erotus on siis kiistämättä auttanut julkisen talouden velanhallinnassa.

Nyt tilanne näyttää kuitenkin muuttuneen ja korko-kasvu-erotuksen odotetaan kääntyvän positiiviseksi. Valtiovarainministeriön syksyn 2022 ennusteen mukaan korko-kasvu-erotus pysyy negatiivisena vielä vuonna 2022, mutta kääntyy positiiviseksi jo vuonna 2023.

Vastuullista julkisen talouden hoitoa ei kannata pitkällä aikavälillä laskea vain suosiollisen korko- ja kasvutilanteen varaan. Velkasuhteen kasvaessa tai korkojen noustessa riski siitä, että korko-kasvu-erotus pysyy positiivisena on suurempi. Tällöin velkasuhteen vakauttaminen vaatisi ylijäämäisen perusjäämän, jollainen Suomessa on ollut viimeksi v. 2008. Matka tämän hetkisestä alijäämästä vaadittuun ylijäämäiseen perusjäämään on suuri ja vaatisi kookkaan ja vaikean sopeutuksen. Lisäksi on hyvä havaita, että edes negatiivinen koron ja kasvun erotus ei pysty neutralisoimaan syvästi alijäämäisen perusjäämän vaikutusta velkasuhteen kasvuun. Riskiä kasvattaa myös huomio siitä, että korkeamman velkasuhteen maissa koron ja kasvun erotuksen on havaittu olevan suurempi (positiivisempi) (Checherita-Westphal & Semeano 2020) ja vaihdellut voimakkaammin (Presbitero & Wirianada 2020). Negatiivisen koron ja kasvun erotuksen ei ole huomattu juuri vähentäneen julkisen talouden kriisejä (Mauro & Zhou 2021).

Pelkästään korot ylittävä talouskasvu ei siis takaisi velkasuhteen kasvun pysäyttämistä, vaan siinäkin tapauksessa tarvittaisiin lisäksi toimia, joiden avulla perusjäämä saataisiin tasapainotettua. Nyt korkojen nousun seurauksena korko-kasvu-erotuksen odotetaan kääntyvän jälleen positiiviseksi. Tästä syystä velkasuhteen kääntäminen laskuun tai edes sen tasapainottaminen vaatii jatkossa yhä suurempia ponnisteluja.

Julkisyhteisöjen kyky kestää mahdollinen korkojen nousun aiheuttama äkillinen korkomenojen kasvu riippuu olennaisesti julkisten tulojen kehityksestä. Vahva talouskasvu ja positiiviset kasvunäkymät parantavat julkisyhteisöjen mahdollisuuksia selviytyä positiivisesta korkoshokista, kun taas heikko talouskehitys vastaavasti heikentää sopeutumiskykyä.

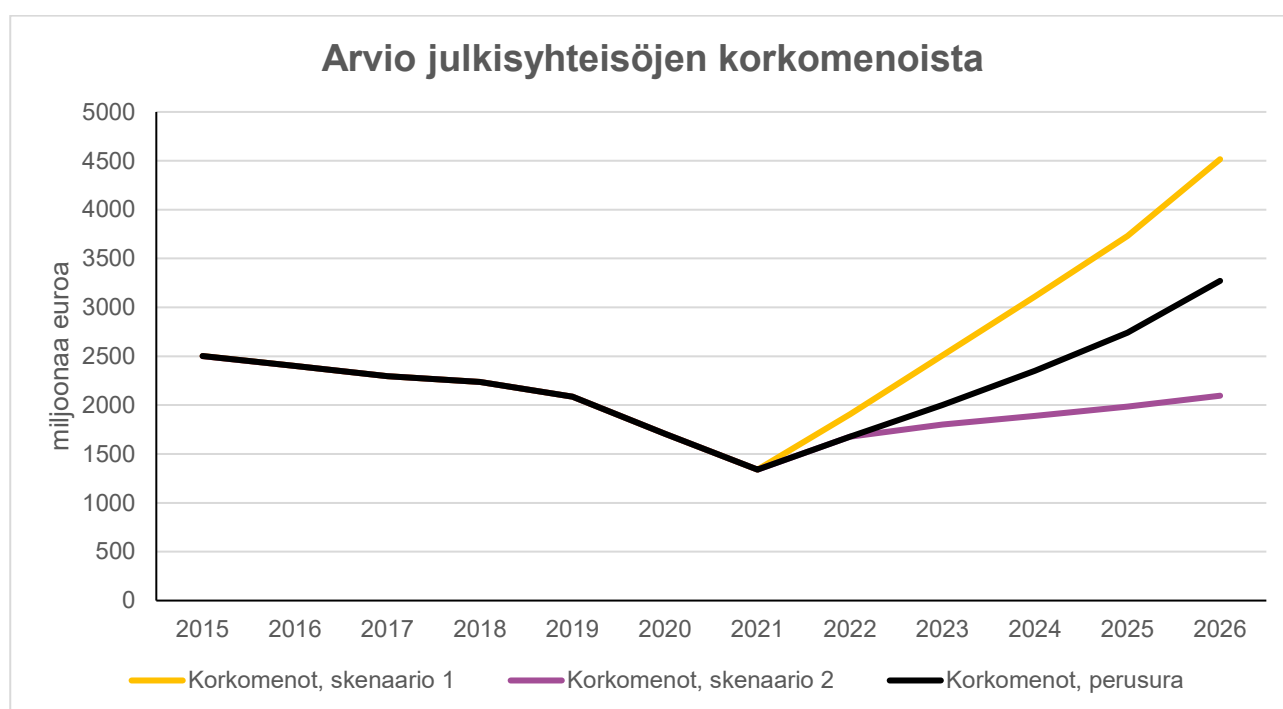
---

<sup>3</sup> Talouskasvun ja koron vaikutusta velkasuhteen muutokseen voidaan havainnollistaa (yksinkertaistetulla) velkadynamiikkaa kuvaavalla yhtälöllä:  $\Delta debt_t = \frac{i-g}{1+g} debt_{t-1} - pb_t$ , missä  $\Delta debt_t$  on velkasuhteen muutos hetkellä  $t$ ,  $i$  on korko,  $g$  on talouskasvu (BKT:n kasvu),  $debt_{t-1}$  on velkasuhde vuonna  $t-1$  ja  $pb_t$  on perusjäämä.

## Korkojen muutoksen vaikutus julkisiin menoihin ja tuloihin

Muutokset koroissa heijastuvat etenkin julkisyhteisöjen velanhoitokustannuksiin eli korkomenoihin. Kuviossa 1 esitetään kolme eri arviota julkisyhteisöjen korkomenojen kehityksestä. Musta yhtenäinen viiva (perusura) kuvaa arviota korkomenojen kehityksestä, kun valtion 10 vuoden obligaatiokoron oletetaan kehittyvän kansantalouselämyksen syksyn 2022 ennusteen mukaisesti. Skenaario 1 havainnollistaa tilannetta, missä obligaatiokorko on vuosina 2022-2026 1%-yksikön ennustettua suurempi.<sup>4</sup> Skenaariossa 2 obligaatiokoron oletetaan laskevan yhteen prosenttiin vuonna 2023 ja pysyvän muuttumattomana tarkastelujakson loppuun asti.

Kuvio 1 Arvioita julkisen sektorin korkomenoista



Korkojen muutoksen vaikutukset korkomenoihin ovat huomattavat. Arvion mukaan prosenttiyksikön kasvu markkinakoroissa kasvattaa korkomenoja reilut 200 miljoonaa euroa vuonna 2022 verrattuna perusuraan. Vuonna 2026 ero korkomenoissa on jo noin 1,2 miljardia euroa. Toisaalta, jos korot kääntyisivät laskuun, korkomenojen kehitys olisi maltillisempaa. Skenaarion 2 mukaan korkomenot olisivat noin 200 miljoonaa euroa pienemmät (verrattuna perusuraan) vuonna 2023 ja noin 1,1 miljardia euroa pienemmät vuonna 2026. On kuitenkin todettava, että skenaarion 2 mukainen korkojen kehitys on hyvin kaukana nykyisestä ja markkinoiden nyt odottamasta korkokehityksestä.

Korkojen nousulla on myös positiivisia vaikutuksia julkiseen talouteen, mutta korkotulojen kasvu jää kuitenkin keskimäärin alle puoleen suhteessa korkomenojen kasvuun. Etenkin työeläkejärjestelmä hyötyy korkojen noususta. Korkojen nousu kohentaa työeläkeyhtiöiden asemaa ja pienentää painetta nostaa eläkemaksuja.

<sup>4</sup> Marraskuussa 2022 tehtyjen arvioiden mukaan vaikuttaa siltä, että tuleva korkojen kehitys on hyvin lähellä skenaarion 1 mukaista korkouraa.

Korkojen muutoksen vaikutuksia korkomenoihin ja korkotuloihin voidaan havainnollistaa myös vertaamalla kansantalousosaston talven 2021 ja syksyn 2022 ennusteita. Taulukossa 1 esitetään kansantalousosaston talven 2021 ja syksyn 2022 korko, korkomeno ja korkotulo ennusteet ja keskipitkänaikavälin arviot vuosille 2022-2026. Vielä joulukuussa 2021 markkinakorkojen oletettiin pysyvän lähellä nolaa vuosina 2022-2026 ja korkomenojen arvioitiin pienenevän tarkastelujaksolla. Syksyyn 2022 mennessä arviot markkinakorkojen, korkomenojen ja korkotulojen kehityksestä ovat muuttuneet merkittävästi. Syksyn 2022 ennusteen mukaan valtion obligaatiokorko nousee yli prosenttiin vuonna 2022 ja vuonna 2026 koron arvioidaan olevan 2,6%. Korkomenojen arvioidaan kasvavan vajaat 400 miljoonaa euroa vuonna 2022 ja yli 2 miljardia euroa vuonna 2026 verrattuna talven 2021 ennusteeseen.

*Taulukko 1 Ennusteiden vertailua*

	2022	2023	2024	2025	2026
Obligaatiokorko 10 v. Talvi 2021 ennuste, %	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
Obligaatiokorko 10 v. Syksy 2022 ennuste, %	1.4	1.8	2.0	2.3	2.6
Erotus: Syksy-Talvi, %-yksikköä	1.4	1.8	1.9	2.2	2.4
Julkisyhteisöjen korkomenot Talvi 2021 ennuste, milj. €	1191	998	879	686	508
Julkisyhteisöjen korkomenot Syksy 2022 ennuste, milj. €	1563	1994	2295	2546	2873
Erotus: Syksy-Talvi, milj. €	372	996	1416	1859	2365
Julkisyhteisöjen korkotulot Talvi 2021 ennuste, milj. €	1429	1471	1598	1606	1712
Julkisyhteisöjen korkotulot Syksy 2022 ennuste, milj. €	1812	2098	2275	2494	2706
Erotus: Syksy-Talvi, milj. €	383	628	676	888	994

Myös korkotulojen arvioidaan kasvavan verrattuna talven 2021 ennusteeseen. Korkotulot kasvat lähes 400 miljoonaa euroa vuonna 2022 (verrattuna talven ennusteeseen) ja vuonna 2026 korkotulojen arvioidaan olevan lähes miljardin suuremmat kuin vielä talvella 2021 arvioitiin.

Julkiset menot voivat kasvaa myös julkisyhteisöjen ehdollisten vastuiden takia. Valtion takauskanta oli vuoden 2022 ensimmäisen neljänneksen lopussa jo yhteensä 64,5 mrd. euroa. Pääosa näistä takauksista on myönnetty Finnveran toimintaan, asuntorahoitukseen sekä kansainvälisten rahoituskriisien hallintaan. Merkittävin kustannus julkiselle taloudelle voi syntyä takaustappioiden kautta. Myös valtion korkotukimenot voivat kasvaa, sillä asuntotuotantoon hyväksytyissä ARA-korkotukilainoissa on omavastuukorko, jonka ylittävän osan valtio maksaa. Korkotukilainojen omavastuukorot vaihtelevat yhdestä prosentista 3,8 prosenttiin. Nämä viime vuosina hyvin pieninä pysyneet korkotukimenot (v. 2021 2,3 milj. euroa) nousevat vuonna 2022, kun korkotukea maksetaan jo 1,7 prosentin omavastuukoroilla hyväksytyihin lainoihin. Vuoden 2022 alkupuolella tehtyjen arvioiden mukaan valtion korkotuet nousisivat noin 320 milj. euroon vuositasolla, jos korkotaso olisi viisi prosenttia. Tämä arvio ei sisällä oletusta korkotukilainakannan kasvusta. Viime vuosina lainakanta on kuitenkin kasvanut noin miljardilla eurolla vuosittain.

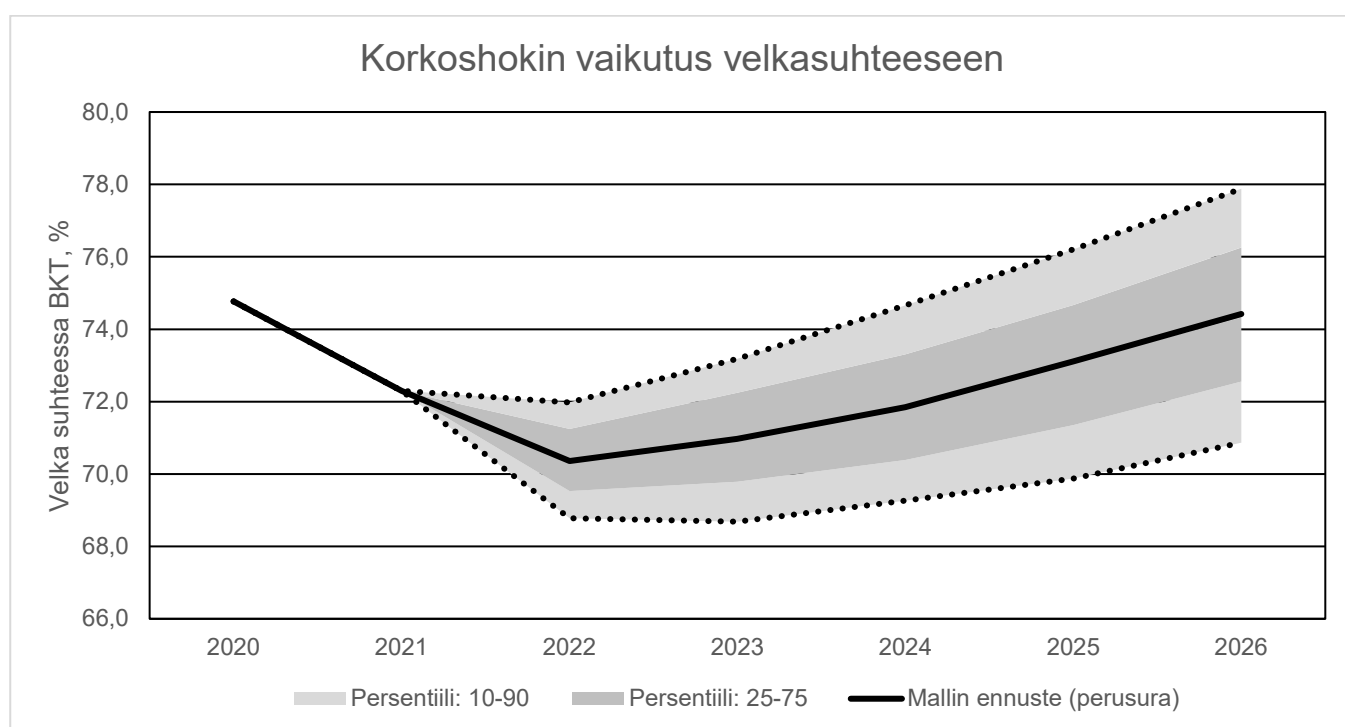
### **Herkkyysanalyysi: Arvio efektiivisen koron muutoksen vaikutuksista velkasuhteeseen**

Koska korkojen tulevaan kehitykseen liittyy epävarmuutta, myös julkisen velan BKT-suhteen tuleva kehitys on epävarmaa. Koron muutoksen vaikutusta velkasuhteeseen voidaan arvioida simuloimalla velkasuhteen

kehitystä useilla erilaisilla korko-oletuksilla. Kuvio 2 havainnollistaa velkasuhteen kehityksen epävarmuutta. Toisin sanoen, Kuvio 2 havainnollistaa velkasuhteen mahdollisia tulemia (*ceteris paribus*), kun oletetaan, että julkisen velan efektiivisessä korossa (korkomenojen ja velan suhteessa) tapahtuu shokki.<sup>5</sup> Shokki joko nostaa tai laskee korkoa.

Musta yhtenäinen viiva esittää arvioita velkasuhteen kehityksestä ilman korkoshokkia (perusura). Katkoviivojen rajaama alue kuvaa velkasuhteen toteutumia, jotka mallin mukaan toteutuvat 80% todennäköisyydellä (kun huomioidaan korkoshokin vaikutus). Esimerkiksi vuonna 2022 velkasuhde asettuu 80% todennäköisyydellä 68.8% ja 72.0% väliin.<sup>6</sup> Velkasuhteen kehitykseen liittyvän arvion epävarmuus kasvaa, mitä pidemmälle tulevaisuuteen pyritään katsomaan.

Kuvio 2 Korkoshokin vaikutus velkasuhteeseen.



**Huomioita:** Velkasuhteen kehitystä on arvioitu IMF:n kehittämällä DDT-työkalun avulla. Katkoviivojen rajaama alue havainnollistaa velkasuhteen toteutumia, jotka toteutuvat 80% todennäköisyydellä, kun oletetaan, että efektiivisessä korossa tapahtuu shokki. Tumman harmaa alue rajaa velkasuhteen toteutumia, jotka toteutuvat 50% todennäköisyydellä.

Mallin ennusteen mukaan velkasuhde kääntyy kasvuun vuoden 2022 jälkeen. Vuonna 2022 velkasuhteen arvioidaan olevan 70,4% ja vuoteen 2026 mennessä velkasuhde on jo reilut 74%. Huomionarvoista on, että velkasuhteen arvioidaan kasvavan vuodesta 2023 alkaen, riippumatta korkoshokin suunnasta.

Myös korkomenojen kehitys on altis korkoshokeille. Jos efektiivisessä korossa tapahtuu esimerkiksi tavanomainen (yhden keskihajonnan suuruinen) shokki, jonka oletetaan alkavan vuonna 2022 ja päättyvän

<sup>5</sup> Velkasuhdetta on arvioitu IMF:n kehittämän Debt Dynamics Tool (DDT) työkalun avulla (kts. Acosta-Ormaechea & Martinez (2021)). Arviot velkasuhteen kehityksestä eivät edusta VM:n virallista ennustetta.

<sup>6</sup> Mallissa korkoshokki on johdettu symmetrisestä jakaumasta. Tästä seuraa, että perusuran tasoa korkeammat velkasuhteet ovat yhtä todennäköisiä kuin perusuran tasoa alhaisemmat velkasuhteet (toisin sanoen viuhkakuvio (Kuvio 2) on symmetrinen).

vuonna 2024, korkomenot kasvavat noin 1,2 miljardia euroa (verrattuna mallin perusuraan) vuosina 2023 ja 2024, kun shokki materialisoituu.<sup>7</sup>

On kuitenkin syytä todeta, että vaikka muutokset markkinakoroissa heijastuvat nopeasti julkisiin korkomenoihin, vaikutukset efektiiviseen korkoon näkyvät täysmääräisesti viiveellä. Käytännössä erääntyviä velkoja rahoitetaan uudella velalla. Näin korkotason muutokset vaikuttavat korkomenoihin asteittain, sitä mukaa kun velkaa tarvitaan lisää tai sitä uudelleen rahoitetaan. Lisäksi korkomenoon ja sen muutoksiin vaikuttavat koronvaihtosopimukset. Valtiokonttori hallinnoi korkoriskiä tekemällä koronvaihtosopimuksia, joilla voidaan esimerkiksi vaihtaa pitkiä, kiinteitä korkoja vaihtuvakorkoiseksi.

### Lopuksi

Julkisen talouden hoidossa on syytä ottaa huomioon se, että yleinen korkotaso on noussut tuntuvasti ja voi nousta vielä lisää. Inflaation nopeutuminen ja inflaatio-odotusten nousu on saanut keskuspankit kiristämään rahapolitiikkaansa, ja niiden ohjauskorkojen odotetaan nousevan edelleen. Suomen julkisen talouden kannalta korkojen nousu näkyy etenkin velanhoidokustannusten kasvuna. Korkojen nousu tekee velkasuhteen kääntämisestä laskuun tai edes sen tasapainottamisesta tulevaisuudessa yhä haastavampaa. Julkisen talouden vastuullinen hoitaminen ja sitoutuminen sovittuihin sääntöihin ovat avainasemassa, jotta velkasuhde saataisiin käännettyä kestäväälle uralle.

### Lähteet

Acosta-Ormaechea, Santiago & Martinez, Leonardo (2021). A Guide and Tool for Projecting Public Debt and Fiscal Adjustment Paths with Local- and Foreign-Currency Debt. IMF Technical notes and manuals, May 2021.

Blanchard, Olivier (2019). Public debt and Low Interest Rates. American Economic Review, Vol 109, no 4. April 2019.

Checherita-Westphal, Cristina & Semeano, Joao Dominigues (2020). Interest rate-growth differentials on government debt: an empirical investigation for the euro area. ECB Working Paper Series No 2486 / November 2020

Presbitero, Andrea; Wiriadinata, Ursula (2020). The risks of high public debt despite a low interest rate environment. Voxeu.org. <https://voxeu.org/article/risks-high-public-debt-despite-low-interest-rate-environment>

Mauro, Paolo & Zhou, Jing (2021).  $r - g < 0$ : Can We Sleep More Soundly? IMF Economic Review (2021). <https://doi.org/10.1057/s41308-020-00128-y>

---

<sup>7</sup> Korkoshokin oletetaan kasvattavan efektiivistä korkoa 0,63%-yksikköä vuosina 2023 ja 2024 verrattuna mallin perusuraan.