

Finanssipolitiikan valvonnan arvio 2023: Hallituksen pyrkimys taittaa julkisen talouden velkasuhteen kasvu on perusteltu – lisää toimia tarvitaan

Matthias Strifler, Suvi Kangasrääsiö, Arto Kokkinen

Tämä kirjoitus perustuu pääosin joulukuussa 2023 julkaistun Valtiontalouden tarkastusviraston Finanssipolitiikan valvonnan (Finanssipolitiikan valvonta 2023) raporttiin. Finanssipolitiikan valvonta antaa kaksi kertaa vuodessa arvon hallituksen finanssipolitiikasta. Tämä pohjautuu kotimaisessa finanssipoliittisessa laissa Valtiontalouden tarkastusvirastolle säädettyyn asemaan ja sen tehtäviin kansallisena, EU-lainsäädännön mukaisena riippumattomana finanssipolitiikan valvontaelimenä (Independent Fiscal Institution, IFI). Tässä kirjoituksessa tuodaan esiin uusimman raportin arviot suhdanteesta ja velkaantumisesta, hallituksen finanssipolitiikasta ja EU-säännöistä.

Suomen julkinen talous on velkaantunut merkittävästi finanssikriisistä lähtien. Taustalla on useita eri tekijöitä: perusjäämä, virta-varantokorjauseura, korkomenot ja BKT:n kasvu. Näistä merkittävin on ollut julkisen talouden (pl. työeläkelaitokset) negatiivinen perusjäämä. Hallituksen tavoitteena on taittaa velkasuhteen kasvu vaalikauden loppuun mennessä. Tavoite on perusteltu. Hallituksen on mahdollista laskea velan suhdetta BKT:hen vaikuttamalla velan kertymäyhtälön kaikkiin tekijöihin, osaan suoremmin, toisiin epäsuoremmin. Julkisen talouden velkakestävyys on nostettu uusien EU:n fi-

nanssipoliittisten sääntöjen keskiöön. Uudistuksessa on parannuksia, mutta myös heikkoja kohtia on todettavissa.

1. Suhdanteen nopea viileneminen vaikeuttaa julkisen velkasuhteen kasvun kääntämistä laskuun

Taloustieteen teorian mukaan hyvin hoidettu finanssipolitiikka tasaa kansantalouden suhdannevaihteluita nousukaudella puskureita keräten ja laskukaudella elvyttäen. Finanssipolitiikan

KTT Matthias Strifler (matthias.strifler@vtv.fi), KTM Suvi Kangasrääsiö (suvi.kangasraasio@vtv.fi) ja PhD Arto Kokkinen (arto.kokkinen@vtv.fi) työskentelevät finanssipolitiikan valvonnan tehtävissä Valtiontalouden tarkastusvirastossa. Artikke-
li perustuu pääosin Finanssipolitiikan valvonnan arvioon (K 21/2023 VP), jonka ovat kirjoittaneet Suvi Kangasrääsiö, Peetu Keskinen, Arto Kokkinen, Simo Pesola, Mika Sainio, Sini Salmi ja Matthias Strifler.

mitoituksen empiirinen arviointi suhteessa suhdannetilanteeseen edellyttää tarkkaa ja ajan tasalla olevaa suhdannetietoa. Tätä varten Finanssipolitiikan valvonta tuottaa kuukausittaista, vain hyvin vähän jälkikäteen tarkentuvaa suhdannetilän lämpökarttaa.

Suhdannetilän lämpökartta ja sen yhdistelmäindikaattori (ks. kuvio 1) osoittavat, että talouden suhdanne jäähtyi nopeasti vuonna 2023. Korkea inflaatio, korkojen nousu, Venäjän hyökkäyksen vaikutukset ja lisääntynyt epävarmuus viilensivät talouden tilan. Finanssipolitiikan valvonnan ennuste lämpökartan yhdistelmäindikaattorille esittää, että suhdannetila kehittyy vastusti myös lähitulevaisuudessa, ja suhdanne jää vuonna 2024 pitkän aikavälin keskiarvon alapuolelle.

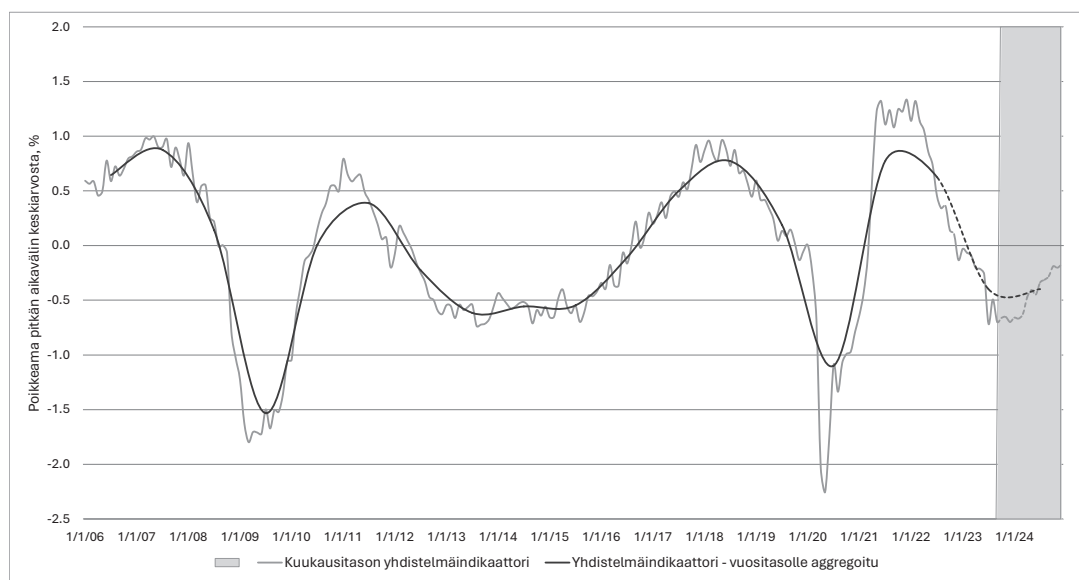
Finanssipolitiikan mitoitusta arvioidaan usein tarkastelemalla julkisen talouden perusjäämää, eli julkisen talouden keräämien tulojen ja sen käyttämien menojen erotusta ilman korkomenoja. Valtiovarainministeriön kansantaloulosaston syksyn riippumattoman ennusteen (9.10.2023, Valtiovarainministeriö 2023b) mukaisesti julkisen talouden nimellinen perusjäämä suhteessa BKT:hen pysyy jonkin verran negatiivisena vuosina 2023–2024. Kun perusjäämän suhde BKT:hen tasoitetaan suhdannevaihtelusta kuvion 1 suhdannekuvaajan perusteella, tuloksena saatu rakenteellinen (suhdannekorjattu) perusjäämä suhteessa BKT:hen säilyy niin ikään hieman negatiivisena. Toisin sanoen julkinen talous elvyttää hieman nettomenoillaan

muuta kansantaloutta laskusuhdanteen ja suhdannekuopan aikana 2023–2024 vastasyklisesti. Tällä kertaa sama tulos ja tulkinta saadaan myös, kun suhdannekorjaus tehdään EU-maiden ja komission yhdessä sopimalla tuotantofunktioon pohjautuvalla havaitun BKT:n ja estimoidun potentiaalisen BKT:n erotuksen (eli kuilun) avulla.¹

Vuoden 2020 koronakeväästä lähtien jatkunut julkisen talouden merkittävä velkaantumisen rajoittaa mahdollisuuksia käyttää koko taloutta stimuloivaa finanssipolitiikkaa julkisia menoja lisäämällä vuosina 2023 ja 2024. Orpon hallitus näyttää pyrkineen ratkaisemaan tämän ongelman vähentämällä samanaikaisesti julkisia menoja ja lisäämällä kotitalouksien kulutusmahdollisuuksia sekä yksityisiä investointeja veroalennuksin ja tutkimukseen ja kehitykseen suunnatuin tuin. Kotitalouksien kulutusta tukee myös inflaation taittuminen, mikä toteutuessaan estää kotitalouksien ostovoiman pienenemisen aiempien vuosien tapaan. Hieman elvyttävä finanssipolitiikan taso sopiikin heikkoon suhdannenäkymään – edellyttäen että inflaatio laantuu. Suhdannekuopassa on lisäksi vaarana se, että verotulot romahtavat, mikä lisää tarvetta kattaa alijäämiä jälleen lisävelalla. Toteutuessaan tämä voi hankaloittaa hallituksen tavoitetta BKT:hen suhteutetun julkisen velan kasvun taittamiseen.

¹ *Tuotantofunktio menetelmän potentiaalinen ja havaittu BKT:n kuilun avulla suhdannekorjattu perusjäämä tarkentuu tosin vielä vuosia eteenpäin.*

Kuvio 1. Suomen talouden subdannetilannetta kuvaava yhdistelmäindikaattori kuukausitasolla (harmaa viiva) ja vuositasolla (musta viiva) sekä kuluvan ja ensi vuoden ennuste (harmaalla taustalla). Ennusteen pohjana ovat lämpökartan tiedot sekä muut tilastotiedot, jotka on saatu käyttöön 3.11.2023 mennessä. Lähteet: Tilastokeskus, Työ- ja Elinkeinoministeriö, Elinkeinoelämän keskusliitto, Euroopan komissio. Laskelmat ja ennusteet: finanssipolitiikan valvonta (Strifler ja Kokkinen 2021a ja 2021b).



Monien EU-maiden – Suomi mukaan lukien – julkiset taloudet ovat velkaantuneet viimeisten kahden vuosikymmenen aikana. EU-säännöissä julkista taloutta (*engl. general government*) seurataan valtiota (*engl. central government tai state*) kattavammin. Suomessa julkisyhteisöihin luetaan kansantalouden tilinpidon (SNA 2008, ESA 2010) mukaisesti valtionhallinto, paikallishallinto (sisältäen kuntatalouden ja hyvinvointialueet), muut sosiaaliturvarahastot (Kela, työllisyysrahasto, työttömyyskassat) ja työeläkelaitokset. Kokonaisuutena julkisyhteisöjen velka on kasvanut erityisesti vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen. Tärkein syy velkaantumiseen on ollut negatiivinen perusjäämä. Toisin sanoen julkiset menot pois lukien hallituksen

toimista riippumattomat korkomenot ovat olleet tuloja pienemmät.

Alijäämä vaivaa erityisesti sekä valtiota että kuntataloutta ja hyvinvointialueita. Valtio kantaa kuitenkin velkaantumisesta suurimman taakan. Pitkän ajan velkakestävyuden vuoksi julkisen talouden on oltava tulojen ja menojen ja niiden kehitysnäkymien osalta siinä kunnossa, että markkinatoimijat uskovat valtion (tai muun julkisyhteisöjen institutionaalisen yksikön) maksukykyyn. Tällöin markkinatoimijat uskaltavat ostaa kyseisen valtion tarjoamia velkapapereita, ja valtio saa markkinoilta lainaa.

Tilanne käy kestävämmäksi, jos valtiolle on kertynyt niin paljon lainaa (ja/tai tulojen ja menojen epätasapaino tulevaisuuden näkymi-

neen on niin suuri), että markkinatoimijat epäilevät valtion kykyä maksaa velka takaisin. Tässä tilanteessa valtio ei saakaan myytyä velkakirjojaan rahoitusmarkkinoilla kohtuullisella tuotto- eli korkovaatimuksella. Tämä asettaa valtion (tai muun julkisyhteisön yksikön) tilanteeseen, jossa sen (niiden) on välittömästi sopeutettava menojaan vastaavalla summalla tai myytävä rahoitustai muuta omaisuuttaan.

Mikäli rahoitusmarkkinat uskovat valtion kykenevän maksamaan velan pois rahoittamiensa menojen jälkeen, ne ostavat valtion tarjoamia velkakirjoja tulevia verotuloja sekä rahoitusvaroja (ja muuta likvidiä varallisuutta) vastaan. Velan (ja rahoitusvarojen) kertymää eli varantoa kuvataan itsenäisenä muuttujana kansantalouden rahoitus-tilinpidon (SNA 2008, ESA 2010) tasetileillä.

Usein esitetään julkisen velan kertyvän kokonaan alijäämien kattamisella. Alijäämä ei kuitenkaan ole ainoa velan kertymiseen vaikuttava tekijä kansantalouden tilinpidon aineistossa, jota käytetään julkisen talouden EU-sääntöjen noudattamisen arvioinnissa. Vuosittainen muutos julkisyhteisöjen velan suhteessa BKT:hen voidaan jakaa yhtälön (1) mukaisesti seuraaviin osatekijöihin: (nimellisiin) korkomenoihin, (nimelliseen) BKT:n kasvuvaikutukseen, perusjäämään (ks. esim. Escolano 2010²) ja virta-varanto-korjauseen. Kaikki muuttujat ovat BKT:hen suhteutettuja lukuja.

$$\Delta d_t = \frac{i_t}{(1+g_t^{nim})} d_{t-1} - \frac{g_t^{nim}}{(1+g_t^{nim})} d_{t-1} - p_t + sfa_t \quad (1)$$

Vaikka Suomessa negatiivinen perusjäämä (suhteessa BKT:hen) onkin ollut tärkein vel-

kaantumisen syy viime vuosina, merkittävä tekijä velkaantumisen taustalla on ollut myös virta-varanto-korjauseen (*sfa*), eli se osa velkavarannon kertymisestä vuosittain, mikä ei selity alijäämällä (virtasuure) (ks. Kuvio 2). Velan kertymiseen suhteessa BKT:hen vaikuttaa myös velasta maksettavien korkojen (i_t) ja käypähintaisen BKT:n kasvun (g_t^{nim}) erotus ($i_t - g_t^{nim}$).

Koska hallitus (tai muu julkisen talouden päätöksentekijä) ei voi juuri vaikuttaa koko talouden inflaatioon päätösten teon hetkellä, velan kertymisen osatekijöitä tarkastellaan seuraavassa siten, että BKT:n deflaattorin vuosimuutoksen vaikutus poistetaan kertymäyhtälöstä. BKT:n deflaattorin vuosimuutos vaikuttaa kahteen ensimmäiseen osatekijään: nimellisten bruttokorkomenojen ja nimellisen BKT:n kasvun vaikutukseen.³ Kun BKT:n deflaattorin vaikutus poistetaan näistä tekijöistä, velan suhde BKT:hen voidaan jakaa neljään osatekijään: reaaliset bruttokorkomenot, reaalisen BKT:n tai BKT:n volyymin kasvun vaikutus, perusjäämä ja virta-varanto-korjauseen (ks. yhtälö 2).

$$\Delta d_t = \frac{r_t}{(1+g_t)} d_{t-1} - \frac{g_t}{(1+g_t)} d_{t-1} - p_t + sfa_t \quad (2)$$

Reaaliset bruttokorkomenot riippuvat efektiivisestä reaalisesta korosta (r_t), BKT:n volyymin kasvuasteesta (g_t) ja edellisen vuoden velkasuhteesta (g_{t-1}). Toinen termi kuvaa sitä, että BKT:n volyymin kasvu pienentää velan suhdetta BKT:hen. Inflaation (BKT:n deflaattorin vuosimuutoksen) huomioiminen vähentää korkomenojen ja BKT:n kasvun vaikutusta täsmälleen saman verran.

² Valitettavasti Escolano (2010) on jättänyt virta-varanto-korjauseen pois kirjoituksensa analyysistä. Siitä huolimatta velkasuhteen kertymäyhtälön johtaminen on hänen tutkimuksessaan esitetty läpinäkyvästi.

³ Tämä tulee näkyviin seuraavasta, hetken t velkasuhdetta kuvaavasta kaavasta, $d_t = \frac{(1+r_t)(1+\pi_t)}{(1+g_t)(1+g_{t-1})} d_{t-1} - p_t + sfa_t$, missä r_t on efektiivinen reaalikorko, g_t BKT:n volyymin kasvuaste ja π_t on BKT:n deflaattorin kasvuaste.

Yllä esitetty yhtälö on keskeisessä asemassa julkisyhteisöjen velkakestävyysanalyysissä. Jos oletetaan, että perusjäämä ja virta-varanto-korjauseura ovat lähellä nollaa, efektiivisen reaalikoron (r_t) ja BKT:n volyymin kasvun (g_t), erotus ($r_t - g_t$) määrää velkasuhteen kehityksen. Velkasuhde vähenee, kun BKT:n volyymin muutos ylittää reaalikoron ($r_t < g_t$). Toisaalta velkasuhde kasvaa, kun reaalikorko ylittää BKT:n volyymin muutoksen ($r_t > g_t$).

Tästä seuraa, että jos BKT:n volyymin muutos on suurempi kuin reaalikorko, on mahdollista ylläpitää perusalijäämää tai positiivista virta-varanto-korjauseuraa niin, että velkasuhde ei nouse. Toisaalta, kun BKT:n volyymin muutos on pienempi kuin reaalikorko, on ylläpidettävä perusyliäämää tai negatiivista virta-varanto-korjauseuraa, jotta velkasuhde ei nouse. Suomessa valtion ja muiden julkisyhteisöjen velan efektiivinen reaalikorko on kehittynyt pitkään suotuisasti suhteessa BKT:n volyymin muutokseen, mikä on pienentänyt velan suhdetta BKT:hen. On kuitenkin epätodennäköistä odottaa, että tämä kehitys jatkuisi tulevaisuudessa.

Kuvio 2 esittää julkisyhteisöjen velkasuhteen muutoksen tekijöitä vuosittain 1995–2022. Suurimman osan vuosista ennen finanssikriisiä julkisen talouden velka suhteessa BKT:hen laskee. Sen jälkeen velkasuhde on pääosin kasvanut, lukuun ottamatta vuosia 2016–2019. Suomen tapauksessa on kuitenkin tärkeää muistaa muutama erityisaihe, kun ruoditaan velkasuhteen muutokseen vaikuttavia osatekijöitä.

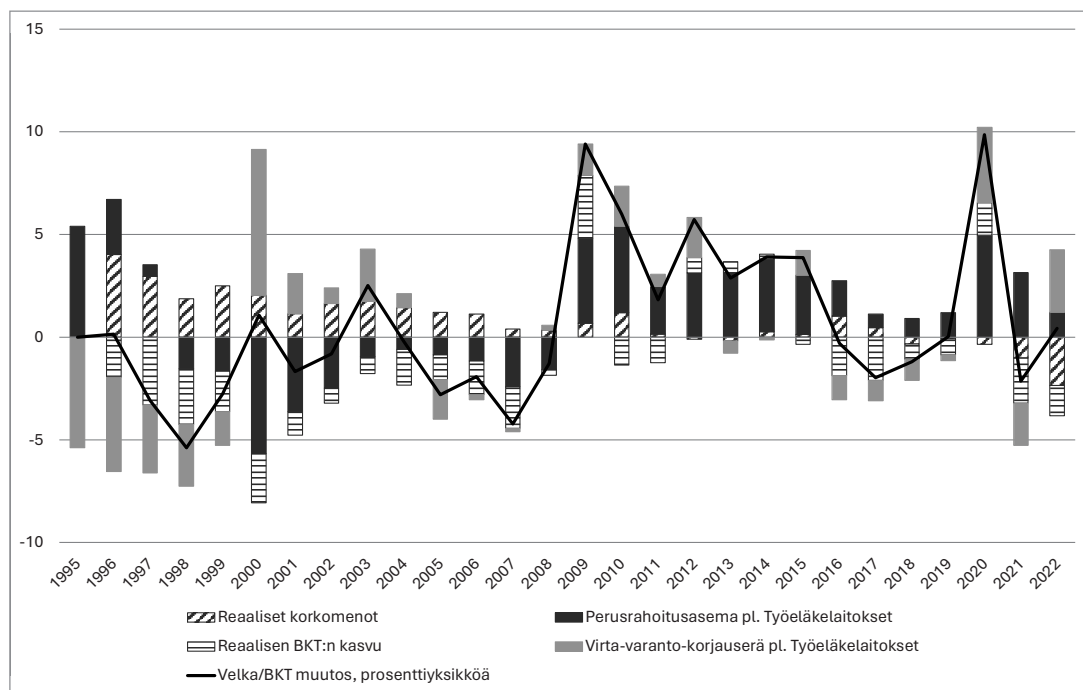
Suomen julkisyhteisöjen virta-varanto-korjauseura on ollut merkittävän suuri 2000-luvulla, mutta suurin osa siitä johtuu työeläkelaitosten vaikutuksesta. Ensinnäkin työeläkelaitosten ylijäämää ei voida käyttää julkisyhteisöjen muiden alasektoreiden velan lyhentämiseen (tai alijäämän kattamiseen). Toiseksi työeläkelaitokset

käyttävät pääasialliset tulonsa, eli saamansa eläkemaksut ja omaisuustulonsa eläkkeiden maksamiseen ja rahoitusinstrumenttien nettohan-kintaan, joka on osa virta-varanto-korjauseuraa. Näistä syistä on perusteltua tarkastella Suomen julkisen talouden velkakehityksen osatekijöitä siten, että työeläkelaitokset jätetään huomiotta, kuten kuviossa 2.⁴

Tällöin tärkeimmät julkisyhteisöjen velan kasvuun vaikuttaneet tekijät ovat perusjäämä (alijäämä ilman korkomenoja) ja velan reaaliset korkomenot, kun taas virta-varanto-korjauseuran vaikutus on ilman työeläkelaitoksia ollut keskimäärin näitä vähäisempi. Laman jälkeen vuosina 1995–1999, virta-varanto-korjaus vähensi velkasuhdetta yhdessä reaalisen BKT-kasvun (etumerkki vaihdettu kuviossa 2) kanssa, 2000-luvulla kasvatti ja vähensi velkasuhdetta vuodesta riippuen. Finanssikriisin jälkeen negatiivinen perusjäämä (etumerkki vaihdettu kuviossa 2) ja virta-varanto-korjaus ovat molemmat kasvattaneet velkasuhdetta. Vuodesta 1996 lähtien virta-varanto-korjaus on kuitenkin ollut keskimäärin positiivinen ja kasvattanut velkasuhdetta vuosittain noin 0,2 prosentilla suhteessa BKT:hen. Samaan aikaan negatiivinen perusjäämä, eli alijäämä, josta on vähennetty bruttokorkomenot, on kasvattanut velkaa vuosittain noin 0,7 prosenttiyksikköä suhteessa BKT:hen. Eniten negatiivisen perusjäämän taustalla julkisyhteisöjen alasektoreista on valtio, mutta myös paikallishallinnon perusjäämä on ollut negatiivinen lähes koko tarkasteluajan.

⁴ SFA pl. työeläkelaitokset sisältää valtion- ja paikallishallinnon rahoitusinstrumenttien nettobankinnan (esim. velkaperien, osakkeiden ja sijoitusrahasto-osuuksien ja jobdannaisten nettobankinta), mukautukset (esim. velan arvostukseen liittyvät tekijät) ja tilastolliset erot kansantalouden rahoitustilinpidon ja reaalitylinpidon sektoritilien välillä (esim. dataan laatuun liittyvät tekijät).

Kuvio 2. Suomen julkisyhteisöjen (pl. työeläkelaitokset) velkasuhteen kertymiseen vaikuttavat osatekijät yhtälön (2) mukaisesti esitettynä. Lähteet: Euroopan komissio (2023a), Eurostat (2023), Tilastokeskus (2023), finanssipolitiikan valvonnan laskelmat.



Finanssikriisin jälkeen efektiivisen reaalkoron ja BKT:n volyymin kasvun erotuksen ($r_t - g_t$) kehitys on ollut velkasuhteen kannalta suotuisa. Vuonna 2023 tämä suotuisa kehitys loppui ja nyt vaarana on $(r_t - g_t)$:n eron kääntyminen pysyvämmiin positiiviseksi. Tällöin Suomen on Italian tapaan ylläpidettävä perusylijäämää, jotta nykyisen velkasuhteen taso saadaan rahoitettua niin, ettei velkasuhde lähtisi automaattisesti – pelkästään tämän takia – nousuun.

Yllä esitettyä virta-varanto-korjausemää on syytä seurata myös muissa EU-maissa. Vuosina 2000–2022 virta-varanto-korjausemä poikkeaa keskimäärin selvästi nolasta myös monessa muussa maassa kuin usein tässä yhteydessä mainituissa Suomessa ja Luxemburgissa. Tämän

erän vaikutus on ollut sekä euroalueella että koko unionin alueella merkittävä kyseisellä ajanjaksolla, vaikka nimelliset korkomenot ja BKT:n kasvun vaikutus ovat olleet keskeisimmät osatekijät velkasuhteen kasvussa.⁵

Virta-varanto-korjausemän rooli velkasuhteen muutoksen osatekijänä ansaitseekin aiempaa enemmän huomiota (ks. Jaramillo ym. 2017). Valitettavasti EU:n finanssipolitiikan

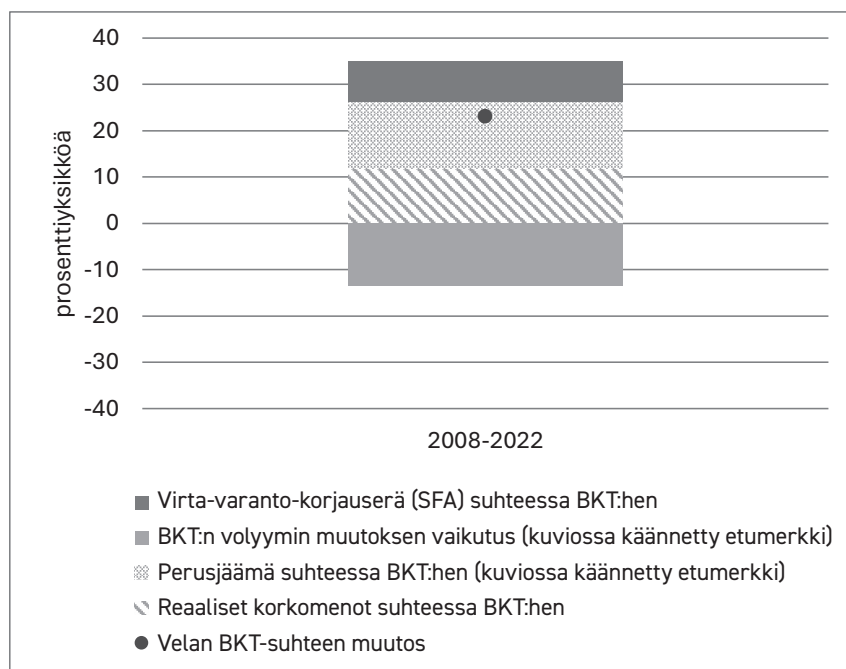
⁵ Larch ym. (2022) tutkivat vähän lyhyempää aikaväliä (2000–2019). He jakavat EU:n jäsenmaat kolmeen eri ryhmään velkasuhteen koon perusteella. Heidän analyysissään myös korkomenot ja BKT:n kasvun vaikutus muodostavat selvästi suurimmat velkasuhteen osatekijät, silloin kun virta-varanto-korjausemä on noin samassa suuruusluokassa kuin perusjäämä.

säännöt eivät ole tähän saakka asettaneet suurta painoa virta-varanto-korjauseerälle velkasuhteen kasvun osatekijänä (Afonso ja Jalles 2020, ks. myös luku 3).⁶

Kuvio 3 osoittaa, että virta-varanto-korjauseerän suhteellinen tärkeys tulee esiin myös EU-tasolla finanssikriisin jälkeen, kun poistetaan BKT:n deflaattorin vaikutus bruttokorkome-

noista ja BKT:n kasvuvaikutuksesta. Tämä tuo esiin myös sen, että virta-varanto-korjauseerä on suuruusluokaltaan lähes yhtä tärkeä kuin muut velkasuhteen kasvun osatekijät. Virta-varanto-korjauseerä ansaitseekin enemmän huomiota julkisen talouden kestävyyttä ja finanssipolitiikan sääntöjä koskevissa keskusteluissa.

Kuvio 3. Velkasuhteen muutos reaalisin termein EU:ssa finanssikriisin jälkeen vuosina 2008–2022. Lähde: Eurostat (2023), Euroopan komissio (2023a), finanssipolitiikan valvonnan laskelmat



⁶ Uuden sääntökehikon puitteissa on kuitenkin mahdollista antaa suurempaa maakohtaista painoa virta-varanto-korjauseerälle (ks. myös luku 3).

2. Hallituksen pyrkimys taittaa julkisen talouden velan kasvu on oikeansuuntainen – lisää toimia tarvitaan

Orpon hallituksen finanssipoliittisena tavoitteena on saada julkinen talous lähes tasapainotumaan ja että velkasuhde vakautuu ja lopulta laskee vaalikauden loppuun mennessä. Nämä tavoitteet ovat perusteltuja. Hallitus tavoittelee julkisyhteisöjen velan olevan 77,3 % ja rahoitusaseman -1 % suhteessa BKT:hen vuonna 2027.

Hallituksen on mahdollista laskea velan suhdetta BKT:hen vaikuttamalla velan kertymäyhtälön (yhtälö 1) kaikkiin tekijöihin: perusrahoitusasemaan, virta-varanto-korjaukseen, korkomenoihin ja BKT:n kasvuun. Vaikutusmahdollisuudet perusrahoitusasemaan ja virta-varanto-korjaukseen ovat suuremmat, kun taas korkomenoihin ja BKT:n kasvuun epäsuuremmat.

Hallitus tavoittelee julkisyhteisöjen alijäämän supistumista, muttei rahoitusjäämän kääntämistä ylijäämäiseksi vaalikauden aikana. Tämä tarkoittaa, että hallitus pyrkii käyttämään velan BKT-suhteen alentamiseen muita yhtälön 1 mukaisia tekijöitä kuin perusrahoitusaseman ja korkomenojen summaa. Hallitus onkin linjannut hallitusohjelmassa (Valtioneuvosto 2023, s. 11), että se pyrkii finanssipoliittisiin tavoitteisiinsa julkisen talouden sopeutuksen lisäksi nopeuttamalla talouskasvua ja nostamalla työllisyyttä.

Julkisen talouden sopeutuksen mittaluokka on hallitusohjelman linjausten mukaan kuusi miljardia euroa. Siitä 4 miljardia euroa on suoria pysyviä sopeutustoimia, joista valtaosa on menosopeutuksia, ja loput 2 miljardia euroa ra-

kenteellisia toimia, joilla pyritään parantamaan työllisyyttä.⁷

Julkisen talouden sopeutustarve on huomattava. On poliittinen valinta, vahvistetaanko sitä meno- ja/tai tulotoimin. Talusteorian näkökulmasta sopeutuksien tulisi olla sellaisia, että julkisen talouden toiminta aiheuttaisi mahdollisimman vähän vääristymiä markkinoiden tehokkaaseen toimintaan. Täydellisen kilpailun markkinoilla saavutettu tasapaino eli kilpailutasapaino maksimoi yhteiskunnan hyvinvoinnin pareto-tehokkaassa mielessä. Usein markkinat ovat kuitenkin epätäydelliset erinäisistä syistä. Epätäydellisissä markkinoissa toimien tulisi olla sellaisia, että ne parantavat mahdollisimman tehokkaalla tavalla markkinoiden toimintaa. Julkisen vallan puuttuminen markkinoille ei kuitenkaan takaa optimaalista tilaa, sillä myös julkinen valta voi epäonnistua. Julkisen talouden toiminta voikin aiheuttaa vääristymiä myös epätäydellisissä markkinoissa. Tästä seuraa se, että meno- ja tulotoimia tulee arvioida tehokkuusnäkökulma silmällä pitäen.

Finanssikriisistä lähtien julkisyhteisöjen menot ovat ylittäneet tulot. Tulojen ja menojen epätasapainon seurauksena syntynyt julkisen talouden alijäämä on ollut Suomessa pysyväisluonteinen eikä tilanne ole korjaantunut edes hyvässä suhdanteessa⁸. Tämä ongelma heijastuu myös Suomen julkisyhteisöjen velkaantumiseen, sillä

⁷ Rakenteellisilla toimilla hallitus tavoittelee 100 000 lisätyöllistä vuoteen 2027 ja 80 prosentin työllisyysastetta vuoteen 2031 mennessä. Työllisyysaste oli 73,8 prosenttia vuonna 2022, joten työllisyysasteen tulisi nousta kahden vaalikauden aikana 6,2 prosenttiyksiköllä.

⁸ Esimerkiksi vuosina 2016–2018 Suomen talous kasvoi reaalisesti keskimäärin 2,4 % vuodessa, mutta Suomen julkisyhteisöjen perusrahoitusasema oli siitä huolimatta negatiivinen.

velkaantumisen taustalla olevista tekijöistä merkittävin on finanssikriisin jälkeisenä aikana ollut negatiivinen perusrahoitusasema (ks. kuvio 2). Samaan aikaan talouskasvu on Suomessa ollut heikkoa, eikä Suomen talouskasvun ennusteta olevan keskipitkällä tai pitkälläkään aikavälillä nopeaa (Kokkinen ym. 2021, Valtiovarainministeriö 2023b). Ilman talouskasvua on vaikeaa kasvattaa verokertymää, sillä verotulojen nousu on yhteydessä BKT:n kasvuun. Näistä syistä ei ole realistista päästä julkisen talouden tasapainoon ilman menosopeutuksia.

Kuuden miljardin euron sopeutustoimiin sisältyvillä rakenteellisilla toimilla hallitus pyrkii lisäämään kannusteita ottaa työtä vastaan. Kannustinloukkujen pienentäminen verotuksellisin keinoin ja sosiaaliturvamuutoksilla voivat auttaa lisäämään työn tarjontaa Suomessa. Samalla on muitakin työllisyyteen vaikuttavia tekijöitä kuten kohtaanto-ongelma tai koulutus. Tämä on tarpeellista, sillä viime vuosina useilla aloilla on koettu työvoimapulaa (Työ- ja elinkeinoministeriö 2023) eikä työllisyys Suomessa ole noussut verokkiryhmien, kuten Pohjoismaiden, tasolle hyvässäkin taloussuhdanteessa (Eurostat 2024).

Veropäätöksiä tehtäessä tulisi muistaa, että veromuutosten verokertymävaikutusten suunnan arviointiin liittyy huomattava määrä epävarmuustekijöitä. Tulokset riippuvat tarkasteltavasta verotyypistä ja esimerkiksi siitä, kuinka helppoa vero on välttää eri tavoin, esimerkiksi siirtymällä ulkomaille.⁹ Verotoimet voivat sisältää mm. vero-

⁹ Esimerkiksi vuonna 2012 toimeenpantu pankkivero jouduttiin perumaan, sillä se ei lisännyt verokertymää toivotulla tavalla. Pankkiveron toteutunut verotulokertymä (noin 130 milj. eur) jäi budjetoidusta 170 milj. eurosta. Lisäksi yhteisöverotuotto laski, sillä pankit siirsivät osan Suomen toimintojensa tase-eristä ja samalla työpaikoista toiseen maahan välttääkseen veroa. Tämä nostatti keskustelua myös eduskunnassa (KK 388/2014 vp), ja lopulta vero poistettiin suunniteltua aiemmin.

pohjien laajentumista tai muuttumista, eivät vain yksinomaan veronkorotuksia tai kevennyksiä. Joustoista riippuen veronkorotukset tai veronkevennykset voivat lisätä verokertymää (ks. esim. IMF 2020; Lundberg 2017; Kirkko-Jaakkola & Kotamäki 2022; Seuri 2022; Kotakorpi & Matikka 2017). Valtiovarainministeriön verotuksen kehittämisen työryhmä (Valtiovarainministeriö 2010) suositti jo vuonna 2010 verotuksen painopisteen siirtämistä työnteosta kulutukseen, jotta työnteon kannustimia vahvistettaisiin. Tällä saralla edistyminen on ollut hidasta, ja Suomessa erityisesti työn verotus on kansainvälisessä vertailussa edelleen erittäin kireää: esimerkiksi keskituloisen palkansaajan marginaaliveroaste oli Suomessa vuonna 2021 OECD-maiden 7. korkeinta tasoa (Valtiovarainministeriö 2023a). Työnteon kannustimia heikentää myös se, että Suomessa on OECD-maiden toiseksi tasaisin tulonjako, kun otetaan huomioon verotus ja sosiaaliturvan tuloinsiirrot (Valtiovarainministeriö 2023a). Hallituksen harjoittama työnteon kannusteita parantava politiikka on edellä esitettyjen tietojen valossa oikeansuuntaista, mutta esimerkiksi talouspolitiikan arviointineuvosto (2024) on kiinnittänyt huomiota toimien kohdentumiseen.

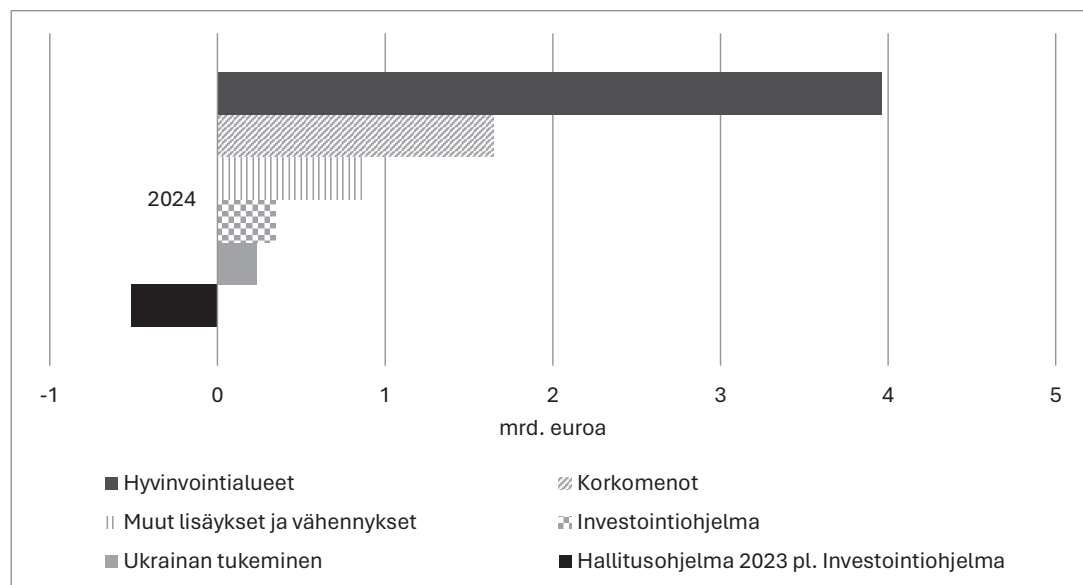
Hallitus pyrkii nopeuttamaan talouskasvua toimeenpanemalla investointiohjelman, jonka puitteissa määrärahoja kohdennetaan muun muassa väylähankkeisiin ja puhtaan energian hankkeisiin. Riskinä kuitenkin on, että investointiohjelman aikaansaama talouskasvua kiihdyttävä vaikutus jää pieneksi esimerkiksi siksi, koska ohjelma pitää sisällään myös sellaisia menoja, jotka eivät ole investointeja¹⁰. Tämä tar-

¹⁰ Investointiohjelma pitää sisällään myös esimerkiksi boijononjen purkuun kohdistuvia määrärahoja, jotka eivät ole investointeja kansantalouden tilinpitostandardin mukaisen määritelmän mukaisesti.

koittaisi, että yhtälön (1) valossa hallituksella on käytettävissään velkasuhteen laskemiseksi vielä virta-varanto-korjauserän käyttö. Se voisi tarkoittaa esimerkiksi valtion velan lyhentämistä valtion omaisuuden myyntituloilla. Hallitusohjelmassa linjattiin valtion omaisuuden myymisestä, mutta siitä saadut tulot suunnitellaan käytettäväksi valtion budjetissa investointiohjelman rahoitukseen (Valtioneuvosto 2023). Sijoitusvarallisuuden myynti nostaa budjettitalouden tuloja¹¹ kuitenkin vain kertaluonteisesti. Myynnin seurauksena tulevaisuuden osingot jäävät myös saamatta.

Hallitusohjelman mukaisista toimita valtaosa keskittyy valtion budjettitalouden menoihin, joten seuraavaksi arvioidaan hallitusohjelmatoimien suoria menovaikutuksia vuoden 2024 budjettiin. Valtion budjettitalouden menot jatkavat kasvuaan hallituksen sopeutustoimista huolimatta, sillä hallitusohjelman mukaiset menosopeutukset pienentävät valtion talousarvion menoja maltillisesti verrattuna edellisen vuoden varsinaiseen talousarvioon (kuvio 4). Valtiontaloudessa on merkittäviä menopaineita, joista hyvinvointialueiden kasvavat menot ja nousevat korkomenot ovat tärkeimpiä esimerkkejä.

Kuvio 4. Valtion talousarvioesityksen 2024 määrärahalisäykset ja -vähennykset verrattuna vuoden 2023 varsinaiseen talousarvioon, netto. Lähteet: Valtiovarainministeriö (2023d) ja finanssipolitiikan valvonnan laskelmat.



¹¹ Kansantalouden tilinpidon (SNA 2008, ESA 2010) käsitteistön mukaisesti sijoitusvarallisuuden myynti vaikuttaa puolestaan julkisyhteisöjen taseeseen, ei tuloihin. Julkisyhteisöjen varallisuuden pieneminen beikentää nettovarallisuutta vastaavalla tavalla kuin lisävelanotto.

Valtiovarainministeriön viimeisimpien ennusteiden (Valtiovarainministeriö 2023b; 2023c) mukaan hallitus ei saavuttaisi finanssipoliittisia tavoitteitaan vaalikauden loppuun mennessä. Joulukuun ennusteessa tilanne on sysennustetta synkempi johtuen ainakin osittain siitä, että taloudellisen kasvun näkymät heikkenivät ennusteissa loppuvuotta kohden. Ennusteessa on kuitenkin jätetty huomioimatta osa hallitusohjelmatoimien taloudellisista vaikutuksista niiden täsmentymättömyyden tai epävarmuuden takia. Nykytiedoilla finanssipoliittisten tavoitteiden saavuttaminen vaatii lisätoimia ja todennäköisesti toimenpidevalikoiman laajentamista. Hallitus on myös ilmoittanut valmistelewansa lisätoimia kevään 2024 kehysriiheen ja vaalikauden puoliväliriiheen.

3. EU:n finanssipoliittisten sääntöjen uudistus keskittyy velkakestäväyteen

EU:n finanssipoliittisessa säännöstössä on ollut monenlaisia ongelmakohtia. Niistä keskeisimpinä voidaan pitää monimutkaisuutta, tehotto- muutta estää suhdanteita vahvistavaa eli myötä- syklistä finanssipoliittikkaa sekä säännösten heikkoa noudattamista (Blanchard ym. 2021; Darvas ym. 2018; Martin ym. 2021). Se, että EU:n finanssipoliittisia sääntöjä ei ole noudatettu, on johtanut siihen, että EU:n jäsenmaista puolella velka per BKT oli vuonna 2022 yli 60 prosentin viitearvon. Näihin maihin kuuluu myös Suomi, jonka velkasuhde on kasvanut 13 prosenttiyksikköä viimeisten 10 vuoden aikana, ja on vuonna 2022 73 % (Eurostat 2023).

Finanssipoliittisen säännösten uudistamisella on pyritty ratkaisemaan mainittuja ongelmakohtia. Euroopan unionin neuvosto on

20.12.2023 (finanssipoliittikan valvonnan raportin julkaisun jälkeen) saavuttanut kompromissin sääntöuudistuksesta, jossa kuitenkin monet tekniset yksityiskohdat ovat vielä ratkaisematta (Euroopan unionin neuvosto 2023). Kompromissi seuraa pitkälti komission sääntöuudistuksen ehdotusta (Euroopan komissio 2023b; c; d). Uudistuksen tavoitteena on yksinkertaistaa säännöstöä, huomioida jäsenmaakohtaista velkakestävyyttä nykyistä säännöstöä paremmin sekä kasvattaa säännösten kansallista omistajuutta ja noudattamista.

Hyvin tiivistetysti uudistuksen sisältönä on, että ennaltaehkäisevässä osiossa sääntöjen noudattamista ei enää seurata julkisyhteisöjen rakenteellisen jäämän BKT-suhteen kehityksen ja/ tai menojen nettokasvuvauhdin perusteella vaan näistä säilyy vain jälkimmäinen, hieman erilaisessa muodossa, ainoana operationaalise- na indikaattorina.¹² Keskeisenä uudistuksena on se, että kyseinen menoura johdetaan velkakestävyysanalyysin perusteella. Lisäksi korjaavassa osiossa liiallisten alijäämien menettelyä (EDP) ei käynnistetä suoraan velan BKT-suhteen viitearvon perusteella.¹³ Maastrichtin sopi-

¹² Tässä yhteydessä käsitellyt ”nettomenot” viittaavat julki- siin kokonaismenoihin vähennettynä korkomenoilla, sub- danneluonteisilla työttömyysmenoilla ja EU:n rahoittamien EU-ohjelmien menoilla, minkä lisäksi huomioidaan päätös- peräisten tulotoimien vaikutus ja kertaluonteiset erät. Mää- ritelmä on käytännössä sama vanhassa (Euroopan komissio 2019) ja uudessa (Euroopan unionin neuvosto, 2023) sää- nöstössä. Vanhassa säännöstössä menoindikaattorin kasvu- astetta verrattiin potentiaalisen tuotannon kasvuasteeseen, kun taas uudessa säännöstössä seurattaisiin menoindikaat- torin tasoa. Vanhassa säännöstössä tämän indikaattorin viitattiin yleensä käsitteellä *expenditure benchmark*.

¹³ Käytännössä näin toimittiin jo vanhan säännösten aika- na.

muksen mukaiset julkisyhteisöjen alijäämää ja velkaa koskevat viitearvot säilyvät ennallaan.

Velkakestävyysanalyysin ja siihen liittyvien nelivuotisten (tai seitsemänvuotisten) finanssipoliittisrakenteellisten suunnitelmien tarkoitus on tuottaa velkasuhdetta laskeva menoura, joka rajoittaisi julkisten menojen kasvua niissä maissa, joissa velkasuhde on yli 60 prosentin viitearvon. Lasketun menouran noudattaminen johtaisi velkasuhteen kääntymään uskottavasti laskevalle¹⁴ uralle kymmenen vuotta kestävä tarkastelujakson aikana. Komission ehdotuksessa velkasuhteen alenemisen uskottavuutta mitataan epävarmuutta sisältävän skenaarion avulla, jossa tuotetaan useita vaihtoehtoisia velkasuhteen kehitysuria. Kun tarpeeksi moni kehitysuria on tarkastelujaksolla lasku-uralla, komissio katsoo sopeutusvauhdin olevan riittävä ja velkasuhteen olevan uskottavasti laskevalla uralla. Tämä tarkoittaa, että EU:n talousohjauksen aikajänteen painopiste siirtyisi vuosittaisesta tarkastelusta keskipitkään aikaväliin. Vanhan säännösten velan sopeutuksen 1/20-säännöstä luovutaan.

Komission sääntöehdotus on saanut niin positiivista kuin kriittistä huomiota. Sääntöjen kehittämisen tarpeesta on vallinnut laajalti yksimielisyys, mutta uudistuksen sisällöstä on esitetty useita eri näkemyksiä. Uudistuksessa on kuitenkin selkeitä parannuksia. Niistä tärkeimpiä ovat: velkakestävyysanalyysi tuo jäsenmaiden velkakehityksen säännösten keskiöön ja mahdollistaa jäsenmaakohtaisen tavoitteenasettelun, joka voi tehdä tavoitteet realistisemmiksi ja kasvattaa siten myös sääntöjen noudattamista ja sitoutumista niihin. Rakenteellisesta jäämästä luopuminen operationaalisenä indikaattorina

ennaltaehkäisevässä osiossa ja keskittyminen menoidikaattoriin ainoana seurattavana indikaattorina yksinkertaistaa säännöstöä. Finanssipolitiikan päätöksentekijöiden tarvitsisi siis seurata pelkästään tätä yhtä indikaattoria. Menoidikaattori perustuu myös vahvemmin havaittaviin muuttujiin, jotka eivät tarkennu jälkikäteen samalla tavalla kuin rakenteellinen jäämä. Indikaattori kytkeytyy nykyistä säännöstöä selkeämmin sellaisiin eriin, joihin hallituksella on mahdollisuus vaikuttaa suoraan finanssipoliittisilla päätöksillä. Uudistuksen myötä säännösten käytännön seuranta yksinkertaistuu, mikä on positiivinen asia, mutta samalla tavoitteen asettamisesta tulee aiempaa haastavampaa. Samoin nykyistä pidempi tarkastelujakso on perusteltua, koska silloin säännöstö ei ohjaisi harjoittamaan lyhytnäköistä finanssipolitiikkaa.

Samalla kun uudistuksesta löytyy selkeitä parannuksia verrattuna vanhaan säännöstöön, myös mahdollisia heikkoja kohtia on todettavissa. Raportissa käsitellään komission velkakestävyysanalyysia, joka tulee olemaan keskeisessä roolissa operationaalista menouraa laskettaessa.¹⁵ Velkakestävyysanalyysin taustalla olevat oletukset vaikuttavat oleellisesti analyysin tuloksiin. Näin ollen analyysin oletusten järjestyminen ja tulosten robustisuus ovat ratkaisevassa asemassa siinä, missä määrin velkakestävyysanalyysi pystyy tuottamaan sellaisen menouran, joka lopulta johtaa velkasuhteen laskemiseen. Raportissa tutkitaan yhtenä esimerkkinä virta-varanto-korjauserän merkittävyyttä. Jos se otetaan huomioon Suomen osalta, laskettu menoura on selvästi tiukempi. Virta-varanto-korjauserä on

¹⁴ Termi on suora käännös EU-komission sääntöehdotuksen mukaisesta englanninkielisestä termistä *plausibly downward*.

¹⁵ Euroopan unionin neuvoston (2023) kompromississa on sovittu, että komissio tekee ehdotuksen velkakestävyysanalyysin yksityiskohdista ja oletuksista. Ehdotusta käytetään lähtökohdana neuvotteluissa jäsenmaiden kanssa.

kuitenkin Suomen lisäksi relevantti erä myös -monissa muissa jäsenmaissa (ks. luku 1). On toivottavaa, että komission neuvottelut jäsenmaiden kanssa velkakestävyysanalyysin yksityiskohdista ja oletuksista käydään läpinäkyvästi, eivätkä ne joutuisi poliittisen pelin kohteeksi.¹⁶ Menouran määrittelyn monimutkaisuus ja uran asettamiseen liittyvä keskinäinen prosessi jäsenmaiden ja komission (ja neuvoston) välillä saattavat heikentää säännösten ja sen soveltamisen läpinäkyvyyttä ja tasapuolisuutta.

Jos virta-varanto-korjauserän ja muiden velkasuhteen muutokseen vaikuttavien tekijöiden kehitys ei noudata velkakestävyysanalyysin oletuksia, ei pelkkä menouran noudattaminen johda haluttuun velkasuhteen laskemiseen.¹⁷ Yhtenä heikkona kohtana voidaan myös pitää sitä, että velkasääntöön perustuva liiallisten alijäämien menettely (EDP-prosessi) voi käynnistyä ainoastaan menosäännön rikkomisen kautta eikä suoraan velkasuhteen tason perusteella. Jos julkisyhteisöjen tulot kehittyvät menoihin verrattuna epäsuotuisasti muista kuin hallituksen uusista päätösperäisistä toimista johtuen¹⁸, on mahdollista, että menot ja tulot erkaantuvat ei-

¹⁶ Toisena tähän liittyvänä ongelmakohtana voi pitää esim. sitä, että nykyisessä muodossaan komission velkakestävyysanalyysissä tarvitaan arviota potentiaalisen bruttokansantuotteen kasvusta pidemmällä aikavälillä.

¹⁷ Velkakestävyysanalyysin lisäksi menouran on oltava sopuinnussa ns. turvalausekkeiden kanssa. Nämä saattavat nostaa todennäköisyyttä sille, että menouran noudattaminen johtaa velkasuhteen laskemiseen. Toisaalta turvalausekkeet voivat vähentää velkakestävyysanalyysin hyötyjä ja heikentää tavoitteiden realistisuutta ja jäsenmaakohtaisuutta (Zettelmeyer 2023).

¹⁸ Esimerkiksi veropohjan vähentyessä rakenteellisista syistä häittäverojen ohjauksivaikutuksen toimiessa, tai subdanne-

kä menouran noudattaminen enää takaisi velkasuhteen alentumista (Larch ja Malzubris 2023). Näin ollen menosääntö voi muodostua tehottomaksi.

Kuvattujen mahdollisten heikkouksien lisäksi on esitetty myös muuta kritiikkiä, muun muassa institutionaalisiin ja komission ja jäsenmaiden neuvotteluprosessin ongelmiin liittyen (mukaan lukien komission roolitus) (Büttner 2023) sekä koskien heikkoa läpinäkyvyyttä menouraan liittyvän taustadatan heikon saatavuuden vuoksi (Marinheiro 2021). Samoin riippumattomien finanssipoliittisten valvojen vähäistä roolia uudessa säännöstössä on arvosteltu (Zettelmeyer 2023).

Kaikkiaan kuitenkin velkakestävyysanalyysin uusi rooli säännöstössä on merkittävä askel eteenpäin. Nähtäväksi vielä jää, tulevatko menouran asettamisen taustalla olevat analyysit ja oletusten valikointi olemaan läpinäkyvästi ja yhdenmukaisesti toteutettuja. □

Kirjallisuus

- Afonso, A. ja Jalles, J. T. (2020), “Stock flow adjustments in sovereign debt dynamics: The role of fiscal frameworks”, *International Review of Economics and Finance* Vol 65, <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S105905601930111X>.
- Blanchard, O., Leandro, A., ja Zettelmeyer, J. (2021), “Redesigning EU fiscal rules: From rules to standards”, PIIE working Paper 21–1, <https://www.piie.com/publications/working-papers/redesigning-eu-fiscal-rules-rules-standards>.
- Büttner, T. (2023), “Centralisation or Decentralisation of European Fiscal Rules?”, *Intereconomics* 58(4): 170–171, <https://www.intereconomics.eu/contents/year/2023/number/4/article/centralisation-or-decentralisation-of-european-fiscal-rules.html>.

- Darvas, Z., Martin P. ja Ragot, X. (2018), "European fiscal rules require a major overhaul", Bruegel, Policy Contribution Issue n°18, https://www.bruegel.org/sites/default/files/wp_attachments/PC-18_2018.pdf.
- ESA 2010 (2013). European System of Accounts ESA 2010. European Union, Luxembourg: Publication Office of the European Union, ISBN 978-92-79-31242-7, doi:10.2785/16644
- Escolano, J. (2010), "A Practical Guide to Public Debt Dynamics, Fiscal Sustainability, and Cyclical Adjustment of Budgetary Aggregates.", IMF Technical Notes and Manuals 10/02. International Monetary Fund, Washington, DC, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2010/tnm1002.pdf>.
- Euroopan komissio (2019), "Vade Mecum on the Stability & Growth Pact", Institutional Paper 101, Bryssel, https://economy-finance.ec.europa.eu/document/download/f5e4d0a2-9363-4563-a656-c7de43b8d9a3_en?filename=ip101_en.pdf.
- Euroopan komissio (2023a), Ameco Online Database, https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-research-and-databases/economicdatabases/ameco-database_en (viitattu 28.9.2023).
- Euroopan komissio (2023b), "Komission ehdotus Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukseksi talouspolitiikan ja monenvälisen julkisen talouden valvonnan tehokkaasta yhteensovittamisesta ja neuvoston asetuksen (EY) N:o 1466/97 kumoamisesta (COM(2023) 240 final)", Bryssel, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:d77d1046-e4e3-11ed-a05c-01aa75ed71a1.0021.02/DOC_1&format=PDF.
- Euroopan komissio (2023c), "Komission ehdotus neuvoston asetukseksi liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä annetun asetuksen (EY) N:o 1467/97 muuttamiseksi (COM(2023) 241 final)", Bryssel, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023PC0241>.
- Euroopan komissio (2023d), "Komission ehdotus neuvoston direktiiviksi julkisen talouden kehyksiä koskevista vaatimuksista annetun direktiivin (2011/85/EU) muuttamiseksi (COM(2023) 242 final)", Bryssel, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FI/TXT/PDF/?uri=CELEX:52023PC0242>.
- Euroopan unionin neuvosto (2023), "Proposal for a regulation of the European parliament and of the council on the effective coordination of economic policies and multilateral budgetary surveillance and repealing Council Regulation (EC) No 1466/97", Bryssel.
- Eurostat (2023), Government deficit/surplus, debt and associated data, https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/gov_10dd_edpt1/default/table?lang=en&category=gov.gov_gfs10.gov_10dd (viitattu 23.10.2023).
- Eurostat (2024), Employment rate by sex, <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tesem010/default/table> (viitattu 24.1.2024).
- Finanssipolitiikan valvonta (2023), K 21/2023 vp, <https://www.vtv.fi/app/uploads/2023/12/vtv-erilliskertomus-eduskunnalle-finanssipolitiikan-valvonnan-raportti-2023-k212023vp.pdf>.
- IMF (2020), "Finland: Selected Issues", IMF Country Reports 20/6.
- Jaramillo, L., Mulas-Granados, C. ja Jalles, J. T. (2017), "Debt spikes, blind spots, and financial stress", *International Journal of Finance and Economics* Vol. 22 (4), <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/ijfe.1598>.
- Kirkko-Jaakkola, M. ja Kotamäki, M. (2022), "Kasvattaako ylimmän marginaaliveron kevennys verotuloja?", *Kansantaloudellinen aikakauskirja*, 118(2): 217–239.
- Kokkinen, A., Obstbaum, M., ja Mäki-Fränti P. (2021), "Bank of Finland's Long-Run Forecast Framework with Human Capital", *BoF Economics Review* 10/2021, https://publications.bof.fi/bitstream/handle/10024/43597/BoFER_10_2021.pdf?sequence=1&isAllowed=y.
- Kotakorpi, K. ja Matikka, T. (2017), "Revenue-maximizing top earned income tax rate in the presence of income-shifting", *Nordic Tax Journal* 1: 100–107.

- Lundberg, J. (2017), "The Laffer curve for high incomes", Working Paper No. 2017:9, Uppsala University.
- Marinheiro, C. F. (2021), "The Expenditure Benchmark: Complex and Unsuitable for Independent Fiscal Institutions", *Comparative Economic Studies* 63: 411–431, <https://link.springer.com/article/10.1057/s41294-021-00151-6>.
- Martin, P., Pisani-Ferry, J. ja Ragot, X. (2021), "Reforming the European Fiscal Framework", *Les notes du conseil d'analyse économique* no 63, April, <https://www.cae-eco.fr/staticfiles/pdf/cae-note063enV3.pdf>.
- Seuri, A. (2022), "Kommentti Kirkko-Jaakkolalle ja Kotamäelle", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 118(3): 458–463.
- SNA 2008 (2009). System of National Accounts 2008, Commission of the European Communities-Eurostat, International Monetary Fund, OECD, United Nations, Brussels/Luxembourg, New York, Paris, Washington D.C.
- Strifler, M. ja Kokkinen, A. (2021a), "A monthly business cycle heatmap for the Finnish Economy", Julkaisematon käsikirjoitus, Finanssipolitiikan valvonta VTV.
- Strifler, M. ja Kokkinen, A. (2021b), "Forecast for the Finnish business cycle heatmap", Julkaisematon käsikirjoitus, Finanssipolitiikan valvonta VTV.
- Talouspolitiikan arviointineuvosto (2024), "Economic Policy Council Report 2023", The Finnish Economic Policy Council.
- Tilastokeskus (2023), Tulot ja menot sektoreittain, vuosittain, 1975–2022, https://pxdata.stat.fi/Px-Web/pxweb/fi/StatFin/StatFin__vtp/statfin_vtp_pxt_11yx.px/ (viitattu 28.9.2023).
- Työ- ja elinkeinoministeriö (2023), "Työvoiman saatavuus, työvoimapula ja kohtaanto-ongelmat vuonna 2022, Työvoimatiekartat -hankkeen loppuraportti", TEM-analyseja 113/2023.
- Valtioneuvosto (2023), "Vahva ja välittävä Suomi: Pääministeri Petteri Orpon hallituksen ohjelma 20.6.2023", Valtioneuvoston julkaisuja 1012:58, <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-383-763-8>.
- Valtiovarainministeriö (2010), "Verotuksen kehittämistyöryhmän loppuraportti", Valtiovarainministeriön julkaisuja 51/2010.
- Valtiovarainministeriö (2023a), "Verokartoitus 2023", Valtiovarainministeriön julkaisuja 2023:15, https://julkaisut.valtioneuvosto.fi/bitstream/handle/10024/164690/2023_VM_15.pdf?sequence=4&isAllowed=y.
- Valtiovarainministeriö (2023b), "Taloudellinen katsaus, syksy 2023", Valtiovarainministeriön julkaisuja 2023:65, <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-367-681-7>.
- Valtiovarainministeriö (2023c), "Taloudellinen katsaus, talvi 2023", Valtiovarainministeriön julkaisuja 2023:95, <http://urn.fi/URN:ISBN:978-952-367-452-3>.
- Valtiovarainministeriö (2023d), Valtion talousarvioesitys vuodelle 2024, 9.10.2023, <https://budjetti.vm.fi/> (viitattu 10.10.2023).
- Zettelmeyer, J. (2023), "Assessing the Ecofin compromise on fiscal rule reform", Bruegel, <https://www.bruegel.org/first-glance/assessing-ecofin-compromise-fiscal-rules-reform> (viitattu 22.12.2023).