

# EU:n finanssipoliittiset säännöt uudistuksen jälkeen – ensimmäisiä havaintoja toimeenpanosta

**Peetu Keskinen, Simo Pesola ja Mika Sainio**

*VTV:n finanssipoliitiikan valvonnan alustavien havaintojen mukaan finanssipoliitiikan EU-sääntöjen uudistukselle asetetut tavoitteet näyttävät edistyneen vaihtelevasti. Maakohtaisen analyysin hyödyntäminen sopeutusarpeen laskennassa on askel eteenpäin. Suomi hyödyntää laajasti säännöstöön sisältyvää joustavuutta, ja Suomen keskipitkän aikavälin suunnitelma on osin optimistinen. Tämä voimistaa riskiä siitä, että nettomenopolun noudattaminen ei lopulta johda tavoiteltuun velkakehitykseen. Uusi säännöstö on edelleen monimutkainen, mutta sillä on silti mahdollisuudet saavuttaa aiempaa vahvempi poliittinen sitoutuminen. Finanssipoliittiset säännöt nojautuvat edelleen julkisen talouden bruttovelkaan. On tarpeellista seurata myös nettovelkaa, jossa julkisen talouden rahoitusvaroja on huomioitu velkaa pienentävänä eränä.*

Valtiontalouden tarkastusviraston (VTV) finanssipoliitiikan valvonta vastaa Suomessa EU-sääntelyn ja kotimaisen lainsäädännön mukaisesta finanssipoliitiikan riippumattomasta valvonnasta (IFI, *Independent Fiscal Institution*). Finanssipoliitiikan valvonta antoi vuosittaisen raporttinsa eduskunnalle joulukuussa 2024 (VTV, finanssipoliitiikan valvonta 2024).

Raportti sisältää arvion finanssipoliitiikan sääntöjen ja tavoitteiden tilanteesta, valtion menokehityksen noudattamisesta sekä suhdannetilanteesta ja finanssipoliitiikan mitoituksista. Raportissa tarkastellaan myös julkisen talouden

velkaantumisen osatekijöitä, talousennusteiden realistisuutta sekä uutta EU:n finanssipoliitiikan säännöstöä, jota sovellettiin ensimmäistä kertaa syksyllä 2024.

Tässä kirjoituksessa keskitytään raportin havaintoihin EU:n finanssipoliittisesta säännöstöstä sekä sen soveltamisesta. Kuluu kuitenkin useita vuosia, ennen kuin finanssipoliittisten sääntöjen uudistuksen onnistumista voidaan arvioida kattavasti. Säännöstössä on useita epävarmuustekijöitä, joiden merkitys selviää vasta säännöstöä sovellettaessa erilaisissa tilanteissa. Säännöstön käytännön toimeenpanolla

KTM Peetu Keskinen (peetu.keskinen@vtv.fi), KTM Simo Pesola (simo.pesola@vtv.fi) ja KTM Mika Sainio (mika.sainio@vtv.fi) työskentelevät finanssipoliitiikan valvonnan ja tarkastuksen tehtävissä Valtiontalouden tarkastusvirastossa. Artikkelin perustuu pääosin VTV:n finanssipoliitiikan valvonnan raporttiin 2024 (K 22/2024 VP), jonka ovat kirjoittaneet Peetu Keskinen, Arto Kokkinen, Simo Pesola, Mika Sainio, Sini Salmi ja Matthias Strifler. VTV:n kollegoiden lisäksi kiitämme Kansantaloudellisen aikakauskirjan toimitusta saamistamme hyödyllisistä kommentteista.

jäsenmaissa, komissiossa ja EU:n neuvostossa on ylipäättään suuri merkitys: asianmukaisella soveltamisella voidaan hallita lainsäädäntöön sisältyviä riskejä, ja toisaalta epäonnistunut toimeenpano voi olennaisesti heikentää sääntöjen vaikuttavuutta.

Lisäksi kirjoituksessa peilataan finanssipoliittista säännöstöä marraskuussa 2024 valmistuneen VTV:n tarkastuksen johtopäätöksiin. Tarkastus kohdistui julkisen velan ennusteiden menetelmiin ja siinä arvioitiin myös erilaisia julkisen velan käsitteitä (Valtiontalouden tarkastusvirasto 2024).

Artikkelin luvussa 1.1. kuvataan EU:n uudistuneen finanssipoliittisen säännösten sisältöä, erityisesti velkakestävyysanalyysin merkitystä ja toimintaa jäsenmaakohtaisen julkisen talouden sopeutustarpeen määrittelyssä. Tämän jälkeen (luku 1.2.) tuodaan esiin velkakestävyysanalyysin soveltamisen haasteita ja riskejä. Luvussa 1.3. keskustellaan siitä, missä määrin uudistuksen eräiden kärkitavoitteiden eli säännösten yksinkertaistamisen ja kansallisen omistajuuden lisäämisen voidaan arvioida edistyneen. Luvuissa 1.4 ja 1.5 pohditaan uudistuksen tähänastisia vaikutuksia Suomessa ja säännösten toimeenpanon näkymiä tulevaisuudessa. Luvussa 2 kuvataan, minkä takia julkista velkaa on tarpeen seurata myös nettovelkakäsitteen avulla, sekä kuvataan Suomen julkisen velan kehitystä nettovelkaindikaattorin avulla.

## 1. Uudistuneella säännöstöllä on edellytykset vahvistaa julkisen talouden kestävyyttä

### 1.1. Velkakestävyysanalyysillä on suuri merkitys uudistuneessa säännöstössä

Uudistuneet EU:n finanssipoliittiset säännöt ovat astuneet voimaan. Alijäämää ja velkaa koskevat viitearvot<sup>1</sup> ovat säilyneet ennallaan, ja alijäämää koskevan viitearvon noudattamista seurataan uudistuksen jälkeenkin käytännössä entiseen tapaan. Merkittävänä muutoksena on se, että sääntöjen noudattamisen arvioinnissa ei enää seurata julkisyhteisöjen rakenteellisen jäämän kehitystä<sup>2</sup> tai velan BKT-suhteen alenemismuutoksia. Nämä korvautuvat jäsenmaakohtaisen nettomenorajoitteen avulla.

Uudistunut säännöstö perustuu vahvasti EU-komission velkakestävyysanalyysiin (*Debt Sustainability Analysis, DSA*). Analyysin kautta johdettu nettomenojen viiteura rajaa jäsenmaalle asetettavaa nettomenopolkua. Nettomenopolku kuvaa jäsenvaltion nettomenojen kehitystä usean vuoden ajanjaksolla ja perustuu komission viiteuraan.

Velkaperustaiseen liiallisen alijäämän määrittelyyn voi joutua ainoastaan nettomenopolulta poikkeamisen takia silloin, kun velkasuhde ylittää 60 prosentin viitearvon. Nettomenojen kehitystä kuvaava indikaattori toimii uudis-

<sup>1</sup> Alijäämä korkeintaan 3 prosenttia ja velka korkeintaan 60 prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen.

<sup>2</sup> Rakenteellisella jäämällä on uudessakin säännöstössä merkitystä, kun jäsenmaakohtaista nettomenopolkua määritellään. Säännösten noudattamista ei enää arvioida sen perusteella.

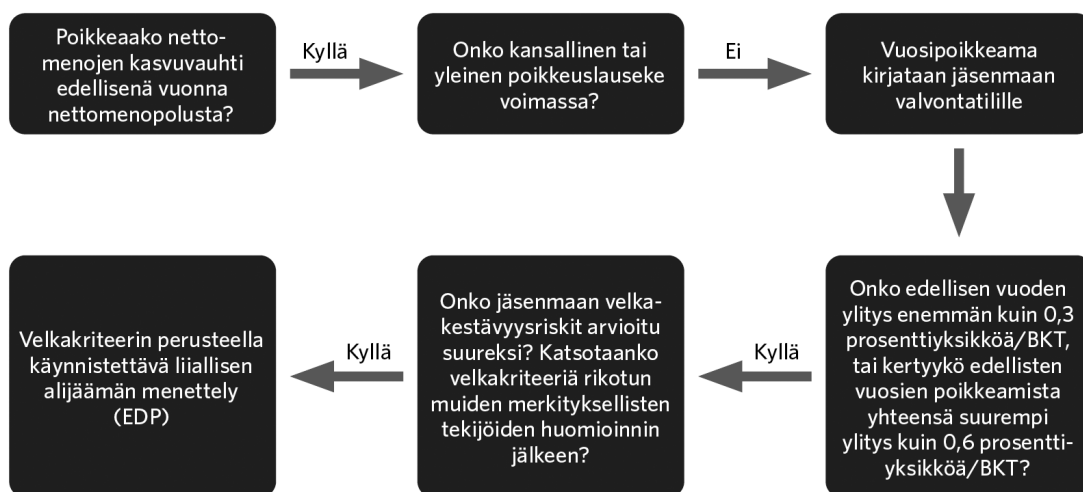
tuneessa säännöstössä keskeisessä asemassa, koska korjaavat finanssipoliittiset toimet määritellään sen kautta. Jäsenmaan ollessa velkaperusteisessa liiallisen alijäämän menettelyssä tulee vähintäänkin palata takaisin hyväksytylle nettomenopolulle sekä pääsääntöisesti korjata valvontatilille kirjatut kumulatiiviset poikkeamat.

Komission laskema viiteura johdetaan jäsenmaakohtaisen velkakestävyysanalyysin perusteella. Analyysikehikko pohjautuu komission velkakestävyysraportissa (ks. Euroopan komissio 2024a) kuvattuun menetelmään. Uudistu-

neessa säännöstössä seurataan kolmen prosentin alijäämäkriteerin lisäksi poikkeamaa asetetulta jäsenmaakohtaiselta nettomenopolulta. Nettomenopolun noudattamisen arviointiprosessi on esitetty kuviossa 1.

Nettomenojen viiteura lasketaan potentiaalisen BKT:n, inflaation sekä vaadittavan julkisen talouden sopeutustarpeen perusteella. Velkakestävyysanalyysistä johdettavalla julkisen talouden sopeutustarpeella pyritään varmistamaan pitkän aikavälin velkakestävyys. Suurempi sopeutustarve tarkoittaa pienempää sallittua nettomenojen kasvuastetta.

Kuvio 1: Nettomenopolun noudattamisen seuranta.



Lähde: VTV:n finanssipoliitiikan valvonta 2024 sekä Neuvoston asetus (EY) N:o 1467/97.

Velkakestävyysanalyysin tuloksena saadaan sopeutustarve, joka täyttää säännöstössä erikseen mainitut kriteerit. Nämä kriteerit voidaan jakaa DSA-kriteereihin ja turvalausekkeisiin (kuvio 2). Lisäksi analyysissä tehdään suuri määrä erilaisia oletuksia ja projektioita (kuvio 2). DSA-kriteerien taustalla on vaatimus varmistua velkasuhteen uskottavasti laskevasta urasta

yli ajan, myös erilaisten epäsuotuisien ja -varmojen taloudellisten olosuhteiden vallitessa.

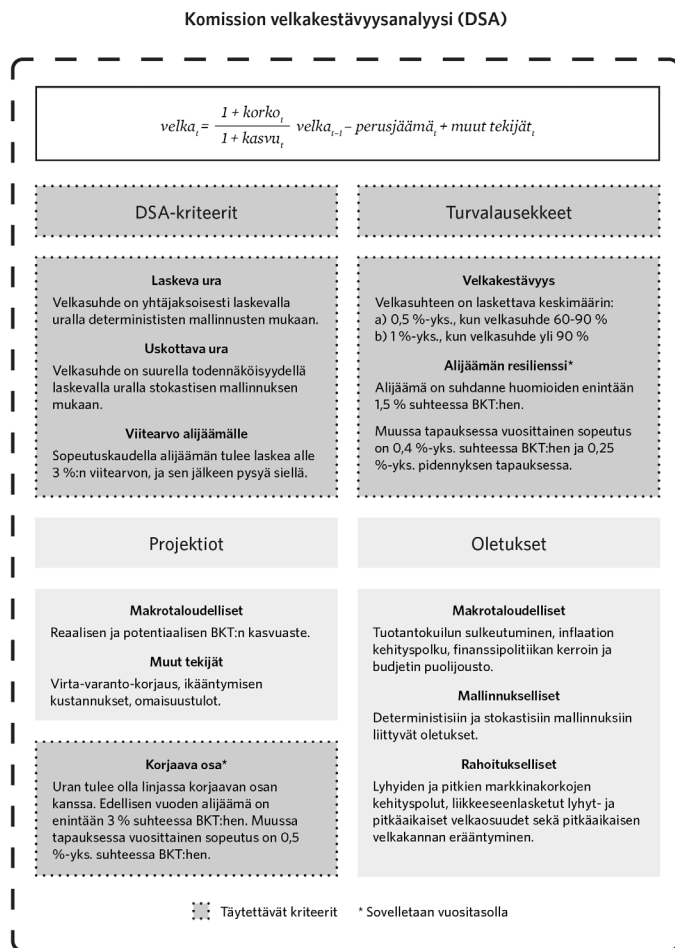
Näitä olosuhteita mallinnetaan velkakestävyysanalyysissä determinististen ja stokastisten mallinnuksien avulla. Deterministiset mallinnukset toimivat eräänlaisena stressitestinä, jossa velkasuhteen kehitystä tarkastellaan ennalta määritettyjen epäsuotuisien skenaarioiden kaut-

ta. Esimerkiksi yhdessä skenaariossa markkina-  
korot nousevat ja talouskasvu hiippuu pysyvästi.

Stokastisessa mallinnuksessa tärkeimpien  
muuttujien perusuria muutetaan satunnaisesti  
tuotettujen shokkien avulla. Tällä tavalla saa-  
daan aikaan ”velkaviuhka”, joka kuvaa velka-  
suhteen monia mahdollisia kehityspolkuja tie-  
tyllä sopeutustarpeella. Velkaviuhkan avul-  
la voidaan tehdä johtopäätöksiä siitä, johtaako

tietty sopeutustarve tarpeeksi suurella varmuu-  
della velkasuhteen laskemiseen. Epävarmuutta  
kuvaavien mallinnuksien (DSA-kriteerit) osalta  
kaikki antavat saman suuntaisen kuvan Suomen  
sopeutustarpeesta, joka olisi vuosittain seitse-  
män vuoden sopeutusjaksolla noin 0,5–0,7  
miljardin euron suuruusluokkaa vuoden 2025  
BKT:llä arvioituna.

Kuvio 2: Komission velkakestävyysanalyysin keskeinen sisältö.



Lähde: VTV:n finanssipolitiikan valvonta 2024 sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) 2024/1263, 2024.

Turvalausekkeet asettavat lisävaatimuksia velkasuhteen kehitykselle: velkasuhteen tulee laskea jo sopeutusjaksolla riippuen velkasuhteen tasosta. Kun velkasuhde on 60-90 prosenttia, velkasuhteen tulee laskea vähintään 0,5 prosenttiyksikköä. Vaatimus tiukkenee, jos velkasuhde ylittää 90 prosentin, jolloin vuosittainen lasku tulee olla vähintään prosenttiyksikön. Lisäksi alijäämän tulee säilyttää 1,5 prosentin ”turvamarginaali” suhteessa 3 prosentin viitearvoon. Turvalausekkeiden antama sopeutustarve on vuosittain seitsemän vuoden sopeutusjaksolla 1,8 miljardia euroa vuoden 2025 BKT:llä arvioituna. Turvalausekkeet antavat merkittävästi suuremman sopeutustarpeen kuin DSA-kriteerit.

## 1.2. Velkakestävyysanalyysiin ja sen soveltamiseen liittyviä haasteita ja riskejä

Velkakestävyysanalyysi on keskeinen osa uudistettua säännöstöä, mutta sen soveltamiseen liittyy merkittäviä haasteita ja riskejä. Edellä kuvatut DSA-kriteerit pyrkivät mallintamaan velkakestävyysanalyysiin liittyvää epävarmuutta. Näitä kriteerejä voidaan pitää luontevana osana analyysikehikkoa, koska ne pyrkivät eri näkökulmista varmistamaan velkasuhteen laskun sopeutusjakson jälkeen.

Turvalausekkeet eivät puolestaan nivoudu velkakestävyysanalyysiin yhtä hyvin kuin DSA-kriteerit. Ne ovat osaltaan lisäelementtejä, joiden periaatteessa ymmärrettävä tarkoitus on turvata velkasuhteen ja alijäämän suotuisat kehitysurat, riippumatta DSA-kriteerien tuloksesta. Velkakestävyyttä koskeva turvalauseke on sitova käytännössä vain silloin, kun jäsenmaan velkasuhde on nopeasti kasvavalla uralla. Tämä tilanne on Suomella, joka oli ainoa maa, jolla ko-

turvalauseke muodostui sitovaksi kriteeriksi komission velkakestävyysanalyysissä.

Velkakestävyyttä koskevan turvalausekkeen täyttäminen voi tietyissä tapauksissa johtaa epäloogisiin seurauksiin. Kyseessä olevan turvalausekkeen sitoessa sen täyttäminen vaatii kahden muuten samanlaisen jäsenmaan kohdalla suurempaa sopeutustarvetta sille, jonka velkasuhde on matalampi. Tämä epäloogisuus pätee silloin, kun talouskasvu on suurempaa kuin velan korkotaso. Tällöin talouskasvun ja korkotason välinen suotuisa suhde auttaa vähentämään suurempaa velkaa nopeammin.

Velkakestävyysanalyysissä on mukana tärkeimmät velkasuhteeseen vaikuttavat tekijät, kuten korkotaso, talouskasvu, perusjäämä sekä virta-varanto-korjaus<sup>3</sup>. Käytännössä kaikki velkakestävyysanalyysissä olevat muuttujat ovat eksogeenisiä eli niiden kehitysura on ennalta määrätty. Ainoa endogeeninen eli analyysikehikön sisällä määrättyvä muuttuja on velkasuhde. Tästä syystä esimerkiksi velkasuhteen nousu ei endogeenisesti vaikuta markkinakorkoihin, jolloin yksi tärkeä vuorovaikutussuhde jää mallinnuksen ulkopuolelle. Mallinnuksessa olisikin tärkeää huomioida kaikista olennaisimmat muuttujien väliset riippuvuussuhteet.

Sopeutustarpeen arviointi perustuu useisiin oletuksiin ja projektioihin, joiden vaikutuksia on vaikea ennakoida tarkasti (ks. kuvio 2). Jouluun raportissa olemme arvioineet hitaamman inflaatio-oletuksen vaikutusta Suomen nettomenopolkuun (VTV, finanssipolitiikan

<sup>3</sup> Käsitteellisesti virta-varanto-korjaus kattaa ensinnäkin ne erät, jotka vaikuttavat velkaan mutta eivät sisälly alijäämään: esimerkiksi valtion myöntämät lainat ja niiden takaismaksut. Toisekseen tämä sisältää sellaisten yksiköiden yli- tai alijäämän, jotka eivät kerrytä velkaa. Esimerkiksi työeläkeyhtiöiden nykyinen ylijäämä ei vaikuta julkiseen velkaan vaan työeläkevarallisuuden määrään.

valvonta, 2024). Johtopäätös tästä arviosta on se, että inflaatio-oletuksen tulisi perustua vahvemmin myös jäsenmaakohtaisiin tekijöihin. Muutoin on riskinä se, että jäsenmaakohtaista inflaatiota saatetaan merkittävästi yli- tai aliarvioida.

Jäsenmailla on mahdollisuus käyttää omia oletuksia ja projektioita velkakestävyysanalyysissä, jos ne esittävät *pätevät ja tietoon perustuvat taloudelliset perusteet* niiden käytölle. Suomen suunnitelmassa hyväksytty nettomenojen enimmäiskasvu (nettomenopolku) on korkeampi kuin komission esittämässä viiteurassa.<sup>4</sup> Tämä johtuu siitä, että Suomen suunnitelmassa poikettiin komission velkakestävyysanalyysissä käyttämistä oletuksista potentiaalisen BKT:n, virta-varanto-korjauksen ja sopeutuksen ajoituksen suhteen.

Jäsenmaiden oli ensimmäisissä suunnitelmissaan mahdollista käyttää keskimääräistä potentiaalisen BKT:n kasvua, mikä Suomen tapauksessa nosti kasvuastetta suunnitelman alkuvuosina. Tätä oletusmuutosta ei ole enää tulevaisuudessa mahdollista soveltaa. Lisäksi Suomen suunnitelmassa virta-varanto-korjauksen oletettiin olevan hiukan matalammalla tasolla sekä sopeutustoimien olevan etupainotteista.<sup>5</sup> Komissio näki kaikille oletusmuutoksille olevan pätevät ja tietoon perustuvat taloudelliset perusteet, ja niillä oli keskimäärin nettomenopolkua nostava vaikutus. Alustavan arvion mukaan

<sup>4</sup> Niiden jäsenmaiden joukossa, joiden suunnitelmasta komissio antoi myönteisen arvion, Suomen saama jousto sopeutukseen (eli ero komission viiteuran ja jäsenmaan esittämän nettomenopolun välillä) oli Viron jälkeen EU:n toiseksi suurin.

<sup>5</sup> Komissio olettaa, että vaadittava sopeutustarve toteutetaan tasaisesti sopeutusjakson aikana. Suomen sopeutus painottuu subteessa enemmän sopeutusjakson alkuvuosille, jonka takia sopeutus on etupainotteista.

Suomen käyttämistä poikkeavista oletuksista ja projektioista suurin nettomenopolkua nostava vaikutus oli potentiaalisen BKT:n kasvuasteella.

Monet jäsenmaat käyttivät komission velkakestävyysanalyysistä poikkeavia oletuksia ja projektioita ensimmäisissä keskipitkän aikavälin suunnitelmissaan. Esimerkiksi potentiaalisen BKT-kasvun osalta lähes kaikki maat käyttivät omia projektioitaan. Osa perusteli omien projektioiden käyttöä päivittyneillä makrotalouden tiedoilla, mitä komissio piti yleisesti hyväksyttävänä perusteena. Näissä tapauksissa omien projektioiden käytöllä oli potentiaalista BKT-kasvua sekä alentava että kasvattava vaikutus.

Suunnitelmakaudella selkeästi suurempien kasvuasteiden (esim. 0,5 %-yksikköä) käyttöä komissio ei hyväksynyt, mutta hyvin pienet erot ylöspäin (esim. 0,1 %-yksikköä) puolestaan sallittiin. Lisäksi moni maa hyödynsi Suomen tavoin siirtymäsäännöstä, jonka mukaan potentiaalista BKT-kasvua voidaan tasoittaa sillä ehdolla, että vuosille 2025–2041 laskettu kumulatiivinen kasvuaste ei nouse.

Säännöstössä on tärkeää varmistaa, että velkakestävyysanalyysiin liittyvät menetelmät ja niiden soveltaminen pysyvät yhtenäisenä, jotta jäsenmaat eivät voi liian matalalla kynnyksellä käyttää itselleen sopivia oletuksia ja projektioita. Tulevaisuudessa VTV:n finanssipolitiikan valvonta ja muut riippumattomat valvojat (IFI:t) arvioivat sitä, mitkä oletukset ja projektiot ovat perusteltuja ja mitkä eivät. Tämä nostaa vaatimuksia omien oletusten ja projektioiden tekemiselle. Samaan aikaan metodologiaa tulisi aktiivisesti ja avoimesti kehittää yhteistyössä eri sidosryhmien kanssa. Toivottavaa olisi, että velkakestävyysanalyysi perustuisi pääsääntöisesti yhteisesti sovittuihin menetelmiin.

Velkakestävyysanalyysin hyödyntäminen sopeutustarpeen laskennan pohjana on askel

eteenpäin. Analyysi huomioi julkisen talouden keskeiset muuttujat ja niiden keskinäiset riippuvuudet, jolloin sopeutustarve voidaan määrittää suoraan velkakestävyuden perusteella. Jäsenmaakohtainen lähestymistapa varmistaa, että kunkin maan taloudelliset olosuhteet otetaan analyysissä huomioon.

On hyvä, että analyysissä painotetaan velkasuhteen kehityssuuntaa enemmän kuin sen tasoa, mikä saa tukea myös tutkimuksista (ks. Chudik ym., 2017). On kuitenkin selvää, että velkakestävyysriskit kasvavat velkasuhteen noustessa. Tämän vuoksi analyysissä on elementtejä, jotka pyrkivät huomioimaan korkean velkatason mukanaan tuomat riskit. Velkakriteerin 60 prosentin viitearvon lisäksi 90 prosentin raja-arvo on merkittävä, sillä sen ylittyessä turvalausekkeet tiukentavat vaatimuksia velkasuhteen laskulle, ja mallinuksissa jäsenmaan velan riskilisää kasvatetaan tasaisesti.

### **1.3. Säännöstö on edelleen monimutkainen, mutta sen paremmalle noudattamiselle ja kansalliselle omistajuudelle on edellytyksiä**

EU:n finanssipoliittisen säännösten yhdeksi ongelmaksi on todettu se, että säännöstöä on noudatettu hyvin vaihtelevasti (Larch ym. 2023). Säännösten kansallinen omistajuus arvioitiin matalaksi (Thygesen ym. 2022). Uudistuksen päätavoitteen eli velkakestävyuden edistämisen ohella – ja sitä tukemaan – säännösten uudistuksessa korostuikin mm. tavoite lisätä kansallista omistajuutta (Pench 2023). Penchin mukaan kansallinen omistajuus tarkoittaa säännöstöön sitoutumista aktiivisen hyväksynnän, tuen sekä osallistumisen kautta sen sijaan, että jäsenmaa olisi ainoastaan ulkopuolelta tulevan säännön kohde.

Omistajuuden voidaan siten ajatella tarkoittavan esimerkiksi sitä, että säännöt koetaan ainakin päätöksentekijöiden – ja mahdollisuuksien mukaan myös muiden tahojen – keskuudessa relevanteiksi, hyödyllisiksi ja noudattamisen arvoisiksi, eikä ainoastaan EU-tason asettamaksi velvoitteeksi. Käytännössä omistajuuden syntyminen edellyttää riittävää tietoisuutta säännösten sisällöstä ja säännösten konkreettista kytkeästä finanssipoliittiseen päätöksentekoon (ks. myös Sainio 2024). Myös säännösten noudattamisen riippumattomalla valvonnalla on omistajuutta parantava vaikutus.

Omistajuuden voidaan ajatella syntyvän helpommin silloin, kun säännöstö tosiasiallisesti rajoittaa finanssipoliittista liikkumavaraa ja vaikuttaa finanssipoliittisiin päätöksiin. Tällöin säännöstö tulee konkreettisen paineen kautta osaksi päätöksentekoa. Tämä ei automaattisesti johda omistajuuden syntymiseen, mikäli sääntöä ei haluta noudattaa. Säännöstöön sisältyy lisäksi aina joustomekanismeja, joiden soveltaminen lieventää sääntöjen asettamia rajoja finanssipoliitikalle. Jäsenmaiden hallituksilla on mahdollisuus valita, kuinka paljon ne pyrkivät hyödyntämään tätä joustavuutta. Suomikin on perinteisesti hyödyntänyt joustomahdollisuuksia aktiivisesti. Muun muassa näistä syistä säännösten noudattaminen ja omistajuus eivät tarkoita samaa asiaa, vaikka ne liittyvät läheisesti toisiinsa.

Yksi tärkeä edellytys omistajuuden ja sitoutumisen muodostumiselle on se, että säännöstö on ymmärrettävä eikä tarpeettoman monimutkainen. Yksinkertaistaminen oli yksi nimenomainen tavoite uudistukselle (Euroopan komissio 2020). Kysymys siitä, saavutettiinkö tämä tavoite, ei ole yksiselitteinen. Edellä kuvattu determinististen ja stokastisten velkakestävyyslaskelmien sekä turvalausekkeiden muodostama

kokonaisuus, jonka perusteella jäsenmaakohtainen sopeutustarve lasketaan, on erittäin monimutkainen. Se ei ole helposti omaksuttava valtasalle asiantuntijoista, saati päätöksentekijöille.

Tämä aiheuttaa riskin siitä, että säännöstöstä tulee vastaavalla tavalla läpinäkymätön kuin vanhasta säännöstöstä. Samalla pitää muistaa uudistuksen keskiössä oleva ajatus ottaa huomioon paremmin eri jäsenmaiden taloudelliset olosuhteet. Tämä asettaa mille tahansa jäsenmaakohtaiset erot huomioivalle sääntökehikolle suuren mallinnuksellisen vaatimuksen. Komissiolla jo pitkään käytössä ollut velkakestävyysanalyysi pyrkii vastaamaan tähän mallinnukselliseen vaatimukseen.

Uudistuksessa onnistuttiin ottamaan käyttöön niin sanottu operationaalinen indikaattori, eli velkasäännön noudattamisen seurantaan soveltuva tunnusluku, joka kuvaa julkista taloutta ja voi tukea säännöstön omaksumista finanssipoliittisessa päätöksenteossa. Vakaus- ja kasvusopimuksessa nettomenojen kehityksen seuranta korvaa rakenteellisen jäämän seurannan, joka on osoittautunut epävarmaksi ja vaikeasti tulkittavaksi.

Nettomenojen kehitys on paremmin hallituksen vaikutusmahdollisuuksien piirissä kuin vaikkapa nimellinen tai rakenteellinen julkinen alijäämä tai julkinen velka. Velkasuhteen merkitys on edelleenkin keskeinen, mutta sen rooli on toimia ankkurina, jonka perusteella nettomenorajoite asetetaan. Se, että operationaaliset säännöt on uudistuksessa tuotu lähemmäksi finanssipoliittisen päätöksenteon sisältöä, voi parantaa poliittista sitoutumista sääntöihin.

Voidaan ajatella, että uusi nettomenosääntö on suomalaisen poliittisen päätöksentekijän kannalta helpommin lähestyttävä siksikin, että se on määritelmällisesti sukua kotimaassa vakiintuneessa käytössä olevalle menokehys-

säännölle. Menokehyssääntö on yleisesti ottaen nauttinut korkeaa poliittista sitoutumista (Valtiontalouden tarkastusvirasto 2021). Erot menokehykseen ovat toki huomattavia: nettomenoindikaattori esimerkiksi kattaa koko julkisen talouden, siinä missä menokehys koskee lähinnä valtion budjettitaloutta, joka on muuta julkista taloutta suoremmin hallituksen päätösvallan piirissä. Nettomenoindikaattori tuo kuitenkin EU-sääntelyn askeleen lähemmäksi kotimaisen finanssipoliitiikan keskeistä ohjausvälinettä eli valtion menokehystä.

Valtion menokehyksellä ja nettomenoindikaattorilla on ero, joka saattaa tukea nettomenoindikaattorin hyödyntämistä jopa ylivaalikautisessa finanssipoliitiikan suunnittelussa. Toisin kuin valtion menokehyksessä, nettomenojen laskennassa huomioidaan menoerien lisäksi myös päätösperäisten tulomuutosten vaikutukset. Veronkorotukset lisäävät menojen liikkumavaraa, veronalennukset pienentävät sitä. Tämä muodostaa sääntöön sellaista liikkumavaraa finanssipoliittisen toimenpidevalikoiman suhteen, joka kotimaisesta menokehysjärjestelmästä puuttuu. Syksyn 2024 arvioissa veropäätösten huomioinnilla oli keskeinen merkitys siinä, että Suomen arvioitiin likimain noudattavan nettomenopolkuaan vuonna 2025. Ilman tätä nettomenojen olisi arvioitu ylittävän huomattavasti sallitun rajan.

Uuden operationaalisen indikaattorin eli nettomenojen suhteellisen selkeän luonteen takia uudistus voi lopulta parhaimmillaan parantaa säännöstön ymmärrettävyyttä ja omistajuutta päätöksentekijöiden keskuudessa. Tämä kompensoi sitä, että säännöstön taustalaskelmin monimutkaisuuden takia säännöstön yksinkertaistaminen ei kokonaisuutena katsoen merkittävästi edennyt uudistuksessa.



#### **1.4. Uuden säännösten merkitys Suomessa on ollut toistaiseksi rajallinen**

Uuden EU-säännösten vaikutuksia Suomen finanssipolitiikkaan ja siitä käytävään keskusteluun ovat tähän mennessä rajoittaneet useat seikat. Ensinnäkin poliittista ja asiantuntijakeskustelua hallitsi säännösten voimaantullessa vuonna 2024 nk. alijäämäkriteerin (alijäämä korkeintaan kolme prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen) ylittäminen ja tähän liittyvä uhka liiallisen alijäämän menettelyn käynnistämisestä. Tämä sääntö säilyi uudistuksessa käytännössä muuttumattomana, ja muodostui Suomelle akuutimmaksi finanssipolitiikan rajoitteeksi kuin säännösten uudistuneet osat.

Uudistunut säännöstö oli keväällä ja kesällä 2024 esillä joissakin asiantuntijoiden puheenvuoroissa ja kirjoituksissa (ks. esim. Henriksen ym. 2024, Keskinen 2024, Holappa ja Lainä 2024). Säännöstö nousi julkiseen keskusteluun vahvemmin vasta syksyllä talouspolitiikan alueella toimivan ajatuspajan järjestämän seminaarin ja siihen liittyvän uutisoinnin myötä (UTAK 2024, Kangasrääsiö ja Strifler 2024, Vihriälä 2024). Uudistuksen eduskuntakäsittelyn yhteydessä eduskunnan valiokunnissa oli aiemmin eri vaiheissa kuultu runsaasti asiantuntijoita (ks. valtioneuvoston kirjelmään U 23/2023 ja selvitykseen E 14/2020 annetut lausunnot). Eduskuntaan toimitetut lausunnot ja valiokuntien kannat eivät johtaneet julkiseen keskusteluun. Tämä on valitettavaa, sillä julkinen keskustelu talouspoliittisesti näin merkittävästä asiasta olisi tärkeää.

Yksi tekijä sen taustalla, että uusi säännöstö ei vielä näytä konkreettisesti vaikuttaneen finanssipolitiikkaan, on se, että uudet EU-vaatimukset eivät heti aiheuttaneet selkeää tarvetta

lisäsopeutuksiin. Tämä poikkeaa joistakin ennakoarvioista. Suomelle hyväksytyt sopeutuspolun vaatimukset eivät olennaisesti poikkea siitä, minkälaiseksi VM:n kansantalousosasto syksyllä 2024 ennusti nettomenojen kehityksen tuleville vuosille, huomioiden ennusteessa hallituksen jo päättämät toimet. Tämä tarkoittaa sitä, että syksyllä 2024 hallituksen jo aiemmin päättämät toimet näyttivät likimain riittävän Suomen esittämän sopeutuspolun vaatimusten täyttämiseen.

Lisäksi yksi syy siihen, että uudella säännöstöllä ei ole vielä ollut havaittavaa vaikutusta Suomen finanssipolitiikkaan, kytkeytyy pidennykseen, jota jäsenmaat voivat hakea sopeutuskauteen. Pidennystä voi hakea investointien ja uudistusten perusteella. Periaatteessa tämä voisi aktivoida jäsenmaan suunnittelemaan uusia hankkeita, jotka toimisivat sopeutuskauden pidennyksen perusteena. Esimerkiksi Suomi ei esittänyt suunnitelmassaan uusia investointeja tai uudistuksia, vaan esitti perusteena jo hallitusohjelmaan ja Suomen elpymis- ja palautumissuunnitelmaan (Recovery and Resilience Plan, RRP) sisältyneitä, aiemmin päätettyjä hankkeita. Suomen pyyntö sopeutusjakson pidennyksestä neljästä seitsemään vuoteen hyväksyttiin komission arvioissa ja neuvoston päätöksessä.

Suomen suunnitelmaan sisältyvä pidennys kytkeytyy laajempaan keskusteluun siitä, sisältääkö säännöstö puutteelliset kannustimet julkisten investointien toteuttamiseen (Darvas ym. 2024). Sääntöjen uudistuksessa oli esillä tarve nk. kaksoisiirtymän (digisiirtymä ja vihreä siirtymä) edellyttämien investointien tukemiseen (Euroopan komissio 2020). Arvioidessaan EU-komission puheenjohtajan Jean-Claude Junckerin toimeksiannosta voimassaollutta säännöstöä vuonna 2019 Euroopan finanssipoliittinen komitea EFB totesi yhdeksi ongelmaksi sen, et-

tä säännöstö on johtanut julkisten investointien karsimiseen (Euroopan finanssipoliittinen komitea 2019). Tuolloin EFB esitti sääntöihin sisällytettäväksi nk. kultaista sääntöä, jolla kasvua tukeviksi katsottavia investointeja olisi voitu rajata menosäännön ulkopuolelle. Myöhemmin sääntöuudistuksen edetessä EFB luopui ehdotuksesta arvioituaan, ettei se johtaisi velkakestävyuden kannalta toivottuun tulokseen (Euroopan finanssipoliittinen komitea 2022).

Lopullisessa säännöstössä investoinneille ei ole erityiskohtelua lukuun ottamatta sitä, että uudistus- ja investointikokonaisuudella voi saada sopeutukseen lisääaikaa. Asetuksessa kuvataan useita kriteerejä hyväksyttävälle uudistuksille ja investoinneille, minkä lisäksi edellytyksenä on, että kansallisesti rahoitettujen julkisten investointien suunnitellun kokonaistason ei tule olla keskipitkän aikavälin suunnitelman kattaman kauden aikana matalampi kuin edeltävänä ajanjaksona. Mikäli pidennys sopeutuskauteen myönnetään tarpeettoman helposti, tämä sääntöjen elementti ei tosiasiaa toimisi investointien kannustimena.

On huomioitava, että säännöstön toimeenpanon ensimmäinen kierros oli poikkeuksellinen, koska sopeutusjakson pidennyksen perusteena olevaan kokonaisuuteen saatiin lukea myös RRP-hankkeita. Tämä ei ole mahdollista enää elpymis- ja palautussuunnitelmien voimaolon loputtua. Jää siis nähtäväksi, millainen tulkintakäytäntö sopeutusjakson pidennyksen perusteiden arviointiin jatkossa muodostuu komissiossa. Lisäksi velkakestävyyslaskelman jatkokehittäminen voisi johtaa siihen siten, että investointien oletettaisiin laskelmassa lisäävän talouden pitkän aikavälin tuotantopotentiaalia. Sen lisäksi, että tämä tekisi laskelmasta nykyistä realistisemmän, tämä lisäisi säännöstön sisältämiä kannustimia investointien lisäämiseen, tai

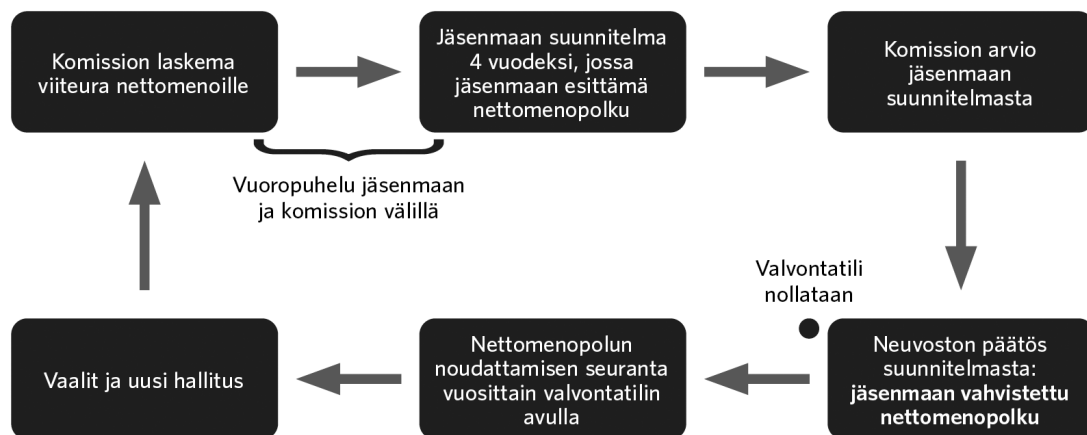
kannustimia niiden painottamiseen julkisten menojen rakenteessa.

### **1.5. Uudistuksen lopullista onnistumista voidaan arvioida vasta myöhemmin – toimeenpanolla on suuri merkitys**

Uuden EU-säännöstön suhteellisen näkymätöntä saapumista Suomeen syksyllä 2024 voidaan pitää odotettunakin, sääntöuudistuksen voimaantulon ajoituksen takia. Uusi säännöstö tuli voimaan kesken vaalikauden, ja hallitus oli päättänyt sopeutustoimista jo hallitusohjelmassaan sekä lisätoimista keväällä 2024, ennen kuin uusien sääntöjen lopulliset vaatimukset olivat selvillä. Jatkossa olisi hyödyllistä, että EU-säännöt nivottaisiin mahdollisimman tiiviisti osaksi kansallista finanssipoliittista päätöksentekoa.

Uuden nettomenopolun valmistelu on jäsenmaalle mahdollista – mutta ei pakollista – kun uusi hallitus aloittaa. Uuden hallituksen kannattaisi valmistella uusi suunnitelma aina mahdollisimman pian aloituksensa jälkeen, jolloin suunnitelma olisi voimassa koko vaalikauden. Näin hallituksen finanssipoliittinen linja olisi mahdollisimman hyvin sopusoinnussa EU-vaatimusten kanssa. Lisäksi tällä tavoin EU-vaatimukset perustuisivat mahdollisimman tuoreeseen tilannekuvaan, sillä uuden suunnitelman valmisteluvaiheessa myös taustalaskelmat päivitetään (kuvio 3). Näin myös vältettäisiin tilanteet, joissa EU-säännöistä aiheutuisi yllättäviä sopeutustarpeita kesken vaalikauden.

Kuvio 3. Jäsenmaata koskevan nettomenorajoitteen eli nettomenopolun muodostumisen prosessi tapauksessa, jossa jäsenmaan vaalikausi on neljä vuotta.



Lähde: VTV:n finanssipolitiikan valvonta 2024 sekä Euroopan parlamentin ja neuvoston asetus (EU) 2024/1263, 2024.

Kokonaisuutena Suomen ensimmäisestä keskipitkän aikavälin suunnitelmasta voidaan todeta, että se sisältää optimisemmän kuvan julkisen velan lähivuosien kehityksestä kuin valtiovarainministeriön riippumaton ennuste (ennusteen ja suunnitelman eroista, ks. Henriksson ja Pääkkönen 2024). Suunnitelman mukaisella uralla velkasuhde lähtee melko nopeasti laskuun, siinä missä syksyn 2024 riippumattomassa ennusteessa velkasuhteen ennustettiin edelleen kasvavan tulevina vuosina eivätkä säännösten sisältämät kriteerit velkasuhteen taitumisesta laskuun tai velkaturvalausekkeen noudattamisesta olisi toteutumassa.

Nettomenojen kehitys ei kuitenkaan syksyn 2024 riippumattoman ennusteen mukaan olisi ylittämässä niille suunnitelmassa asetettua rajaa merkittävästi (eli valvontatilin raja-arvot eivät ylittyisi) tulevina vuosina. Tämä osin ristiriitainen tilanne havainnollistaa hyvin sen ennakoitua riskin toteutumista, että nettomenorajoitteen noudattaminen ei takaa vel-

kasuhteen alenemista (VTV, finanssipolitiikan valvonta 2024). Mikäli nettomenot kehittyvät riippumattoman ennusteen mukaisesti, Suomi likimain noudattaa nettomenopolkua, mutta samaan aikaan velkasuhteen ennustetaan kasvavan. Sen sijaan suunnitelman mukaan velkasuhde laskee. Mikäli suunnitelman oletukset ja projektiot osoittautuvat jälkikäteenkin tarkasteltuna optimistisiksi, julkisen talouden kehitys jää todennäköisesti jälkeen suunnitelmassa esitetyistä kehitysarvioista (ks. myös Talouspolitiikan arviointineuvosto 2025).

Arvioituaan jäsenmaiden suunnitelmat komissio totesi syksyllä 2024, että jäsenmaiden toimittamissa suunnitelmissa, yhtä lukuun ottamatta, esitetään uskottava julkisen talouden kehitysura sen varmistamiseksi, että näiden jäsenmaiden velkataso saadaan kestäväälle lasku-uralle tai pysymään maltillisella tasolla (Euroopan komissio 2024b). Samalla kuitenkin Suomen lisäksi (ks. edellä) ainakin Slovakiasta (ks. Council for Budget Responsibility 2024) on noussut

havainto siitä, että jäsenmaan suunnitelma on ainakin jossain määrin optimistinen. Suunnitelman valmisteluprosessissa käytössä olevat erilaiset DSA-kriteerit ja turvalausekkeet sekä komission tekemä arviointi eivät siis automaattisesti merkitse, että jäsenmaan suunnitelma lopulta kuvaisi todennäköisintä kehityskulkua tai noudattaisi varovaisuusperiaatetta.

Jäsenmaiden ensimmäisistä suunnitelmista ja niiden arviointiprosessista EU:ssa ei silti kannata tehdä lopullisia tulkintoja uudistuksen toimivuudesta. Todellinen testi saattaa olla edessä vasta säännösten noudattamisen arvioinnin yhteydessä, jolloin selkenee, millä tavalla esimerkiksi velkakriteerin noudattamisen arvioinnissa huomioitavia nk. merkityksellisiä tekijöitä (eli raskauttavia ja lieventäviä seikkoja) käytännössä tulkitaan. Tämän ohella lisävalaistusta uudistuksen onnistumisesta saadaan tulevina vuosina seuraavien suunnitelmien valmistelun ja arvioinnin yhteydessä.

Viime kädessä toki lopputulos ratkaisee: kun julkisten talouksien kehitystä tarkastellaan vuosien kuluttua, voidaan mahdollisesti pystyä arvioimaan uudistetun säännösten vaikutuksia velkasuhteiden kehitykseen. Ensimmäisten suunnitelmien toimivuudesta velkakestävyyden edistämässä nousee todennäköisesti esiin sellaisia havaintoja, jotka huomioimalla säännösten toimivuutta voitaisiin seuraavilla kierroksilla parantaa. Joka tapauksessa uudistuneen säännösten voimaantulo ajoittui hankalaan ajankohtaan: vaikea turvallisuuspoliittinen tilanne ja puolustusmenojen kasvupaineet aiheuttavat epävarmuutta myös finanssipoliittisen säännösten soveltamiseen.

## **2. Säännöstö nojautuu julkiseen bruttovelkaan – myös nettovelan seuraaminen on tärkeää**

Nykyisessä finanssipoliittisessa sääntökehikossa vakiintunut julkisen velan käsite käsittelee velkaa ainoastaan bruttokäsitteenä, eikä täten huomioi julkisyhteisöjen varoja. Likvidin ja arvonsa säilyttävän varallisuuden voidaan kuitenkin arvioida olevan julkisen talouden kestävyyttä vahvistava tekijä, ja sen voidaan osittain katsoa toimivan finanssipoliittisena puskurina sekä ylläpitävän valtion luottokelpoisuutta ja velanhoito-kykyä.

EU-sääntöuudistuksen yhteydessä nettovarallisuusindikaattorin hyötyjä korostettiin myös finanssipoliitiikan valvojen toimesta (*Network of EU IFIs 2021*, Kokkinen ja Strifler 2021). Julkisen sektorin varallisuuden ja velan suhteen huomiointi säännösten yhteydessä ohjaisi finanssipoliittikkaa kohti kokonaisvaltaisempaa julkisen talouden kestävyuden hallintaa. Jotta nettovelan ja -varallisuuden raportointi auttaisi luomaan mahdollisimman kattavan kokonaiskuvan julkisen talouden velkakestävyydestä, tulisi nettovelan ja varallisuuden raportointistandardeja kuitenkin harmonisoida ja johdonmukaistaa EU-tasolla (*Network of EU IFIs 2021*).

Nettovarallisuuden arvioinnilla on suuri merkitys kahdesta syystä. Ensinnäkin Suomessa valtionhallinnolla on suhteellisen suuria ja likvidejä rahoitusvarallisuuseriä. Toiseksi kansantalouden tilinpidon tilastointisäännöt johtavat usein ratkaisuihin, joissa julkisyhteisöille luokitellaan tilastoinnissa sellaisia velkaeriä, joita vastaa myös samansuuruinen valtiolle luokitel-

tava vara.<sup>6</sup> Tällöin lisätty ”tekninen” velkamäärä ei varsinaisesti kuvaa julkisen talouden suoran velanhoitovastuun piirissä olevia velkoja. Lisäksi tällaisten velkaerien merkitys valtion velka-kestävyyden kannalta on pienempi.

Nettovelka voidaan määritellä useilla vaihtoehtoisilla tavoilla riippuen siitä, mitä varallisuuseriä niissä huomioidaan. Vakiintuneesta velkakäsitteestä, eli julkisesta velasta voidaan periaatteessa vähentää esimerkiksi vain kaikista likvideimmät rahoitusvarat tai laajimmillaan kaikki julkisen sektorin hallussa olevat varallisuuserät sekä kiinteä varallisuus. Tässä yhteydessä nettovelka on määritelty siten, että julkisesta velasta on vähennetty valtion, paikallishallinnon ja muiden sosiaaliturvarahastojen rahoitusvarallisuus Tilastokeskuksen rahoitustilinpäidon mukaisena kolmea rahoitusvaadetta lukuun ottamatta.<sup>7</sup> Myöskään kiinteää varallisuutta ei olla tässä laskelmassa vähennetty, sillä monet niistä ovat epälikvidejä ja niiden käyvät arvot ovat usein vaikeasti arvioitavissa.

Käytännössä nettovelka-käsite eroaa bruttokäsitteestä esimerkiksi siten, että mikäli valtio myy rahoitusvaroja ja pienentää näiden myyntituloilla velkaansa, bruttovelka alenee, mutta nettovelka pysyy ennallaan. Nettovelkaindikaattorin avulla on täten mahdollista huomi-

oida esimerkiksi varallisuuteen kohdistuvia ja nettovelkaa heikentäviä toimia, kuten jo useaan hallitusohjelmaan sisältyneet erilliset investointikokonaisuudet (nykyisellä hallituksella neljän miljardin euron investointiohjelma). Ne on määritelty rahoitettavaksi pitkälti omaisuuden myynneillä ja niitä on perusteltu sillä, että niiden toteuttaminen ei vaikuta bruttovelkaan.

Julkisyhteisöjen eri alasektoreiden varallisuuden huomiointi muuttaa nettovelkaindikaattorin tasoa huomattavasti, erityisesti jos työeläkesektorin varallisuus huomioidaan velkaa vähentävänä eränä. Suomen tapauksessa työeläkevarojen huomiointi johtaa siihen, että varallisuus ylittää huomattavasti velan määrän. VTV:n tarkastuksessa (2024) ja tässä kirjoituksessa käytetyssä nettovelan määritelmässä työeläkelaitosten varallisuutta ei ole vähennetty, sillä lähtökohtaisesti työeläkevastuiden katteena olevaa varallisuutta ei voida käyttää muun julkisen sektorin menojen kattamiseen.<sup>8</sup> Näin lasketulla nettovelkakäsitteellä on myös selkeä analyttinen käyttötarkoitus, sillä se sisältää ainoastaan niiden sektorien varallisuuden, jotka tosiallisesti kerryttävät velkaa.

## 2.1. Brutto- ja nettovelan kehitykset poikkeavat ajoittain toisistaan

Vertailtaessa julkisen velan ja nettovelan kehitystä, huomataan eroja sekä velkatason että vuosimuutosten osalta. Nettovelka on sekä tasoltaan että BKT-suhteeltaan bruttovelkaa alhai-

<sup>6</sup> Näin kävi esimerkiksi ARA-korkotukilainojen tilastointiudistuksen seurauksena, jolloin Suomen bruttovelan taso revisioitui 5,9 prosenttia suuremmaksi vuonna 2021 (Tilastokeskus, 2022).

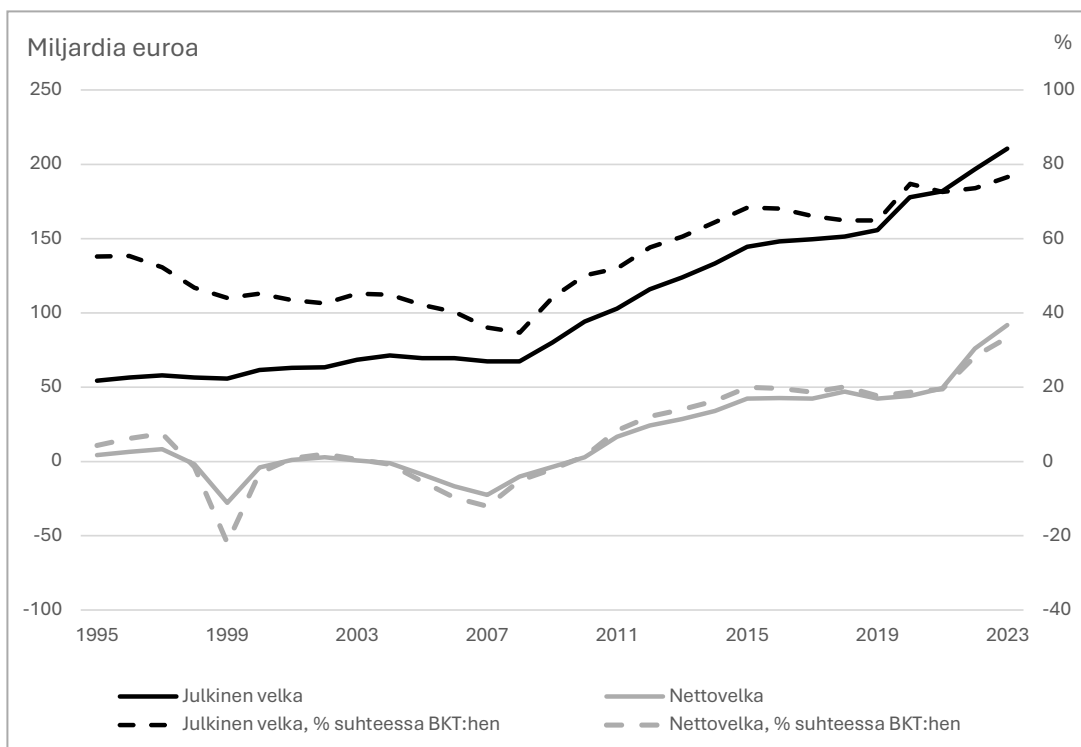
<sup>7</sup> Kolme vähentämättä jätettyä rahoitusvaadetta ovat johdannaiset, muut saamiset ja vahinkovakuustekninen vastuvelka, joiden vaikutus joko huomioidaan jo julkisen velan käsitteessä, ne ovat teknisluonteisia tai hyvin vähäisiä. Lisäksi näiden erien vähentämättä jättäminen johtaa yhdenmukaiseen rahoitusvaateiden kattavuuteen veloissa ja saamisissa.

<sup>8</sup> On huomattava, että asiasta tehtävät johtopäätökset eivät ole täysin suoraviivaisia. Esimerkiksi uusimmassa Suomea koskevassa luottoluokitusarviossaan S&P (2024) käytti arvionsa perusteena nettovelkaindikaattoria, jossa bruttovelasta oli vähennettynä myös osa työeläkelaitosten varallisuudesta.

sempi rahoitusvarojen huomioinnin takia. Vuosina 1995–2023 molemmat mittarit ovat kuitenkin nousseet selvästi, eikä eri indikaattorien tarkastelu muuta kokonaiskuvausta siitä, että velkaantumisen on ollut voimakasta. Velan kasvunopeuksissa on kuitenkin selkeä ero ja nettovel-

ka on noussut ajanjaksolla hieman alle 90 miljardia, kun taas bruttovelka on kasvanut yli 150 miljardia euroa. Kasvunopeuksien eroa selittävät erityisesti ARA-korkotukilainat sekä valtion osakevarallisuuden arvonnousu.

*Kuvio 4: Julkisyhteisöjen nettovelka miljardeina euroina sekä suhteessa bruttokansantuotteeseen vuosina 1995–2023. Tiedot on laskettu vähentämällä julkisesta velasta valtionhallinnon, paikallishallinnon ja muiden sosiaaliturvarahastojen rahoitusvarallisuus kolmea varallisuusluokkaa lukuun ottamatta.*



Lähde: Tilastokeskus, VTV:n laskelmat.

Valtion nettovelan kehityksellä on ollut suurin merkitys koko julkisyhteisöjen nettovelan kannalta. Nettovelka pieneni hienoisesti finanssikriisiin asti, mutta on kasvanut sen jälkeen tasaisesti pääosin valtionhallinnon voimakkaan velkaantumisen myötä. Velkaantumista on toi-

saalta osittain tasapainottanut valtion samanaikainen rahoitusvarallisuuden kasvu. Muiden sosiaaliturvarahastojen ja paikallishallinnon nettovelka on säilynyt varsin vakaana koko tarkastelujakson ajan.

Brutto- ja nettovelan kehitykset saattavat myös poiketa toisistaan yksittäisinä vuosina. Esimerkiksi vuonna 2020 koronapandemian aikana julkinen velka nousi huomattavasti, mutta nettovelka pysyi suhteellisen vakaana. Keskeinen syy erolle oli valtion likvidikassan kasvu, joka rahoitettiin velalla, jolloin se ei myöskään vaikuttanut nettovelkaindikaattoriin. Toisaalta vuonna 2021 nettovelkaindikaattorin kehitys oli bruttovelkaa heikompa, sillä likvidikassan pieneneminen vaikutti alentavasti valtion velanototarpeeseen ja siten myös bruttovelkaan.

Myös velasta vähennettävien omaisuuserien arvonmuutoksilla saattaa olla suurikin merkitys nettovelan kehitykseen. Kuviossa 4 tämä huomataan esimerkiksi vuosina 1999, jolloin valtion Sonera-omistusten arvo nousi huomattavasti. Päinvastainen kehitys on taas havaittavissa vuonna 2021, jolloin valtion Fortum-omistusten arvon alentuminen kasvatti nettovelkaa, vaikuttamatta kuitenkaan bruttovelan määrään.

## 2.2. Virta-varanto-korjausevät vaikuttavat bruttovelkaan, mutta eivät juurikaan nettovelkaan

Virta-varanto-korjausevät kuvaavat sitä osaa velan muutoksesta, joka ei selity alijäämällä. Niillä on merkittävä vaikutus sekä julkisen velan tasoon että sen vuosimuutoksiin. EU-säännöstössä jäsenmaakohtainen nettomenorajoite määritellään velkakestävyysanalyysillä, jonka yhtenä komponenttina on ennustettu virta-varanto-korjaus (ks. edellä). Komission menetelmässä maakohtainen virta-varanto-korjaus otetaan huomioon vain, mikäli kolme kriteeriä täyttyy: ensinnäkin korjauksen on poikettava järjestelmällisesti ja merkittävästi nollassa, toiseksi vaihteluja on voitava selittää rakenteellisilla tekijöillä ja kolmanneksi korjausta on pystyttävä ennus-

tamaan luotettavasti. Suomen työeläkejärjestelmän kohdalla nämä kolme kriteeriä täyttyvät, aiheuttaen positiivisen virta-varanto-korjauksen. Työeläkelaitosten ylijäämää ei täten huomioida velkaa vähentävänä tekijänä, tiukentaen nettomenorajoitetta ja siten myös maakohtaista sopeutustarvetta.

Osa yksittäisten virta-varanto-korjausevien kehityssuunnista on epävarmoja<sup>9</sup>, millä perustellaan pelkästään työeläkelaitosten ylijäämän huomiointia komission menetelmässä. Suomen kohdalla työeläkelaitosten ylijäämän lisäksi julkiseen velkaan vaikuttaa olennaisesti myös muut virta-varanto-korjausevät. Osalla näistä ilmiöistä voi myös olla systemaattinen ja selkeä suunta, joka tuottaisi ajanjaksolla velkaa suurentavan tai pienentävän vaikutuksen. VTV suositti tarkastuksessaan VM:ää huomioimaan velkaennusteessa aiempaa paremmin sellaiset korjausevät, joiden kehitys on selkeästi ennakoitavissa. Lisäksi useat virta-varanto-korjausevät nostavat myös vastaavalla määrällä julkisyhteisöjen rahoitusvarallisuutta, joten niitä on kiinnostavaa tarkastella myös nettovelan näkökulmasta.

Velkakestävyuden arvioinnissa on tarpeellista tarkastella, onko huomiotta jäävillä virta-varanto-korjausevillä systemaattisia ja samansuuntaisia vaikutuksia, jotka vaikuttaisivat Suomen velkaan olennaisesti. Asialla on finanssipoliittista merkitystä, koska tämänkaltaisten korjausevien huomioiminen tai huomiotta jättäminen vaikuttaa Suomen nettomenorajoitteeseen.

Jos esimerkiksi negatiiviset (eli velkaa vähentävät) korjausevät ovat selkeästi tunnistet-

<sup>9</sup> *Julkiseen velkaan vaikuttavien virta-varanto-korjausevien suuruusluokkaa ja kehityssuuntaa on avattu kattavasti julkisen velan ennusteen menetelmät-tarkastuksessa. (Valtiontalouden tarkastusvirasto 2024, s. 54)*

tuja ja merkittäviä, niiden huomiointi lieventää arvioitua velan kasvua ja siten keventää nettomenorajoitteen asettamia vaatimuksia. Mikäli vastaavasti nämä erät jäävät kokonaan pois laskelmista, nettomenorajoite voi kiristyä tarpeettoman paljon. Mikäli laskelman ulkopuolelle jäävät korjaukset eivät kumoja toistensa vaikutusta, voi se siis johtaa sopeutustarpeen liialliseen kireyteen tai väljyyteen. On vaikea arvioida, missä määrin näiden korjauksien ennustettavuus ja järjestelmällisyys tulisi olla osoitettavissa, jotta ne olisi perusteltua sisällyttää velkakestävyysanalyysiin.

Lähtöleikkävyydessä velkaa pienentävän vaikutuksen (verrattuna alijäämään) tuottaa mm. Euroopan rahoitusvakausväline, F-35 hävittäjien hankinta, tieverkon elinkaarihankkeet sekä johdannaisiin liittyvät maksetut käteisvakuudet. Toisaalta ARA-korkotukilainat aiheuttavat lähivuosina vastakkaisuuntaisen vaikutuksen. (ks. tarkemmin vaikutusmekanismeista Valtiontalouden tarkastusvirasto 2024) Kokonaisvaikutuksen arviointi on siten hyvin epävarmaa ja riippuu tarkasteltavasta aikahorisontista.

Mielenkiinnon kohteeksi nousee myös tilanne, jossa velkakestävyyttä arvioitaisiin nettovelkaindikaattorin kautta. Tällöin ne ”tekni-set” virta-varanto-korjaukset, jotka sekä nostavat velkaa että kerryttävät varallisuutta poistuisivat laskennasta. Tällöin jäljelle jäisi vain vähäinen määrä korjauksia. Sama tulos on mahdollista hahmottaa myös julkisyhteisöjen alijäämän käsitteen kautta. Alijäämä eli nettoluotonanto kuvaa periaatteessa suoraan julkisen talouden nettovelkaantumistarvetta: jos velkaakin tarkastellaan nettona, useimpia korjauksia ei tar-

vita vaan alijäämä sellaisenaan kertoo velanototarpeen määrän. Ja kuten todettu, nykyisessä, bruttovelkaan perustuvassa EU-komission kriteeristöissä muut Suomen virta-varanto-korjaukset kuin työeläkelaitosten ylijäämä jäävät vastaavasti huomiotta. Tämä johtaa puolestaan siihen tulokseen, että komission rajauksella ennustettu virta-varantokorjaus on hyvin lähellä sitä virta-varantokorjausta, joka saataisiin nettovelkakäsitettä käyttämällä, sillä suurin osa komission rajauksen ulkopuolelle jäävistä eristä eliminoituu nettovelkaa laskettaessa.

Yleisesti ottaen on huomioitava, että pelkkä bruttovelan tarkastelu saattaa joissain tilanteissa antaa vinoutuneen kuvan velkaantumiskehityksestä. Nettovelan tarkastelulla on merkitystä sekä finanssipoliittisessa että rahoitusmarkkina-analyyseissä erityisesti silloin, kun velkasuhteet ovat korkeita ja julkisella sektorilla on merkittäviä varallisuuseriä (IMF 2013). Toisaalta osakkeiden markkina-arvojen nopeat arvonmuutokset voivat vaikuttaa nettovelkaan osaltaan siten, ettei nettovelkaindikaattori välttämättä sellaisenaan sovellu finanssipoliittiseksi säännöksi.

Lisäksi voidaan arvioida, että bruttovelka täyttää paremmin kriteerin, jonka mukaan finanssipoliittisen säännön noudattamisen tulisi olla mahdollisimman laajasti hallituksen vaikutusmahdollisuuksien piirissä. Nettovelkanäkökulmaa olisi mahdollista hyödyntää myös osana finanssipoliittisia sääntöjä: säännöstössä olisi esimerkiksi periaatteessa mahdollista huomioida päätösperäisten, varallisuuteen kohdistuvien toimien (esimerkiksi hallitusten investointiohjelmat) vaikutus bruttovelkasäännön noudattamiseen. □



## Kirjallisuus

- Chudik, A., Mohaddes, K., Pesaran, M. H. ja Raissi, M. (2017), "Is There a Debt-Threshold Effect on Output Growth?", *The Review of Economics and Statistics* 99(1):135–150.
- Council for Budget Responsibility (2024), Kirje Euroopan komissiolle 29.10.2024, [https://www.euifis.eu/getpublication/LRRZ\\_2024\\_DG\\_ECFIN\\_15.pdf](https://www.euifis.eu/getpublication/LRRZ_2024_DG_ECFIN_15.pdf) (viitattu 28.1.2025).
- Darvas, Z., Welslau L. ja Zettelmeyer, J. (2024), "The implications of the European Union's new fiscal rules", Bruegel Policy Brief, 20 June 2024, <https://www.bruegel.org/policy-brief/implications-european-unions-new-fiscal-rules> (viitattu 29.1.2025).
- E 14/2020 vp, Valtioneuvoston selvitys eduskunnalle: Komission tiedonanto talouspolitiikan EU-koordinaation arviosta. Kirjelmän käsittelyyn eduskunnalle annetut asiantuntijalausunnat, [https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/Kasittelytiedot/Valtiopaivaasia/Sivut/E\\_14+2020\\_asiantuntijalausunnat.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/Kasittelytiedot/Valtiopaivaasia/Sivut/E_14+2020_asiantuntijalausunnat.aspx) (viitattu 27.1.2025).
- Euroopan finanssipoliittinen komitea (European Fiscal Board) (2019). Assessment of EU fiscal rules with a focus on the six and two-pack legislation. August 2019, [https://commission.europa.eu/system/files/2019-09/2019-09-10-assessment-of-eu-fiscal-rules\\_en.pdf](https://commission.europa.eu/system/files/2019-09/2019-09-10-assessment-of-eu-fiscal-rules_en.pdf) (viitattu 27.1.2025).
- Euroopan finanssipoliittinen komitea (European Fiscal Board) (2022), *2022 annual report of the European Fiscal Board*, Brussels.
- Euroopan komissio (2020), Komission tiedonanto Euroopan parlamentille, neuvostolle, Euroopan keskuspankille, Euroopan talous- ja sosiaalikomitealle ja alueiden komitealle: Talouden ohjausjärjestelmän uudelleentarkastelu, COM(2020) 55 final.
- Euroopan komissio (2024a), Debt Sustainability Monitor 2023. Institutional Paper No. 271, <https://doi.org/10.2765/860483>.
- Euroopan komissio (2024b), Communication from the Commission to the European Parliament, the Council and the European Central Bank. 2025 European Semester: bringing the new economic governance framework to life, COM(2024) 705 final.
- Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset (EU) 2024/1263. (2024), *Euroopan parlamentin ja neuvoston asetukset* (EU) 2024/1263. Euroopan unionin virallinen lehti, <http://data.europa.eu/eli/reg/2024/1263/oj>.
- Henriksson, M. ja Pääkkönen, J. (2024), Ennusteiden ja suunnitelmien jännittävä todellisuus. Kolumni, valtiovarainministeriö, <https://vm.fi/-/ennusteiden-ja-suunnitelmien-jannittava-todellisuus> (viitattu 27.1.2025).
- Henriksson, M., Kekäläinen, A. ja Lehtimäki, J. (2024), "EU:n finanssipoliittisten sääntöjen uudistus 2024", *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 120: 209–221.
- Holappa, L. ja Lainà, P. (2024), EU:n taloussääntöuudistus vaarantaa kasvun ja vakauden. Vieraskynä, Helsingin Sanomat, <https://www.hs.fi/mielipide/art-2000010430428.html> (viitattu 28.1.2025).
- IMF (2013), *Public Sector Debt Statistics: Guide for Compilers and Users*, International Monetary Fund, Washington D.C.
- Kangasrääsio, S. ja Strifler, M. (2024), EU:n finanssipoliittisen säännösten velkalaskelmissa huomioidaan Suomen työeläkejärjestelmä aiempaa realistisemmin. Blogikirjoitus, Valtiontalouden tarkastusvirasto, <https://www.vtv.fi/blogit/eun-finanssipoliittisen-saannoston-velkalaskelmissa-huomioidaan-suomen-tyoelakejarjestelma-aiempaa-realisticemmin/> (viitattu 10.2.2025).
- Keskinen, P. (2024), EU:n uudistuneissa velkasäännöissä sopeutusjakson kestolla on suuri merkitys Suomelle. Blogikirjoitus, Valtiontalouden tarkastusvirasto, <https://www.vtv.fi/blogit/eun-uudistuneissa-velkasaannoissa-sopeutusjakson-kestolla-on-suuri-merkitys-suomelle/> (viitattu 27.1.2025).

- Kokkinen, A. ja Strifler, M. (2021), Pohdintaa EU:n julkisen talouden säännöistä – onko velkasäännölle vaihtoehtoja? Blogikirjoitus, Valtiontalouden tarkastusvirasto, <https://www.vtv.fi/blogit/pohdintaa-eun-julkisen-talouden-saannoista-onko-velkasaannolle-vaihtoehtoja/> (viitattu 27.1.2025).
- Larch, M., Malzubris J. ja Santacrocce S. (2023), “Numerical Compliance with EU Fiscal Rules: Facts and Figures from a New Database”, *Inter-economics: Review of European Economic Policy*, vol. 58(1).
- Network of EU IFIs (2021), A Contribution from the Network of Independent EU Fiscal Institutions. *EU Fiscal and Economic Governance Review*, <https://www.euifis.eu/publications/6> (viitattu 11.2.2025).
- Neuvoston asetus (EY) N:o 1467/97, annettu 7 päivänä heinäkuuta 1997, liiallisia alijäämiä koskevan menettelyn täytäntöönpanon nopeuttamisesta ja selkeyttämisestä.
- Pench, L. (2023), Making sense of the European Commission’s fiscal governance reform plan, *Bruegel Policy Brief*, 04 September 2023, <https://www.bruegel.org/policy-brief/making-sense-european-commissions-fiscal-governance-reform-plan> (viitattu 29.1.2025).
- Sainio, M. (2024), ”Huomioita Suomen kansallisen finanssipoliittisen lainsäädännön vaikutuksista”, *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 120: 190–208.
- S&P Global Ratings (25.10.2024), Research Update: *Finland 'AA+/A-1+' Ratings Affirmed; Outlook Stable*. RatingsDirect. [https://cdn.valtiokonttori.fi/wordpress/sites/5/2024/10/RatingsDirect\\_ResearchUpdate\\_FinlandAA\\_A-1RatingsAffirmedOutlookStable\\_3275016\\_Oct-25-2024.pdf](https://cdn.valtiokonttori.fi/wordpress/sites/5/2024/10/RatingsDirect_ResearchUpdate_FinlandAA_A-1RatingsAffirmedOutlookStable_3275016_Oct-25-2024.pdf) (viitattu 11.2.2025).
- Talouspolitiikan arviointineuvosto (2025), *Economic Policy Council Report 2024*, The Finnish Economic Policy Council, Helsinki.
- Thygesen, N., Szczyrek M., Bordignon M., Debrun X., ja Beetsma R. (2022), Making the EU and national budgetary frameworks work together, *VoxEU Column* 13 Sep 2022, Centre for Economic Policy Research, <https://cepr.org/voxeu/columns/making-eu-and-national-budgetary-frameworks-work-together> (viitattu 29.1.2025).
- Tilastokeskus (2022), Rahoitustilinpäiden tilastoissa poikkeuksellinen revisio 28.6.2022 julkistuksissa. <https://stat.fi/muutostiedote/cl4wd9qcoqezr-0bvwlrq28hxt> (viitattu 11.2.2025).
- Tilastokeskus (2024), Rahoitusvarat ja velat, vuosittain, 1995–2023. [https://pxdata.stat.fi/PxWeb/Pxweb/fi/StatFin/StatFin\\_\\_rtp/statfin\\_rtp\\_pxt\\_11qp.px/](https://pxdata.stat.fi/PxWeb/Pxweb/fi/StatFin/StatFin__rtp/statfin_rtp_pxt_11qp.px/) (viitattu 11.2.2025).
- U 23/2023 vp, Valtioneuvoston kirjelmä eduskunnalle: Euroopan komission ehdotukset Euroopan unionin finanssipolitiikan sääntöjen muuttamiseksi (Finanssipolitiikan säännöt). Kirjelmän käsittelyyn eduskunnalle annetut asiantuntijalausunnat, [https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/U\\_23+2023\\_asiantuntijalausunnat.aspx](https://www.eduskunta.fi/FI/vaski/KasittelytiedotValtiopaivaasia/Sivut/U_23+2023_asiantuntijalausunnat.aspx) (viitattu 27.1.2025).
- UTAK, Uuden talousajattelun keskus (2024). Vierailuluento: EU:n uudet taloussäännöt ja niiden vaikutus Suomeen, <https://utak.fi/vierailuluento-eun-uudet-taloussaannot-ja-niiden-vaikutus-suomeen/> (viitattu 28.1.2025).
- Valtiontalouden tarkastusvirasto (2021), Valtiontalouden kehysjärjestelmän toimivuus – Järjestelmällä voidaan rajoittaa menoja, mutta rinnalle tarvitaan muitakin finanssipolitiikan sääntöjä. Valtiontalouden tarkastusviraston tarkastuskertomukset 8/2021.
- Valtiontalouden tarkastusvirasto (2024), Julkisen velan ennusteen menetelmät. Valtiontalouden tarkastusviraston tarkastuskertomukset 13/2024, <https://www.vtv.fi/julkaisut/julkisen-velan-ennusteen-menetelmat/> (viitattu 11.2.2025).
- Vihriälä, V. (2024), Fipo-säännöt, julkinen velka ja työeläkevarat. Blogikirjoitus, <https://www.vesavihriala.fi/2024/10/fipo-saannot-julkinen-velka-ja-tyoelakevarat/> (viitattu 11.2.2025).
- VTV, finanssipolitiikan valvonta (2024), Valtiontalouden tarkastusviraston erilliskertomus eduskunnalle: Finanssipolitiikan valvonnan raportti 2024.