

MIKA AROLA

Valtionvelka markkinaluottamuksen valossa

Suomen valtion säännöllisen lainanoton alku liittyy Suomen taloudelliseen ja poliittiseen heräämiseen 1800-luvun jälkimmäisellä puoliskolla. Lainanoton turvin valtio rahoitti koko maan kattavan rautatieverkoston rakentamisen, millä oli ratkaiseva merkitys Suomen taloudellisessa nousussa. Ulkomaisen pääoman saatavuuden turvaaminen oli alusta alkaen Suomelle tärkeää, ja tiukka, liiallista velkaantumista välttävä finanssipolitiikka tuki vuosikymmenien saatossa tätä tavoitetta.

Suomesta on tullut kansainvälisesti luotettava ja arvostettu lainanottaja, jolle rahoituksen saatavuus ja kustannukset eivät ole kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla muodostaneet ongelmaa poikkeusaikojä lukuun ottamatta. Suomen pitkästä taloustaantumasta ja valtionvelan nopeasta noususta huolimatta tämä asetelma ei ole muuttunut, vaikka 2000-luvun alun parhaat vuodet ovatkin jo jääneet taakse. Suomen valtio on edelleen vuonna 2016 lainanottaja, johon liittyvä luottoriski arvioidaan rahoitusmarkkinoilla suhteellisen pieneksi. Vähäinen luottoriski yhdistettynä historiallisen alhaiseen markkinoiden yleiseen korkotasoon on johtanut tilanteeseen, jossa valtio pystyy laskemaan liikkeeseen noin 5 vuoden pituisia obligaatioita negatiivisella korolla.¹

Nykyisen lainanoton käytännöt juontuvat suurelta osin 1800-luvulle, vaikka teknologinen kehitys onkin muuttanut erityisesti markkinainformaation nopeutta ja tarjonnut markkinaosapuolille uusia välineitä arvopapereiden hinnoitteluun ja riskienhallintaan. Valtionvelan kehityksen ja lainanoton mekanismien historiallinen käsittely auttaa ymmärtämään, miten rahoitusmarkkinoiden luottamus muodostuu ja mikä sen merkitys Suomen valtiolle on. Samalla syntyy mahdollisuus tarkastella erilaisten poliittisten ja taloudellisten tapahtumien historiallista merkitystä vähemmän hyödynnetystä näkökulmasta.

Valtionvelan kehitys

Valtionvelan syntyhistoria Suomessa ulottuu Suomen liittämiseen Venäjään ja autonomisen Suomen suurruhtinaskunnan syntyyn 1809. Itsenäinen, muusta keisarikunnasta erillinen valtiontalous oli keskeinen osa Suomen autonomiaa. Suomen senaatti laski pitkin 1800-lukua liikkeeseen obligaatioita tärkeiksi arvioitujen infrastruktuurihankkeiden rahoittamiseksi. Merkittävimpiä niistä olivat Saimaan kanavan ja rautatieverkoston rakentaminen, jotka liittivät Suomen maaseudun mukaan kau-

palliseen vaihdantaan ja sitoivat Suomea tiiviimmin muuhun keisarikuntaan sekä taloudellisesti että poliittisesti.²

Itsenäistyminen ei tuonut lainanottoon suuria muutoksia, ja tasavalta jatkoi suurruhtinaskunnan ajalta periytyvän valtionvelan hoitoa. Samoin valtion lainanottoa käytettiin pitkään erityisesti tuotannollisten investointien rahoittamiseen, kuten 1920-luvulla Imatran kosken voimalaitoksen rakentamiseen ja 1950-luvulla Lapin voimalaitos- ja tiehankkeisiin.

Velan määrä pysyi pitkään Suomessa hyvin maltillisena. Kansalaissodan, 1930-luvun alun laman ja toisen maailmansodan väliaikaiseksi osoittautuneita velkapiikkejä lukuun ottamatta valtionvelan määrä oli Suomessa aina 1990-luvun alun lamaan asti alle 20 prosenttia suhteessa bruttokansantuotteeseen. 1990-luvun alun lama iski voimakkaasti kasvaneeseen julkiseen talouteen, kun verotulot tippuivat ja valtion menot kasvoivat. Laman seurauksena valtionvelka moninkertaistui, eikä se edes laman jälkeisinä nopean talouskasvun vuosina enää laskenut aikaisempien vuosikymmenien alhaiselle tasolle.³

Valtionvelan nousun myötä velka on muodostunut Suomessa, kuten monissa muissakin maissa, pysyvän julkisen keskustelun aiheeksi. New Yorkin Times Squaren velkakellon esimerkkiä seuraten Suomessakin on pystytetty velkakelloja, jotka näyttävät ”reaaliaikaisesti” valtionvelan määrän. Keskustelun perussävy näyttää olevan, että valtionvelan kasvu tulisi pysäyttää. Sama tavoite on myös kirjattu Juha Sipilän hallituksen ohjelmaan, jonka mukaan julkisen velan kasvun tulisi pysähtyä vuoteen 2021 mennessä.

Valtion velkaantumisen rajoitteet

Valtionvelan määrä on viime kädessä poliittinen päätös: velkakanta muodostuu harjoitetun finanssipolitiikan tuloksena. Luonnollisesti myös taloustilanne vaikuttaa valtionvelan määrään: heikossa suhdannetilanteessa valtion

verotulot laskevat ja menot kasvavat. Taloustieteessä valitsee koulukuntaeroja siitä, mikä on finanssipolitiikan rooli talouden suhdanteiden tasoittajana. Finanssipolitiikan merkitys nousi parrasvaloihin viimeistään Yhdysvaltain 1930-luvun suuren laman jälkeen, kun kiristävä finanssipolitiikka oli laman runtelemassa maassa jyrkentyntä talouden alamäkeä.

Toisaalta rahoitusmarkkinat asettavat poliittiselle päätöksenteolle rajoitteita. Valtio kattaa alijäämät budjettinsa pääasiallisesti markkinaehtoisella lainanotolla, jolloin rahoitusmarkkinat rajoittavat finanssipolitiikan vapautta. Suuresti heikentynyt valtiontalous lisää valtion luottoriskiä ja nostaa velanoton korkokustannuksia. Valtion mahdollisuus hankkia markkinaehtoista rahoitusta loppuu siinä vaiheessa, kun rahoitusmarkkinat eivät enää usko valtion kykenevän tai haluavan hoitaa velkojaan.

Tämä tapahtuu tyypillisesti silloin, kun valtionvelan määrä nousee hyvin korkeaksi tai valtiontalouden tasapaino järkkyy pahasti. Tarkan numeerisen arvon laskeminen velan tai budjettialijäämän liian suurelle määrälle on kuitenkin hankalaa. Tämä johtuu ennen kaikkea siitä, että valtion maksukykyyn vaikuttavat monet talouteen, politiikkaan, velan rakenteeseen ja markkinaolosuhteisiin liittyvät maakohtaiset tekijät.

Tunnetuin viimeaikainen esimerkki markkinaehtoisen lainanoton loppumisesta on Kreikan valtion ajautuminen ulkopuolisen rahoitusavun varaan vuonna 2010. Sijoittajat eivät enää olleet valmiita ostamaan Kreikan valtion lainoja, koska he eivät uskoneet Kreikan selviytyvän velanmaksusta. Lopulta muut euromaat sekä EU, EKP ja IMF pelastivat Kreikan valtion konkurssilta, ja monet sijoittavat kärsivät luottotappiota. Avunsaannin hintana Kreikka joutui merkittävästi sopeuttamaan talouttaan, mikä ajoi monet kreikkalaiset suuriin taloudellisiin vaikeuksiin ja johti poliittisiin levottomuuksiin. Historiallisessa katsannossa valtioiden maksukyvyttömyys ei ole mitenkään ainutlaatuisista, eri maiden velkahistoriat ovat harvoin täysin puhtaita⁴.

Toisaalta lähes kaikilla valtioilla on jonkin verran velkaa, vaikka valtiontalouden hyvä tila ei edellyttäisi velkaantumista. Yksi syy valtion tarpeeseen pitää yllä valtionvelkaa liittyy rahoitusmarkkinoiden rakenteeseen. Vähäriskiset valtionobligaatit muodostavat rahoitusmarkkinoilla tarpeellisen sijoituskohteen ja muiden arvopapereiden hinnoittelureferenssin. Toisaalta velkainstrumenttien ja valmiiden lainanottojärjestelmien olemassaolo voi osoittautua valtiolle hyödylliseksi, jos valtion lainanottoarve lähtee nopeasti kasvamaan. Pankkiverkostoa, sijoittajakuntaa ja juridista lainadokumentaatiota ei tarvitse luoda tyhjästä, kun valtiontalouden tila heikkenee. Tämän eräänlaisen ”tekniikan” velan voi katsoa muodostavan alarajan valtionvelan määrälle.

Kahden ääripään väliin on euroalueella muodostettu kolmas tärkeä velan viitearvo. Euroalueen liittymiskriteerin mukaan julkinen velka ei saa ylittää 60

prosentin viitearvoa suhteessa bruttokansantuotteeseen. Tosin monen euroalueen jäsenmaan julkinen velka on pitkään ollut yli sallitun tason. Julkiseen velkaan lasketaan esimerkiksi Suomen kohdalla mukaan myös kuntien ja sosiaaliturvarahastojen velat, joskin noin neljä viidesosaa Suomen julkisesta velasta koostuu valtionvelasta.

Onko Suomen valtiolla paljon velkaa?

Vuonna 2015 Suomen julkinen velka ylitti ensimmäistä kertaa euroaikana 60 % viitearvon. Suomen valtionvelka puolestaan ohitti 100 miljardin euron rajan vuoden 2016 alussa. Valtion talousarvion alijäämäisyys tarkoittaa, että valtionvelka kasvaa myös vuonna 2016.⁵

Kansainvälisessä vertailussa Suomen julkinen sektori ei ole erityisen velkaantunut. Esimerkiksi kaikissa suurissa Euroopan unionin jäsenmaissa velkaa on suhteellisesti enemmän. Saksan julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on 71 %, Ranskan 97 %, Italian 133 % ja Ison-Britannian 88 %. Yhdysvalloissa julkinen velka ylittää 100 %:n rajan, ja Japanissa julkisen velan suhde bruttokansantuotteeseen on peräti 246 %. Toisaalta muissa Pohjoismaissa Islantia lukuun ottamatta julkista velkaa on vähemmän kuin Suomessa.⁶

Valtionvelan suomalaisille aiheuttamat kustannukset eli valtionvelan korkomenot ovat tällä hetkellä hyvin aisoissa. Vuonna 2015 korkomenojen määrä oli noin 1,5 miljardia euroa. Valtionvelan nimellinen määrä on korkeampi kuin koskaan aiemmin, mutta valtion korkomenot eivät ole neljännesvuosisataan olleet yhtä pienet kuin nyt. Syynä mataliin korkomenoihin ovat historiallisen alhaiset markkinakorot ja toisaalta Suomen valtion kohtuullisen hyvän luottokelpoisuus rahoitusmarkkinoilla. Eri markkinaosapuolet, sijoittajat, pankit ja luottolaitokset uskovat edelleen, että Suomen valtio pystyy maksamaan velkansa takaisin.⁷

Huolestuttavammaksi tilanne muodostuu, jos tarkastellaan valtionvelan muutosta. Suomen valtionvelka on noussut yli 80 prosenttia vuoden 2008 jälkeen, jolloin kansainvälinen finanssikriisi puhkesi. Velan nopea nousu – ilman selkeää odotusta kasvun taittumisesta – on antanut aiheutta vaatia finanssipolitiikkaan merkittäviä kiristyksiä. Kiristysten suuruudesta ja niiden ajoituksesta on ollut erimielisyyttä.

Neutraali tapa lähestyä kysymystä, onko valtiolla paljon vai vähän velkaa, on tutkia rahoitusmarkkinoiden arviota valtion kohdistuvasta luottoriskistä. Markkinoiden korkonoteeraukset ovat koko valtion lainanottoon, sen nauttiman markkinaluottamuksen ydin. Suuri määrä sijoittajia käyttää kaikkea saatavilla olevaa tietoa hyväkseen tehdessään obligaatioiden myynti- ja ostopäätöksiä. He arvioivat poliittisten ja taloudellisten uutisten vaikutuksia valtion lainanmaksukykyyn ja tekevät arvioita valtioihin liittyvistä luottoriskeistä. Huonot taloudelliset uutiset tai vaikkapa poliittinen kriisi vähentävät sijoittajien kiinnostusta ostaa valtion liikkeeseen laskemia obligaatioita. Obligaatioiden hinta laskee ja

”Obligaatiomarkkinat asettavat eri valtiot paremmuusjärjestykseen.”

niiden korkotuotto nousee. Tällä tavoin saadaan kvantitatiivinen arvio erilaisten poliittisten ja taloudellisten tapahtumien markkinavaikutuksista.

Obligaatiomarkkinat asettavat eri valtiot paremmuusjärjestykseen. Kaikkein luotettavin valtio maksaa velastaan kaikkein vähiten korkoa. Vähiten luotettu lainanottaja joutuu maksamaan korkeaa korkoa tai ääritapauksessa siltä loppuu kyky hankkia enää ollenkaan uutta velkaa, kuten Kreikalle tapahtui, kun sen julkisen talouden tila arvioitiin rahoitusmarkkinoilla kestäättömäksi.

Globaalit rahoitusmarkkinat

Valtiontalouden riippuvuus rahoitusmarkkinoiden luotamuksesta ei ole uusi, esimerkiksi globalisaation myötä syntynyt ilmiö. Valtionobligatioiden syntyänsanat lausuttiin keskiajan italialaisissa kaupunkivaltioissa. Englannin mainio vallankumous 1688 puolestaan synnytti modernin tavan hoitaa valtiontaloutta, keskeisinä elementteinään valtiontalouden avoimuus ja systemaattinen tapa rahoittaa valtiontaloutta laskemalla liikkeeseen määrämuotoisia valtionobligatioita. Englannin esimerkin johdattamina valtionlainoista alkoi vähitellen muodostua luotettava ja arvostettu sijoituskohde. Se oli vastakohta vuosisataiselle perinteelle, jossa hallitsija lainasi varoja rahoittaakseen sodankäyntiä ja yritti myöhemmin kaikin tavoin vähentää velkojensa määrää – jättäen ne usein konaan maksamatta.

1800-lukuun mennessä valtioiden obligatiomarkkinat muodostivat monessa mielessä rahoitusjärjestelmän

ytimen, jota seurattiin tarkasti maailman kaikilla kullilla. Rothschildien pankkihuoneen johdolla eurooppalaiset rahoitusmarkkinat olivat integroituneet yhdeksi kokonaisuudeksi. Ranskalainen sijoittaja saattoi ostaa Pariisin arvopaperipörssistä eri maiden obligatioita ja seurata päivittäin niiden hintanoteerauksia. Lontoosta kehkeytyi ennen näkemätön globaalinen arvopaperikaupan keskus kaikkien arvopaperilajien kaupankäynnille.⁸

Valtionobligatioiden markkinoita pidettiin tärkeänä valtion taloudellisen ja poliittisen kunnan mittarina. Esimerkiksi itävaltalainen taloustieteilijä Eugen Böhm von Bawerk (1851–1914) arvioi, että kansakunnan kulttuurinen taso heijastuu sen obligatioiden korkotasossa. Hänen mukaansa korko on sitä alhaisempi, mitä suurempi on ihmisten älykkyys ja moraalinen selkäranka.⁹

Ensimmäinen maailmansota lopetti klassiseen kultakantaan ankkuroituneen ”ensimmäisen globalisoinnisen” aikakauden, kun rahoitusjärjestelmän ydinmaat heikentyivät taloudellisesti ja poliittisesti. 1920-luvun toinen kultakantajärjestelmä jäi lyhyeksi ja päättyi 1930-luvun suureen lamaan. Maailmanlaajuinen avoin rahoitusjärjestelmä korvautui sääntelyllä ja rajoituksilla, jotka pysyivät monilta osin voimassa myös toisen maailmansodan jälkeisinä Bretton Woods -järjestelmän vuosina. Vasta 1900-luvun lopussa kansainvälinen rahoitusjärjestelmä saavutti ensimmäistä maailmansotaa edeltäneen integroitumisen ja avoimuuden yli vuosikymmenen kestäneen rahoitusmarkkinoiden liberalisoinnin jälkeen.¹⁰ Suomen osalta tilannetta kuvaa ulkomaisten sijoittajien osuus valtionvelan haltijoista: edellisen kerran ulko-

”Autonomian aikana lainanotosta muodostui Suomen erillisen, autonomisen aseman tärkeä symboli.”

maisten sijoittajien osuus lähenteli 2000-luvun alun 90 prosenttia vuonna 1913¹¹.

Valtionvelan liikkeeseen lasku

Suomen valtion luottoriski hinnoitellaan kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Suomen valtionvelasta noin 85 prosenttia koostuu valtion euromääräisistä viitelainoista. Ne ovat obligaatioita, jotka tuottavat omistajilleen vuosittaista korkotuottoa. Obligaatioiden juoksuaika kertoo, missä ajassa obligaationhaltija eli sijoittaja saa sijoittamansa pääoman takaisin. Tällä hetkellä Suomen valtion pisin viitelaina erääntyy vuonna 2042.

Obligaatioiden haltijoiden ei tarvitse odottaa pääoman takaisinmaksua pisimmillään useita vuosikymmeniä. Obligaatioilla käydään päivittäin kauppaa jälkimarkkinoilla kansainvälisillä elektronisilla markkinapaikoilla: obligaatiot itsessään ovat sähköisessä muodossa. Osto- ja myyntihinnat muodostavat obligaatioiden hintanoteeraukset ja tuottotasot, joita voi tarkastella sanomalehtien taloussivuilla tai internetissä.

Valtio laskee uusia obligaatioita liikkeeseen vuosittain niin sanottujen päämarkkinatakaajapankkien välityksellä. Pankkeja on tällä hetkellä neljätoista. Mukana joukossa on sekä maailman suurimpia liikepankkeja että johtavia pohjoismaisia pankkeja.

Päämarkkinatakaajajärjestelmän synty kytkeytyy 1990-luvun alun talouslamaan, jolloin lainanottomäärät kasvoivat suuresti ja valtio pystytti pankkiverkoston turvaamaan lainanoton sujumisen. Kyseisillä

pankeilla on myös velvollisuus käydä obligaatioilla kauppaa jälkimarkkinoilla. Pankkien vastapuolia jälkimarkkinakaupankäynnissä ovat toisten pankkien ohella sijoittajat, jotka allokoivat hallussaan olevia sijoitusvaroja obligaatioihin.¹²

Monen päämarkkinatakaajapankin yhteistyö Suomen valtion kanssa ulottuu pitkälle historiaan, usein tosin yrityskauppojen kautta. Nordean edeltäjät Suomen Yhdyspankki ja Kansallis-Osake-Pankki olivat mukana valtion lainanotossa jo 1800- ja 1900-lukujen vaihteessa, samoin kuin Crédit Agricolen edeltäjä Crédit Lyonnais sekä Danske Bank ja Deutsche Bank. National City tuli 1920-luvulla valtion pääyhteistyökumppaniksi Yhdysvaltain rahoitusmarkkinoilla, monet muut nykyisistä päämarkkinatakaajista viimeistään 1960- ja 70-luvuilla. Pankkien rooli lainanotossa oli jo 1800-luvulla hyvin samankaltainen kuin nykyisin: ne etsivät lainaemissioiden yhteydessä valtion obligaatioille ostajia, toki ilman nykyaikaisia teknologisia apuvälineitä.¹³

Sijoittajat ja luokituslaitokset

Valtion lainanoton korkoeron määrittelevät viime kädessä sijoittajat. Valtionvelka mielletään suhteellisen riskittömäksi sijoituskohteeksi, minkä takia se miellyttää suuria riskejä kaihtavia sijoittajia. Suomen valtionvelan sijoittajapohja koostuu työeläkeyhtiöistä, sijoitusrahastoista sekä liike- ja keskuspankeista. Suomi houkuttelee sijoittajia maailmanlaajuisesti.

Suurimman kotimaisen sijoittajaryhmän muodos-

tavat työeläkeyhtiöt. Ne ovat sijoittaneet merkittävän osan suomalaisten kartuttamista eläkevaroista eri valtioiden obligaatioihin. Työeläkevakuuttajien yhteenlaskettu sijoituskanta oli vuoden 2015 syyskuun lopussa 176 miljardia euroa.¹⁴ Suomen valtion obligatioita suomalaiset työeläkeyhtiöt eivät tosin nykyisin enää juurikaan pidä sijoitussalkuissaan. Rahoitusteorian mukaisesti ne ovat hajauttaneet korkosijoituksiaan useiden lainanottajien obligaatioihin, mikä on käytännössä johtanut ulkomaisten sijoitusten kasvuun. Suomen valtionvelasta olikin muutama vuosi sitten enää noin kymmenesosa suomalaisten sijoittajien omistuksessa. Euroopan keskuspankkijärjestelmän obligatioiden osto-ohjelman myötä tilanne on jonkin verran muuttunut: Suomen Pankista on tullut merkittävin valtionvelan haltija.¹⁵

Luottoluokituslaitosten tehtävänä on helpottaa sijoittajien työtä. Luokittajat arvioivat kuhunkin lainanottajaan liittyviä riskejä, jotka voivat vaikuttaa sen kykyyn selvittää veloistaan. Sen tehdessään ne arvioivat lainanottajien talouden kuntoa ja poliittista vakautta. Luokituslaitosten liiketoimintamalli perustuu niiden riippumattomuuteen. Sijoittajien täytyy pystyä luottamaan siihen, että lainanottaja ei ole vaikuttanut luokituslaitoksen arvioihin. Yhdysvaltain niin sanotun *subprime*-kriisin yhteydessä luokituslaitosten riippumattomuuteen kohdistui kovaakin kritiikkiä. Kritiikistä huolimatta luokituslaitosten palveluita edelleen käytetään varsin laajasti rahoitusmarkkinoilla.

Useat luottoluokituslaitokset arvioivat Suomen valtion luottokelpoisuutta. Niistä markkinaosuuksiltaan suurimmat ovat Fitch Ratings, Moody's ja Standard & Poor's. Luokituslaitokset vierailevat vuosittain Suomessa arvioimassa maan tilannetta käytyään keskusteluita muun muassa suomalaisten viranomaisten, yritysten ja tutkimuslaitosten kanssa. Valtiolla oli 2000-luvun hyvän taloustilanteen vuosina paras mahdollinen ”kolmen A:n” luokitus kaikilta luokitusyhtiöiltä, mutta viimeaikaiset talouden ongelmat ovat luoneet painetta luokitusten laskuun. Tämä tulee esille Suomen valtion luokituksiin liitettyinä ”negatiivisina näkyminä”. Standard & Poor's ehti jo laskemaan Suomen valtion luottoluokitusta syksyllä 2014.¹⁶

Uusi asia luottoluokitukset eivät ole. Luottoluokituslaitosten juuret ulottuvat ensimmäistä maailmansotaa edeltäneeseen aikaan, mutta niiden käytön suurin kasvu ajoittuu sodan jälkeisiin vuosiin. Ensimmäisen maailmansodan jälkeen Yhdysvallat korvasi sodassa köyhtyneet Länsi-Euroopan maat suurimpana lainanantajana. Amerikkalaiset sijoittajat ostivat suurissa määrin ulkomaisia arvopapereita ja tarvitsivat sijoituspäätöksensä tueksi arvioita lainanottajien luotettavuudesta, mikä johti luokitus toiminnan nopeaan kasvuun.

Yksi uusista lainanottajista Yhdysvaltain pääomamarkkinoilla oli Suomen tasavalta, jonka liikkeeseen laskemille obligatioille Moody's aloitti luottoluokitusten osoittamisen vuonna 1920. Heikon alun jälkeen Suomen obligatioiden luokitukset nousivat 1920-luvun puolessa välissä kaksi pykälää A-tasolle (hieman obligatiosta

riippuen), mutta olivat koko ajan kaksi pykälää muita Pohjoismaita alempana, suomalaisten suureksi pettymykseksi. Moody's oli osoittanut muun muassa Unkarille ja monille Latinalaisen Amerikan maille samanlaisia luokituksia kuin Suomelle. Viro pysyi luottokelpoisuusluokituksissa Suomen alapuolella.

1930-luvun alun laman aikana Suomen luokitukset taas laskivat, ja Moody's lopulta lopetti Suomen luottoluokittamisen vuonna 1934, kun kansainvälinen rahoitusjärjestelmä hajosi ja amerikkalaiset sijoittajat kotiuttivat sijoituksiaan. Uudestaan luokituslaitokset palasivat Suomen valtionlainojen luokittamiseen 1970-luvulla. Suomen luokitukset ovat 1970-luvulta alkaen olleet korkeinta AAA/Aaa-tasoa tai lähellä sitä, 1990-luvun alun laman aiheuttamaa väliaikaiseksi osoittautunutta pudotusta lukuun ottamatta.¹⁷

Suomen markkinaluottamuksen pitkä tie

Suomen esiinmarssi kansainvälisille obligatiomarkkinoille tapahtui, kun suurruhtinaskunnan senaatista tuli säännöllinen liikkeeseenlaskija eurooppalaisissa rahoituskeskuksissa 1860-luvulla. Suomen suurruhtinaskunta harjoitti talouspolitiikkaa, joka lisäsi rahoitusmarkkinoiden luottamusta Suomen taloudenpitoon. Köyhä, pohjoinen maa liittyi ensin kansainväliseen hopea- ja sitten kultakantajärjestelmään, joka yhdisti Suomen samaan ryhmään maailman taloudellisesti vauraimpien maiden kanssa. Suomi harjoitti, ja sen tiedettiin harjoittavan, kultakannan pelisääntöjen mukaisesti tiukkaa raha- ja finanssipolitiikkaa. Rahoitusmarkkinoilla saavutukset eivät olleet vaatimattomia; Suomen valtionlainojen korot laskivat samalle tasolle muiden Pohjoismaiden kanssa 1800-luvun lopulla.

Rahoitusmarkkinoiden suotuisa arvio noteerattiin myös kotimaassa, samoin kuin Suomen luottamuksen rapautuminen sortovuosien paineessa 1900-luvun alussa. Toisen sortokauden käynnistyttyä valtiovaraintoimituskunnan päällikkö J. K. Paasikivi pani närkeäntyneenä merkille, että Venäjän toimet Suomen autonomian rajoittamiseksi olivat nostaneet suurruhtinaskunnan obligatioiden korkoja muita Pohjoismaita korkeammalle.¹⁸

Autonomian aikana valtion lainanotosta muodostui myös suurruhtinaskunnan erillisen, autonomisen aseman tärkeä symboli. Suomen ministerivaltiosihteeriviraston virkamies, vapaaherra Johannes Gripenberg kirjoitti 1889 Pietarista professori ja puoluejohtaja Yrjö Sakari Yrjö-Koskiselle, että venäläiset hämmästelevät Suomea, jolla on hyvin järjestetty hallinto, kilpailukykyinen teollisuus sekä lujaan perustukseen nojaavat finanssit ja sellaiset omat luotot maailman markkinoilla, joita monet rikkaammat maat saattoivat kadehtia.¹⁹

Suomen liikkeeseen laskemat obligatiot noteerattiin suurten eurooppalaisten rahoituskeskusten pörseissä muiden valtiolainojen joukossa. Kansainväliset pankit kirjoittivat positiivisia arvioita Suomen valtiontalouden esimerkillisestä hoidosta ja arvioivat Suomen muodostavan selkeän erillisen kokonaisuuden Venäjän keisari-

kunnassa. Tällä tavoin rahoitusmarkkinat olivat suomalaisille yksi väline lisää autonomian ajan asteittaisessa ”valtionrakennuksessa”.

Itsenäistymisen jälkeen Suomen talouspolitiikan pitkä linja ei muuttunut. Suomi liittyi mukaan läntisiin rahoitusjärjestelmiin kunkin ajankohdan edellytysten mukaisesti. Usein ratkaiseva vaikuttaja oli idänsuhteiden tila. Suomi liittyi mukaan sotienväliseen toiseen kultakantajärjestelmään ja toisen maailmansodan jälkeiseen Bretton Woods -järjestelmään. 1980-luvun pääomaliikkeiden vapauttaminen, Euroopan unionin jäsenyys ja euron käyttöönotto 1999 olivat näille kehityskuluille luontaisia jatkeita.

Yksi osa rahoitusjärjestelmän länsi-integraatiota oli Suomen luotettavuuden edistäminen ja ylläpito läntisillä rahoitusmarkkinoilla. Rahoitusmarkkinauskottavuuden aallonpohja koettiin itsenäisyyden ensimmäisinä vuosina, kun Suomen itsenäisyyden arvioitiin olevan vielä hyvin hataralla pohjalla. Alkuvuosien jälkeen asema parani, mutta mahdollinen neuvostoinvaasio koettiin rahoitusmarkkinoilla Suomen luottokelpoisuuden pahimmaksi uhkaksi vielä vuosikymmenien ajan. Itse asiassa korkotasossa mitattuna Suomen asema palautui sortokautta edeltävän 1800-luvun lopun tasolle vasta lähes sata vuotta myöhemmin.

Yksi itsenäistyneen Suomen rahoitusmarkkinauskottavuuden tärkeimmistä vaalijoista oli maailmansotien välisen ajan Suomen talouspolitiikan johtava hahmo Risto Ryti. Suomen Pankin pääjohtajana toimineen Rytin valvovan silmän alla valtio maksoi 1930-luvulla ensimmäisen maailmansodan jälkeisiltä vuosilta periytyvät velkansa takaisin Yhdysvaltoihin, ainoana eurooppalaisena maana. Yhdysvalloissa levisi käsitys Suomesta ”maana, joka maksaa velkansa”. Sama luotettavuutta korostava velanhoitopolitiikka jatkui toisen maailmansodan jälkeen. Vielä 1990-luvulla valtio käytti sijoittajamarkkinoinnissaan hyväkseen 1930-luvun slogania velkojaan tunnollisesti hoitavasta maasta.²⁰

Ulkomaista markkinaluottamusta arvostetaan Suomessa edelleen suuresti. Tiedotusvälineet seuraavat luottoluokitusyhtiöiden päätöksiä hyvin tarkasti. Jyrki Kataisen hallituksen ohjelmassa yhdeksi tavoitteeksi oli jopa nimetty valtion luottoluokitusten säilyminen.

Talouso Ongelmista huolimatta Suomen valtio on edelleen yksi euroalueen luotetuimmista lainanottajista. Markkinanoteerausten perusteella Saksan valtio on selvästi euroalueen luotetuin lainanottaja. Suomi kuuluu viime kuukausien aikana jonkin verran kasvaneista korkoeroista huolimatta edelleen seuraavaan ryhmään, joka joutuu maksamaan velanotostaan vain vähän Saksaa korkeampaa korkoa. Tosin vielä 2000-luvun alun Nokia-vuosien huumassa Suomen valtion obligaatiokorot olivat jopa Saksan korkoja alempana.

Suomen perinteisesti vahva asema rahoitusmarkkinoilla, mikä on ilmennyt hyvässä lainanottokyvyssä ja alhaisessa korkotasossa, on heijastanut talouspolitiikan ja valtion velanhallinnan pitkän aikavälin linjanvalintoja. Niihin ovat kuuluneet yhtä lailla finanssipolitiikan pitkän aikavälin viritys, Suomen pyrkimys liittyä läntisiin rahoitusjärjestelmiin ja valtion lainanoton käytännön toteutus.

Viitteet & Kirjallisuus

- 1 Valtiokonttori, Valtiokonttori järjesti valtion viitelainojen huutokaupan. Tiedote 19.1.2016.
- 2 Sakari Heikkinen & Seppo Tiihonen, *Valtionrakentaja. Valtiovarainministeriön historia 1*. Edita, Helsinki 2009.
- 3 Mika Arola, Valtion lainanotto ja kansainvälinen rahoitusjärjestelmä. *Kansantaloudellinen aikakauskirja* 4/2011, 421–442.
- 4 Carmen Reinhart & Kenneth Rogoff, *This Time is Different. Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press, Princeton 2009.
- 5 Valtiovarainministeriö, Taloudellinen katsaus, syksy 2015.
- 6 European Commission, European Economic Forecast, Autumn 2015; International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, October 2015.
- 7 State Treasury, Debt Management Annual Review 2015. Helsinki 2016.
- 8 Niall Ferguson, *The Ascent of Money. A Financial History of the World*. Allen Lane, London 2008.
- 9 Ks. esim. Sidney Homer & Richard Sylla, *A History of Interest Rates*. Rutgers University Press, New Brunswick 1996, 1–2.
- 10 Maurice Obstfeld & Alan M. Taylor, *Global Capital Markets. Integration, Crisis, and Growth*. Cambridge University Press, Cambridge 2004.
- 11 Mika Arola, Foreign Capital and Finland. Central Government's First Period of Reliance on International Financial Markets, 1862–1938. Bank of Finland Scientific Monographs E:37. Edita, Helsinki 2006.
- 12 State Treasury 2016.
- 13 Arola 2006.
- 14 Työeläkevakuuttajat TELA ry, Sijoitusvarojen yhteenveto 2015.
- 15 State Treasury 2016.
- 16 Valtiokonttori, Standard & Poor's laski Suomen valtion luottokelpoisuuden AA+:aan. Tiedote 10.10.2014.
- 17 Arola 2011; Arola 2006; State Treasury 2016.
- 18 J. K. Paasikivi, Valtion lainoista. *Uusi Suometar* 6.2.1910.
- 19 Gripenbergin kirje Yrjö-Koskiselle, 15.4.1889. Kansalliskirjaston arkistot, Yrjö-Koskisen arkistot, 36.
- 20 Arola 2011; Arola 2006.