

# Korkotason rooli Suomen kestävyysvajeeessa: kustannus, tulonlähde vai molemmat?

## 1. Johdanto

*Miksi korkokeskustelu on usein yksipuolista*

Korkotason merkitys julkisen talouden kestävyyskannalta on noussut keskeiseksi kysymykseksi viime vuosina. Erityisesti pitkän matalien korkojen jakson jälkeen tapahtunut korkojen nopea nousu on vahvistanut käsitystä, jonka mukaan korkotaso muodostaa keskeisen riskin julkisen talouden kestävyydelle. Julkisessa keskustelussa korkojen nousu yhdistetään usein suoraviivaisesti kasvaviin velanhoitokuluihin ja sitä kautta pahenevaan kestävyysvajeeseen.

Tämä tarkastelutapa on kuitenkin osittainen. Korkokeskustelu keskittyy pääosin julkisen sektorin rooliin velallisena, vaikka se samanaikaisesti toimii myös merkittävänä rahoitusvarallisuuden omistajana. Suomessa tämä koskee erityisesti työeläkerahastoja, joiden sijoitusvarallisuus on mittaluokaltaan huomattava suhteessa julkiseen velkaan. Tästä huolimatta korkotason vaikutuksia arvioidaan usein ikään kuin julkisella sektorilla ei olisi korkotason muutoksista hyötyviä tulovirtoja.

Yksipuolinen korkotarkastelu voi johtaa liioiteltuihin arvioihin korkojen nousun vaikutuksista julkisen talouden kestävyYTEEN. Korkotason muutosten kokonaisvaikutus riippuu paitsi velanhoitokustannuksista myös rahoitusvarallisuuden tuotoista, jolloin keskeinen suure on bruttokoron sijaan nettokorko. Tämä näkökulma jää mielestäni usein vähälle huomiolle kestävyysvajekeskusteluissa.

*Miksi kestävyysvaje ei ole pelkkä demografinen ongelma*

Kestävyysvaje esitetään usein ensisijaisesti demografisena ongelmana. Väestön ikääntyminen, syntyvyyden lasku ja työikäisen väestön supistuminen nähdään julkisen talouden pitkän aikavälin epätasapainon keskeisinä ja lähes väistämättöminä syinä. Vaikka demografiset tekijät muodostavat kiistatta tärkeän osan kestävyysvajeen taustaa, tällainen tulkinta on kuitenkin liian kapea.

Kestävyysvaje ei ole pelkästään väestörakenteen seuraus, vaan myös seurausta makrotaloudellisista oletuksista ja institutionaalisista ratkaisuista. Talouskasvun vauhti, korkotaso, tuottavuuskehitys sekä eläke- ja sosiaaliturvajärjestelmän rahoitusrakenne vaikuttavat olennaisesti siihen, kuinka voimakkaasti demografiset muutokset heijastuvat julkisen talouden rahoitusasemaan. Samat väestöennusteet voivat johtaa hyvin erilaisiin kestävyysvajearvioihin riippuen siitä, millaisia oletuksia tehdään näistä tekijöistä.

Lisäksi kestävyysvaje on luonteeltaan laskennallinen indikaattori, ei suoraan toteutuva alijäämä tai velan kasvu. Se kuvaa pitkän aikavälin sopeutustarvetta tietyillä oletuksilla, eikä sen suuruutta voida irrottaa näiden oletusten epävarmuudesta. Tästä syystä kestävyysvajetta ei tulisi tulkita deterministisenä seurauksena demografisista muutoksista, vaan herkkyyksianalyysiä vaativana mittarina, joka reagoi voimakkaasti makrotaloudelliseen ympäristöön.

Tämä havainto luo perustan tarkastella kestävyysvajetta laajemmassa viitekehyksessä, jossa demografisten tekijöiden ohella huomioidaan korkotason, talouskasvun ja rahoitusvarallisuuden rooli julkisen talouden kestävyyskannalla.

## 2. Kestävyyssvaje ja korko – perinteinen näkökulma

Perinteinen tarkastelu julkisen talouden kestävyysvajeen perustuu  $r$ - $g$ -viitekehyykseen, jossa  $r$  tarkoittaa reaalikorkoa ja  $g$  talouskasvua. Velkasuhteen muutos suhteessa BKT:hen voidaan approksimoida kaavalla:

$$\Delta\left(\frac{B}{Y}\right) \approx (r - g) \frac{B}{Y} - \frac{PB}{Y}$$

Missä  $B$  on julkinen velka,  $Y$  bruttokansantuote ja  $PB$  primäärialijäämä (verotulojen ja menojen erotus ilman korkokuluja). Kaavasta voidaan päätellä, että kestävyysvaje kasvaa, jos korko ylittää talouskasvun sekä jos primäärialijäämä on positiivinen eli menot ylittävät tulot. Tämä yksinkertaistettu malli pohjautuu intertemporaalisen budjettirajoituksen logiikkaan, jossa tulevien tulojen diskontattu summa kattaa menot ja velanhoitomienot (Blanchard et al., 1990; VM, 2024).

$R$ - $g$ -logiikka tarjoaa intuitiivisen näkökulman: mikäli korko ylittää talouskasvun ( $r > g$ ), velan nykyarvo suhteessa BKT:hen kasvaa ajan myötä, vaikka vuosittaiset budjettialijäämät pysyisivät vakiona. Päinvastaisessa tilanteessa ( $r < g$ ) velkasuhde voi pienentyä itsestään, mikä vähentää tarvittavia sopeutustoimia. Valtiovarainministeriön kestävyysvajelaskelmissa tämä näkyy siten, että tulevat menot ja tulot diskontataan neutraalilla korkotasolla ja laskennallinen sopeutustarve kuvastaa pitkän aikavälin kestävyyttä.

Perinteinen  $r$ - $g$ -lähestymistapa on selkeä ja havainnollinen, mutta se jättää huomioimatta julkisen sektorin roolin rahoitusvarallisuuden omistajana. Julkisella sektorilla on merkittävää rahoitusvarallisuutta, kuten eläkerahastoja, joiden tuotot voivat osittain kompensoida velanhoitokuluja. Näin ollen yksipuolinen tarkastelu, jossa keskitytään pelkästään korkojen ja velkasuhteen suhteeseen, voi yliarvioida korkojen riskivaikutuksen.

Lisäksi korkojen vaikutus on ajallisesti monisyinen. Lyhyen aikavälin matala korko pienentää velanhoitokuluja, mutta samalla vähentää julkisen sektorin sijoitustuottoja, mikä voi pitkällä aikavälillä kasvattaa sopeutustarvetta. Toisaalta korkea korkotaso nostaa velanhoitokuluja, mutta samalla kasvattaa sijoitustuottoja rahoitusvarallisuudesta, mikä osittain lieventää vaikutusta nettokustannuksiin. Tämä osoittaa, että kestävyysvajeen tulkinta vaatii huomioimaan sekä velanhoitokulut että sijoitusvarallisuuden tuottopotentiaalin.

Valtiovarainministeriön perinteiset laskelmat tarjoavat vertailukohdan ja helpon työkalun politiikkakeskusteluun, mutta asiantuntijan näkökulmasta korkojen vaikutus on monitahoinen ja riippuvainen sekä lyhyen että pitkän aikavälin dynamiikasta. Tämä luo perustan seuraavassa luvussa tarkastella julkisen sektorin rahoitusvarallisuuden merkitystä kestävyysvajeen arvioinnissa ja sen vaikutusta eläkejärjestelmien kestävyysvajeeseen.

### *Korkotason ja talouskasvun välinen dynamiikka*

On kuitenkin tärkeää huomata, että korkotaso ja talouskasvu eivät ole toisistaan riippumattomia tekijöitä. Pitkällä aikavälillä reaalikorko heijastaa talouden investointikysyntää ja pääoman rajatuottoa, jotka määräytyvät pitkälti tuottavuuskehityksen ja potentiaalisen talouskasvun perusteella. Tästä näkökulmasta korkean pitkän aikavälin talouskasvun voidaan odottaa olevan yhteydessä myös korkeampaan tasapainokorkoon.

Lyhyellä aikavälillä korkojen ja kasvun välinen suhde voi kuitenkin erkaantua toisistaan. Rahapolitiikan kiristyminen, inflaatiopaineet tai äkilliset tarjontashokit voivat nostaa korkotasoa tilanteessa, jossa talouskasvu on heikkoa. Tällainen yhdistelmä on julkisen talouden kannalta erityisen haastava ja korostaa sitä, että  $r$ - $g$ -suhteen tulkinta riippuu olennaisesti tarkastelun aikahorisontista.

Julkisen talouden näkökulmasta talouskasvu vaikuttaa kestävyysvajeeseen vähintään kahden eri kanavan kautta. Ensinnäkin korkeampi talouskasvu pienentää velkasuhdetta suoraan nimittäjävaikutuksen kautta ja parantaa veropohjaa. Toiseksi talouskasvu ja siihen liittyvä tuottavuuskehitys vaikuttavat julkisen sektorin rahoitusvarallisuuden tuottoihin, erityisesti eläkerahastojen sijoitustuottoihin. Näin ollen korkojen vaikutus julkisen talouden kestävyysvajeeseen ei rajoitu pelkästään velanhoitokuluihin, vaan siihen kytkeytyy myös tulopuoli, jonka merkitys korostuu pitkällä aikavälillä.

### 3. Julkinen sektori rahoitusvarallisuuden omistajana

Perinteisessä kestävyysvajekeskustelussa korko nähdään pääosin julkisen velan hoitokuluna. Tämä näkökulma on kuitenkin puutteellinen, koska se tarkastelee vain julkisen sektorin velkapuolta ja sivuuttaa sen, että valtio ja julkinen sektori ovat samanaikaisesti merkittäviä rahoitusvarallisuuden omistajia. Suomen julkisella sektorilla on huomattavia sijoitusvaroja, joista keskeisimmät ovat työeläkerahastot, mutta myös valtiolla ja muilla julkisyhteisöillä on rahoitusomaisuutta. ***On tärkeää korostaa, että työeläkerahastojen varallisuus ei ole institutionaalisesti rinnastettavissa valtion budjettitalouteen, eikä niitä voida pitää suoraan käytettävissä olevana puskurina valtion velanhoitomenoihin.*** Tässä tarkastelussa rahoitusvarallisuutta käsitellään julkisen sektorin konsolidoidun rahoitusaseman näkökulmasta, ei implisiittisenä ratkaisuna valtion velkaantumiseen. Työeläkerahastojen merkitys kestävyysvajeen arvioinnissa liittyy ennen kaikkea niiden rooliin eläkemenojen pitkän aikavälin rahoituksessa ja siihen, miten sijoitustuotot vaikuttavat julkisen sektorin kokonaisrahoitusasemaan ja sopeutustarpeen ajoitukseen.

Suomen työeläkerahastojen yhteenlaskettu varallisuus on noin **250–260 miljardia euroa**, mikä vastaa noin **90 prosenttia BKT:sta**. Rahastojen sijoitustuotot ovat pitkällä aikavälillä olleet keskimäärin noin **3–4 prosenttia reaalisesti**, vaikka vuosittainen vaihtelu on suurta. Tämä tarkoittaa, että eläkerahastojen vuotuiset tuotot ovat suuruusluokaltaan useita miljardeja euroja, ja ne muodostavat keskeisen rahoituslähteen eläkemenojen kattamiseen (ETK; VM).

Samaan aikaan Suomen julkisen velan korkomenot ovat korkotason nousun myötä kasvaneet. Vuonna 2024 valtion velan korkomenot olivat noin **4–5 miljardia euroa**, mikä vastaa noin **1,5 prosenttia BKT:sta**. Kun tarkastellaan pelkästään näitä korkomenoja, korkojen nousu näyttäytyy yksiselitteisesti julkista taloutta heikentävänä tekijänä. Tämä on myös kestävyysvajekeskustelun tyypillinen lähtökohta.

Taloustieteellisesti perusteltu tapa laajentaa korkotason vaikutusten tarkastelua on huomioida **nettokorko**, eli julkisen sektorin maksamien korkomenojen ja sen rahoitusvarallisuudesta saamien tuottojen välinen erotus. Tämä näkökulma ei korvaa perinteistä r–g-kehikkoa eikä budjettitalouden tarkastelua, mutta se voi täydentää niitä erityisesti pitkän aikavälin analyysissä, jossa julkisen sektorin rahoitusvarallisuuden mittakaava on merkittävä. Nettokorko-ajattelu korostaa sitä, että korkotason muutosten vaikutus julkisen talouden kestävyysvajeeseen ei välity yksinomaan menokanavan kautta, vaan myös sijoitustuottojen kautta, joiden merkitys korostuu pitkällä aikavälillä.

Suomen tapauksessa tämä näkökulma on erityisen relevantti, koska eläkerahastojen sijoitustuotot ovat pitkällä aikavälillä olleet suurempia kuin valtion maksamat korkomenot. Tämä ei tarkoita, että korkojen nousu olisi merkityksetöntä tai riskitöntä, mutta se tarkoittaa, että korkojen vaikutus julkiseen talouteen on kaksisuuntainen: korkojen nousu kasvattaa velanhoitokuluja, mutta voi samanaikaisesti lisätä sijoitusvarallisuuden tuottoja. Vastaavasti matala korkotaso voi lyhyellä aikavälillä helpottaa budjettipainetta, mutta heikentää julkisen sektorin pitkän aikavälin tulopohjaa sijoitustuottojen kautta.

Tämä nettokorko-ajattelu laajentaa perinteistä r–g-kehikkoa. R–g-analyysi keskittyy velkasuhteen dynamiikkaan, mutta se ei ota huomioon, että julkisella sektorilla on sekä velkaa että varallisuutta. Kun tämä varallisuus huomioidaan, korkojen vaikutus kestävyysvajeeseen ei ole yksiselitteisesti negatiivinen, vaan riippuu rahoitusvarallisuuden koosta, sijoitusten tuotosta ja niiden kytkennästä julkisen talouden rahoitukseen.

Valtiovarainministeriön kestävyysvajelaskelmissa sijoitustuotot huomioidaan vain osittain ja varovaisilla oletuksilla, mikä on perusteltua laskelmien vertailtavuuden ja riskienhallinnan näkökulmasta.

Asiantuntijakeskustelussa tämä voi kuitenkin johtaa siihen, että korkokeskustelu painottuu liikaa menoihin ja liian vähän tulopuoleen. Erityisesti pitkän aikavälin tarkastelussa, jossa eläkerahastojen ja muun julkisen rahoitusvarallisuuden rooli korostuu, nettokorko on olennaisempi käsite kuin bruttokorkomenot.

Tämä havainto ei kumoa kestävyysvajetta eikä poista väestön ikääntymisestä johtuvia paineita. Sen sijaan se viittaa siihen, että korkotason vaikutuksia julkisen talouden kestävyteen tulisi tulkita varovaisesti ja kokonaisvaltaisesti. Korko ei ole pelkästään riski, vaan myös kanava, jonka kautta julkinen sektori voi saada tuloja ja lieventää pitkän aikavälin rahoituspaineita.

Tämä näkökulma luo pohjan seuraavassa luvussa tarkasteltavalle kysymykselle: mitä julkisen sektorin merkittävä rahoitusvarallisuus ja sijoitustuotot merkitsevät eläkejärjestelmän rakenteelle ja sen riippuvuudelle demografisista tekijöistä.

#### 4. Mitä tämä tarkoittaa eläkejärjestelmälle

Edellisessä luvussa osoitettiin, että korkojen vaikutus julkisen talouden kestävyteen ei rajoitu velanhoitokuluihin, vaan riippuu olennaisesti julkisen sektorin rahoitusvarallisuuden koosta ja tuotosta. Tämä havainto on erityisen merkityksellinen eläkejärjestelmän näkökulmasta, sillä työeläkejärjestelmä muodostaa Suomen julkisen sektorin suurimman rahoitusvarallisuuserän ja toimii keskeisenä kanavana, jonka kautta sijoitustuotot vaikuttavat julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyteen.

##### *Rahastointi ja kestävyys*

Suomen eläkejärjestelmä on osittain rahastoiva: osa eläkemaksuista käytetään suoraan nykyisten eläkkeiden rahoittamiseen, ja osa rahastoidaan tulevia menoja varten. Rahastoinnin merkitys korostuu tilanteessa, jossa väestön ikääntyminen ja syntyvyyden lasku heikentävät jakojärjestelmän rahoituspohjaa. Mitä suurempi osuus eläkemenojen rahoituksesta katetaan sijoitustuotoilla, sitä vähemmän järjestelmä on riippuvainen työikäisen väestön koosta ja sen maksamista eläkemaksuista.

Taloustieteellisesti rahastointi voidaan nähdä keinona muuntaa demografinen riski osittain markkinariskiksi. Väestörakenteen heikkeneminen on pitkälti ennustettavissa ja rakenteellista, kun taas sijoitustuottoihin liittyy epävarmuutta mutta myös mahdollisuus positiiviseen reaalityttöön pitkällä aikavälillä. Tämä vaihdanta ei ole riskitön, mutta se voi lisätä järjestelmän sopeutumiskykyä tilanteessa, jossa väestökehitys on pysyvästi epäedullista.

##### *Tuottavuus ja talouskasvun merkitys*

Eläkejärjestelmän kestävyttä tarkasteltaessa huomio kiinnittyy usein väestön määrään ja huoltosuhteeseen, mutta yhtä keskeinen tekijä on **tuottavuuskehitys**. Pitkän aikavälin talouskasvu ei perustu ensisijaisesti työvoiman määrän kasvuun, vaan työn tuottavuuden nousuun, inhimilliseen pääomaan ja teknologiseen kehitykseen. Mikäli tuottavuus kasvaa, palkkasumma ja veropohja voivat kasvaa myös tilanteessa, jossa työikäisen väestön määrä pienenee.

Sijoitustuotot linkittyvät tähän kehitykseen kahdella tavalla. Ensinnäkin eläkerahastojen tuotot perustuvat pitkälti yritysten kannattavuuteen ja talouden pitkän aikavälin kasvuun. Toiseksi rahastointi mahdollistaa sen, että eläkejärjestelmän rahoitus ei ole yksinomaan sidottu kotimaisen työmarkkinan kehitykseen, vaan myös globaalin talouskasvun ja tuottavuuden kehitykseen. Tämä voi lieventää pienen ja ikääntyvän talouden rakenteellisia rajoitteita.

### *Osittainen irrotus demografiasta*

Kun eläkejärjestelmää tarkastellaan rahoitusvarallisuuden ja sijoitustuottojen näkökulmasta, voidaan puhua **osittaisesta irrotuksesta demografisista tekijöistä**. Tämä ei tarkoita, että väestörakenne menettäisi merkityksensä, vaan sitä, että järjestelmän rahoitus ei ole yksinomaan riippuvainen työikäisten määrän kehityksestä.

Käytännössä tämä irrotus voi toteutua useiden mekanismien kautta: rahastoinnin asteella, sijoitustuottojen roolilla eläkemenojen rahoituksessa sekä automaattisilla sopeutusmekanismeilla, kuten eläkeiän kytkennällä elinajanodotteeseen. Taloustieteellisestä näkökulmasta nämä mekanismit lisäävät järjestelmän vakautta, koska ne jakavat rahoitusriskin demografisten, taloudellisten ja rahoitusmarkkinatekijöiden kesken.

Tämä näkökulma haastaa yksinkertaisen tulkinnan, jossa eläkejärjestelmän kestävyys nähdään lähes yksinomaan syntyvyyden ja väestönkasvun funktiona. Vaikka demografinen kehitys luo kiistattomia paineita, järjestelmän institutionaalinen rakenne, sijoitustuottojen merkitys ja tuottavuuskehitys vaikuttavat ratkaisevasti siihen, kuinka voimakkaasti nämä paineet realisoituvat julkisen talouden kestävyysvajena.

## 5. Johtopäätökset

Julkisen talouden kestävyysvaje ei ole pelkkä demografinen ongelma, vaan siihen vaikuttavat merkittävästi myös korkotaso, talouskasvu ja julkisen sektorin rahoitusvarallisuus. Perinteinen r–g-lähestymistapa korostaa, että velkasuhteen kehitys riippuu korkojen ja talouskasvun välisestä suhteesta: esimerkiksi, jos Suomen julkisen velan reaalikorko olisi pitkällä aikavälillä 2 % ja talouskasvu 1 %, velkasuhde kasvaisi ilman primäärialijäämän sopeutusta. Lyhyellä aikavälillä korkojen ja talouskasvun suhde voi kuitenkin olla päinvastainen: korkotaso saattaa nousta heikon talouskasvun aikana, kuten 2008–2009 finanssikriisin aikana tai koronapandemian jälkeisessä tilanteessa, mikä kasvattaa julkisen talouden haavoittuvuutta.

Toisaalta julkisella sektorilla on merkittävää rahoitusvarallisuutta, erityisesti eläkerahastoissa.

Työeläkejärjestelmän sijoitettu varallisuus oli vuoden 2024 lopussa noin **274 miljardia euroa**, ja järjestelmän sijoitustuotot olivat vuonna 2024 poikkeuksellisen vahvat — **nimellinen tuotto noin 9,5 % ja reaalityttö noin 8,7 %**. Pitkällä aikavälillä reaalityttö on ollut noin 4,0 % vuodessa, mikä on korkeampi kuin monissa perinteisissä oletuksissa käytetty 3–4 % taso. Näiden tuottojen ansiosta julkisen sektorin kokonaisrahoitusasema vahvistuu, mikä osittain tasapainottaa valtion velanhoidomenojen kasvua ja pienentää korkojen vaikutusta julkisen talouden nettokustannuksiin. Näin ollen korkojen vaikutus julkiseen talouteen ei rajoitu pelkästään menopuoleen: korkotulojen kanava voi pitkällä aikavälillä osittain tasapainottaa korkeita korkoja ja heikkoa talouskasvua.

Pitkän aikavälin talouskasvu kytkeytyy myös korkoihin ja sijoitustuottoihin. Korkea tuottavuus ja kasvava inhimillinen pääoma nostavat investointien rajatuottoa ja siten tasapainokorkoa, mutta samalla vahvistavat veropohjaa ja parantavat eläkerahastojen tuotto-odotuksia. Tämä tarkoittaa, että talouskasvu vaikuttaa kestävyysvajeeseen kahden kanavan kautta: ensinnäkin nimittäjävaikutuksella (BKT:n kasvu pienentää velkasuhdetta) ja toisaalta rahoitusvarallisuuden tuottojen kautta, jotka lisäävät julkisen talouden tulopohjaa.

Kokonaisuudessaan tämä tarkastelu osoittaa, että kestävyysvajetta tulisi tulkita varovaisesti. Se ei ole pelkkä laskennallinen luku, joka kertoo suoraan sopeutustarpeen, vaan indikaattori, joka heijastaa sekä rakenteellisia demografisia tekijöitä että makrotaloudellista epävarmuutta, korkojen ja talouskasvun dynamiikkaa sekä julkisen sektorin rahoitusvarallisuuden roolia. Näin ollen korkojen nousun vaikutukset julkisen talouden kestävyYTEEN riippuvat olennaisesti talouskasvun, rahoitusvarallisuuden tuottojen ja institutionaalisten rakenteiden yhteisvaikutuksesta.

#### Lähteet

Blanchard, O. (2019): Public Debt and Low Interest Rates. American Economic Review.

Eläketurvakeskus (ETK): Työeläkevarat ja rahoitus (uusimmat tilastot).

OECD: Pensions at a Glance.

IMF: Debt Sustainability Analysis.

Valtiovarainministeriö: Julkisen talouden kestävyys ja kestävyysvaje