



VALTIOVARAINMINISTERIÖ
FINANSMINISTERIET

Valtion velanhallintamallin arviointi ja kehittämistarpeet -työryhmän muistio

Talouspolitiikka

Valtiovarainministeriön julkaisuja – 2021:69

Valtiovarainministeriön julkaisuja 2021:69

Valtion velanhallintamallin arviointi ja kehittämistarpeet -työryhmän muistio

Valtiovarainministeriö Helsinki 2021

Julkaisujen jakelu

Distribution av publikationer

**Valtioneuvoston
julkaisuarkisto Valto**

Publikations-
arkivet Valto

julkaisut.valtioneuvosto.fi

Julkaisumyynti

Beställningar av publikationer

**Valtioneuvoston
verkkokirjakauppa**

Statsrådets
nätbokhandel

vnjulkaisumyynti.fi

Valtiovarainministeriö

This publication is copyrighted. You may download, display and print it for Your own personal use. Commercial use is prohibited.

ISBN pdf: 978-952-367-913-9

ISSN pdf: 1797-9714

Taitto: Valtioneuvoston hallintoyksikkö, Julkaisutuotanto

Helsinki 2021

Valtion velanhallintamallin arviointi ja kehittämistarpeet -työryhmän muistio

Valtiovarainministeriön julkaisuja 2021:69		Teema	Talouspolitiikka
Julkaisija	Valtiovarainministeriö		
Yhteisötekijä	Valtion velanhallintamallin arviointi ja kehittämistarpeet -työryhmä		
Kieli	suomi	Sivumäärä	52

Tiivistelmä

Valtion velanhallinnan toimintaympäristö on muuttunut 2000-luvun alusta, jolloin velanhallinnan nykyinen toimintamalli kehitettiin. Valtio on velkaantunut huomattavasti, samoin valtion ehdolliset vastuut ovat kasvaneet. Samaan aikaan valtion riskinkantokyky on heikentynyt. Harjoitettu rahapolitiikka on niin ikään muuttunut.

Työryhmä on tarkastellut nykyisen velanhallintamallin toimivuutta muuttuneessa ympäristössä. Nykyinen malli on toiminut kaiken kaikkiaan hyvin, ja se on pääsääntöisesti toimiva edelleen. Samoin siinä käytettävät keskeiset käsitteet ovat suurelta osin ongelmattomia. Kustannusten ja riskin pitkän aikavälin tarkasteluhorisontti on edelleen tarkoituksenmukainen. Valtion lainanoton strategiaa ja riskienhallintapolitiikkaa työryhmä pitää yleisesti ottaen asianmukaisena.

Keskeisiä kehittämiskohteita työryhmä tunnistaa erityisesti korko- ja rahoitusriskin hallinnassa. Strategista korkoriskiasemaa koskevaa tarkastelua tulisi laajentaa ottamaan huomioon talouden pitkän aikavälin kasvunäkymät ja valtion velkakestävyys. Pitkän aikavälin lainanottokyvyn turvaamiseksi valtion velalle tulisi määritellä tavoitteellinen kuoleusrakenne ja laatia tämän toteuttamiseksi tarvittavat ohjausmenettelyt. Kuoletusrakenteen toteuttamiseksi voitaisiin määritellä tavoitteellinen velan keskimaturiteetti ja sallitut poikkeamat tästä lainojen likviditeettinäkökohdat huomioon ottaen.

Asiasanat varainhankinta, riskienhallinta, valtiontalous, julkinen talous, valtion velka, velanhallinta, riskienhallinta, korkoriski, rahoitusriski, talouspolitiikka

ISBN PDF	978-952-367-913-9	ISSN PDF	1797-9714
Asianumero	-	Hankenumero	VM140:00/2020

Julkaisun osoite <https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-367-913-9>

Promemoria av arbetsgruppen för utvärdering och utveckling av statens skuldförvaltningsmodell

Finansministeriets publikationer 2021:69		Tema	Finanspolitiken
Utgivare	Finansministeriet		
Utarbetad av	Arbetsgruppen för utvärdering och utveckling av statens skuldförvaltningsmodell		
Språk	finska	Sidantal	52

Referat

Villkoren för statens skuldförvaltning har förändrats sedan början av 2000-talet, då skuldförvaltningens nuvarande verksamhetsmodell utvecklades. Staten har skuldsatt sig avsevärt, och statens villkorade åtaganden har ökat. Samtidigt har statens risktolerans försämrats. Penningpolitiken har också förändrats.

Arbetsgruppen har granskat hur den nuvarande skuldförvaltningsmodellen fungerar i och med de förändrade förhållandena. Den nuvarande modellen har sammantaget fungerat väl, och i huvudsak fungerar den fortfarande. De centrala begrepp som används i den är också till stor del oproblematiska. Den långsiktiga tidshorisonten för bedömning av kostnader och risker är fortsatt ändamålsenlig. Arbetsgruppen anser att statens strategi för upplåning och dess riskförvaltningspolitik generellt sett är ändamålsenliga.

Centrala utvecklingsobjekt finns enligt arbetsgruppen i synnerhet inom hanteringen av ränte- och finansieringsrisker. Granskningen av den strategiska ränteriskpositionen bör utvidgas så att den beaktar de långsiktiga tillväxtutsikterna och att statens skuldsättning är hållbar. För att trygga upplåningsförmågan på lång sikt bör det för statsskulden fastställas mål för amorteringsstrukturen och göras upp styrningsförfaranden som behövs för att genomföra denna. För att genomföra amorteringsstrukturen kan det sättas mål för en genomsnittlig löptid för skulden och fastställas tillåtna avvikelser från den med beaktande av likviditetsaspekterna.

Nyckelord statsskuld, skuldförvaltning, riskhantering, ränterisk, finansieringsrisk, ekonomisk politik, medelanskaffning, statsekonomi, offentlig ekonomi, finanspolitiken

ISBN PDF	978-952-367-913-9	ISSN PDF	1797-9714
Ärendenummer	-	Projektnummer	VM140:00/2020

URN-adress <https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-367-913-9>

Memorandum of the working group on the assessment of the government debt management model and related development needs

Publications of the Ministry of Finance 2021:69		Subject	Economic Policy
Publisher	Ministry of Finance		
Group author	Working group on the assessment of the government debt management model and related development needs		
Language	Finnish	Pages	52

Abstract

The framework for central government debt management has changed since the early 2000s when the current debt management operating model was created. There has been a considerable increase in central government debt and in contingent liabilities. At the same time, the government's risk-bearing capacity has weakened, and monetary policy has also changed.

The working group examined the functioning of the current debt management model in the new environment. Overall, the current model has worked well and, as a rule, it continues to work well. Similarly, the central concepts used are largely unproblematic. The long time horizon of costs and risks remains appropriate. In general, the working group considers the government borrowing strategy and risk management policy appropriate.

The key development areas identified by the working group include the management of interest and financial risks. Assessment of the strategic interest rate risk position should be expanded to take into account the long-term economic growth prospects and the central government debt sustainability. In order to ensure long-term borrowing capacity, a target structure should be determined for the amortisation of central government debt, and the necessary steering procedures should be outlined for implementation purposes. To create the amortisation structure, a target average maturity should be defined for the debt as well as permitted deviations, taking into account the loan liquidity considerations.

Keywords central government debt, debt management, risk management, interest rate risk, financial risk, economic policy, fundraising, risk management, central government finances, general government finances, economic policy

ISBN PDF	978-952-367-913-9	ISSN PDF	1797-9714
Reference number	-	Project number	VM140:00/2020

URN address <https://urn.fi/URN:ISBN:978-952-367-913-9>

Sisältö

Valtiovarainministeriölle	7
Tiivistelmä	9
1 Johdanto	12
2 Valtion velanhallintapolitiikan nykytila	14
3 Velanhallinnan toimintaympäristö	17
3.1 Valtion vastuut	17
3.2 Valtion riskinkantokyky	20
3.3 Keskuspankkipolitiikka.....	22
3.4 Euroopan pääomamarkkinoiden muutospaineista	24
4 Velanhallinnan tavoiteasetanta ja markkinariskien hallinta	25
4.1 Korkoriskin hallinnan nykytila ja käsitteiden määrittely.....	25
4.2 Korkoriskin hallinnan nykytilan arviointi.....	29
4.3 Korkoriskin hallinnan kehittämistarpeet.....	32
4.4 Valuuttakurssiriskin hallinta	33
5 Rahoitusriskin hallinta	34
5.1 Rahoitusriskin määritelmä ja hallinnan yleinen tavoite.....	34
5.2 Jälleenrahoitusriskin hallinnan yleisiä periaatteita	34
5.3 Nykyinen rahoitusriskiasema	37
5.4 Jälleenrahoitusriskin hallinta	40
5.5 Maksuvalmiusriskin hallinta	42
5.6 Nykytilan arviointi	43
5.7 Rahoitusriskin hallinnan kehittämistarpeet	44
6 Luottoriskin hallinta	46
6.1 Riskin määritelmä ja hallinnan tavoite.....	46
6.2 Hallinnan yleiset periaatteet ja nykytila	46
6.3 Kehittämisehdotuksia.....	47
7 Toiminnallisten ja oikeudellisten riskien hallinta	48
7.1 Riskin määritelmä ja hallinnan tavoite.....	48
7.2 Hallinnan nykytila	48
7.3 Oikeudelliset riskit.....	51
7.4 Kehittämisehdotuksia.....	52

VALTIOVARAINMINISTERIÖLLE

Valtiovarainministeriö asetti 25. syyskuuta 2020 työryhmän, jonka tehtävänä oli arvioida valtion nykyistä velanhallintamallia ja sen toimivuutta muuttuneessa toimintaympäristössä sekä esittää sitä koskevia kehittämisehdotuksia. Työryhmän toimikausi oli 1.10.2020 – 31.9.2021.

Työryhmän toimeksianto

Työryhmän tehtävänä oli arvioida

- varainhankinnan menettelyjä, välineitä ja jakaumaa;
- markkinariskien, ensisijaisesti korkoriskin hallintaa ja tässä erityisesti tarkasteluhorisonttia, kustannusten ja riskin määritelmää, riskin hallinnassa huomioitavia seikkoja;
- rahoitusriskin hallintaa;
- maksuvalmiusriskin hallintaa;
- luottoriskin hallintaa;
- oikeudellisten ja toiminnallisten riskien hallintaa.

Hankkeessa tuli myös tarkastella korkoriskin analysoimiseksi käytettyjen korkomallien uudistustarvetta Suomen Pankin suorittaman auditoinnin perusteella. Lisäksi työryhmän tuli arvioida valtion strategista korkoriski- ja jälleenrahoitusriskiasemaa.

Työryhmän järjestäytyminen ja työn organisointi

Työryhmän puheenjohtajana toimi alivaltiosihteeri Leena Mörttinen valtiovarainministeriöstä. Työryhmän jäseninä toimivat valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosaston osastopäällikkö Pauli Kariniemi, Valtiokonttorin Rahoitustoimialan toimialajohtaja Teppo Koivisto, yksikönpäällikkö Marja Paavonen valtiovarainministeriön kansantalousosastolta sekä budjettineuvos Johanna von Knorring-Rosenlew valtiovarainministeriön budjettiosastolta.

Työryhmän asiantuntijoina toimivat Valtiokonttorin Rahoitustoimialan apulaisjohtajat Mika Arola ja Juha Savolainen.

Työryhmän sihteereinä toimivat finanssineuvos Arto Eno valtiovarainministeriön kansainväliset rahoitusasiat -yksiköstä ja finanssineuvos Sami Napari valtiovarainministeriön rahoitusmarkkinaosastolta.

Työryhmän teknisenä asiantuntijana toimi rahoituspäällikkö Jussi Tuulisaari Valtiokonttorin Rahoitustoimialalta.

Työryhmä kokoontui toimikautensa aikana seitsemän kertaa.

Saatuun työnsä päätökseen työryhmä luovuttaa yksimielisen muistionsa kunnioittavasti valtiovarainministeriölle.

Helsingissä 20. päivänä joulukuuta 2021

Tiivistelmä

Valtion velanhallinnan toimintaympäristö on monin tavoin erilainen kuin 2000-luvun alussa, jolloin velanhallinnan nykyinen toimintamalli kehitettiin. Valtio on tällä hetkellä huomattavasti velkaantuneempi kuin tuolloin. Myös valtion ehdolliset vastuut ovat kasvaneet merkittävästi, mikä uhkaa lisätä viime kädessä valtion talousarviotalouden kannettavaksi koituvaa taloudellista rasitetta velan kaltaisesti. Koronakriisi on kärjistänyt pitkään jatkunutta valtion vastuiden kasvua. Samaan aikaan vastuiden kasvun kanssa kansantalouden edellytykset kantaa valtiontalouden riskejä ovat vaimentuneiden pitkän aikavälin kasvunäkymien vuoksi heikentyneet.

Harjoitettu keskuspankkipolitiikka on niin ikään muuttunut merkittävästi. Rahapolitiikan viritys on keventynyt, ja keskuspankeista on tullut merkittäviä valtionlainojen haltijoita. Keskuspankkien toimien vuoksi valtiolainojen tuotot ovat painuneet historiallisen mataliksi ja korkokäyrät loiventuneet. Euroopan Unioni on lisännyt lainanottoaan huomattavasti jäsenmaitaan rahoittaakseen, mikä voi muuttaa valtiolainojen markkinoiden toimintaa ja tasapainoa vaikeasti ennakoitavalla tavalla.

Työryhmä on tarkastellut laaja-alaisesti nykyisen valtion velanhallinnan toimintamallin toimivuutta ja mahdollisia kehittämiskohteita muuttuneessa toimintaympäristössä. Työryhmän arvion mukaan nykyinen toimintamalli on toiminut kaiken kaikkiaan hyvin, ja se on pääsääntöisesti toimiva edelleen. Samoin siinä käytettävät keskeiset käsitteet ovat yleisesti ottaen ongelmattomia. Lainantarpeen kustannustehokkaaseen tyydyttämiseen ja velan kustannusten minimointiin tähtäävä velanhallinnan tavoite on yleisesti käytössä Suomen verrokkimaissa. Se on myös velanhallinnan hyvien käytäntöjen mukainen samoin kuin nykyisen strategian mukainen velan kustannusten määritelmä. Velan kustannusten ja riskin pitkän aikavälin tarkasteluhorisontti on niin ikään edelleen tarkoituksenmukainen ja lähtökohtana useimmissa maissa.

Valtion lainanoton strategiaa ja riskienhallintapolitiikkaa työryhmä pitää yleisesti ottaen asianmukaisesti laadittuna. Valtion lainanoton välineet ovat monipuoliset ja varainhankinnan lähteet tarkoituksenmukaisella tavalla hajautetut. Riskienhallintapolitiikassa velkaan ja sen hallintaan sisältyvät riskit on tunnistettu kattavasti ja niitä varten on määritelty hallintapolitiikat.

Työryhmä on kuitenkin havainnut myös kehittämiskohteita ja esittää niiden perusteella seuraavia toimenpidesuosituksia valtion velanhallinnan kehittämiseksi:

1. Valtion vastuiden voimakas kasvu, vaimeat talouden pitkän aikavälin kasvunäkymät ja vallitseva korkoympäristö edellyttävät valtion riskinkantokyvyn huolellista arviointia velan korkoriskiaseman valinnan tueksi, jotta velanhallinnan tavoiteasetannan kannalta keskeinen hyväksyttävä riskitaso voidaan riittävällä varmuudella määritellä.
2. Työryhmä ei näe nykyisen korkoriskin analysointiin sovellettavan suppealalaisen korkomallin uudistamista sellaisenaan tarkoituksenmukaisena vaan suosittaa nykyistä laaja-alaisempaa lähestymistapaa korkoriskin arviointiin. Strategista korkoriskiasemaa koskevaa tarkastelua tulisi laajentaa ottamaan huomioon kansantalouden pitkän aikavälin kasvunäkymät ja valtion velka-kestävyys. Valtion tulojen kehitys pitkällä aikavälillä määräytyy pitkälti talouden kasvunäkymien perusteella ja vaikuttaa olennaisesti edellytyksiin selviytyä korkojen nousun aiheuttamasta menojen kasvusta.
3. Velanhallinnan pitkän aikavälin kehityskulkuihin perustuvan tarkastelutavan toteuttamista ja toimivuuden arviointia varten työryhmä ehdottaa käyttöön otettavaksi ennalta määrätyle ajalle, esimerkiksi viideksi vuodeksi, laadittavaa velanhallinnan strategia-asiakirjaa, jossa kuvattaisiin velanhallintapolitiikan keskeiset päätökset ja niiden perusteet. Asiakirjan päivittämisen yhteydessä arvioitaisiin pitkän aikavälin tarkasteluun perustuvan lähestymistavan taustalla olevien, korkomarkkinoista, valtion velkaantumisesta, talouspolitiikan linjavalinnoista sekä potentiaalisen tuotannon kasvunäkymistä tehtyjen oletusten toteutumista. Arvion perusteella lainanoton strategiaa ja riskienhallintapolitiikkaa voitaisiin tarvittaessa sopeuttaa muuttuviin olosuhteisiin soveltuvaksi.
4. Valtion lyhytaikaisen maksuvalmiusriskin hallinnan kehittämiseksi työryhmä esittää harkittavaksi omavaraisuutta koskevan vähimmäistavoitteen asettamista. Se ilmaisisi, kuinka pitkään valtion tulisi kyetä suoriutumaan maksuvelvoitteistaan ilman uutta lainanottoa. Tämä ei edellyttäisi varsinaista muutosta nykyiseen maksuvalmiuden hallinnan toimintatapaan vaan lähinnä sitä koskevan tavoitteen asettamiseen ja raportointiin. Maksuvalmiusriskin hallinnassa nojaututaan Valtiokonttorin arvioimaan valtion lainanottokykyyhin. Tälle ei kuitenkaan ole olemassa selviä kriteereitä eikä siitä tuoteta tietoa seuranta varten. Työryhmä ehdottaa, että valtion varainhankintakykyä arvioitaisiin säännönmukaisesti vakioidun arviointikehikon valossa ja että arviot liitettäisiin osaksi velanhallinnan säännöllistä raportointia.
5. Valtion pitkän aikavälin lainanottokyvyn turvaamiseksi valtion velalle tulisi määritellä tavoitteellinen kuoletusrakente ja laatia tämän toteuttamiseksi tarvittavat ohjausmenettelyt. Kuoletusrakenteen määrittämiseksi olisi arvioitava

valtion maksukyvyttömyyden tai merkittävien rahoitusvaikeuksien riskiä ja kustannusta suhteessa niiden hallinnasta aiheutuviin kustannuksiin. Tässä yhteydessä tarkasteltavaksi tulisi ottaa myös pitkäaikaisen lainanoton strategia ja erityisesti riittävän jälkimarkkinalikviditeetin tuottava viitelainan vähimmäiskoko. Kuoletusrakenteen toteuttamiseksi voitaisiin määritellä tavoitteellinen velan keskimaturiteetti ja sallitut poikkeamat tästä lainojen likviditeettinäkökohdat huomioon ottaen. Tarkasteltavaksi voitaisiin ottaa myös mahdollisuus yhdistää jälleenrahoitusriskin hallinnan analyysi korkoriskin hallinnan analyysikehikkoon, jossa sitä arvioitaisiin yhdessä strategisen korkoriskitavoitteen kanssa.

6. Luottoriskin hallinnan kehittämiseksi työryhmä suosittaa valtion avoimen rahoituslaitosriskin vähentämistä lyhentämällä valtion pankkivastapuoliin tehtävien kassasijoitusten enimmäisjuoksuaikaa nykyisestä kahdesta kuukaudesta kuukauden mittaiseksi. Kassavarojen säilyttämistä Suomen Pankissa työryhmä pitää valtion luottoriskin minimointitavoitteen ja valtion maksuliikkeen hoidon kannalta erityisen hyvin toimivana järjestelynä. Keskuspankissa säilytettävillä varoilla tulisi tämän vuoksi määritellä niiden tavoitteellista kokoa ohjaava periaate. Luottoriskiä koskevaa raportointia tulisi selkeyttää niin, että raportoinnista ilmenisi paitsi riskin alaisen saatavan määrä ja jakautuminen riskin lähteittäin, myös arvio odotettavissa olevan luottotappion määrästä ja sen toteutumisen todennäköisyydestä.
7. Velanhallintatoiminnan keskeytysriskin hallintaan on työryhmän näkemyksen mukaan paikallaan kiinnittää huomiota kokonaisvaltaisesti asian merkittävyyden vuoksi. Toiminnallisten riskien hallinnan tulee olla järjestelmällistä ja täyttää vähintäänkin alan parhaiden käytäntöjen, esimerkiksi ISO 22301 -standardin vaatimukset. Tämä voitaisiin asettaa riskien hallinnan yleiseksi vaatimukseksi velanhallintatoimista vastaavalle Valtiokonttorille. Toiminnallisten riskien raportointia työryhmä ehdottaa kehitettäväksi siten, että siitä ilmenisi riittäväällä tarkkuudella riskien kehittyminen riskin lähteittäin sekä mahdollisuuksien mukaan arvio riskin toteutumisen todennäköisyydestä ja siitä aiheutuvan haitan mittaluokasta. Raportoinnin tulisi tapahtua samalla aikavälillä kuin muu riskiraportointi ja tarvittaessa useamminkin. Valtiokonttorilta voitaisiin edellyttää vuosittaisen jatkuvuussuunnitelman laatimista. Suunnitelma saatettaisiin tiedoksi valtiovarainministeriölle.
8. Periaatteesta kansallisen lain ensisijaisuudesta lainasopimuksissa sovellettavaksi lainsäädännöksi tai ylipäätään lainanotossa sovellettavasta lainsäädännöstä ei ole säädetty lailla eikä niihin ole varsinaisesti otettu kantaa myöskään velanhallinnan strategiassa. Asian merkittävyyden vuoksi työryhmä suosittaa linjausta lainasopimuksissa sovellettavasta lainsäädännöstä tehtäväksi velanhallintapolitiikasta päätettäessä.

1 Johdanto

Valtion velanhallinnan nykyinen toimintamalli kehitettiin 2000-luvun alussa. Tuolloin velanhallinnan toimintaympäristö oli euron käyttöön ottamisen ja 1990-luvun laman aiheuttaman voimakkaan velkaantumisen vuoksi muuttunut olennaisesti. Toimintaympäristöä ovat myös viime vuosina muokanneet useat muutostekijät. Valtion vastuut ovat kasvaneet viimeksi kuluneiden reilun kymmenen vuoden aikana huomattavasti. Valtio on tällä hetkellä selvästi velkaantuneempi kuin vielä vuosikymmen sitten, ja sen kannettavaksi otetut ehdolliset vastuut ovat kasvaneet samaan aikaan kymmeniä miljardeja euroja. Koronakriisi on kärjistänyt tätä jo pitkään jatkunutta kehitystä.

Harjoitettu keskuspankkipolitiikka on niin ikään muuttunut merkittävästi. Rahapolitiikan viritys on keventynyt, ja keskuspankeista on tullut merkittäviä valtionlainojen haltijoita. Keskuspankkien toimien vuoksi valtiolainojen tuotot ovat painuneet historiallisen mataliksi ja korkokäyrät loiventuneet.

Velanhallinnan toimintaympäristö muuttuu edelleen Euroopan unionin lisätessä euron määräisen velan liikkeeseen laskuja jäsenvaltioiden rahoittamiseksi joko luottomuotoisesti tai EU:n talousarviosta myönnettävin määrärahoihin. Euroopan komissio on alkanut toteuttaa EU:n 750 miljardin euron suuruisen elpymisrahaston lainanottoa. EU ei ole ennen tätä ollut merkittävä liikkeeseen laskija euron määräisten joukkolainojen markkinoilla, ja sen lisääntynyt lainanotto mahdollisesti muuttaa markkinoiden toimintaa ja tasapainoa lähivuosina vaikeasti ennakoitavalla tavalla.

Valtion velanhallintaa ovat viime vuosina arvioineet useat työryhmät. Vuonna 2017 valtiovarainministeriö asetti työryhmän tarkastelemaan velanhallinnan kehittämistarpeita. Työryhmä keskittyi erityisesti velanhallinnan organisatorisiin ja hallinnollisen ohjauksen kysymyksiin. Se ehdotti myös valtionvelan korkoriskin arviointiin käytettävien korkomallien ulkopuolista auditointia. Valtiovarainministeriön sisäinen työryhmä jatkoi vuonna 2018 pohdintaa velanhallinnan ohjauksesta ja operatiivisen toiminnan tarkoituksenmukaisesta järjestämisestä edellisen työryhmän suositusten perusteella.

Suomen Pankki auditoi korkomallit valtiovarainministeriön pyynnöstä vuonna 2018. Arviointiraportissa osoitettiin muun muassa malleihin sisältyneen nollakorkorajoituksen ongelmallisuus vallitsevassa matalien ja osin negatiivisten korkojen ympäristössä.

Negatiivisten korkojen vaikutusta korkoriskiin voitaisiin auditoinnin tulosten perusteella analysoida hyödyntämällä moderneja korkomalleja.

Käsillä olevan työryhmän tehtävänä on arvioida laaja-alaisesti nykyistä velanhallintamallia, sen toimivuutta ja muutostarpeita muuttuneessa toimintaympäristössä ja tehdä sitä koskevia kehittämissuhteita. Tarkastelun kohteena ovat:

- varainhankinnan menettelyt, välineet ja jakauma
- markkinariskien, erityisesti korkoriskien hallinta
- rahoitusriskien hallinta
- maksuvalmiusriskien hallinta
- luottoriskien hallinta
- oikeudellisten ja toiminnallisten riskien hallinta

Työryhmä tarkastelee myös nykyisten korkoriskien analyysimallien uudistamistarvetta. Lisäksi työryhmä tarkastelee valtion nykyistä strategista korkoriski- ja jälleenrahoitusriskiasemaa.

Raportin luvussa kaksi kuvataan valtion velanhallintapolitiikan nykytila. Luvussa kolme tarkastellaan velanhallinnan toimintaympäristön keskeisiä muutostekijöitä ja niiden aiheuttamia nykyisen velanhallintamallin muutostarpeita. Luku neljä käsittelee velanhallinnan tavoiteasetantaa ja velan markkinariskien hallintaa. Tämän jälkeen tarkastellaan rahoitusriskien hallintaa ja varainhankinnan menettelyjä. Luku kuusi käsittelee luottoriskien hallintaa. Viimeisessä luvussa keskitytään toiminnallisiin ja oikeudellisiin riskeihin.

2 Valtion velanhallintapolitiikan nykytila

Valtiovarainministeriö on asettanut valtion velanhallinnan strategiseksi tavoitteeksi valtion lainantarpeen tyydyttämisen kustannustehokkaasti kaikissa olosuhteissa sekä velasta pitkällä aikavälillä aiheutuvien kustannusten minimoinnin hyväksyttäväksi katsottavalla riskitasolla. Velkaan ja sen hallintaan sisältyvät riskit on pyritty tunnistamaan mahdollisimman laaja-alaisesti.

Valtion velanhallintapolitiikan keskeiset osa-alueet ovat lainamuotoisen varainhankinnan strategia sekä riskienhallintapolitiikka, jossa tunnistetuille riskeille on määritelty niiden hallintaa koskevat tavoitteet ja hallinnassa noudatettavat rajoitteet. Tunnistettuja riskejä ovat markkinariskit (korko- ja valuuttariski), rahoitusriskit (pitkäaikainen jälleenrahoitusriski, maksuvalmiusriski), sijoitettuihin kassavaroihin ja johdannaistoimintaan sisältyvät luotto- ja vastapuoliriskit sekä toiminnalliset ja oikeudelliset riskit.

Varainhankinnan strategiassa tavoitteeksi on asetettu valtion toiminnan ja sen jatkuvuuden turvaaminen siten, että valtion talousarviotalouden nettolainanoton tarve voidaan tyydyttää mahdollisimman vähäisin kustannuksin ja erääntyvät valtiolainat maksaa takaisin lainanantajille kaikissa olosuhteissa. Strategian keskeisenä tavoitteena on välttää liiallista turvautumista yksittäiseen varainhankinnan lähteeseen ylläpitämällä välineitä ja kykyä toimia laaja-alaisesti kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja tavoittaa niillä erityyppisiä voittopuolisesti pitkäaikaista sijoitustoimintaa harjoittavia sijoittajia. Lainanotto toteutetaan pääasiassa pitkäaikaisia kiinteäkorkoisia euromääräisiä sarjalainoja eli niin sanottuja viitelainoja hyväksi käyttäen.

Korkoriskin hallinta on velasta pitkällä aikavälillä aiheutuvan kustannuksen ja valtion toiminnan jatkuvuuden kannalta keskeinen riskienhallinnan osa-alue. Korkoriskin hallinnassa tarkastellaan talousarviotalouden velan ja valtion kassavarojen muodostamaa nettomääräistä velkaa ja sen nettomääräistä kustannusta korko- ja valuuttakurssiriskin hallinnassa käytettyjen johdannaissopimusten kassavirrat huomioon ottaen. Korkoriskiä, erityisesti velan korkorakennetta, koskevilla valinnoilla voidaan vaikuttaa olennaisesti velan odotetavissa olevaan kustannukseen ja siihen liittyvään riskiin.

Korkoriskin hallinta ei perustu aktiiviseen näkemyksen ottamiseen tulevasta yleisestä korkotasosta ja sen muutoksista, koska tehokkaiden markkinoiden olosuhteissa ei ole perusteita olettaa valtion kykenevän pitkällä aikavälillä ennakoimaan näitä niin sanottua

keskimääräistä markkinatoimijaa paremmin. Korkoriskiä koskeva valinta on kuitenkin nojannut keskeisesti siihen rahoitusmarkkinoilla tyypillisesti vallitsevaan asiantilaan, että pitkäaikaiset korot ovat korkeammat kuin lyhytaikaiset korot. Tällainen korkorakenne ei ole kokemuksesta riippumaton kaikissa olosuhteissa ja kaikkina aikoina vallitseva asiantila, vaan käsitys siitä perustuu havaintokokemukseen. Tässä mielessä korkoriskin hallinnan voidaan sanoa olevan myös korkonäkemykseen perustuvaa.

Lyhytaikaisen korkosidonnaisuuden voidaan arvioida edellä kuvatun korkorakenteen vallitessa tuottavan pitkällä aikavälillä keskimäärin matalamman velan kustannuksen kuin pitkäaikaisen korkosidonnaisuuden, mutta altistavan valtion vastaavasti korkotason vaihtelulle. Valtio lisäsi vuosituhannen alussa päätösperäisesti velan vaihtuvakorkoisuutta ryhtymällä vaihtamaan pitkäaikaisten lainojen korkomenoja koronvaihtosopimuksin lyhytaikaisiin korkoihin sidotuiksi menoiksi. Tällä tavoin velkaan sisältyvän jälleenerahoitusriskin hallinta on voitu eriyttää korkoriskin hallinnasta. Strategian tavoitteena on ollut vähentää velasta pitkällä aikavälillä aiheutuvaa kustannusta hyväksymällä tästä aiheutuva riski eli lisäinen epävarmuus vuotuisten korkomenojen määrästä sekä mahdollinen menojen voimakas kasvu ääritilanteissa. Strategian onnistumista on arvioitu vertaamalla sen tuottamaa velan kustannusta passiivisen strategian tuottamaan kustannukseen eli kustannukseen joka aiheutuisi, jos velan korkoriski määräytyisi käytännössä lainanoton strategian ja rahoitusriskin hallinnan perusteella. Nykyistä strategiaa valittaessa valtiontalous oli tasapainoinen, valtion velan määrä vakiintunut suhteellisen matalalle tasolle ja talouskasvu ripeää.

Velan korkoriskiasemaa koskeva tavoite asetetaan velan keskimääräistä uudelleenhinnoittelujaksoa hyväksi käyttäen. Tämä kuvaa karkeasti ilmaisten sitä, minkä maturiteetin korkoa velasta maksetaan. Velan keskimääräinen takaisinmaksuaika on tällä hetkellä 7,3 vuotta ja keskimääräinen uudelleenhinnoittelujakso 4,7 vuotta.

Valuuttariskiä ei yhteisen valuutan oloissa ole varsinaisesti otettu, koska valtio on voinut toteuttaa lainanottonsa oman valuutan määräisenä ja kyennyt vaihtamaan ulkomaan valuutassa kustannustehokkuuden tukemiseksi ja varainhankintalähteiden hajauttamiseksi otetut lainat euromääräisiksi johdannaisopimuksia hyväksi käyttäen.

Jälleenerahoitusriskin hallitsemiseksi lainantarve tyydytetään pääasiassa pitkäaikaisilla, laina-ajaltaan yli vuoden mittaisilla lainoilla niin, että velan kuoletukset jakautuvat mahdollisimman tasaisesti tuleville vuosille. Näin turvataan valtion toiminnan jatkuvuutta vähentämällä altistumista markkinoiden häiriötilanteille ja omaa taloutta mahdollisesti kohtaaville sisäisille ja ulkoisille häiriöille.

Valtion maksuvalmius nojaa pitkälti valtion kykyyn saada kulloinkin tarvitsemansa rahoitus kohtuullisin ehdoin rahoitusmarkkinoilta. Maksuvalmiusriskin hallinnassa arvioidaan,

minkä kokoista maksuvalmiuspuskuria on tarpeen kulloinkin ylläpitää tiedossa olevista ja ennakoituista menoista suoriutumiseen ja missä määrin voidaan tukeutua kykyyn saada tarvittavat varat lainatuksi rahoitusmarkkinoilta.

Luottoriskiä ja vastapuoliriskiä valtiolle aiheutuu sijoitetuista kassavaroista ja johdannais-toiminnan vastapuolina toimivista rahoituslaitoksista. Luottoriskin hallinnan tavoitteena on sen minimoiminen. Riskiä hallitaan hajauttamalla sitä usealle vastapuolelle, edellyttämällä näiltä hyvää luottoriskiluokitusta sekä vaatimalla johdannaissopimusten vastapuolilta riskiä turvaavaa vakuutta.

3 Velanhallinnan toimintaympäristö

3.1 Valtion vastuut

Nykyistä velanhallintastrategiaa laadittaessa valtion velka oli likimain 60 miljardia euroa, ja sen suhde kokonaistuotantoon supistui suotuisan talouskasvun myötä voimakkaasti vuosituhannen alussa (kuvio 1). Tilanne on vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen muuttunut olennaisesti. Velan määrän kasvu on ollut nopeaa ja yhtäjaksoista jo runsaan vuosikymmenen ajan. Velan määrä ylitti 106 miljardia euroa ennen koronakriisin puhkeamista keväällä 2020, ja suhteessa kokonaistuotantoon velkaa oli vuoden 2019 lopussa yli 44 prosenttia. Finanssikriisin kynnyksellä velkasuhde oli 28 prosenttia. Koronakriisin vuoksi velkaantumisen vauhti on edelleen kiihtynyt, ja syksyllä 2021 valtiolla oli velkaa noin 130 miljardia euroa. Velanhallinnan kohteena on näin ollen tällä hetkellä huomattavasti suurempi velkasalkku kuin vuosituhannen alussa.

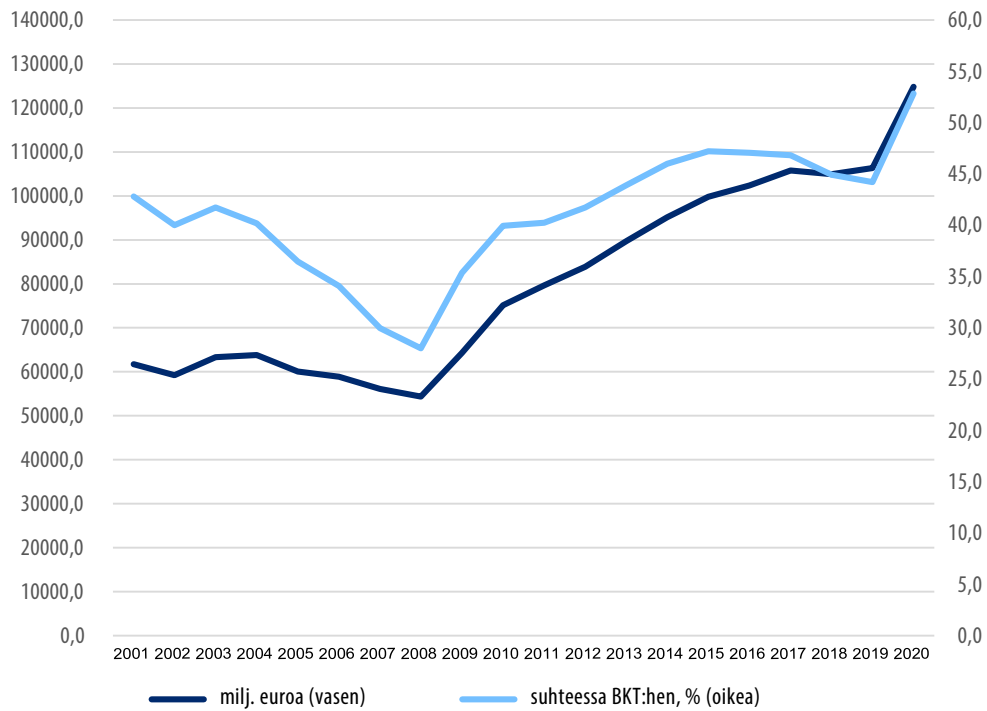
Valtion nettolainanotto on ollut positiivista kaikkina vuosina finanssikriisin jälkeen pois lukien vuosi 2018, jolloin velan kuoletukset olivat noin 900 miljoonaa euroa suuremmat kuin uusi lainanotto (kuvio 2). Nettolainanotto olisi ollut positiivista myös vuonna 2018 ilman Suomen Vientiluotto Oy:n valtiolta saaman lainan ennaikaista takaisinmaksua. Merkillä pantaa velkaantumiskehityksessä on ollut, että nettolainanotto on ollut mittavaa myös kohtuullisen talouskasvun aikana vuosina 2015 – 2019.

Velan kasvusta huolimatta valtion korkomenot ovat pienentyneet. Velan korkomenot olivat vielä vuonna 2008 noin 2,3 miljardia euroa, kun vastaava luku vuoden 2020 lopussa oli 905 miljoonaa euroa. Velkaan liittyy kuitenkin merkittävä korkoriski. Mikäli yleinen korkotaso nousisi yhden prosenttiyksikön, tämä lisäisi velan korkomenoja 535 miljoonaa euroa vuonna 2022 (kuvio 3).¹ Vastaavasti, jos Suomen riskilisa eli Suomen maksaman koron enemmyys luottoriskittömäksi katsottavaan sijoituskohteeseen nähden nousisi yhden prosenttiyksikön, kasvaisivat korkomenot 275 miljoonaa euroa ensi vuonna, vaikka yleinen korkotaso ei kohoaisikaan.

Velan ohella valtion kokonaisvastuita ovat lisänneet viimeisen vuosikymmenen aikana voimakkaasti kasvaneet valtion takaus- ja takuuvastuut (kuvio 4). Valtiota velvoittavat takaus sitoumukset olivat tämän vuoden toisen neljänneksen lopussa jo lähes 64 miljardia euroa, kun vuonna 2010 niiden määrä oli noin 23 miljardia euroa. Takausvastuiden lisäksi valtiolla on merkittävä määrä muita oikeudellisesti sitovia ehdollisia vastuita, joista merkittävimpiä ovat kansainvälisille rahoituslaitoksille vaadittaessa maksettavat pääomavelvoitteet. Näiden määrä oli vuoden 2019 lopussa lähes 18 miljardia euroa.

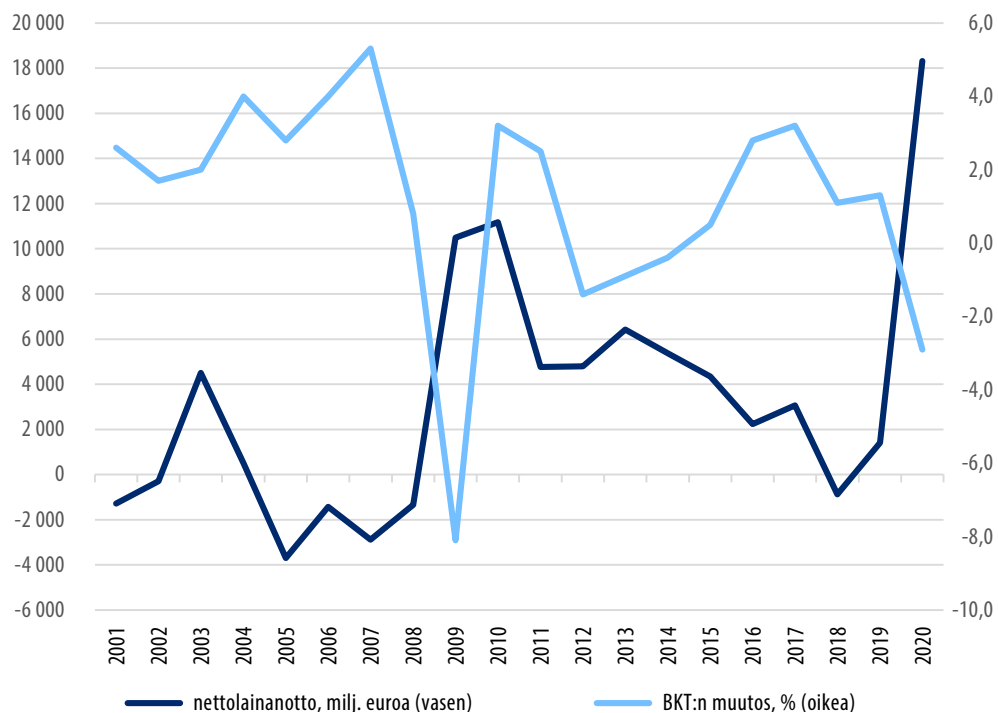
¹ Laskelmassa käytetyt oletukset valtion nettolainanotosta perustuvat vuoden 2021 neljännen lisätalousarvioesityksen tietoihin ja vuosia 2022-2025 koskevaan kehyspäätökseen.

Kuvio 1. Valtion velan kehitys 2001 – 2020



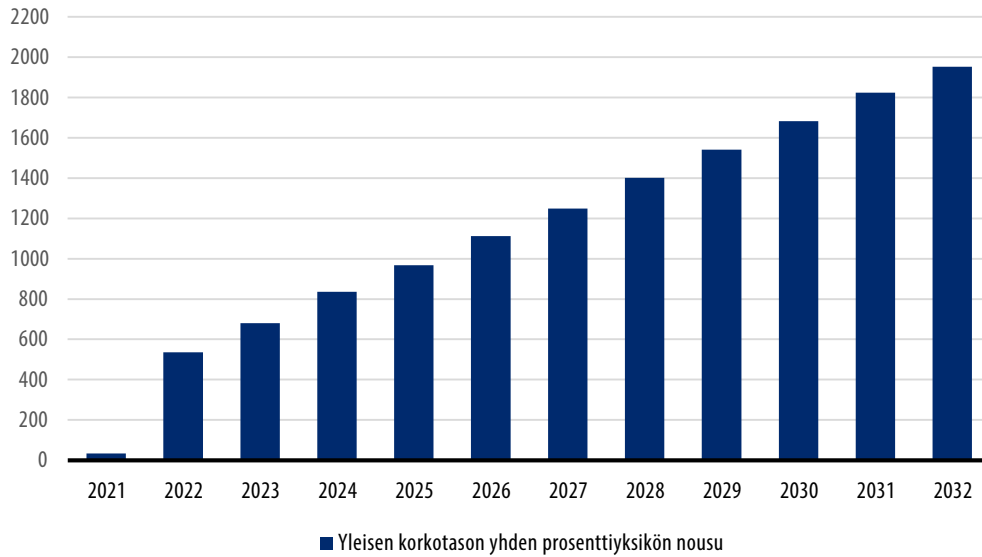
Lähde: Valtiokonttori

Kuvio 2. Valtion nettolainanoton ja kokonaistuotannon kehitys 2001 – 2020



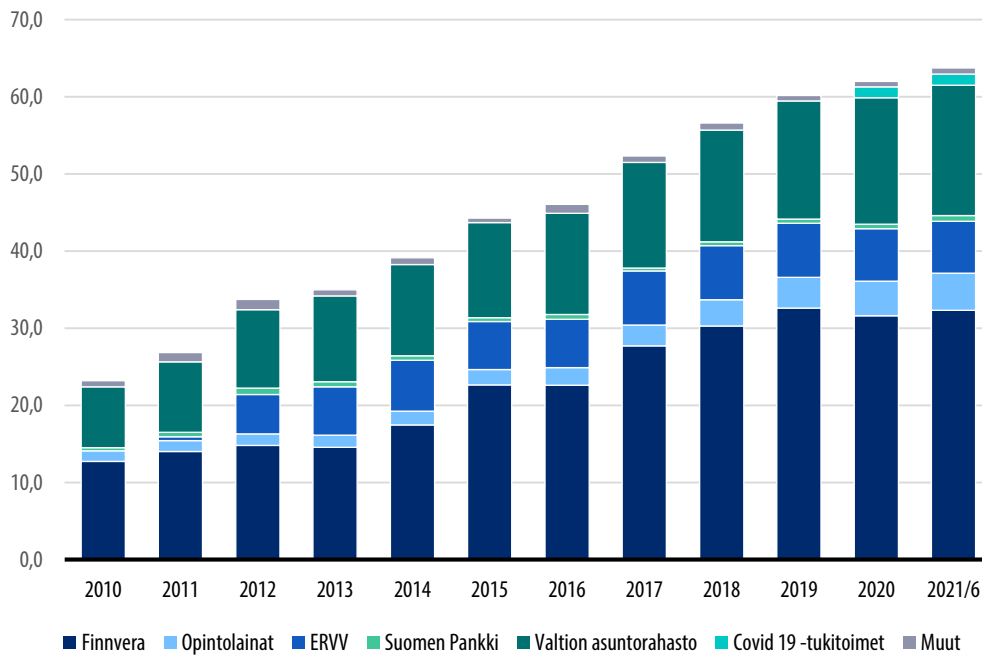
Lähde: Valtiokonttori ja Tilastokeskus

Kuvio 3. Valtion velan budjettiriski, miljoonaa euroa



Lähde: Valtiokonttori

Kuvio 4. Valtion takaus- ja takuuvastuut, miljardia euroa



Lähde: Valtiokonttori

3.2 Valtion riskinkantokyky

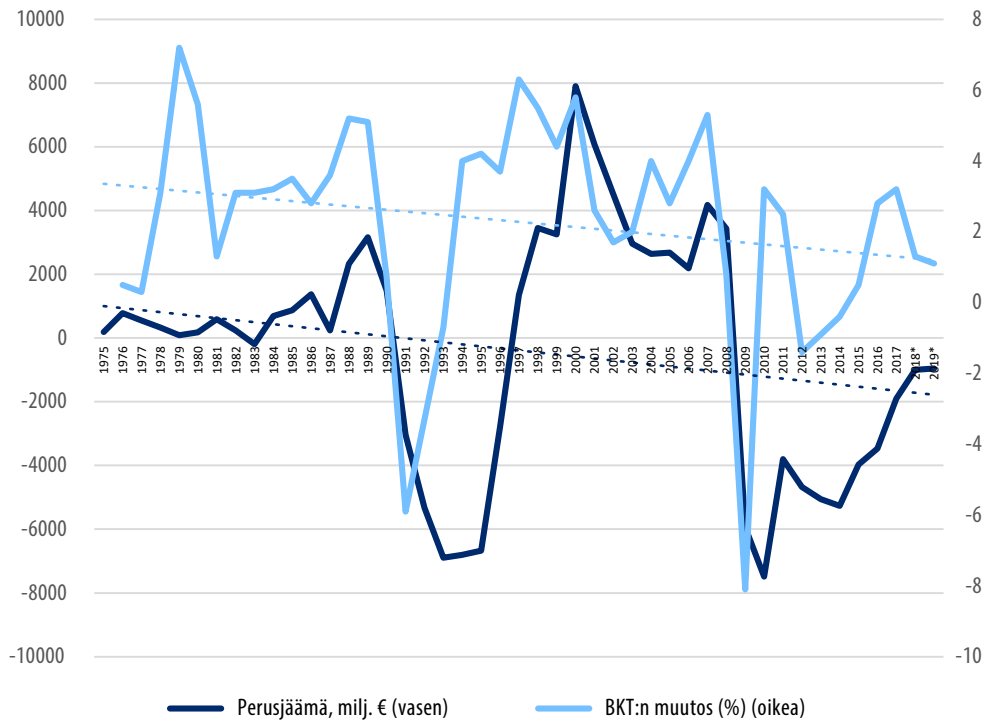
Valtion riskinkantokykyä ovat viime vuosina heikentäneet valtion vastuiden voimakas ja laaja-alainen kasvu, ja se uhkaa heikentyä edelleen tulevina vuosikymmeninä. Vastuiden lisäksi valtion riskinkantokykyyn vaikuttavat myös monet muut seikat, joista keskeisin on valtion velkakestävyys. Velkakestävyteen vaikuttavat valtion suorien vastuiden lisäksi pääosin odotettavissa olevat talousarvion perusjäämät, talouskasvu, valtionvelan korko sekä valtion ehdolliset vastuut.

Valtiontalouden perusjäämä kuvaa valtion tulojen ja menojen välistä tasapainoa kullakin hetkellä. Perusjäämä on valtion tulojen ja menojen erotus pois lukien korkomenot. Valtion perusjäämä on viimeksi kuluneiden neljän vuosikymmenen aikana ollut suunnaltaan vähenevä (kuvio 5). Vielä 2000-luvun ensimmäisellä vuosikymmenellä perusjäämä oli voimakkaan talouskasvun myötä ylijäämäinen, mutta finanssikriisin jälkeen se on ollut selvästi alijäämäinen. Valtion menot ovat ilman korkomenojakin ylittäneet tulot myös kohtuullisen suotuisan talouskasvun oloissa vuosina 2015 – 2019.

Myös kokonaistuotannon kasvun trendi on ollut pitkän aikavälin tarkastelussa vähenevä (kuvio 6). Selvitykset talouden pidemmän aikavälin kasvunäkymistä viittaavat siihen, että kasvu saattaa myös tulevina vuosikymmeninä jäädä heikommaksi kuin mihin Suomessa on totuttu. Valtiovarainministeriön viime vuonna laatiman arvion mukaan vuotuinen talouskasvu olisi tulevina vuosikymmeninä jäämässä keskimäärin hieman yli yhteen prosenttiin. Totuttua heikomman talouskasvun syynä ovat väestön ikääntyminen ja sen myötä supistuva työvoiman tarjonta sekä hidas tuottavuuden kasvu.

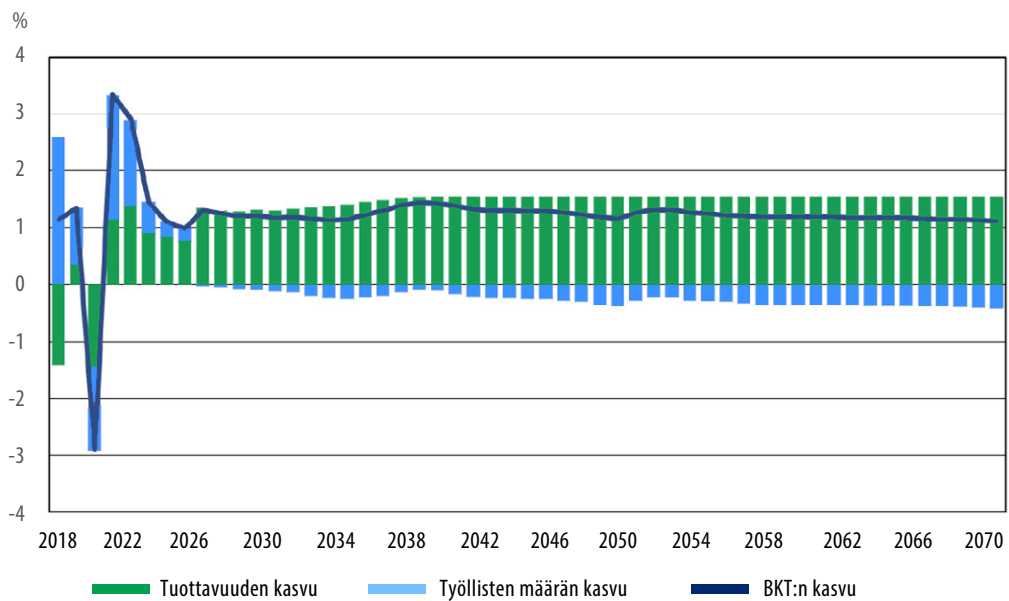
Heikot kasvunäkymät ja ikääntyvän väestön aiheuttamat menopaineet pitävät yllä myös julkisen sektorin velkaantumispainetta pitkällä aikavälillä (kuvio 7). Ilman uusia talouskasvuja tukevia tai julkista taloutta tasapainottavia politiikkatoimenpiteitä valtion velkaantuminen jatkuu tulevina vuosikymmeninä. Sosiaali- ja terveydenhuollon uudistuksessa kuntasektorin tehtäviä siirretään hyvinvointialueille, joiden toiminta rahoitetaan suurelta osin valtion talousarviosta. Tämä siirtää paikallishallinnon menopaineita valtion kannettavaksi muttei lähtökohtaisesti vaikuta julkisen sektorin menoihin ja velkaantumiseen kokonaisuudessaan.

Kuvio 5. Valtiontalouden perusjäämä ja kokonaistuotannon määrän muutos

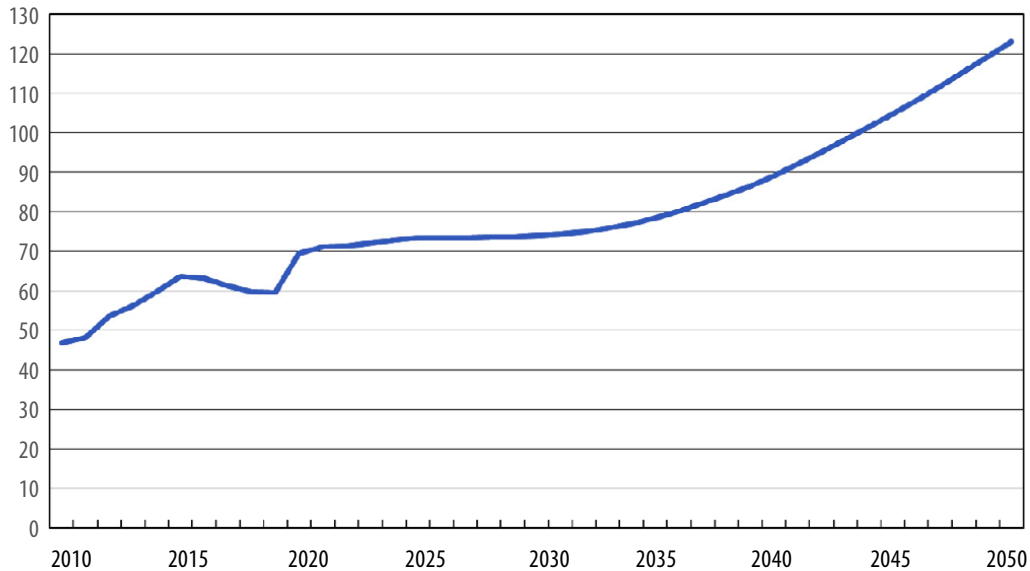


Lähde: Tilastokeskus

Kuvio 6. Talouden pitkän aikavälin kasvunäkymät



Lähde: Valtiovarainministeriö

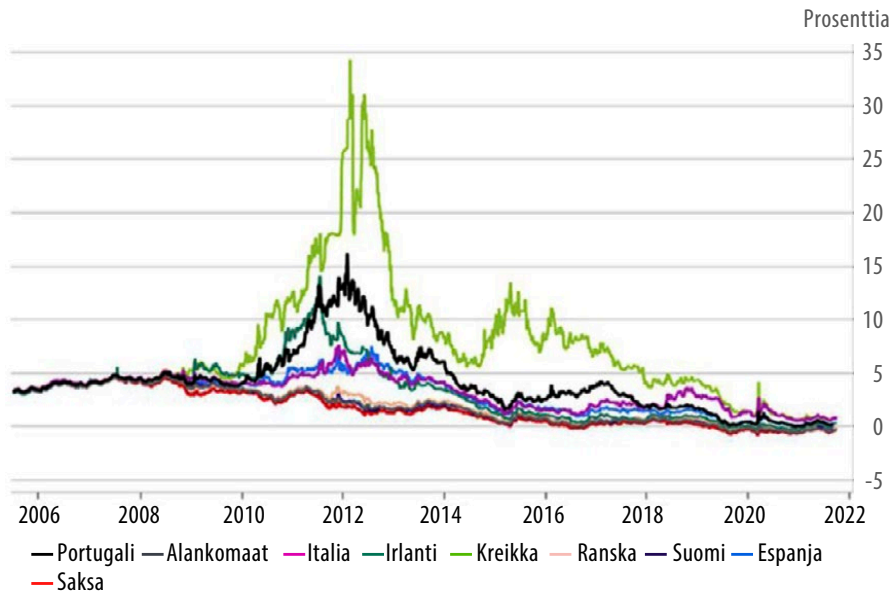
Kuvio 7. Julkisen talouden velka suhteessa kokonaistuotantoon, %

Lähde: Valtiovarainministeriö

3.3 Keskuspankkipolitiikka

Rahapolitiikka on viimeksi kuluneen vuosikymmenen ajan ollut elvyttävää. Keskuspankit reagoivat finanssikriisiin ja sitä seuranneeseen talouskriisiin alentamalla voimakkaasti ohjauskorkoja, tukemalla pankkien maksuvalmiutta sekä ottamalla käyttöön laajamittaiset arvopapereiden osto-ohjelmat. Koronakriisin vuoksi elvyttävää keskuspankkipolitiikkaa on edelleen jatkettu ja voimistettu muun muassa laajentamalla omaisuserien osto-ohjelmia. Harjoitettu rahapolitiikka on merkittäväällä tavalla muuttanut valtion velanhallinnan toimintaympäristöä. Keskuspankkien toimien vuoksi markkinakorot ovat historiallisen matalat. Suomen laina-ajaltaan kymmenen vuoden viitelainan tuotto on painunut nollian tuntumaan tai jopa sen alle (kuvio 8). Samaan aikaan maiden väliset korkoerot ovat kaventuneet.

Kuvio 8. Valtioiden 10 vuoden viitelainojen tuottoja, %



Lähde: Macrobond

Kuvio 9. Suomen valtion 10 vuoden viitelainan tuoton ja 3 kuukauden euribor-koron erotus, %-yksikköä



Lähde: Valtiovarainministeriö, Macrobond ja Eurostat

Harjoitettu rahapolitiikka ei ole vaikuttanut ainoastaan korkojen tasoon vaan myös korkojen aikarakenteeseen. Korkokäyrä on viime vuosina selvästi loiventunut (kuvio 9), eli ero pitkäaikaisten ja lyhytaikaisten lainojen tuottojen välillä on kaventunut. Täysin poikkeuksellinen nykytilanne ei tässä suhteessa kuitenkaan historiallisessa tarkastelussa ole. Korkokäyrän muoto on muuttunut samalla tavoin ennenkin talouden kriisitilanteissa. Muutoksista huolimatta korkokäyrä on pääsääntöisesti ollut nouseva.

Keskuspankkien osto-ohjelmien vuoksi niistä on tullut merkittäviä valtion velkakirjojen omistajia. Suomen valtion liikkeessä olevista joukkovelkakirjoista lähes puolet on Suomen Pankin hallussa.

3.4 Euroopan pääomamarkkinoiden muutospaineista

EU on laskenut liikkeeseen velkakirjoja muun muassa makrotaloudellisen rahoitusavun puitteissa. Näiden ohjelmien rahoittamiseksi tehty lainanotto on kuitenkin ollut pieni-
muotoista euroalueen suurimpien maiden velkakirjojen liikkeeseen laskuihin nähden.

Koronakriisin haitallisten talousvaikutusten lieventämiseksi EU:ssa on otettu käyttöön uusia rahoitusvälineitä, joiden myötä EU:n merkitys euroalueen velkakirjamarkkinoilla tulee merkittävästi kasvamaan. Yksi uusista instrumenteista on työttömyysriskien pienentämiseksi perustettu SURE-rahasto, jonka lainanantokapasiteetti on 100 miljardia euroa.

Komissio aloitti tämän vuoden kesäkuussa väliaikaisen *Next Generation EU* (NGEU) -eläpymisvälineen varainhankinnan. Välineen koko on 750 miljardia euroa, ja sillä autetaan jäsenmaita koronapandemian aiheuttamien taloudellisten ja sosiaalisten vahinkojen korjaamisessa sekä tuetaan vihreää ja digitaalista siirtymää ja jäsenvaltioiden talouksien työllisyyttä ja kasvupotentiaalia. Komissio on arvioinut, että varainhankinnan volyyymi tulee olemaan 150 – 200 miljardia euroa vuodessa kuluva ja sitä seuraavien neljän vuoden aikana.

NGEU:n vuoksi EU:sta tulee uusi suhteellisen iso toimija euroalueen velkakirjamarkkinoille. Arvioidulla lainanoton määrällä mitattuna EU on lähivuosina jokseenkin Ranskan ja Saksan kokoinen lainanottaja. On mahdollista, että näin merkittävällä uudella toimijalla on vaikutusta myös laajemmin euroalueen velkakirjamarkkinoiden toimintaan ja muiden lainanottajien velkakirjojen hinnoitteluun.

Vastuullisuusnäkökohdat vaikuttavat sijoittajien valintoihin jo lähitulevaisuudessa enenevässä määrin. Vastuullisella sijoittamisella tarkoitetaan ympäristöasioiden, sosiaaliseen vastuuseen liittyvien näkökulmien sekä hallintotapa-asioiden eli niin sanottujen ESG-tekijöiden (*Environment, Social and Governance*) huomioon ottamista sijoitustoiminnassa. Vastuullisen sijoittamisen kriteerit vaikuttavat sijoittajien investointipäätöksiin ja siten myös lainanottajien toimintaan, muun muassa sijoittajainformaation sisältöön. ESG-luottoluokitusten merkitys kasvaa, ja oikeudellisen riskien hallinnassa vastuullisuusasiat ovat entistä tärkeämpiä.

4 Velanhallinnan tavoiteasetanta ja markkinariskien hallinta

Valtion velanhallinnalla tarkoitetaan valtion talousarvionalouden velasta ja valtion kassavaroista muodostuvan kokonaisuuden hallintaa. Velanhallinnan tavoitteeksi on asetettu valtion lainantarpeen tyydyttäminen kustannustehokkaasti kaikissa olosuhteissa sekä velasta ja sen hallinnasta aiheutuvien kustannusten minimointi pitkällä aikavälillä hyväksyttäväksi katsottavalla riskitasolla. Päätös lainan tarpeesta on poliittinen eikä kuulu velanhallinnan alaan. Velanhallinnan markkinariskeillä tarkoitetaan korkoriskiä ja valuuttakurssiriskiä.

4.1 Korkoriskin hallinnan nykytila ja käsitteiden määrittely

Velan kustannuksilla tarkoitetaan budjettitalouden velan korkokuluja johdannaissopimusten kassavirrat huomioon ottaen ja vähennettynä valtion kassavarojen korkotuotoilla. Korkoriski on vallitsevassa velanhallintastrategiassa määritelty koronmuutoksen aiheuttamaksi negatiiviseksi poikkeamaksi valtion nettomääräisen budjettivelan pitkän aikavälin odotetuista kustannuksista. Velanhallinnan strategian mukaan velan korkoriski tulee mitoittaa ja valita niin, että vältytään tilanteilta, joissa velan korkokustannukset kasvavat kestävämmällä tavalla tai joissa valtion maksuvalmius olennaisesti vaarantuu. Velanhallinnan kustannuksia ja korkoriskiä on tarkasteltu pitkällä, noin 15 vuoden aikavälillä.

Nykyisessä lähestymistavassa strategisen korkoriskiaseman valinta ja hallinta eivät perustu aktiiviseen näkemykseen korkojen tulevasta kehityksestä. Toiminnassa on kuitenkin nojaututtu oletukseen siitä, että korkokäyrä on pääsääntöisesti nouseva. Valtio on näin ollen ylläpitänyt suhteellisen lyhytaikaista korkosidonnaisuutta, koska sen on arvioitu tuottavan pitkällä aikavälillä alemman velan kustannuksen kuin pitkäaikaiset korkosidonnaisuudet. Velan korkoriskin hallinta on voitu eriyttää rahoitusriskin hallinnasta hyödyntämällä koronvaihtosopimuksia korkoriskin hallintaan. Vuosittaiset korkomenot ovatkin vuosina 2003 – 2019² olleet johdannaissopimusten kassavirrat huomioon ottaen keskimäärin noin 470 miljoonaa euroa pienemmät kuin korkomenot ilman johdannaisia.

² Korkoriskiä säädetään merkittävässä määrin hyödyntämällä johdannaissopimuksia. Koronvaihtosopimusten avulla pitkäaikaisten lainojen korkoja voidaan vaihtaa lyhytaikaisiin korkoihin sidotuiksi, jolloin korkoriskin hallinta voidaan eriyttää jälleenrahoitusriskin hallinnasta.

Lyhytaikaiseen korkosidonnaisuuteen liittyy suurempi korkomenojen vaihtelu kuin pitkään korkosidonnaisuuteen. Lyhytaikaisen korkosidonnaisuuden riskinä onkin viime kädessä altistuminen korkojen äkilliselle nousulle, joka markkinoiden häiriötilanteissa voi olla voimakasta ja joka voi lisätä velan korkokustannusta nopeasti ja pahimmillaan kestävämmällä tavalla. Korkoriskiasemaa koskeva tavoite on asetettu vuodesta 2005 alkaen velan keskimääräistä uudelleenhinnoittelujaksoa (*average refixing rate*) kuvaavaa tunnuslukua hyödyntäen³.

Velan korkokustannuksen ja -riskin välistä yhteyttä on mallinnettu kvantitatiivisesti vaihtoehtoisten korkoriskistrategioiden kustannusten ja riskien arvioimiseksi. Mallinnuksen avulla on pyritty arvioimaan kustannuksen ja riskin välisen yhteyden ohella niin sanottua tehokasta rintamaa eli kullekin riskitasolle mahdollisimman matalaa saavutettavissa oleva kustannusta. Mallinnuksen tuloksia hyödynnetään strategisen korkoriskiaseman valinnassa.

Korkoriskiä koskeva tavoite asetettiin vuoden 2005 velanhallintamallin uudistuksen yhteydessä siten, että velan keskimääräisen uudelleenhinnoittelujakson tulee olla pitkällä aikavälillä keskimäärin 3,5 vuotta. Uudelleenhinnoittelujakso kuvaa väljästi ilmaistuna sitä, minkä maturiteetin korkokustannusta velasta maksetaan ja millä aikavälillä velkakanta tulee uudelleen hinnoitelluksi. Mitä lyhyempi hinnoittelujakso on, sitä nopeammin korkotason muutokset vaikuttavat koko velasta aiheutuvaan keskimääräiseen kustannukseen. Tavoitetta on tarkasteltu vuosittain, mutta sitä ei ole olennaisesti muutettu.

Valtion siirryttyä kahdensuuntaisiin vakuussopimuksiin johdannaisvastapuolien kanssa myös pitkäaikaisten lainojen korkoriskin hallinta johdannaisilla on tullut kustannustehokkaaksi vaihtoehdoksi. Tämä on ilmennyt uudelleenhinnoittelujakson lyhentymisenä viime vuosina (kuvio 10).

Velan keskimääräistä takaisinmaksuaikaa (käsitellään tarkemmin luvussa 5) ryhdyttiin pidentämään finanssikriisin yhteydessä aikaisemmasta noin neljästä vuodesta yli viiteen vuoteen (kuvio 10). Pitkien, laina-ajaltaan 30-vuotisten lainojen myötä velkasalkun keskimääräinen takaisinmaksuaika on edelleen noussut viime vuosina, ja se on tällä hetkellä yli seitsemän vuotta.

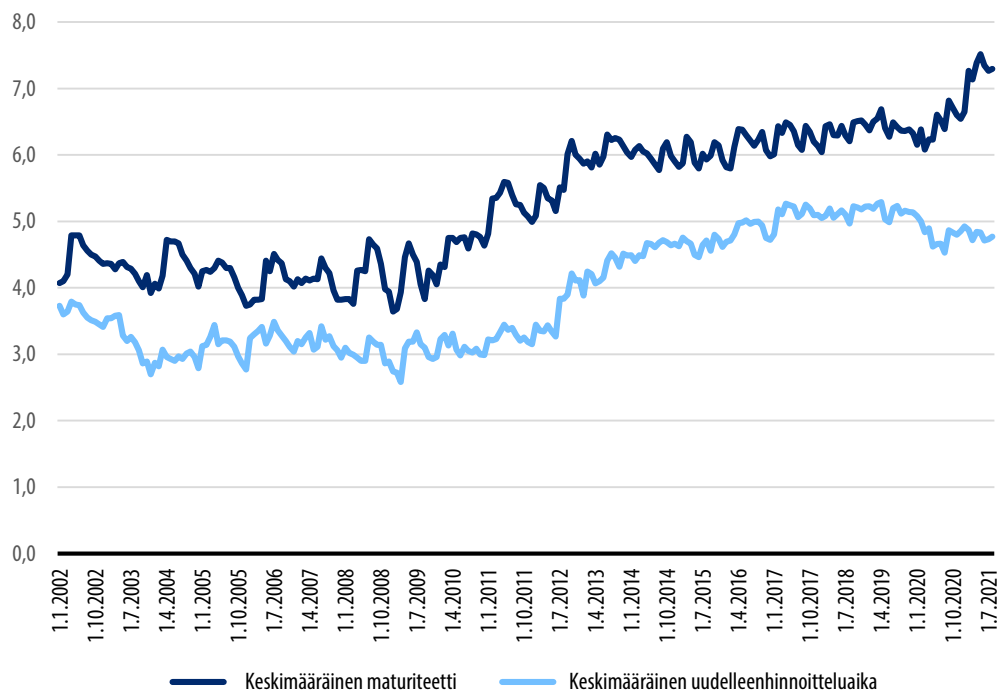
Suomen valtionvelan korkoriskiasema poikkeaa jossain määrin muiden euroalueen valtioiden velan korkoriskiasemasta (kuvio 11). Velan uudelleenhinnoittelujakso on Suomessa lyhyempi kuin useimmissa muissa euromaissa. Ero on viime vuosina kasvanut. Vuoden

³ Vuosina 2001 – 2004 korkoriskiä koskeva tavoite ilmaistiin vaihtuvakorkoisen velan osuutena koko velasta.

2015 lopussa Suomen velan uudelleenhinnoittelujakso oli lähes kaksi vuotta lyhyempi kuin euromaiden keskiarvo. Vuoden 2020 lopussa ero oli kasvanut jo lähes kolmeen vuoteen. Myös erot Suomen verrokkimaihin eli pieniin tai keskisuuriin euromaihin ovat samaan aikaan kasvaneet. Esimerkiksi Itävallan velan uudelleenhinnoittelujakso oli vuoden 2015 lopussa hieman yli kolme vuotta pitempi kuin Suomen. Viime vuoden lopussa ero oli viisi vuotta.

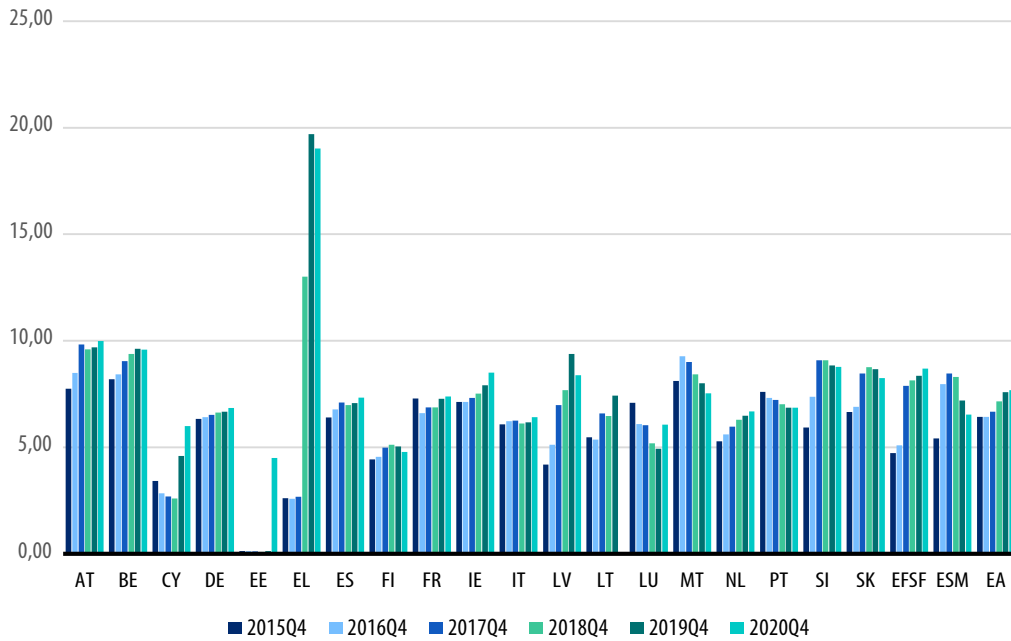
Velan keskimääräinen jäljellä oleva takaisinmaksuaika on kasvanut niin Suomessa kuin useimmissa muissakin euromaissa (kuvio 12). Suomen velan keskimääräinen takaisinmaksuaika oli runsaat puolitoista vuotta lyhyempi kuin euroalueella keskimäärin vuoden 2015 lopussa, ja ero oli jokseenkin yhtä suuri viime vuoden lopulla. Ero Saksaan ja Alankomaihin nähden on jonkin verran kaventunut, ja maiden väliset erot tässä suhteessa olivat pieniä vuoden 2020 lopussa.

Kuvio 10. Valtion velan korkoriskiasema, vuotta



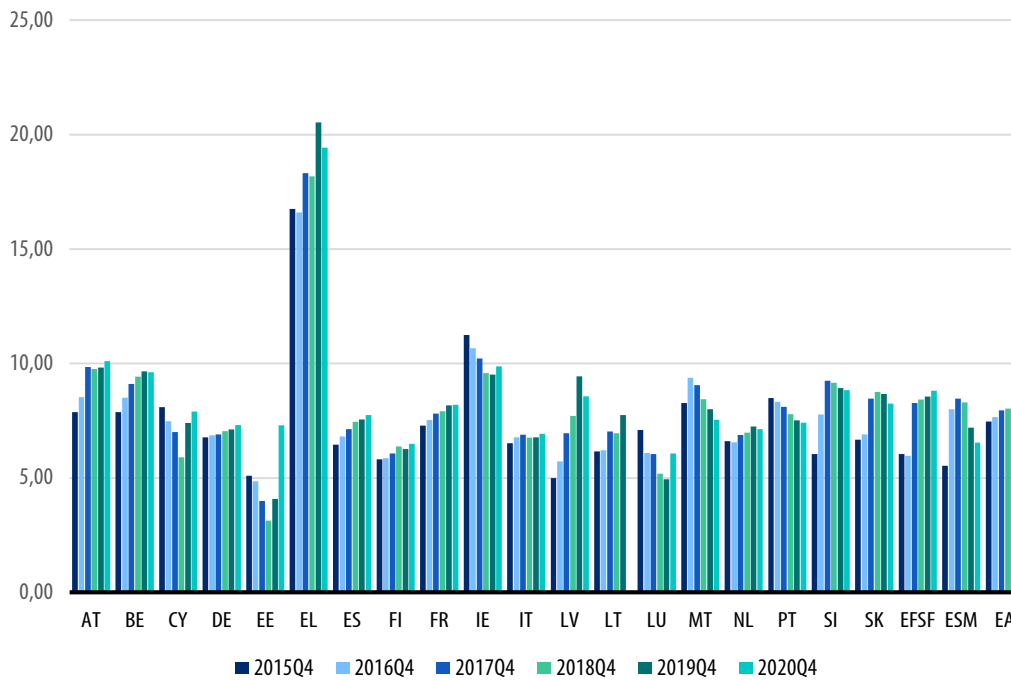
Lähde: Valtiokonttori

Kuvio 11. Valtion velan keskimääräinen uudelleenhinnoittelu-aika⁴ euromaissa, vuosi



Lähde: EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets

Kuvio 12. Valtion velan keskimääräinen takaisinmaksuaika euromaissa, vuosi



Lähde: EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets

4 Tarkastelussa on otettu huomioon johdannaisten vaikutus.

4.2 Korkoriskin hallinnan nykytilan arviointi

Velanhallinnan nykyinen tavoitteen asetanta on olennaisilta osin yleisesti käytössä Suomen verrokkimaissa, ja se on velanhallinnan hyvien käytäntöjen mukainen (ks. esim. *IMF Revised Guidelines for Public Debt Management*, 2014). Myös viimeksi velanhallinnan kehittämistarpeita tarkastellut työryhmä (Suvannon työryhmä) piti nykyistä tavoitteenasettelua lähtökohtaisesti perusteltuna.

Nykyisen strategian mukainen velan kustannusten määritelmä on niin ikään yleisesti käytetty. Korkomeno on velan keskeisin kustannus. Se on helposti mitattavissa, ja siihen voidaan korkoriskiasemaa koskevilla päätöksillä vaikuttaa. Nykyisessä kustannuskäsitteessä otetaan lisäksi huomioon myös kassan korkotuotot, mikä tekee siitä laajemman ja riskienhallinnan näkökulmasta tarkoituksenmukaisemman kustannuskäsitteen kuin pelkkä bruttokorkomeno, joka on menokäsitteenä käytössä monessa muussa maassa.

Laatikko 1. Tasehallinnan hyödyntäminen valtionvelan korkoriskin hallinnassa

Valtion velanhallintaa vuosina 2017 – 2018 arvioinut työryhmä (Suvannon ryhmä) käsitteli nykyistä lähestymistapaa laaja-alaisemman taselähestymistavan mielekkyyttä valtionvelan korkoriskin ja strategisen korkoriskiaseman tarkastelussa. Työryhmä katsoi, että tasetarkastelussa on teoreettisessa mielessä monia hyviä ominaisuuksia. Työryhmä pani kuitenkin merkille, että tasetarkastelu ei ole laaja-alaisesti käytössä missään maassa. Se ei myöskään varsinaisesti määritellyt taselähestymistavan hyviä ominaisuuksia. Työryhmän näkemyksen mukaan tasehallintalähestymistavan soveltaminen valtion velanhallinnassa edellyttäisi jatkoselvityksiä.

Tasehallinnassa tarkastellaan yleisesti ottaen sitä, mikä velan korkosidonnaisuus turvaa parhaiten tulojen ja menojen yhteensopivuuden. Tase näkökulmassa lähtökohtana on vakavaraisuus ja siihen liittyvän konkurssiriskin minimointiongelma, ja sitä sovelletaan esimerkiksi pankki- ja vakuutustoiminnan päätöksenteossa.

Julkisen talouden näkökulmasta tasehallintaa voidaan lähestyä kahdella tavalla. *Tavanomainen tasehallinta* perustuu yrityksen taseen markkina-arvojen ja niiden markkinaherkkyysien tavoitteelliseen hallintaan konkurssiriskin minimoimiseksi yrityksen omistajan valitsemalla riskitasolla. Tämä lähestymistapa on valtioympäristössä jo lähtökohtaisesti ongelmallinen, koska valtion toiminnan tarkoitus ja tavoitteet ovat olennaisesti erilaiset

kuin yrityksen. Valtio ei yrityksen lailla tavoittele voittoa vaan tuottaa viime kädessä julkishyödykkeitä. Se ottaa poikkeusaikoina myös kantaakseen yritystoiminnan riskejä turvataksaan kansantalouden toiminnan jatkuvuutta ja pyrkii näin toimiessaan yhteiskunnallisesti suotuisaan kehitykseen myönteisen ulkoisvaikutuksen kautta, vaikka toiminta suppeasti ajatellen oman ”taseen” näkökulmasta heikentäisikin rahoitusasemaa. Valtiolla ei myöskään ole siihen sijoitettua pääomaa, eikä se voi sanan varsinaisessa merkityksessä mennä konkurssiin. Sillä ei niin ikään ole tasetta, jolle voitaisiin kullakin hetkellä määrittää markkina-arvo. Valtio omistaa merkittävässä määrin kansallisvarallisuudeksi katsottavaa varallisuutta, jolle ei ole löydettävissä tai tarkoituksenmukaista määrittää vaihtoarvoa. Kulunsa valtio kattaa käytännössä kokonaan verotusoikeuden nojalla, ei liiketoiminnan tuotoilla.

Fiscal balance –tyyppisessä taselähestymistavassa puolestaan tarkastellaan korkomenojen ja talousarvion tulojen korkoherkkyyttä ja niistä muodostuvan kokonaisuuden tavoitteellista riskienhallintaa optimaalisen velanhallintastrategian määrittämiseksi. Tässä lähestymistavassa valtion keskeinen varallisuuserä (*asset*) on tulevien verokertymien nykyarvo ja keskeinen vastuu (*liability*) on tulevien menojen nykyarvo. Tulevien verotulojen ja menojen pois lukien korkomenot nykyarvojen erotus on tulevien perusylijäämien nykyarvo, jolla velan korkomenot katetaan.

Lähestymistavassa velanhallinnan tavoitteena on minimoida budjetin perusjäämän vaihtelua. Tällä pyritään välttämään tarve muuttaa veroastetta eri suhdannevaiheissa ja siten pienentämään kansantalouden tehokkuustappioita. Lähtökohtana on oletus, jonka mukaan veroasteen muutokset vähentävät kansantalouden tehokkuutta. Velanhallinnan strategista korkoriskiasemaa valittaessa velanhallinnan kustannusta tulisi tarkastella vakaasta veroasteesta saatavaan talouden tehokkuushyötyyn nähden.

Velkasalkun riskiasemaa määritettäessä *fiscal balance* -lähestymistavassa tulisi analysoida valtion tulevia perusjäämiä, taloutta tulevaisuudessa mahdollisesti kohtaavien shokkien luonnetta ja mahdollisten velanhallintastrategioiden tulemia eri skenaarioissa. Tavoite perusjäämän vaihtelun minimoimisesta ei siis tuota yksikäsitteistä velkastrategiaa, koska taloutta tulevaisuudessa kohtaavien shokkien ei voida olettaa olevan identtisiä. Tulevien budjetin perusjäämien suhteen lähestymistapa edellyttäisi velanhallinnan strategiaa laadittaessa joko tietoa pitkällä aikavälillä harjoitettavasta talouspolitiikasta tai vahvan oletusten tekemistä siitä. Viimeksi mainitussa tapauksessa riskinä on, että oletus osoittautuu kestävämmäksi.

Suomessa valtiontalouden kestävyyttä ohjataan kehysmenettelyllä. Niin sanotut automaattisen vakauttajat eli tietyt suhdanneherkät menot on jätetty kehysten ulkopuolelle, joten valtio ei tavoittele valtiontalouden tasapainoa kaikissa suhdannevaiheissa. Suomessa ei myöskään ole lakiin perustuvaa fiskaalista jarrua, joka pakottaisi vero- tai menosopeutukseen eri suhdannevaiheissa.

Kansantalouden veroasteen tasaamisen näkökulmasta valtion talousarvio-
talouden velanhallinnan valinnat vaikuttavat vain rajallisessa määrin, koska valtion budjetin katteeksi tulevat verot ovat vain runsaat puolet julkisen talouden rahoittamiseksi kannettavista veroista ja veroluontoisista maksuista. Kunnilla on Suomessa itsehallinnollinen asema, ja ne päättävät itsenäisesti veroistaan. Sosiaaliturvarahastojen maksut puolestaan määräytyvät lähtökohtaisesti väestötason aktuaaristen seikkojen ja työmarkkinakehityksen perusteella.

Suomen kaltaisen pienen euromaan näkökulmasta *fiscal balance* -lähestymistavassa olennaista on, missä määrin korkotason ja -menojen voidaan riittävällä varmuudella arvioida korreloivan kansallisen suhdannekehityksen kanssa. Tässä huomioon otettaviksi tulevat ainakin seuraavat näkökohdat:

1. EKP päättää euroalueen rahapolitiikasta itsenäisesti. Rahapolitiikan tavoite on ensisijaisesti keskipitkän aikavälin hintavakaus, ei talouden kasvu. Korkotason muutos ei näin ollen välttämättä korreloi kaikissa tilanteissa taloudellisen aktiviteetin muutosten kanssa.
2. Hintavakaustavoite on koko euroaluetta koskeva, ja rahapolitiikan viritys toteutetaan euroalueen keskimääräisen inflaatoriskin mukaisesti. Yksittäisen pienen kansantalouden vaikutus alueen inflaatioon on vähäinen, ja kansallinen, valtion tulo- ja menodynamiikan kannalta olennainen inflaatio voi poiketa alueen keskimääräisestä inflaatiosta.
3. Inflaatoriskin kannalta olennainen taloudellinen aktiviteetti voi niin ikään yksittäisessä jäsenvaltiossa kehittyä keskimääräisestä poiketen sekä suhdannekäänteiden ajoittumisen ja niiden voimakkuuden näkökulmasta. Kansantaloutta voi kohdata idiosynkraattinen, vain omaan talouteen kohdistuva negatiivinen shokki, jolla ei ole vaikutusta euroalueen inflaatoriskiin ja rahapolitiikan mitoitukseen.

Valtion velanhallintamallissa kustannuksia ja riskejä tarkastellaan pitkällä, likimain 15 vuoden aikavälillä. Tämä on perusteltua yhtäältä valtion olemuksen ja toiminnan pysyvän luonteen ja toisaalta valtion velan suhteellisen suuren määrän vuoksi. Nykyistä velkaa ei sen koon vuoksi voida maksaa välittömästi pois muutoin kuin hankkimalla sen maksamiseksi uutta velkaa. Velanhallinnan päätökset ovat siten käytännössä valintoja vaihtoehtoisten velkasalkkujen ja niiden ominaisuuksien välillä. Velanhallinnan päätösvalinnat ovat taloudellisilta vaikutuksiltaan merkittäviä, ja niiden voidaan arvioida vaikuttavan olennaisesti valintamahdollisuuksiin tulevana aikoina tehtävissä päätöksissä. Valtion toiminnan jatkuvuuden ja tulevien sukupolvien valintamahdollisuuksien turvaamiseksi on näin ollen lähtökohtaisesti tarkoituksenmukaista tarkastella päätösvalintoja ja niiden vaikutuksia pitkällä aikavälillä yli suhdannesykliä ja hallituskausien.

Myös Suomen verrokkimaissa valtion velanhallinnan strategia perustuu hyvien kansainvälisten käytäntöjen mukaisesti pitkän aikavälin kehityskulkujen tarkasteluun. Esimerkiksi Itävallassa tarkasteluajanjakso ulottuu useampien talousarviokausien yli. Alankomaissa velanhallinnan perusstrategia kattaa 12 vuotta.

Vaikka korkoriskin hallinnan nykyinen tavoiteasetanta on lähtökohdiltaan edelleen perusteltu, sen keskeistä osatekijää eli hyväksyttävää riskitasoa ei ole varsinaisesti määritelty eikä siihen vaikuttavia seikkoja täsmällisesti kuvattu. Yksi tällainen osatekijä on valtion riskinkantokyky, joka riskipreferenssien ohella vaikuttaa korkoriskiä koskevaan valintaan ja sen hyväksyttävään tasoon. Nykyisen korkoriskin analyysimallin riskikäsité on kapea ja keskittyy korkokustannusten poikkeamaan niiden pitkän aikavälin odotetuista kustannuksista. Mallissa ei oteta huomioon valtion tuloja ja niiden pitkän aikavälin kehitysnäkymiä.

4.3 Korkoriskin hallinnan kehittämistarpeet

Suomen nykyinen velanhallintastrategia ja korkoriskivalinta on tehty nykyistä olennaisesti matalamman valtionvelan, nopeamman talouskasvun ja korkeamman korkotason oloissa (ks. luku 3). Tuolloin on kohtalaisella varmuudella voitu olettaa, että suurelta osin koronamuutokset eivät ratkaisevasti vaaranna valtion toimintakykyä valitun korkoriskistrategian mukaisesti toimittaessa.

Toimintaympäristö on kuitenkin olennaisesti muuttunut. Valtio on velkaantunut voimakkaasti, ja velkaantumiskehitys näyttää myös jatkuvan ainakin lähitulevaisuudessa. Talouden kasvunäkymät ovat heikot, ja historiallisen matalien korkojen ympäristössä riski korkojen noususta on todennäköisesti suurempi kuin riski niiden edelleen madaltumisesta. Korkoriskiaseman valintaa varten tulisi näin ollen huolellisesti määritellä, mitä valtion riskinkantokyvyllä tarkalleen ottaen tarkoitetaan ja miten velanhallinnan tavoitteeseen sisältyvä hyväksyttävä riskitaso määritellään.

Valtion kyky kestää mahdollinen korkojen nousun aiheuttama äkillinen korkomenojen riippuu olennaisesti valtion tulojen kehityksestä. Vahva talouskasvu ja positiiviset kasvunäkymät parantavat valtion mahdollisuuksia selviytyä positiivisesta korkoshokista, kun taas heikko talouskehitys vastaavasti heikentää sopeutumiskykyä. Strategista korkoriskiasemaa koskevaa tarkastelua tulisikin laajentaa nykyisestä ottamalla korkoriskiaseman valintaa tehtäessä huomioon myös valtion pitkän aikavälin tulopotentiali. Mahdollinen lähestymistapa voisi olla liittää vaihtoehtoisten korkoriskistrategioiden velkakestävyysvaikutukset mukaan analyysiin.

Nykyinen pitkän aikavälin ja usean hallituskauden kattava lähestymistapa strategisen korkoriskiaseman valintaan on edelleen perusteltu ja mielekäs velanhallintapolitiikan lähtökohta. Velanhallinnan pitkän aikavälin kehityskulkuihin perustuvan tarkastelutavan toteuttamista ja toimivuuden arviointia varten voitaisiin ottaa käyttöön ennalta määrätylle ajalle, vaikkapa viideksi vuodeksi, laadittava velanhallinnan strategia-asiakirja, jossa kuvattaisiin velanhallintapolitiikan keskeiset päätökset ja niiden perusteet. Asiakirjan päivittämisen yhteydessä arvioitaisiin pitkän aikavälin tarkasteluun perustuvan lähestymistavan taustalla olevien, korkomarkkinoista, valtion velkaantumisesta, talouspolitiikan linjavälinnoista sekä potentiaalisen tuotannon kasvunäkymistä tehtyjen oletusten toteutumista. Arvion perusteella lainanoton strategiaa ja riskienhallintapolitiikkaa voitaisiin tarvittaessa sopeuttaa muuttuviin olosuhteisiin soveltuvaksi. Vastaavan kaltainen lähestymistapa on käytössä muun muassa Alankomaissa.

4.4 Valuuttakurssiriskin hallinta

Valuuttariskillä tarkoitetaan euron ja ulkomaan valuutan välisen vaihtokurssin muutoksesta aiheutuvan tappion vaaraa. Valtio ei ota valuuttakurssiriskiä velanhallinnassa. Se on voinut tehdä velanhallintapolitiittisen valinnan riskin ottamisen ja riskittömyyden välillä, koska yhteisen valuutan aikana lainan tarve on voitu tyydyttää kokonaan euron eli oman valuutan määräisenä ja koska valtion tulot ovat käytännössä likimain kokonaan euron määräisiä. Valtio ottaa lainaa myös muun kuin euron määräisenä varainhankintalähteiden hajauttamiseksi ja kustannusten alentamiseksi. Ulkomaan valuutan määräisiin lainoihin sisältyvältä valuuttakurssiriskiltä suojaudutaan lainaa otettaessa.

Valuuttariskiä koskevaa valintaa on puoltanut myös näkemys, jonka mukaan valtiolla ei ole tehokkaiden markkinoiden olosuhteissa edellytyksiä ennakoida keskimääräistä markkinoimijaa paremmin euron vaihtosuhteen muutoksia muihin valuuttoihin nähden. Sen ei myöskään tehtävänsä ja toimintansa luonteen vuoksi ole tarkoituksenmukaista tavoitella taloudellista hyötyä pyrkimällä ennakoimaan valuuttojen välisten suhteellisten hintojen vaihteluita. Työryhmä suosittelee nykyisen valuuttakurssiriskin hallintapolitiikan pitämistä ennallaan.

5 Rahoitusriskin hallinta

5.1 Rahoitusriskin määritelmä ja hallinnan yleinen tavoite

Rahoitusriskillä tarkoitetaan lainan saatavuuteen tai sen ehtoihin liittyvää ja niistä johtuvaa maksukyvyttömyyden tai lainanoton kustannuksen merkittävän kasvun uhkaa, joka voi aiheutua rahoitusmarkkinoilla vallitsevista epäsuotuisista olosuhteista, lainanottajan omasta riskienhallintapolitiikasta ja luottokelpoisuudesta. Riskin toteutuessa valtio joutuu maksamaan ottamistaan lainoista lainanottajakohtaista, poikkeuksellisen korkeaa hintaa, tai se on pahimmillaan kyvytön ylipäättään saamaan tarvitsemaansa rahoitusta. Rahoitusriskiä sisältyy talousarvion tasapainottamiseksi tehtävään lainanottoon (nettolainanotto) sekä erääntyvien lainojen takaisin maksun rahoittamiseen uudella lainanotolla.

Rahoitusriskin hallinnan yleisenä tavoitteena on turvata valtion maksuvalmius kustannustehokkaasti kaikissa olosuhteissa. Rahoitusriski jaotellaan lyhytaikaiseen maksuvalmiusriskiin ja pitkäaikaiseen jälleerahoitusriskiin. Maksuvalmiusriskin hallinnan tarkasteluhorisontti on kulloinkin seuraavat 12 kuukautta, ja jälleerahoitusriskiä tarkastellaan tämän ylittävältä ajalta. Jälleerahoitusriskin hallinta perustuu yleisesti ottaen hajauttamiseen siten, että yritetään välttää liiallisten rahoituskeskittymien muodostumista ajallisesti tai varainhankintalähteittäin. Maksuvalmiusriskiä hallitaan arvioimalla valtion kassatulojen ja oman lainanottokyvyn riittävyyttä menojen kattamiseksi kustannustehokkaasti kulloinkin seuraavien 12 kuukauden aikana ja ylläpitämällä tarvittavassa määrin likvidejä varoja maksuista suoriutumiseksi.

5.2 Jälleerahoitusriskin hallinnan yleisiä periaatteita

Valtion toiminnan jatkuvuuden turvaamiseksi pitkäaikaisen velan erääntymiset pyritään jakamaan mahdollisimman tasaisesti tuleville vuosille. Näin vältetään altistumista markkinoiden häiriötilanteille ja valtiontaloutta mahdollisesti kohtaaville kansallisille tai ulkoisille häiriöille. Rahoituksen saatavuutta turvataan lisäksi ylläpitämällä välineitä ja kykyä toimia laaja-alaisesti kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla ja tavoittaa niillä erityyppisiä sijoittajia.

Jälleerahoitusriskin hallitsemiseksi valtion lainantarve tyydytetään pääasiassa pitkäaikaisilla, lainaa otettaessa laina-ajaltaan yli vuoden mittaisilla lainoilla. Valtion pitkäaikainen lainanotto toteutetaan voittopuolisesti laskemalla liikkeeseen euromääräisiä viitelainoja. Suomen valtiontalouden näkökulmasta suuret lainamäärät ovat euroalueen valtiolainamarkkinoiden kokoon nähden pieniä. Kustannustehokasta hinnoittelua tavoiteltaessa

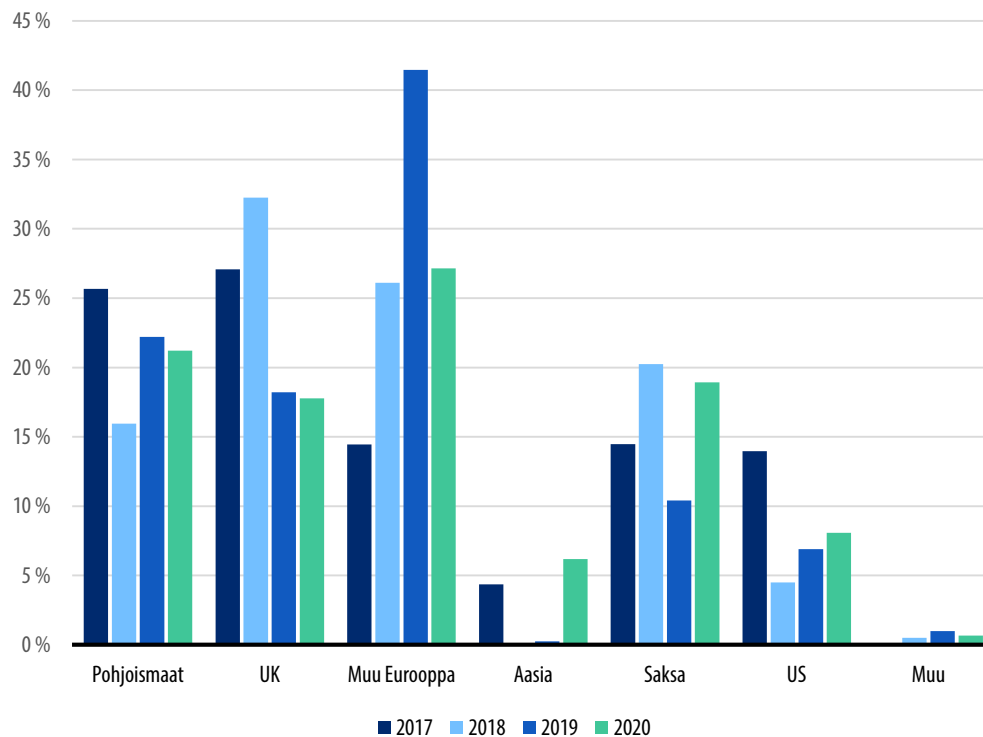
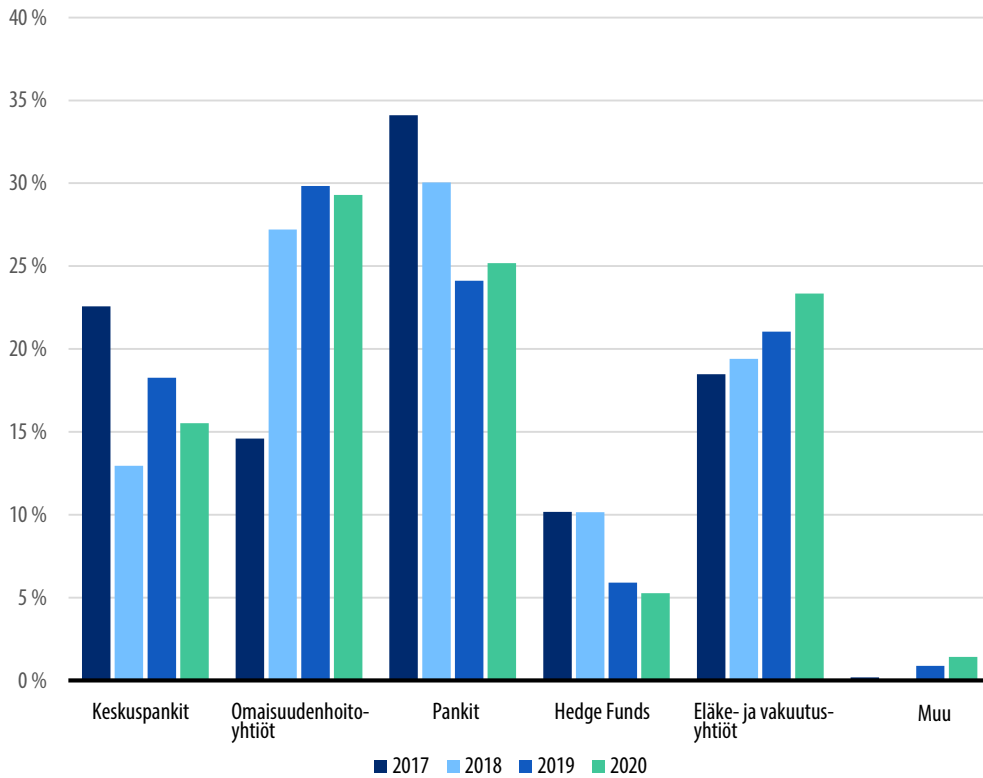
uusien lainojen liikkeeseenlaskut keskitetään muutamiin valikoituihin laina-aikoihin, joissa nähdään sijoittajakysyntää. Tällä varmistetaan riittävää lainakokoa ja sijoittajien kannalta tärkeää lainojen jälkimarkkinalikviditeettiä, tästä juontuvaa vähäistä likviditeettisää ja viime kädessä valtiolle edullista kustannusta.

Lainojen maturiteettivalinnalla ylläpidetään likvidiä viitelainakäyrää, joka tukee lainojen hinnoittelua kaikissa laina-ajoissa. Jälleenrahoitusriskin hallinnan näkökulmasta lainanoton tapa tuottaa suhteellisen harvalukuisia viitelainojen erääntymisiä. Lähivuosina erääntyy kahdesta kolmeen viitelainaa vuodessa. Lainanoton määrän painottumiseen vaikuttavat myös olemassa olevien viitelainojen huutokaupat, jotka kattavat nykyisellä velanotolla noin kolmanneksen pitkästä lainanotosta. Velan määrän kasvun myötä jälleenrahoitusriskiä on hajautettu ajallisesti laskemalla aiempaa niin kutsuttua 5/10-likviditeettistrategiaa täydentämään vuorovuosina 15, 20 ja 30 vuoden mittaisia viitelainoja.⁵ Tällä on pyritty tukemaan valtion viitelainojen jälkimarkkinalikviditeettiä aina 30 vuoteen saakka. Lainanoton jatkuvuutta turvaava niin sanottu *frequent borrower* -status nojaa vuotuisiin tasaisiin erääntymisiin sijoittajakysyntää vastaavissa lainaperiodeissa.

Luotettava ja laaja sijoittajapohja on tärkeä rahoitusriskiä arvioitaessa, koska se tukee vakautta ja likviditeettiä valtionlainamarkkinoilla. Suomen valtionlainojen sijoittajapohjasta on saatavilla aineistoa ensimarkkinoiden osalta lainojen liikkeeseen laskuista (kuvio 13). Jälkimarkkinoilla tapahtuvasta kaupankäynnistä tietoa saadaan vain markkinavaihdosta. Näiden perusteella arvioituna tavoite toimia laaja-alaisesti kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla erityyppisiä sijoittajia tavoittaen on saavutettu hyvin.

5 5/10 likviditeettistrategian mukaan lasketaan liikkeeseen vuosittain 5-vuotinen ja 10-vuotinen viitelaina.

Kuvio 13. Pitkäaikaisten viitelainojen liikkeeseen laskut: sijoittajat maantieteellisesti ja sijoittajatyypeittäin



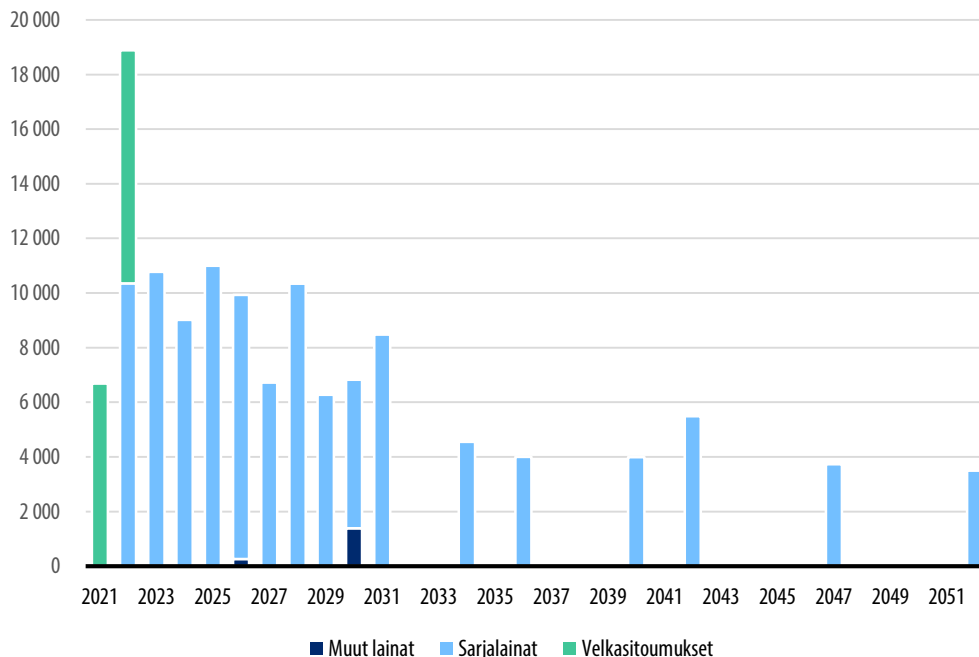
Lähde: Valtiokonttori

5.3 Nykyinen rahoitusriskiasema

Vuonna 2008 alkaneen nopean velkaantumisen vuoksi valtiolta eräänny huomattava määrä lainoja lähivuosina (kuvio 14). Koronakriisi kasvatti nopeasti valtion lainanoton tarvetta, ja maksuvalmiuden turvaamiseksi liikkeeseen laskettiin merkittäviä määriä lyhytaikaista lainaa. Tämän vuoksi tänä ja ensi vuonna eräänny poikkeuksellisen suuri määrä valtion velkasitoumuksia. Muutoin vuosittaiset kuoletukset ovat vuosina 2023 – 2031 keskimäärin 8,8 miljardia euroa. Velan määrään nähden vain melko pieni osa siitä, noin 26 prosenttia, eräänny maksettavaksi vuoden 2030 jälkeen.

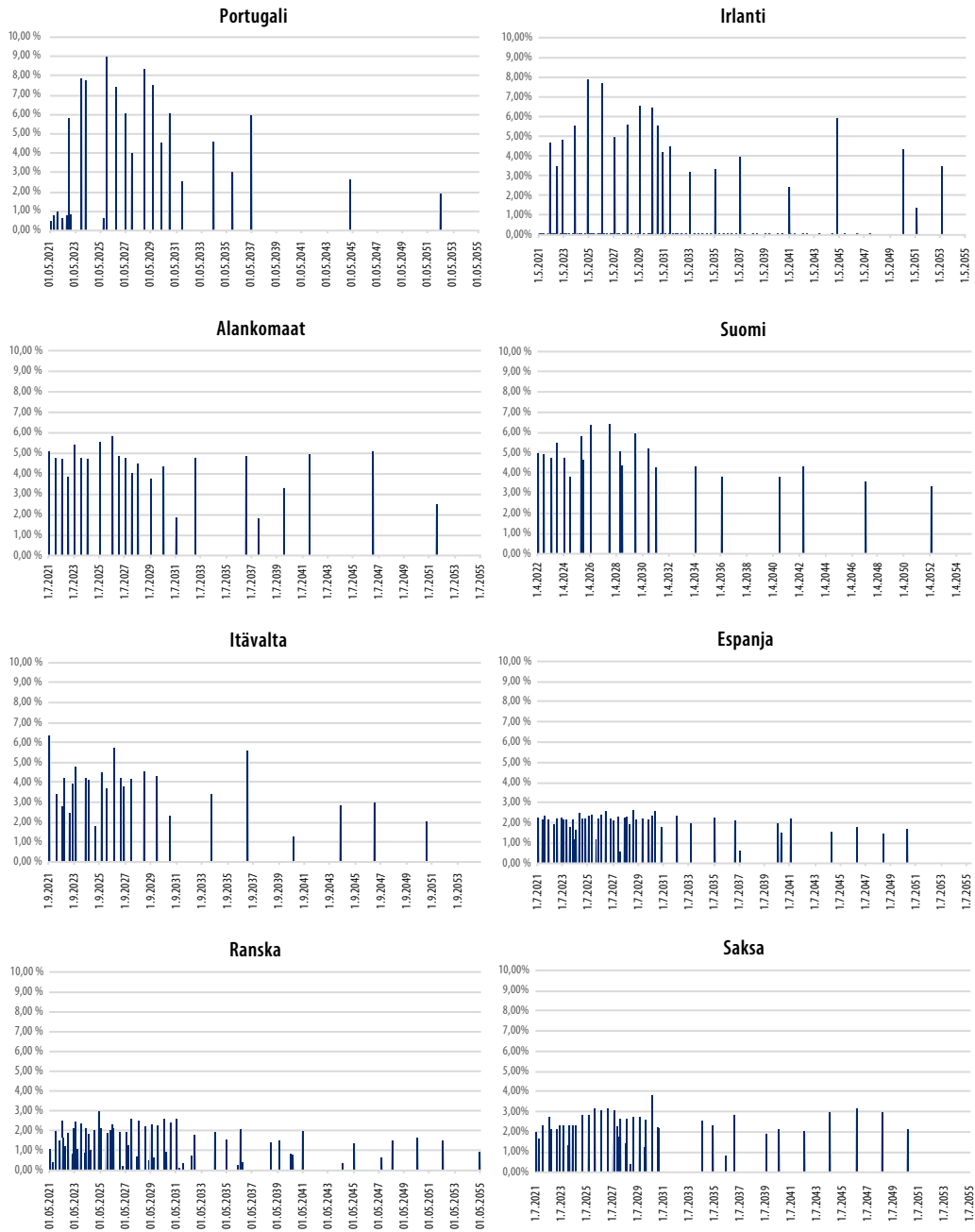
Suomi ei velan kuoletusrakenteen suhteen merkittävästi erotu niin sanotuista verrokki-maista eli pienistä euroalueeseen kuuluvista jäsenmaista (kuvio 15). Myös näissä huomattava osa lainojen eräännyemisistä keskittyy vuosille 2021 – 2030. Näin on myös sellaisten maiden kohdalla, jotka ovat laskeneet liikkeeseen yli 30 vuoden mittaisia niin sanottuja ultrapitkiä lainoja. Niiden osuus näiden maiden koko lainanoton määrästä on kuitenkin verrattain pieni. Esimerkiksi Itävalta on laskenut liikkeeseen jopa 100 vuoden velkakirjoja, mutta yli 30-vuotisten velkakirjojen osuus Itävallan koko velkakannasta on noin seitsemän prosenttia. Ranskassa ultrapitkien lainojen osuus velkakannasta on alle kolme prosenttia.

Kuvio 14. Valtion velan kuoletusrakenne, miljoonaa euroa



Lähde: Valtiokonttori

Kuvio 15. Velan kuoletusprofiileja, % velkakannasta⁶

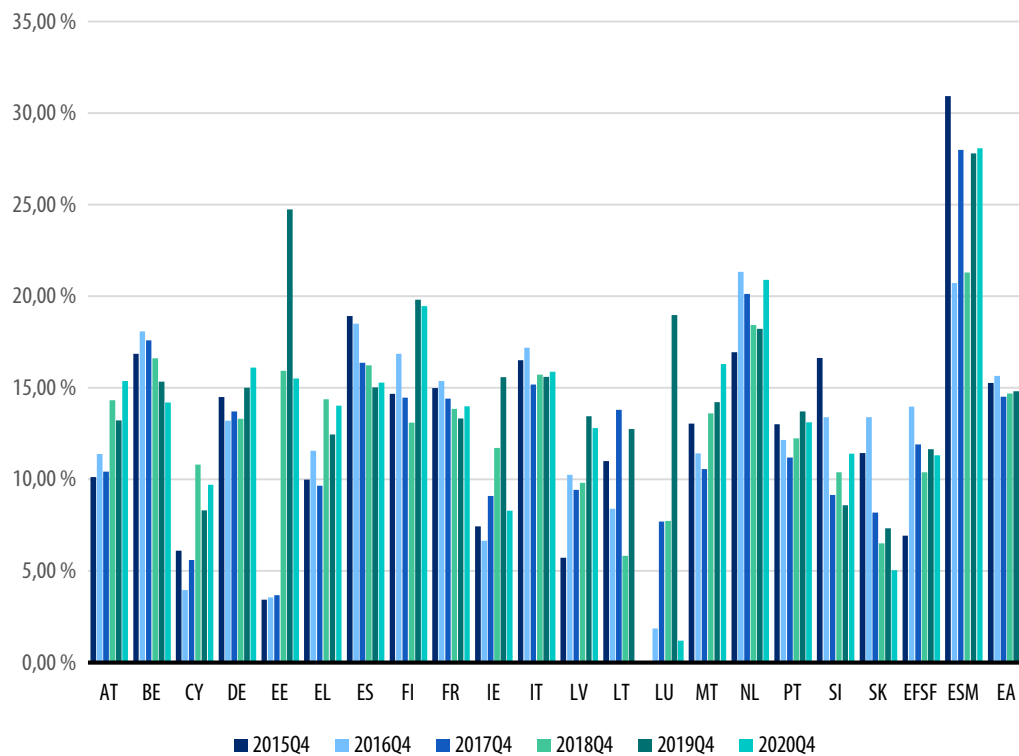


Lähde: Bloomberg

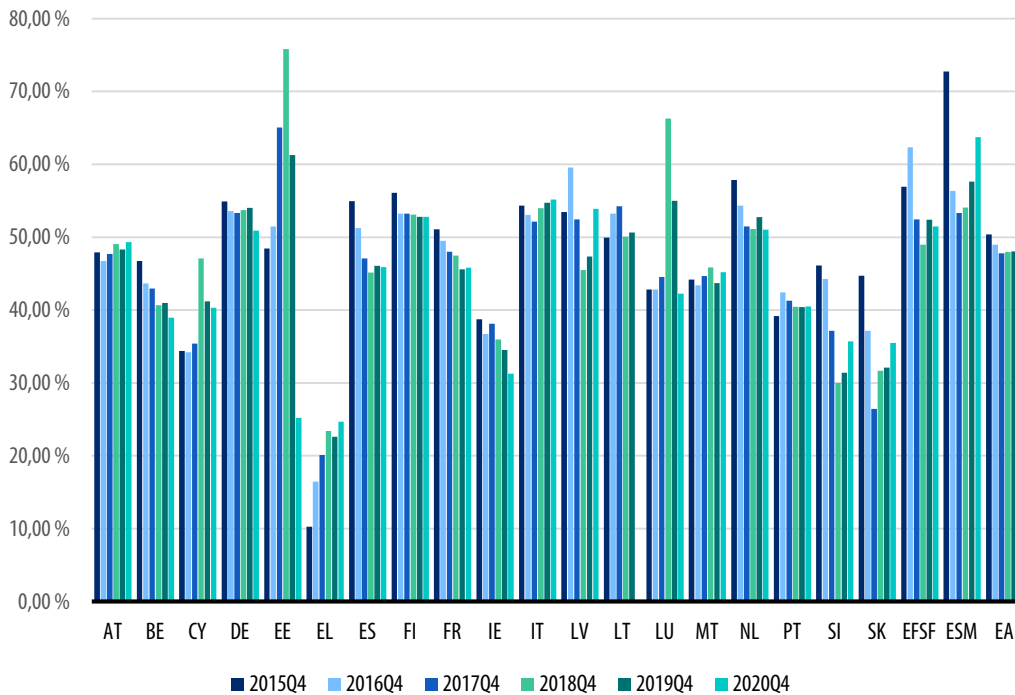
6 Itävallan, Espanjan ja Ranskan kohdalla aika-akselia on esitysteknisistä syistä rajattu.

Yhden tai viiden vuoden ajanjaksoilla erääntyvän velan osuutta tarkasteltaessa Suomi ei juuri erotu keskeisistä verrokkimaista tai euroalueesta keskimäärin varsinkaan viiden vuoden jaksolla (kuviot 16 ja 17). Yhden vuoden sisällä uudelleenrahoitettavan velan osuus on sen sijaan Suomessa noin viisi prosenttiyksikköä korkeampi kuin esimerkiksi Itävallassa, Saksassa tai euroalueella keskimäärin mutta samaa suuruusluokkaa kuin Alankomaissa.

Kuvio 16. Jälleenrahoitusriski-indikaattori, 1 vuosi, %



Lähde: EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets

Kuvio 17. Jälleenrahoitusriski-indikaattori, 5 vuotta, %

Lähde: EFC Sub-Committee on EU Sovereign Debt Markets

5.4 Jälleenrahoitusriskin hallinta

Eduskunnan valtioneuvostolle myöntämä lainanottovaltuus rajoittaa mahdollisuutta turvautua lyhytaikaiseen, lainaa otettaessa laina-ajaltaan enintään 12 kuukauden mittaiseen lainanottoon. Voimassa olevan lainanottovaltuuden mukaan valtiolle voidaan ottaa velkaa siten, että valtionvelan nimellisarvo saa olla enintään 150 miljardia euroa. Tästä määrästä lyhytaikaista lainaa saa olla enintään 25 miljardia euroa eli noin 17 prosenttia enimmäismäärästä.

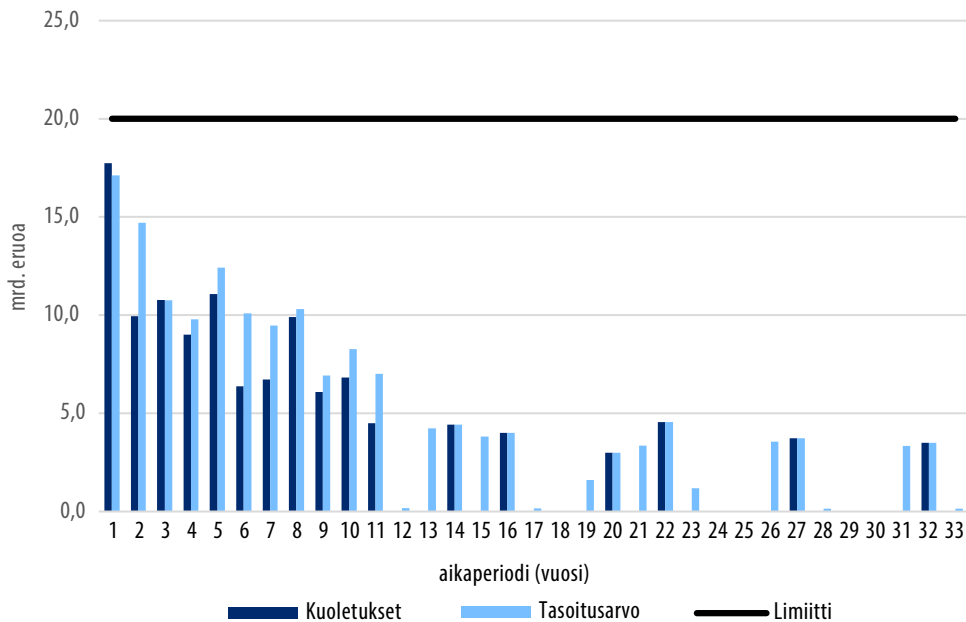
Valtiovarainministeriö on ohjannut valtion lainanottoa Valtiokonttorille annettuun velanhallinnan määräykseen sisältyvällä yleisluontoisella tahdonilmauksella, jonka mukaan valtion budjettitalouden velan erääntymisten tulee jakautua mahdollisimman tasaisesti tuleville vuosille. Ministeriö on myös asettanut varainhankintalähteiden hajauttamiseksi lainanoton käteisinstrumenttien käyttöä ohjaavat rajat. Pitkäaikaisen varainhankinnan tavoiteosuus valtion talousarviotalouden velasta on asetettu 90 prosenttiin. Euromääräisille sarjalainoille on asetettu 80 prosentin tavoiteosuus, ja muulle pitkäaikaiselle lainanotolle kymmenen prosentin tavoiteosuus.

Tällä hetkellä pitkäaikaisten lainojen osuus budjettivelasta on noin 86 prosenttia. Osuus pieneni koronakriisin yhteydessä, jolloin valtio otti runsaasti lyhytaikaista lainaa maksuvalmiutta turvataksaan. Tämä nosti lyhytaikaisen varainhankinnan osuuden yli sille asetetun tavoiteosuuden. Vuoden 2021 lopussa lyhytaikaisen velan osuuden odotetaan olevan noin kymmenen prosenttia kokonaisvelasta.

Jälleenrahoitettavien lainojen ajallista jakautumista ohjataan ns. lineaarisella aikatasoitemuuttujalla, joka rajoittaa erääntymisten keskittymistä 24 kuukauden mittaisten ajankasojen sisällä, mutta ei tuota yksikäsitteisesti ennalta määrättyä velan kuoleusrakennetta (kuvio 18). Käytännössä ratkaisuvälta velan kuoleusrakenteesta ja velan keskimääräisestä laina-ajasta onkin pitkälti annettu Valtiokonttorille. Kuoleusrakenne on nykyisessä varainhankintastrategiassa seurausta sekä velan määrästä, maksuvalmiusaseman valinnasta, sijoittajakysynnästä että kustannustehokkuuden tavoitteesta.

Valtiokonttori raportoi ministeriölle kuukausittain velan kuoleukset, lineaarisen aikatasoitteen arvon sekä lyhytaikaisen (alle 12 kk) velan osuuden brutto- ja nettovelasta.

Kuvio 18. Jälleenrahoitusriskin rajoittaminen aikatasoitteella



Lähde: Valtiokonttori

5.5 Maksuvalmiusriskin hallinta

Valtion maksuvalmius nojaa pitkälti valtion kykyyn saada kulloinkin tarvitsemansa rahoitus kohtuullisin ehdoin rahoitusmarkkinoilta. Maksuvalmiusriskin hallinnassa arvioitavaksi tulee, minkä kokoista maksuvalmiuspuskuria on tarpeen ylläpitää tiedossa olevista ja ennakoituista menoista suoriutumiseen ja missä määrin voidaan tukeutua valtion kykyyn lainata kulloinkin tarvittavat varat markkinoilta. Kyse on optimointiasetelmasta, jossa kassapuskureiden ylläpitäminen aiheuttaa kustannuksia, mutta toisaalta vähäisten puskureiden ja matalan kustannuksen myötä kasvaa riski siitä, että kaikista menoista ei pystyttäkään suoriutumaan ainakaan kustannustehokkaasti.

Maksuvalmiusriskin ja likviditeetin hallintaa varten Valtiokonttori ylläpitää koko valtiosektorin kattavaa Rahakas-kassaennustejärjestelmää. Valtion virastot syöttävät Rahakas-järjestelmään tulo- ja menoennusteensa, joiden perusteella Valtiokonttori joko sijoittaa ylimääräisiä kassavaroja luottoriskittömiin vaihtoehtoihin tai hakee markkinoilta lyhytaikaista rahoitusta siten, että valtion maksuvalmius riittää menojen kattamiseen kaikissa tilanteissa. Lyhytaikaisessa varainhankinnassa hyödynnetään erityisesti valtion velkasitoumuksia, joita voidaan laskea liikkeeseen sekä euro- ja dollarimääräisinä. Ennakoitu maksuvalmiusasema eli kassaennusteet vaikuttavat myös keskeisesti pitkäaikaisen varainhankinnan ajoituksen ja emissiomäärien suunnitteluun.

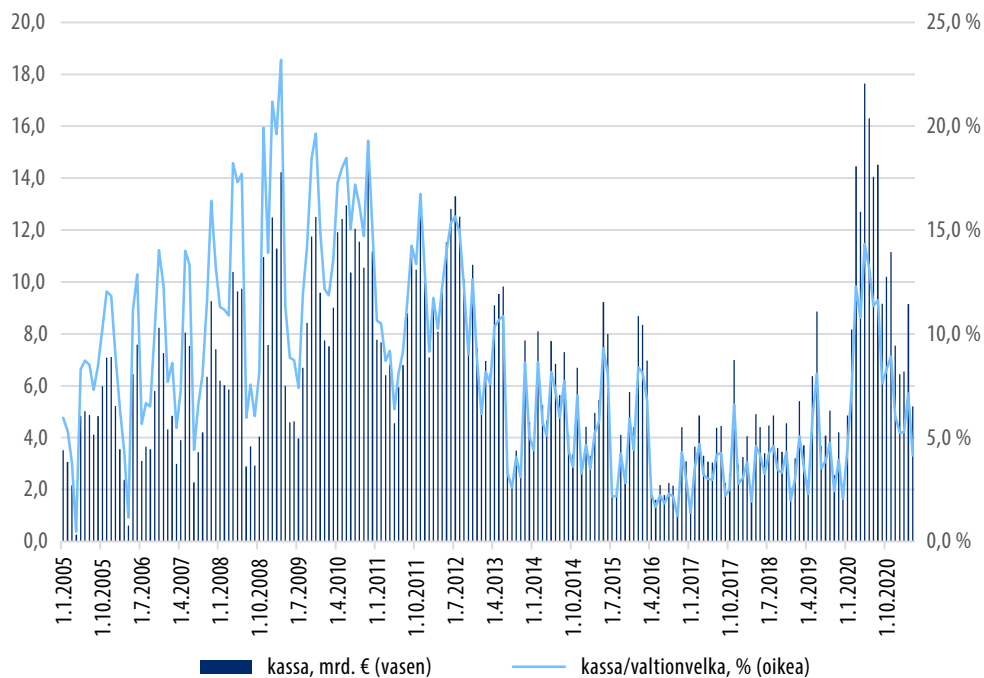
Valtion kassan koko vaihtelee huomattavasti (kuvio 19). Viime vuosina sen keskimääräinen koko on pienentynyt. Tähän on vaikuttanut muun muassa talousarvion täydellisyysvaatimuksesta vuonna 2011 tehty oikeudellinen tulkinta, jonka mukaan vaatimus koskee nettolainanoton osalta talousarvion laatimista mutta ei siihen otetun tuloarvion toteuttamista tilinpäätöshetkellä. Käytännössä tämä tarkoitti sitä, että talousarviosta ilmenevää nettolainanottoa ei tarvitse toteuttaa, jos valtion maksuvalmius ei sitä edellytä.

Kun aiemmin keskimääräinen kassa oli hieman yli seitsemän miljardia euroa tai 11 prosenttia suhteessa valtionvelkaan, vuosina 2012 – 2019 kassa oli keskimäärin noin viisi miljardia euroa tai viisi prosenttia suhteessa velkaan. Kuten jo edellä on todettu, korona-kriisi ja sen aiheuttama epävarmuus synnytti tarpeen kasvattaa voimallisesti kassaa. Viime vuonna keskikassa kasvoikin lähes 12 miljardiin euroon eli lähes kymmeneen prosenttiin suhteessa valtionvelkaan.

Valtiovarainministeriö rajoittaa maksuvalmiusriskiä asettamalla kutakin ajanjaksoa koskevat rajoitteet rahoitusvajeelle eli erääntyvien sitoumusten ja likviditeetin väliselle erotukselle 12 kuukauden ajanjaksolla. Limiitit kuvaavat suurinta sallittua rahoitusvajetta, jonka kattamiseksi valtio turvautuu arvioituun kykyynsä lainata varat kustannustehokkaasti markkinoilta. Valtiokonttorin arvioiman varainhankintakyvyn tulee olla sellainen, että tulevista maksuvelvoitteista kyetään kaikissa olosuhteissa suoriutumaan.

Valtiokonttori raportoi ministeriölle valtion maksuvalmiustilanteesta viikoittain ja kuukausittain. Raportointi käsittää ennusteen valtion maksuvalmiusaseman kehityksestä kullakin hetkellä seuraavien 12 kuukauden ajalle.

Kuvio 19. Valtion kassa



Lähde: Valtiokonttori

5.6 Nykytilan arviointi

Velan kuoletusrakenteen valinta on yksi keskeisistä valtion velanhallinnan politiikkavalinnoista. Valintaa tehtäessä arvioitavaksi tulevat valtion maksukyvyttömyydestä aiheutuvat yhteiskunnalliset haitat tai rahoituksen hinnan merkittävästä kasvusta aiheutuvat kustannukset suhteessa riskien hallinnasta aiheutuvaan kustannukseen eli pitkäaikaisesta lainanotosta ja velan erääntymisten hajauttamisesta aiheutuviin vaihtoehtokustannuksiin.

Pitkäaikainen lainanotto on sijoittajalle maksettavien aikapreemion ja laina-ajan myötä kasvavan luottoriskipreemion vuoksi tyypillisesti kalliimpaa kuin lyhytaikainen lainanotto. Velan kuoletusten ajallisella hajauttamisella voidaan menettää suurten lainakokojen myötä saatavaa likviditeettiä. Pienen euroalueeseen kuuluvan jäsenvaltion kannalta rahoitusriskin hallintaan vaikuttaakin paljon se, minkälaiset varainhankinnan strategiat ja niihin sisältyvät hajautukset ovat kustannustehokkaasti tai ylipäätään toteutettavissa.

Valtion velan määrän ennakoidaan kasvavan lähivuosina. Myös kokonaistuotantoon suhteutettuna velka jatkaa kasvuaan, vaikka sen kasvu hidastuu selvästi. Talousarvion tasapainottamiseksi otettava nettolainanotto ajoittuu pitkälti samoille vuosille kuin euroalueen rahoituskriisin aikana otettujen lainojen erääntyminen ja jälleenerahoitus (vrt. kuvio 15 kuoletusrakenteesta).

EKP:n osto-ohjelma ja EU:n yhteiset lainaohjelmat tukevat todennäköisesti euroalueen valtiolainamarkkinaa ja Suomenkin valtion lainanottoa vielä lähivuosina. Ne ovat kuitenkin luonteeltaan tilapäisiä, eikä niiden markkinoita tukevaan vaikutukseen voi lähtökohtaisesti nojautua liiallisesti pitkän aikavälin maksuvalmiusstrategioita laadittaessa. Jos keskuspankki vetäytyy valtiolainamarkkinoilta kokonaan, tulevat sen hallussa olevat lainat aikaan jälleenerahoitettavaksi markkinaehtoisesti.

Kokonaisuutena arvioituna valtion rahoitusriskin hallintaa voidaan pitää tähän mennessä onnistuneena. Nykyisen velanhallintamallin aikana on koettu jo useampia globaaleja talous- ja rahoituskriisejä, mutta valtion maksuvalmius on pystytty turvaamaan myös vaikeissa markkinaolosuhteissa.

5.7 Rahoitusriskin hallinnan kehittämistarpeet

Valtion pitkän aikavälin lainanottokyvyn turvaamiseksi valtion velalle tulisi määritellä tavoitteellinen kuoletusrakenne ja laatia tämän toteuttamiseksi tarvittavat ohjausmenettelyt. Kuoletusrakenteen määrittämiseksi olisi arvioitava maksukyvyttömyyden tai rahoitusvaikeuksien riskiä ja kustannusta suhteessa niiden hallinnasta aiheutuviin kustannuksiin. Tässä yhteydessä tarkasteltavaksi tulisi ottaa myös pitkäaikaisen lainanoton strategia ja erityisesti riittävän jälkimarkkinalikviditeetin tuottava viitelainan vähimmäiskoko.

Tasainen kuoletusrakenne eli jälleenerahoitettavaksi tulevien lainojen tasainen ajallinen hajauttaminen voisi olla edelleen luonteva lähtökohta rahoitusriskin hallinnassa. Tämän toteuttamiseksi voitaisiin määritellä tavoitteellinen velan keskimaturiteetti ja sallitut poikkeamat tästä lainojen likviditeettinäkökohdat huomioon ottaen. Tarkasteltavaksi voitaisiin ottaa myös mahdollisuus yhdistää jälleenerahoitusriskin hallinta korkoriskin hallinnan analyysikehikkoon, jossa sitä arvioitaisiin yhdessä strategisen korkoriskitavoitteen kanssa.

Maksuvalmiusriskiä hallitaan rajoittamalla rahoitusvajeen määrää, jonka rahoittamiseksi turvaudutaan valtion lainanottokykyyn. Asetettu rajoite ei ole perusteiltaan erityisen selkeä eikä sen nojalla kykene muodostamaan tilannekuvaa valtion maksuvalmiusasemasta parhaalla mahdollisella tavalla. Vaihtoehtona voisi olla omavaraisuutta koskevan vähimmäistavoitteen asettaminen. Se ilmaisisi, kuinka pitkään valtion tulisi kyetä suoriutumaan maksuvelvoitteistaan ilman uutta lainanottoa. Tämä ei edellyttäisi varsinaista muutosta

nykyiseen maksuvalmiuden hallinnan toimintatapaan vaan lähinnä sitä koskevan tavoitteen asettamiseen ja raportointiin.

Maksuvalmiusriskin hallinnassa nojaututaan Valtiokonttorin arvioimaan valtion lainanotto-
tökyyn. Tälle ei kuitenkaan ole olemassa selviä kriteereitä eikä siitä tuoteta tietoa seuranta-
ta varten. Tulisikin harkittavaksi, että valtion varainhankintäkykyä arvioitaisiin säännön-
mukaisesti vakioituneen arviointikehikon valossa ja että arviot liitettäisiin osaksi velanhal-
linnan säännöllistä raportointia.

6 Luottoriskin hallinta

6.1 Riskin määritelmä ja hallinnan tavoite

Luottoriskillä tarkoitetaan sopimusvastapuolen maksukyvyttömyydestä aiheutuvaa tappion vaaraa. Sitä mitataan riskinalaisen saatavan määrällä. Valtiolle aiheutuu luottoriskiä johdannaissopimuksista ja sijoitetuista kassavaroista. Luottoriskin hallinnan tavoitteeksi on asetettu sen minimointi.

6.2 Hallinnan yleiset periaatteet ja nykytila

Luottoriskiä minimoidaan hajauttamalla sitä eri sopimusvastapuolille, edellyttämällä sijoitustoiminnan vastapuolilta luottoriskiluokitusta ja hyvää luottokelpoisuutta sekä vaatimalla johdannaissopimusten vastapuolilta sopimusten markkina-arvoa turvaavaa vakuutta. Luottoriskiä hajautetaan asettamalla vastapuolille luottoluokitukseen perustuvat, sijoituksen sallittua enimmäismäärää ilmaisevat rajat. Luottoriskin hallinnan periaatteet noudattavat pitkälti Kansainvälisen valuuttarahaston (IMF) ja OECD:n valtioille antamia suosituksia riskienhallinnan järjestämisestä.

Kassavaroja voidaan sijoittaa vähän luottoriskiä sisältäviin kohteisiin eli valtiovastapuolien tai nimettyjen kansainvälisten rahoituslaitosten sitoumuksiin ja muihin sijoituskohteisiin, joita ovat käytännössä EU:n alueella toimivien luotto- ja rahoituslaitosten sitoumukset. Viimeksi mainittuihin voidaan sijoittaa enintään kahden kuukauden ajaksi. Suomen Pankin sitoumuksiin voidaan sijoittaa rajoituksetta, vaikka keskuspankeilla ei ole luottoriskiluokitusta. Lisäksi varoja voidaan sijoittaa vakuudellisesti siten, että vakuus täyttää muille sijoituskohteille asetetut luottoluokituskriteerit. Valtion maksuliikepankeille on erikseen asetettu enimmäisraja, joka on suurempi kuin niiden luottoluokitukseen perustuva enimmäisraja muutoin olisi.

Kassavarat ovat tällä hetkellä käytännössä kokonaan valtion tilillä Suomen Pankissa ja vakuudettomina pankkitalletuksina kahdessa valtion maksuliikepankissa. Viimeksi mainitut sijoitukset aiheuttavat valtiolle avointa ja keskittynyttä pankkiriskiä. Keskuspankkisijoituksen voidaan todeta olevan minimointitavoitteen mukainen, ja sitä voi käytännössä pitää luottoriskittömänä sijoitusvaihtoehtona. Maksuliikepankkeihin tehdyt sijoitukset ovat hyvin lyhytaikaisia ja tukevat valtion maksuliikenteen sujuvaa hoitamista.

Valtio harjoittaa johdannaistoimintaa velkaan sisältyvien korko- ja valuuttakurssiriskien hallitsemiseksi. Johdannaissopimukset ovat tyypillisesti tavanomaisia koron- ja valuuttavaihtosopimuksia. Sopimuksista aiheutuu luottoriskiä silloin, kun niille muodostuu valtion näkökulmasta positiivista korkotason tai valuuttakurssin muutoksen synnyttämää markkina-arvoa. Valtio on solminut johdannaistavastapuolien kanssa ns. luottotukisopimukset (Credit Support Annex, CSA), joissa sovitaan vakuuden antamisesta ja hallinnasta sopimusosapuolien välillä. Johdannaistoiminnan luottoriskit on käytännössä kokonaan poistettu vakuusjärjestelyin. Tältä osin toiminta on tavoitteen mukaista. Jonkin verran avointa riskiä jää vakuussopimuksissa määriteltyjen vakuuden vähimmäissiirtorajojen vuoksi, mutta tämän voidaan arvioida olevan valtiontaloudellisesti merkityksetöntä erityisesti johdannaistoiminnasta saatavien hyötyjen valossa tarkasteltuna.

6.3 Kehittämisehdotuksia

Luottoriskin hallinnan voidaan arvioida toteuttavan pitkälti minimointitavoitetta, vaikka kassavarat on sijoitettu suhteellisen harvalukuisiin kohteisiin. Avoimen rahoituslaitosriskin vähentämiseksi tulisi kuitenkin harkita pankkivastapuoliin tehtävien sijoitusten juoksuajan lyhentämistä enintään kuukauden mittaiseksi.

Varojen säilyttämistä Suomen Pankissa voidaan pitää valtion luottoriskin hallinnan minimointitavoitteen ja valtion maksuliikkeen hoidon kannalta erityisen hyvin toimivana järjestelynä. Keskuspankissa säilytettäville varoille tulisi tämän vuoksi määritellä niiden tavoitteellista kokoa ohjaava periaate. Luottoriskiä koskevaa raportointia tulisi selkeyttää niin, että raportoinnista ilmenisi paitsi riskin alaisen saatavan määrä ja jakautuminen riskin lähteittäin, myös arvio odotettavissa olevan luottotappion määrästä ja sen toteutumisen todennäköisyydestä.

7 Toiminnallisten ja oikeudellisten riskien hallinta

7.1 Riskin määritelmä ja hallinnan tavoite

Toiminnallisella riskillä tarkoitetaan velanhallintatoimiin liittyvää toimintatavan, toiminnassa käytettävien järjestelmien, sisäisen valvonnan puutteellisuuden tai äkillisen, ennalta arvaamattoman ulkoisen tapahtuman aiheuttamaa taloudellisen vahingon vaaraa. Toiminnallisen riskin hallinnan tavoitteena on sen minimointi. Hallinnalla yritetään välttää toiminnan keskeytyminen tai taloudellinen vahinko, joka syntyy teknologian, organisaation tai toimintatavan puutteellisuudesta sekä ulkoisista seikoista.

Valtiovarainministeriö on asettanut velanhallinnan operaatioista vastaavalle Valtiokonttorille toiminnallisten riskien hallinnan yleiset vaatimukset. Valtiokonttorin tulee:

- ylläpitää riskin hallinnassa tarvittavaa sisäistä ohjeistusta
- arvioida riskin hallinnan tilaa säännöllisesti
- rekisteröidä toteutuneet riskit
- varmistaa tietojärjestelmien luotettava toiminta
- varmistaa henkilöstön asiantuntemus
- varmistaa tehtävien ja vastuiden selvä jako
- varmistaa seurannan ja raportoinnin sekä sisäisen valvonnan toiminta
- varautua ulkoisten toimintaa haittaavien häiriöiden varalta tarkoituksenmukaisella jatkuvuussuunnitelmalla ja ylläpitää tätä.

Valtiokonttori raportoi valtiovarainministeriölle operatiivista riskeistä ja niiden hallinnasta neljännesvuosittain.

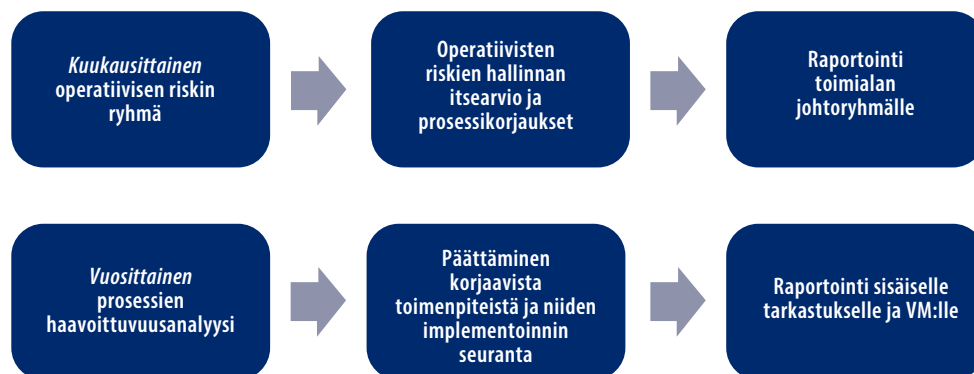
7.2 Hallinnan nykytila

Valtiokonttorin velanhallintatoimiin liittyvä toiminnallisten riskien hallinta pohjautuu sekä sen omiin riskienhallinnan periaatteisiin että valtiovarainministeriön antamaan velanhallinnan ohjeistukseen. Riskienhallinta keskittyy erityisesti toimitilojen turvallisuuteen ja niiden käytön jatkuvuudesta huolehtimiseen, esimerkkeinä korkean turvallisuuden työtilan turvallisuus- ja varavoimaratkaisut sekä suojatilojen ylläpito. Valtiokonttori vastaa Valtorin kanssa myös IT-infrastruktuurista ja kyberturvallisuudesta.

Valtiokonttorin rahoitustoimialan vastuulla on velan- ja kassanhallinnan toiminnallisten riskien hallinta tavalla, joka täyttää valtiovarainministeriön velanhallinnan ohjeistuksen asettamat vaatimukset ja on linjassa rahoitusmarkkinoiden yleisten standardien kanssa. Rahoitustoimialalla vastuu toiminnallisten riskien hallinnasta on velan- ja kassanhallinnan operaatioiden toteutuksesta erillään olevalla yksiköllä, työjärjestyksen määrittelemällä tavalla.

Velan- ja kassanhallinnan toiminnallisten riskien hallinnan keskeiset periaatteet ovat ajantasaisuus, säännönmukaisuus ja kattavuus. Velanhallinnan toiminnallisten riskien hallinta tapahtuu säännöllisesti sekä vuosi- että kuukausitasolla. Prosesseissa ilmenneisiin poikkeamiin reagoidaan ja niitä analysoidaan systemaattisesti kuukausitasolla, mutta vakaviin ongelmiin puututaan heti yhteistyössä johdon kanssa. Toiminnallisten riskien hallinnan prosessi kattaa kaikki velan- ja kassanhallinnan prosessit. Prosesseista pidetään yllä ajantasaista prosessikuvauksia, jotka toimivat riskien hallinnan käytännön ohjeena.

Kuvio 20. Toiminnallisten riskien seuranta



Lähde: Valtiokonttori

Käytännössä velan- ja kassanhallinnan toiminnallisten riskien hallinnasta vastaa kuukausittain kokoontuva operatiivisten riskien ryhmä. Ryhmässä on jäseniä kaikista velan- ja kassanhallinnan prosesseista. Toiminnan perustana on prosesseissa ilmenneiden poikkeamien jatkuva seuranta ja poikkeamarekisterin ylläpito.

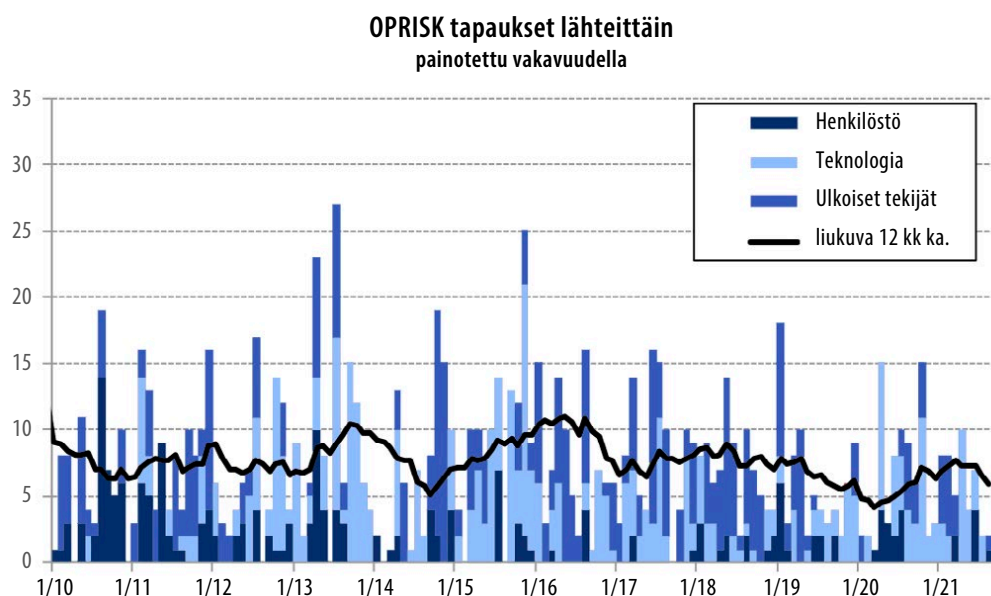
Operatiivisen riskien ryhmä käy systemaattisesti läpi kaikki poikkeamakirjaukset ja analysoi niiden syitä organisaatioyksiköittäin ja lähteittäin. Se myös arvioi poikkeamien vakavuutta numeerisesti, mukaan lukien euromääräiset riskiarviot. Lisäksi tarkasteluun kuuluu päättäminen poikkeamatapauksen edellyttämistä korjaus- ja kehittämistoimenpiteistä vastuuhenkilöineen. Poikkeamien pohjalta ryhmä tuottaa kuukausittain itsearvioon perustuvan sekä numeerisen että sanallisen analyysin velan- ja kassanhallinnan toiminnallisten riskien yleisestä tilasta. Ryhmä raportoi havainnoistaan rahoitustoimialan johdolle.

Rahoitustoimialan sisäinen valvonta arvioi vuosittain kaikkien velan- ja kassanhallinnan prosessien toiminnan laadun yhdessä prosessinomistajien kanssa ja esittää laatuarvioon perustuvia suosituksia prosessien kehittämistoimista. Vuositarkastelu sisältää myös prosesseihin liittyvien riskien realisoitumisen todennäköisyyksien ja vakavuuksien arvion. Rahoitustoimialan riskienhallinta raportoi vuosittain arvioinnin tuloksista toimialan ja Valtiokonttorin johdolle sekä valtiovarainministeriölle. Toimialan johto seuraa kehittämistoimenpiteiden toteutumista ja päättää tarvittaessa jatkotoimenpiteistä. Johdon tehtävänä on huolehtia henkilöstöressurssien ja muiden resurssien riittävydestä ja henkilöstön koulutuksesta.

Rahoitustoimiala valmistee kolme kertaa vuodessa operatiivisten ja oikeudellisten riskien tilannearvion valtiovarainministeriölle ja Valtiokonttorin johdolle. Tilannearvio sisältää toiminnallisten riskien osalta katsauksen fyysisestä turvallisuudesta ja kriisivalmiudesta, henkilöstöön liittyvistä toiminnallisista riskeistä, tietotekniikan toiminnasta ja prosien tilasta. Lisäksi velan- ja kassanhallinnan markkinaosapuolille suunnattu vuosikatsaus sisältää tiivistetyn katsauksen toiminnallisista riskeistä.

Velan- ja kassanhallinnan jatkuvuuden hallinnan tavoitteena on, että velanhallinnan kriittisten palvelujen tuotanto ei vaarannu normaalioloissa, normaaliolojen häiriötilanteissa tai yllättävissä erityistilanteissa. Jatkuvuussuunnitelma pyrkii kuvaamaan toimintojen kriittisimmät tehtävät, mistä ne ovat riippuvaisia ja miten ne pystytään tuottamaan edellä mainituissa tilanteissa. Rahoitustoimiala vastaa jatkuvuussuunnitelman ajantasaisuudesta ja kattavuudesta. Se järjestää jatkuvuusharjoituksia, joissa testataan organisaation valmiuksia toimia häiriötilanteissa.

Kuvio 21. Toteutuneet toiminnalliset riskit



Lähde: Valtiokonttori

Jatkuvuussuunnitelmien aktivointi tulee kyseeseen normaaliolojen laajavaikutteisissa häiriötilanteissa, jotka uhkaavat merkittäväällä tavalla velanhallinnan tehtäväkokonaisuuksien jatkuvuutta. Jatkuvuussuunnitelma ei kata poikkeusoloja, jolloin velan- ja kassanhallinnan toimintaa ohjaavat poikkeusolojen eritysjärjestelyt.

Kuvio 22. Jatkuvuuden hallinnan vaiheet



Lähde: Valtiokonttori

7.3 Oikeudelliset riskit

Oikeudellisella riskillä tarkoitetaan lainsäädännön ja markkinakäytäntöjen noudattamatta jättämisestä, sopimuksen tai päätöksen toteutumatta jäämisestä, pätemättömyydestä, mitättömyydestä, moitteenvarauisuudesta, dokumentoinnin puutteellisuudesta tai oikeudellisen toimintaympäristön muutoksesta aiheutuvaa taloudellisen vahingon vaaraa. Oikeudellisen riskin hallinnan tavoitteena on sen minimointi. Riskejä hallitaan seuraamalla oikeudellisen toimintaympäristön kehittymistä aktiivisesti osaamisen ylläpitämiseksi sekä hyödyntämällä mahdollisuuksien mukaan markkinoilla yleisesti käytettäviä mallisopimuksia sopimustoiminnassa.

Yleensä itsenäiset valtiot ottavat lainat pääsääntöisesti tai kokonaan oman lainsäädäntönsä alaisena, koska lainanottopäätöksen ohella sovellettava lainsäädäntö itsessään kuuluu niiden suvereniteetin alaan. Joissakin maissa valtion lainanotosta säädetään lailla. Suomessa näin ei ole. Perustuslain mukaan valtion lainanoton tulee perustua eduskunnan suostumukseen. Talousarvioletalouden vuotuisen nettolainanoton määrästä päätetään valtion talousarviossa. Lainat otetaan eduskunnan erikseen valtioneuvostolle myöntämän niin sanotun kantavaltuuden nojalla. Valtuus on voimassa toistaiseksi ja siitä ilmenee suurin sallittu valtion talousarvioletalouden lainojen yhteenlaskettu nimellisarvoinen määrä. Valtion ja lainanantajien väliset lainasopimukset ovat yksityisoikeudellisia sopimuksia.

Valtion sarjalainat ja velkasitoumukset lasketaan liikkeeseen Suomen lainsäädännön alaisina, eli niihin sovelletaan Suomen lakia ja niitä mahdollisesti koskevat sopimusosapuolien väliset riita-asiat ratkaistaan suomalaisessa tuomioistuimessa. Tämän voidaan arvioida turvaavan liikkeeseenlaskijan asemaa kotimaan lainsäädännön syvällisen tuntemuksen ja mahdollisten riita-asioiden käsittelykielen vuoksi.

Valtion muun kuin euron määräinen pitkäaikainen lainanotto tehdään valtion Euro Medium Term Note -ohjelman puitteissa, ja niihin sovelletaan Englannin lakia. Lainaohjelman hyödyntäminen tuottaa itsessään oikeudellista varmuutta. Englannin lakia käytetään laajasti kansainvälisten sopimusten lainsäädäntönä ja Englannin tuomioistuimia erimielisyyksien ratkaisemisessa niiden käytännössä koetellun oikeusvarmuuden vuoksi. Muun kuin euron määräisen lainanoton määrä on lisäksi rajattu suhteellisen pieneksi. Tämän vuoksi siitä aiheutuva oikeudellinen riskikin voidaan arvioida vähäiseksi.

7.4 Kehittämisehdotuksia

Riskien toteutuminen ilmenee viime kädessä toiminnan eriaisteisena häiriintymisenä tai viime kädessä sen keskeytymisenä. Valtion rahoituksen keskeytyminen muutoin kuin hyvin lyhytaikaisesti on valtion yleisen toiminnan jatkuvuuden ja maksuvalmiuden kannalta erityisen vahingollista. Valtiolla on näin ollen erityinen intressi huolehtia toiminnan jatkuvuudesta ja valtiojohtolla vahva intressi olla tietoinen mahdollisista ongelmista ja ennen kaikkea saada oikea-aikainen ja riittävä tieto niiden vakavuudesta.

Toiminnan keskeytysriskin hallintaan on tämän vuoksi paikallaan kiinnittää huomiota kokonaisvaltaisesti muun muassa lainanoton menettelyjä ja ajoitusta suunniteltaessa. Yllä kuvatun riskin määritelmän mukaisten toiminnallisten riskien hallinnan tulee olla järjestelmällistä ja täyttää vähintäänkin alan parhaiden käytäntöjen, esimerkiksi ISO 22301 -standardin vaatimukset. Tämä voitaisiin asettaa riskien hallinnan yleiseksi vaatimukseksi Valtiokonttorille.

Riskien raportoinnista tulisi ilmetä riittävällä tarkkuudella riskien kehittyminen riskin lähteittäin sekä mahdollisuuksien mukaan arvio riskin toteutumisen todennäköisyydestä ja siitä aiheutuvan haitan mittaluokasta. Raportoinnin tulisi tapahtua samalla aikavälillä kuin muu riskiraportointi ja tarvittaessa useamminkin. Valtiokonttorilta voitaisiin edellyttää vuosittaisen jatkuvuussuunnitelman laatimista. Suunnitelma saatettaisiin tiedoksi valtiovarainministeriölle.

Periaatteesta kansallisen lain ensisijaisuudesta lainasopimuksissa sovellettavaksi lainsäädännöksi tai ylipäätään lainanotossa sovellettavasta lainsäädännöstä ei ole säädetty lailla eikä niihin ole varsinaisesti otettu kantaa myöskään velanhallinnan strategiassa. Asian merkittävyyden vuoksi lainanotossa sovellettavasta lainsäädännöstä olisi kuitenkin paikallaan linjata velanhallintapolitiikasta päätettäessä.



VALTIOVARAINMINISTERIÖ
FINANSMINISTERIET

VALTIOVARAINMINISTERIÖ
Snellmaninkatu 1 A
PL 28, 00023 VALTIONEUVOSTO
Puhelin 0295 160 01
vm.fi

ISSN 1797-9714 (pdf)
ISBN 978-952-367-913-9 (pdf)

Joulukuu 2021