

## **VARO VALTION VELKAKIRJOJA**

Thorsten Polleit

### **I. Kannustimet omistaa ja laskea liikkeelle valtion velkaa**

Monet ihmiset pitävät säästönsä valtion velkakirjoissa. He ilmiselvästi ovat sitä mieltä, että valtion velkakirjat tarjoavat houkuttelevan tuoton ja edustavat melko pientä riskiä.

Mutta hetkinen. Mitä valtion velkakirjat todellisuudessa edustavat? Kuka maksaa näiden velkakirjojen korot? Ja kuka maksaa heille?

Valtion velkakirja edustaa lainaa julkiselle sektorille ja valtio käyttää varat rahoittaakseen menonsa: se maksaa poliitikot, byrokraatit, suosittu ryhmät, sosiaaliturvan, armeijan, infrastruktuurin jne.

Valtio turvautuu velkarahoitukseen, koska verotulot eivät tyypillisesti kata sen menoja. Mutta miksei valtio nosta veroja tai hillitse kulutustaan täyttääkseen rahoituksellisen vajeensa?

Ihmiset eivät pidä verojen maksamisesta. Samaan aikaan he pitävät rahallisten etujen vastaanottamisesta valtiolta. Valtiota edustavat puolestaan haluavat tehdä ihmiset onnellisiksi antamalla heille rahaa – tämän ollessa paras tapa turva heidän uudelleenvalintansa.

Kaikista saatavissa olevista rahoitusinstrumenteista velkarahoitus on taloudellisesti ottaen kaikkein houkuttelevin valtion ja äänestäjien näkökulmasta.

Ensinnäkin, velkarahoituksen kautta valtio voi rahoittaa sen rahojen jakamisen rasittamatta veronmaksajaa. Äänestäjät voivat nauttia taloudellisista eduista, joista he ei joudu maksamaan.

Veronmaksajat joutuvat vain kantamaan valtion velan korkokulut, kun taas velan takaisinmaksu siirretään tuleville veronmaksajien sukupolville.

Toiseksi, ihmisillä on taipumus ostaa valtion velkakirjoja vapaaehtoisesti, joten uutta velkaa voidaan helposti laskea liikkeelle ja asettaa säästäjille aiheuttamatta poliittista vastustusta.

Kolmanneksi, valtion velkakirjoja pidetään alhaisena riskinä: valtiolla on valta verottaa – tarkoittaen, pakkolunastaa veronmaksajia – joten valtion velkakirjoihin sijoittavilla on hyvä syy olla suhteellisen luottavaisia, että he saavat sijoituksensa ja korkonsa takaisin.

Ja neljänneksi, sosialistisideologiset taloudet tekevät parhaansa oikeuttaakseen valtion velan: esimerkiksi, tyypillisesti sanotaan, että luottarahoitetut julkiset kulut elvyttävät tuotantoa ja työllisyyttä.

Tämä on kuitenkin virhekäsitys. Valtio ei luo uusia hyödykkeitä luottorahoituskulutuksellaan. Velkarahoitus sallii valtiolle lisätä merkittävästi sen otetta niukoista resursseista – resursseista, jotka muutoin olisivat olleet käytettävissä vaihtoehtoisiiin sijoitushankkeisiin.

Koska toteutumattomien sijoitusten menetetyt hyödyt eivät tyypillisesti tule näkyviin, ihmisten suuttumus tuhlailevaa julkisluottorahoituskulutusta kohtaan jää vaimeaksi.

## **II. Kannustimet valtion velan hoitoon**

Eräs toinen tärkeä kysymys vaatii vastausta: miksi nykyiset veronmaksajat ovat auliita maksamaan menneisyydessä kertynyttä valtion velkaa – velkaa, josta heitä ei voida pitää vastuullisena ja josta he eivät ole hyötynet?

Vastaus kuuluu seuraavasti: koska se ylläpitää *valtion luoton laatua*. Sillä jos valtion luoton laatu säilyy suosiollisena sijoittajien näkökulmasta, hallitsijat ja alamaiset voivat jatkaa turvautumistaan velkarahoitukseen.

Tilanne muuttuu kuitenkin ratkaisevasti, jos ja kun velkarahoituksesta tulee liian kallista hallitsijoille ja alamaaisille.

Kun uuden velan liikkeelle laskemisesta tulee liian kallista – esimerkiksi lainauskoron

ylittäessä tietyn tason tai velkatason ylittäessä tietyn kynnyksarvon – hallitsijoiden ja alamaisten taloudelliset kannustimet hoitaa julkista velkaa laskevat nopeasti. Ne saattavat jopa hävitä kokonaan.

”Miksi jatkamme velan maksamista, jonka muut ihmiset ovat saaneet aikaan?” veronmaksajat kysyvät itseltään. ”Miksi jatkaa rahan kuluttamista johonkin, josta emme enää hyödy?”

Ja hallitsijat kysyvät itseltään, ”Miksi ryhtyä poliittisesti epäsuosittuun toimintaan verotta ihmisiä, kun me eikä alamaiset eivät pysty laskemaan liikkeelle lisää uutta velkaa?”

Luonnollisesti jos valtion velka on merkittävältä osaltaan äänestäjäkunnan hallussa, valtiolla ja hallitulla luokalla on vahva intressi pitää yllä valtion velan hoitoa, ainakin periaatteellisesti.

Jos valtion velka on kuitenkin saavuttanut tason, joka hillitsee taloudellista laajentumista ja alentaa verotuloja, ja jos valtion muita kuluja ei voida hillitä poliittisista syistä, velan hoito täytyy maksaa uusilla annoksilla valtion velkaa – tilanne, joka johtaa ennemmin tai myöhemmin valtion luottolaadun romahdukseen.

Jos valtion velka on pääosin ryhmien hallussa, joilla ei ole suoraa sananvaltaa valtion toimintapolitiikkaan (kuten esimerkiksi ulkomaisilla tai kotimaisilla äänestäjien vähemmistöön kuuluvilla velkakirjan haltijoilla), hallitsijoiden ja alamaisten enemmistön kannustimet vetäytyä valtion velasta tulevat melko korkeiksi.

Nykyään pääosa valtion velkakirjoihin sijoittavista ei odota valtion todellisuudessa maksavan takaisin velkaansa. He odottavat velan uudistamista sen erääntyessä. Tämä tarkoittaa, että nykyinen sijoittaja odottaa, että tulevaisuudessa on sijoittaja, joka on valmis lainaamaan rahaa valtiolle.

Samaa järkeilyä soveltaen tulevien sijoittajien täytyy myös odottaa, että kun heidän valtion velkakirjansa erääntyvät, löytyy muita sijoittajia vielä pidemmällä tulevaisuudessa, jotka ovat valmiita lainaamaan rahaa valtiolle.

Joten jos tämän päivän sijoittajat menettävät luottamuksensa, että tulevaisuudessa löytyy sijoittajia valmiina uudistamaan erääntyvää valtion velkaa – koska he (oikein tai väärin) pelkäävät, että hallitsijalla eikä hallituilla ole kannustimia hoitaa valtion velkaa, alkavat ongelmat.

Tällöin sijoittajat alkavat paeta pois valtion velkakirjoista. Velkakirjojen hinta tippuu ja käänteisesti valtion rahoituskustannukset nousevat.

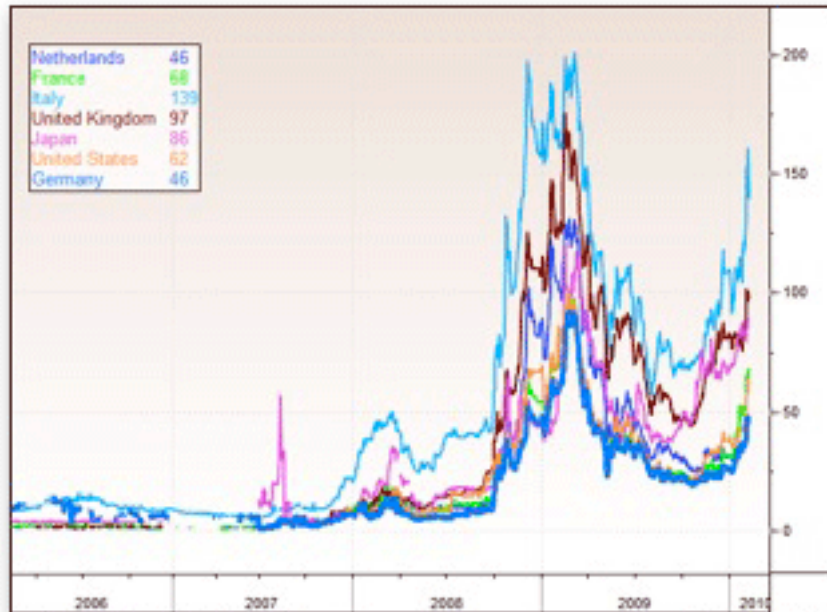
Ei vaadi paljoakaan nähdäkseen, että sijoittaminen velkakirjoihin, jotka ovat laskeneet liikkeelle kansakunnat, joilla ei ole kykyä, halukkuudesta puhumattakaan, maksaa velkaansa takaisin, on melko riskialtista toimintaa, lievästi ilmaistuna.

### **III. Kannustimet inflaatiolle**

Viime aikoina finanssimarkkinoiden lähettämien hintasignaalien perusteella sijoittajien huolet ovat alkaneet nousta sille, että valtiot eivät hoida velkojaan. Esimerkiksi luottoriskinvaihtojen (CDS) marginaalit ovat nousseet jyrkästi kautta kaikkien merkittävien valtion velkakirjamarkkinoiden.

Yksinkertaisesti ilmaistuna CDS marginaali voidaan tulkita hintana vakuuttaa velkakirjan haltija luoton maksuhäiriöltä. Tässä merkityksessä mitä korkeampi CDS:n marginaali on, sitä korkeampi on todennäköisyys sijoittajan näkökulmasta, että lainaajaa saattaa ajautua maksuhäiriöön velastaan.

Viimeisin nouseva suunta CDS marginaaleissa – jotka pysyvät alle nähtyjen myöhäisen 2008/aikaisen 2009 tasojen – on aiheutunut kasvavista huolista Kreikan luottojen laadusta: sen hallitsijoiden ja alamaisten kyvystä ja halukkuudesta jatkaa julkisen sektorin velan hoitamista.



**Kaavio 1 CDS marginaalit, viiden vuoden maturiteetti, basis points**

Tämä tapahtuma on selkeästi toiminut muistutuksena monille: sijoittajat ovat tulleet lisääntyvässä määrin tietoisiksi monien valtioiden ylivenytetystä rahoituksellisesta tilanteesta, tosiasiaista, jota on ylenkatsottu pitkän aikaa.

Kuitenkin kasvavat huolet valtion velkakirjojen maksuhäiriöistä saattavat olla liioiteltuja. Sijoittajien tulisi muistuttaa mieliinsä, että valtion velan maksaminen uutta rahaa painamalla on, ainakin valtion näkökulmasta, taloudellisesta houkuttelevampaa kuin julkisen velan maksukyvyttömyys.

Ei pitäisi olla mikään yllätys, jos lopulta ilmenee, että todellinen vaara on, kuten niin monta kertaa menneisyydessä, inflaatio, maksukyvyttömyyden sijaan. Kuten Ludwig von Mises totesi:

”Jos valtio ei pysty neuvottelemaan lainoistaan ja ei uskalla lisätä verorasitusta pelossa, että rahoitukselliset ja yleiset taloudelliset vaikutukset paljastuvat liian selkeästi ja liian pikaisesti valtion menettäessä tukensa toimintatavoilleen, se harkitsee aina välttämättömäksi ryhtyä inflatorisiin menettelyihin.”[1]

[1] Mises, Ludwig von (2006 [1923]), "Stabilization of the Monetary Unit — From the Viewpoint of Theory," teoksessa *The Causes of Economic Crisis and Other*.

*Essays Before and After the Great Depression*, toim. Greaves, Percy L. Jr., s. 39.

Alkuperäinen artikkeli: [Beware of Government Bonds](#)