

## ANALYYSI

# Onko julkinen velka vaikuttanut talouskasvuun Suomessa?

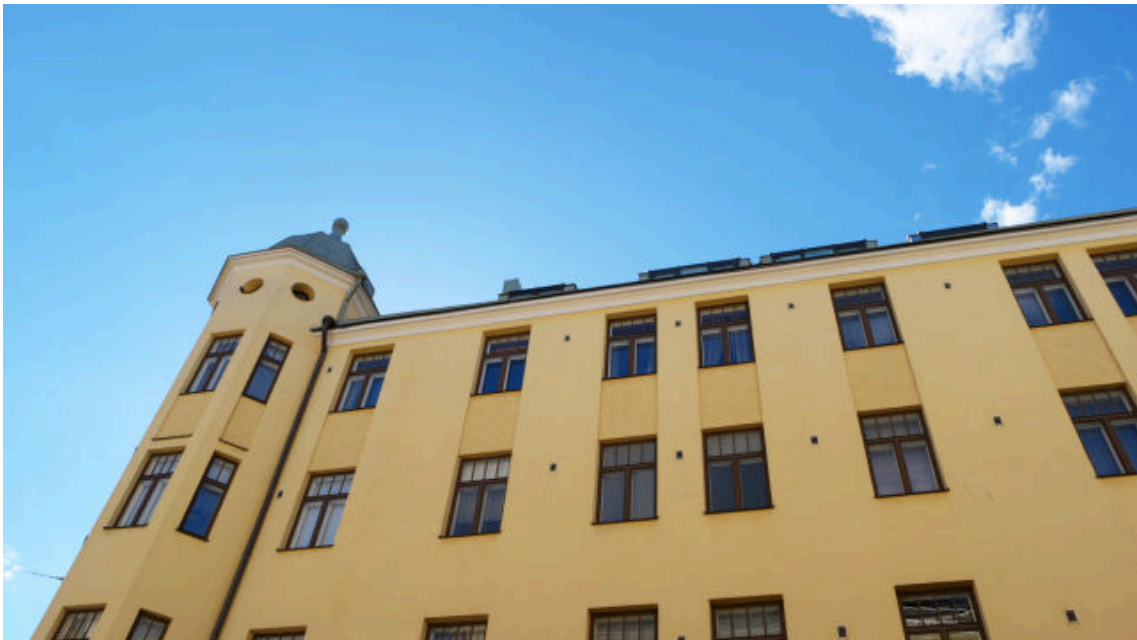
Suomen talous | 28.11.2017 | Pasi Ikonen

KIRJOITTAJA



Pasi Ikonen  
Vanhempi ekonomisti

Julkisen velan vaikutus kasvuun on ollut vilkkaan taloustieteellisen tutkimuksen kohteena, kun julkinen velka on kasvanut voimakkaasti finanssikriisin myötä monissa kehittyneissä maissa. Julkisen velan kasvua hidastava vaikutus sinänsä on Suomessa todennäköisesti ollut ainakin viime vuosina pieni. Vaikka julkisen velan suhde on ollut kasvussa, pienet julkiset korkomenot ovat suojanneet taloutta epäsuotuisilta vaikutuksilta. Matalat korot ovat rajoittaneet myös yksityisen sektorin kasvaneen velan hoitotaakkaa.



## Miten julkinen velka voi vaikuttaa talouskasvuun?

Lyhyellä aikavälillä julkinen velkaantuminen voi olla perusteltua. Eräs kirjallisuudessa esitetty peruste julkiselle velanotolle on verotuksen tasaus<sup>1</sup>. Julkisella velanotolla voidaan välttää verotuksen kiristäminen ja keventäminen suhdannetilanteen mukaan. Julkista velanottoa pidetään taantuman oloissa myös yleisesti järkevänä vastasyklisen finanssipolitiikan rahoittamiseksi. Lisäksi pankkikriisin oloissa on usein katsottu tarpeelliseksi tukea pankkijärjestelmää julkisilla varoilla, mikä on tyypillisesti rahoitettu velanotolla. Pitemmällä aikavälillä julkista velanottoa voidaan perustella kasvua parantavien julkisten investointien rahoittamisella, jolloin kasvun hedelmillä voidaan maksaa velka takaisin.

Julkisen velan BKT-suhde on ollut kehittyneissä talouksissa jo pitkään kasvusuunnassa. Tämä ei ole sopusoinnussa edellä esitettyjen perustelujen kanssa, vaan kirjallisuuden mukaan suuri julkinen velka voi hidastaa kasvua pitkällä aikavälillä. Perinteisen taloustieteellisen näkemyksen mukaan julkinen velka syrjäyttää yksityisiä investointeja korvaamalla yksityisten yritysten liikkeeseen laskemia velkapapereita yksityisten sijoittajien salkuissa. Pienemmät investoinnit vuorostaan heikentävät talouden kasvuedellytyksiä. Tämä vaikutus voi korostua, jos riittämättömät investoinnit hidastavat uuden teknologian kehittämistä ja leviämistä. Lisäksi julkisen kulutuksen velkarahoituksen voi nähdä yleensä merkitsevän, että verojen on oltava tulevaisuudessa suurempia, jotta ne voivat kattaa suuremman velan aiheuttamat korkomenot. Korkeammat verot ja epävarmuus tulevasta finanssipolitiikasta heikentävät kasvua. Suurempi velka lisää nopeamman inflaation ja velkakriisin todennäköisyyttä, mikä nostaa riskipreemioita ja korkoja.<sup>2,3</sup> Suurella julkisella velalla on talouskasvun kannalta sekin varjopuoli, että se rajoittaa mahdollisuuksia vastasykliseen finanssipolitiikkaan taantuman aikana. Lisäksi vaikeutuu rahoitusjärjestelmän tukeminen tarvittaessa.

Etenkään pienen avoimen talouden julkinen velka ei välttämättä syrjäytä yksityisiä investointeja, kun julkisyhteisöjen ja yksityisten investointien rahoitus saadaan osin ulkomailta. Ulkomaisella velkaantumisella on kuitenkin myös varjopuolensa. Suuri tai nopeasti kasvava velka voi nostaa ulkomaisenkin rahoituksen hintaa. Pahassa tapauksessa suuri ulkomainen julkinen velka kasvattaa velkakriisin riskiä.

## Millaisia empiirisiä tuloksia on julkisen velan vaikutuksesta kasvuun?

Kun tutkitaan velan vaikutusta kasvuun, tuloksiin vaikuttaa se, miten endogeenisuusongelma on käsitelty. Endogeenisuusongelmalla tarkoitetaan tässä sitä, että talouskasvu vaikuttaa julkisen

velan kehitykseen. Tämä johtuu siitä, että julkisen velkasuhteen osoittaja eli velan koko suurenee talouskasvun heiketessä kun julkiset verotulot vähenevät ja menot kasvavat. Lisäksi samaan aikaan nimittäjä eli talouden koko pienenee tai ainakin sen kasvu hidastuu. Endogeenisuus on asianmukaisesti otettava huomioon paneeliekonometrisissa malleissa, joiden avulla julkisen velan vaikutusta kasvuun on yleensä tutkittu.

Tuoreen Ikosen (2017) laajaan maapaneelianeistoon perustuvan tutkimuksen mukaan julkisen velan talouskasvua pienentävästä vaikutuksesta on jonkin verran näyttöä, vaikka otettaisiin huomioon se, että talouskasvu vaikuttaa julkisen velan kehitykseen. Tämä näyttö ei kuitenkaan säily kaikissa otoksissa ja mallispesifikaatioissa. Ulkoisen julkisen velan epäsuotuisasta kasvuvaiikutuksesta on näyttöä kehittyneissä maissa. Lisäksi Ikosen (2017) tulosten mukaan julkinen velka näyttää pienentävän yksityisten investointien BKT-suhdetta ja lisäävän yksityisen kulutuksen osuutta bruttokansantuotteesta.

Etenkin varhaisemmissa tutkimuksissa löydettiin julkiselle velalle yleisiä kynnysarvoja, joita suurempi velka alkaa vaimentaa kasvua. Useiden viimeaikaisten tutkimustulosten mukaan julkisella velkasuhteella ei ole samaa kynnysarvoa kaikkien maiden kannalta. Ikosen (2017) tulosten perusteellakaan julkisella velalla ei näyttäisi olevan yksittäistä kynnysarvoa, jota suurempi velkasuhde alkaisi heikentää kasvua.

## Yksityisen sektorin velan vaikutuksesta kasvuun

Yksityinen eli kotitalouksien ja yritysten velanotto liittyy useissa tapauksissa talouskasvun nopeutumiseen. Pitkällä aikavälillä voidaan yksityiselle sektorille kanavoitujen luottojen määrä tulkita rahoitusmarkkinoiden kehittyneisyydeksi, mikä tuottaa hypoteesin yksityisen sektorin velan BKT-suhteen positiivisesta vaikutuksesta kasvuun.<sup>4</sup>

Yksityisen sektorin suuri velka voi kuitenkin merkitä myös kasvua heikentävää ylivelkaantuneisuutta. Voidaan joutua tilanteeseen, jossa velkaisten kotitalouksien täytyy vähentää kulutustaan hoitaakseen lainojaan. Vastaavasti myös velkaisten yritysten täytyy leikata investointeihin ja muihin tarkoituksiin suunnattuja menoja pystyäkseen hoitamaan lainojaan. Kukk (2016) onkin havainnut, että kotitalouksien velkaantuneisuus vaikuttaa lainanhoitokulujen kautta kulutukseen ja sitä kautta kasvuun. Lisäksi Juselius ja Drehmann (2015) ovat havainneet, että velan hoitotaakka heikentää merkittävästi luottojen ja menojen kasvua.

## Velka ja Suomen talous

Julkinen velkasuhde on ollut G7-maissa (keskimäärin) kasvavalla trendillä 1970-luvun lopulta lähtien (kuvio 1). Velka on pysynyt ennallaan tai hieman supistunut korkeasuhdanteissa, mutta

muina aikoina se on lisääntynyt. Ajan myötä velkasuhteen vaihtelu on voimistunut kehittyneiden talouksien välillä. Tällä hetkellä velkaantunein talous on Japani ja vähiten velkaantunut Viro.

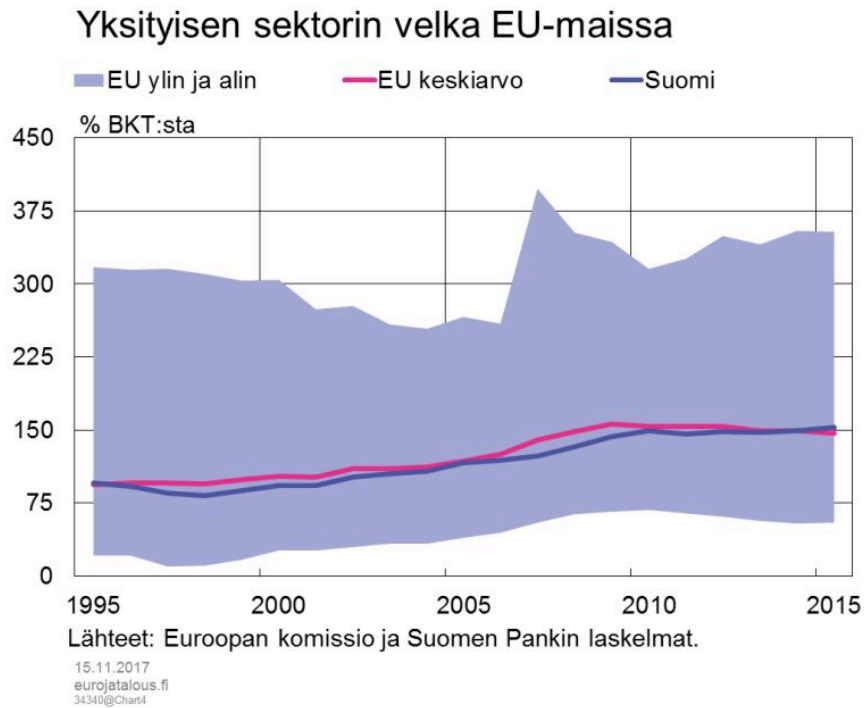
Kuvio 1.



Myös Suomessa julkinen velka on ollut kasvavalla trendillä 1970-luvun lopulta lähtien (kuvio 1). Suomen julkinen velkasuhde tosin kasvoi merkittäväksi vasta 1990-luvun alussa suuren laman ja pankkikriisin myötä. Sitä ennen Suomen julkinen velka oli kehittyneiden talouksien pienimpiä. Velkasuhde vakautui 1990-luvun puolivälissä ja laski sen jälkeen finanssikriisin kärjistymiseen asti vuonna 2008. Sen jälkeen velkasuhde kasvoi nopeasti ylittäen 1990-luvun puolivälin huipun, ja näyttää vakautuneen vasta vuonna 2016. Silti Suomen julkinen velkasuhde on yhä selvästi pienempi kuin G7-maissa keskimäärin tai euroalueella.

Suomen valtionvelan kehitys on ollut 1970-luvulta samansuuntaista kuin koko julkisen velan (kuvio 2). Historiallisesti valtionvelan tasossa erottuvat muita ajanjaksoja selvästi korkeampina viime vuodet, ajanjakso 1990-luvun suuren laman lopulta eteenpäin sekä sota-aika ja sitä seuranneet vuodet. Jos otetaan huomioon sotakorvausvelka, sota-ajan jälkeisinä vuosina valtionvelka oli merkittävästi nykyistä suurempi.

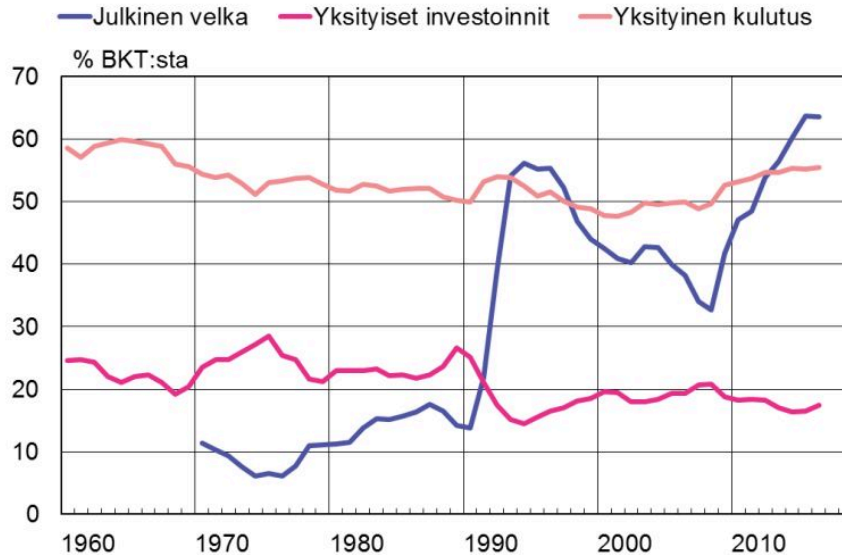
Kuvio 2.



Suomen julkinen velka on 1990-luvun suuresta lamasta lähtien ollut pääosin ulkomailta otettua (kuvio 3). Tämä on korostunut 2000-luvulla. Viime aikoina kotimaisen velan osuus on ollut kasvussa, mihin on vaikuttanut eurojärjestelmän arvopaperien osto-ohjelma, jonka puitteissa Suomen Pankki on ostanut jälkimarkkinoilta valtion liikkeeseen laskemia velkapapereita.

Kuvio 3.

### Julkinen velka sekä yksityiset investoinnit ja kulutus Suomessa

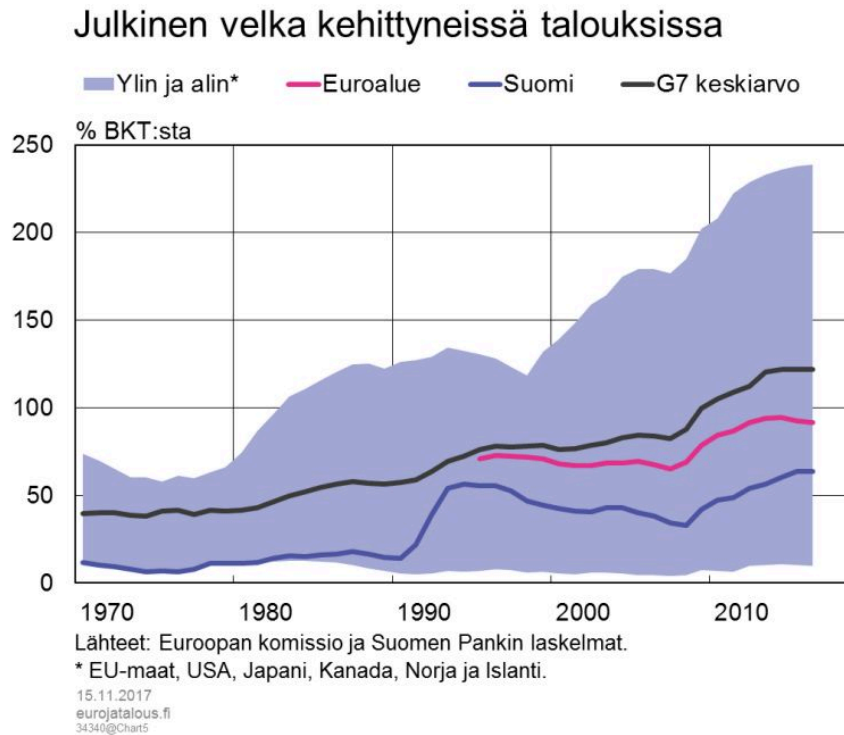


Lähde: Euroopan komissio.

15.11.2017  
eurojatalous.fi  
34340@Chart1

Yksityisen sektorin velka<sup>5</sup> on ollut EU-maissa (keskimäärin) kasvavalla trendillä (kuvio 4). EU-maiden välinen vaihtelu on ollut suurta. Tyypillisesti suurimmat yksityisen sektorin velkasuhteet ovat olleet pienissä maissa, joissa rahoitussektori on suuri kansantalouden kokoon nähden. Pienimmät yksityisen sektorin velkasuhteet ovat tyypillisesti olleet Itä-Euroopan maissa, joissa rahoitussektorit ovat yhä Länsi-Euroopan maita kehittymättömämmät. Suomessa yksityisen sektorin velka on ollut lähellä EU-maiden keskiarvoa. Se on ollut 1990-luvun lopulta lähtien kasvavalla trendillä. Samoihin aikoihin julkinen velka alkoi supistua (kuvio 5). Finanssikriisin myötä yksityisen sektorin velan kasvu tasaantui mutta julkinen velka alkoi uudelleen kasvaa.

Kuvio 4.



Suomessa BKT:n kasvu on viime vuosikymmeninä hidastunut trendinomaisesti (kuvio 5). Samaan aikaan sekä julkinen velka että yksityisen sektorin velka ovat olleet kasvusuunnassa. Julkisen velan nousupiikit 1990-luvun alussa ja vuodesta 2009 eteenpäin ovat aiheutuneet samanaikaisesta poikkeuksellisen heikosta kasvusta. Suotuisa kasvu 1990-luvun puolivälistä finanssikriisin kärjistymiseen asti vuonna 2008 puolestaan myötävaikutti julkisen velkasuhteen pienentymiseen samana aikana.

Kuvio 5.

## Suomen julkinen ja ulkoinen julkinen velka

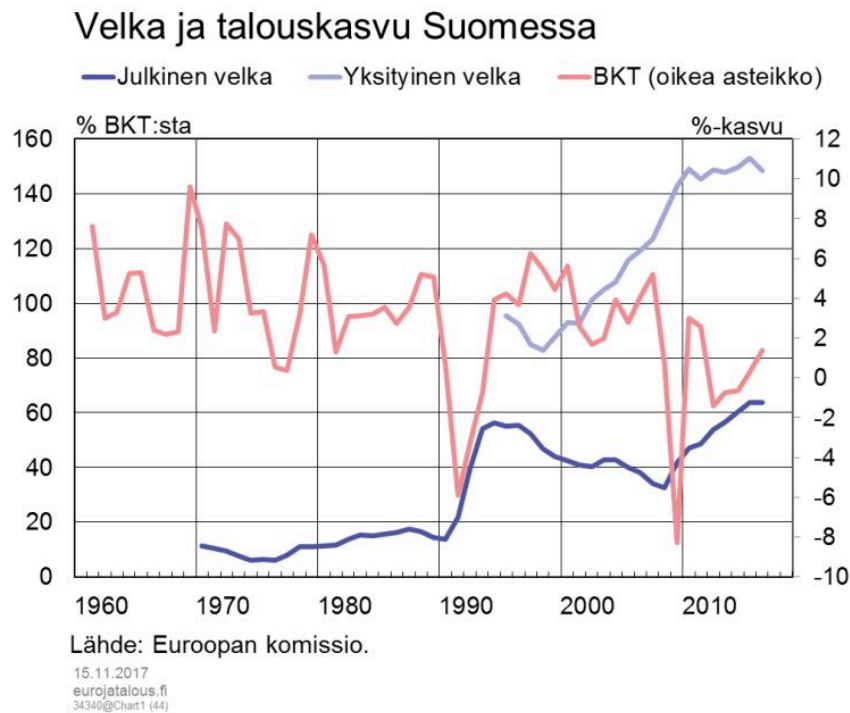


Lähteet: Euroopan komissio, maailmanpankki (WDI), kansainvälinen valuuttarahasto ja Suomen Pankin laskelmat.

15.11.2017  
eurojatalous.fi  
34340@Chart1(47)

Yksityisten investointien osuus bruttokansantuotteesta on jäänyt pysyvästi alemmaksi 1990-luvun suuren laman jälkeen, jolloin myös julkisen velan BKT-suhde asettui aikaisempaa selvästi korkeammalle (kuviot 5 ja 6). Suotuisa kasvu 1990-luvun puolivälistä finanssikriisiin kärjistymiseen asti vuonna 2008 lisäsi yksityisten investointien BKT-osuutta hieman, mutta finanssikriisin myötä se on jälleen pienentynyt. Investointien BKT-osuuden pysyvää laskua Suomessa on selitetty Suomen talouden tuotantorakenteen ja verotuksen muutoksilla. Yksityisen kulutuksen BKT-osuuden kehitys on jossain määrin peilikuva yksityisten investointien BKT-osuudelle.

Kuvio 6.



## Velan vaikutuksesta talouskasvuun Suomessa

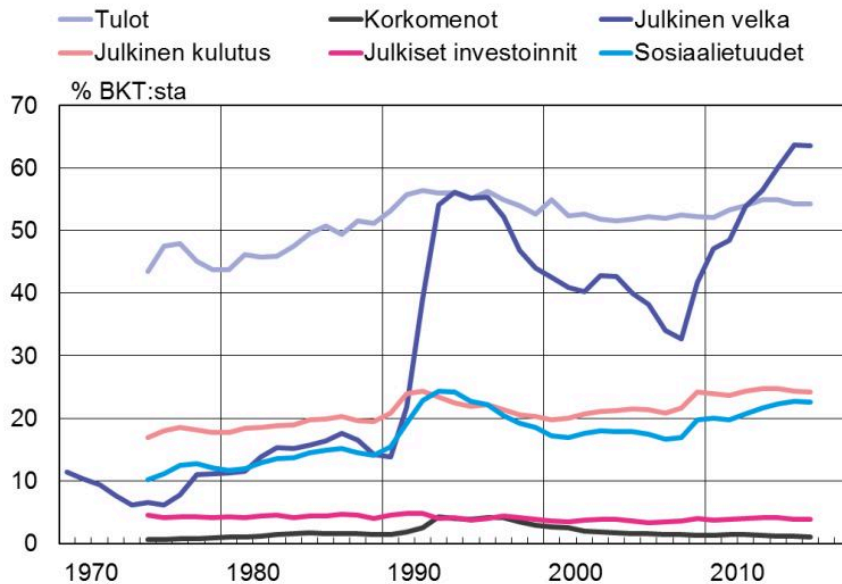
Tilastotietojen tarkastelun pohjalta ei voida suoraan päätellä, onko velan määrä hidastanut talouskasvua Suomessa. Velan mahdollisia kasvuvaikutuksia voidaan kuitenkin suuntaa-antavasti arvioida tarkastelemalla kirjallisuudessa esitettyjä vaikutuskanavia ja niiden todennäköistä merkitystä Suomessa.

Julkisen velan yksityisiä investointeja syrjäyttävä vaikutus on Suomessa todennäköisesti pieni jo siksi, että ulkomainen osuus Suomen julkisesta velasta on suuri. Lisäksi Suomi on pieni avotalous ja tehokkaasti integroitunut kansainvälisille rahoitusmarkkinoille, jolloin Suomen velan määrä ei käytännössä vaikuta korkotasoon, mikäli velan riskillisuus ei sen seurauksena muutu. Investointien ulkomainen rahoitus korvaa tarvittaessa sen osuuden, jonka suomalaiset yksityiset sijoittajat sijoittavat valtionlainoihin.

Julkisten korkomenojen osuus bruttokansantuotteesta kasvoi mittavaksi suuren laman myötä 1990-luvun alkupuolella, mutta 2000-luvun puolivälissä korkomenojen osuus oli jo palannut 1980-luvun tasolle (kuvio 7). Viime aikoina tämä osuus on korkojen alenemisen ansiosta edelleen supistunut velan merkittävästä kasvusta huolimatta. Tämä tarkoittaa, etteivät korkomenot ole tällä hetkellä merkittävä julkista taloutta ja siten kasvua rasittava tekijä.

Kuvio 7.

## Julkinen velka ja julkinen talous Suomessa



Lähteet: Euroopan komissio ja Suomen Pankin laskelmat.

15.11.2017  
eurojatalous.fi  
34340@Chart2 (2)

Julkisyhteisöjen kokonaistulojen<sup>6</sup> suhde bruttokansantuotteeseen on ollut Suomessa viime vuosina EU-maiden suurimpia. Julkisyhteisöjen kokonaistulot ovat olleet kasvutrendillä 1970-luvun lopulta lähtien eli samaan aikaan kun julkinen velka on ollut kasvussa (kuvio 7). Verorasituksen kasvu näyttää kuitenkin viime vuosina seurailleen julkisen kulutuksen ja sosiaalietuuksien kehitystä eikä korkomenoja. Julkisten investointien suhde bruttokansantuotteeseen on pysynyt suhteellisen vakaana 1970-luvun puolivälistä lähtien. Tämä merkitsee, että Suomessa julkista velkaa ei ole syytä tulkita ensisijaisesti otetun kasvua mahdollisesti parantavien julkisten investointien rahoittamiseen.

Moniin muihin kehittyneisiin talouksiin verrattuna Suomen julkinen velkasuhde on yhä maltillinen. Suomella on historiallisesti hyvä maine julkisen velan luotettavana takaisinmaksajana. Rahoitusmarkkinoiden luottamus säilyi finanssikriisin ja euromaiden velkakriisin myrskyissä, ja julkisen velan riskipremiot pysyivät pieninä. Suomen julkisille velkapapereille riitti kysyntää, ja niitä pidettiin jopa turvasatamina.

Finanssikriisiä seuranneen taantuman aikana Suomella oli runsaasti finanssipoliittista liikkumavaraa harjoittaa vastasyklisiä finanssipoliittikkaita. Julkisen velan kasvun myötä tämä liikkumavara on jonkin verran kaventunut.

Kaiken kaikkiaan julkisen velan kasvua hidastava vaikutus sinänsä on Suomessa todennäköisesti ollut ainakin viime vuosina pieni. Vaikka julkisen velan suhde on ollut kasvussa, pienet julkiset korkomenot ovat suojanneet taloutta epäsuotuisilta vaikutuksilta. Matalat korot ovat rajoittaneet myös yksityisen sektorin kasvaneen velan hoitotaakkaa. Kokonaistuotannon kehitys on kuitenkin ollut Suomessa poikkeuksellisen heikkoa vuoden 2008 jälkeen keskimäärin. On mahdollista, että tähän on ollut myötävaikuttamassa tekijöitä, jotka ovat aiheuttaneet myös velkasuhteiden kasvua.

## Kirjallisuus

Barro, R.J. (1979), "On the Determination of the Public Debt", *Journal of Political Economy* 87: 940–971.

Boskin, M.J. (2012), "A note on the effects of the higher national debt on economic growth", Stanford Institute for Economic Policy Research, SIEPR Policy Brief, [http://siepr.stanford.edu/sites/default/files/publications/pb\\_11\\_2012\\_0.pdf](http://siepr.stanford.edu/sites/default/files/publications/pb_11_2012_0.pdf) (viitattu 15.8.2017).

Ikonen, P. (2017), Financial depth, debt, and growth, Suomen Pankin tieteelliset erillisjulkaisut E:51.

Juselius, M. ja Drehmann, M. (2015), "Leverage dynamics and the real burden of debt", BIS Working Paper No. 501.

Kukk, M. (2016), "Essays on Household Consumption and Income Underreporting", Doctoral Thesis, Tallinn University of Technology.

Levine, R. (1997), "Financial development and economic growth: views and agenda", *Journal of Economic Literature* 35: 688–726.

Modigliani, F. (1961), "Long-Run Implications of Alternative Fiscal Policies and the Burden of the National Debt", *Economic Journal* 71: 730–755.

## Viitteet

1. Tax smoothing, ks. Barro (1979). ↑
2. Boskin (2012). ↑
3. Suuri julkinen velka merkitsee myös tulevien sukupolvien resurssien ottamista nykyisen sukupolven käyttöön (ks. Boskin 2012 ja Modigliani 1961). ↑
4. Ks. esim. Levine (1997). ↑
5. Kotitaloudet (ml. niitä palvelevat voittoa tavoittelemattomat yhteisöt) ja yritykset (pl. rahoitus- ja vakuutuslaitokset). Sektoreiden sisäisiä velkoja ei ole otettu huomioon.

Tietojen lähteenä on Euroopan komissio (Eurostat, makrotalouden epätasapainoa koskevan menettelyn (MIP) indikaattorit). ↑

6. Verot, sosiaaliturvamaksut ja muut tulot. ↑

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

## Asiasanat

julkinen velka, talouskasvu, yksityisen sektorin velka