

Julkisen sektorin velka on myrkyä talouskasvulle*

Juhana Hukkinen

Ekonomisti

Suomen Pankki

Matti Virén

Professori

Turun yliopisto

Kysymys siitä, onko julkinen velka raskas kansantaloudelle, on kansantaloustieteessä pitkään ollut kiistanalainen keskustelunaihe. Hyvä kuvan varhemmasta keskustelusta saa James Tobinin katsausartikkelista lähes viidennentoista vuoden takaa (Tobin 1965). Siinä Tobin pohtii muun muassa sitä, miksi suuri yleisö pitää velkaa suurena ongelmana, kun taas ekonomistit yleensä suhtautuvat velkaan toisarvoisena kysymyksenä.

Viime aikoina kysymys on tullut vahvasti esiin myös ekonomistien välisessä keskustelussa. Yksi syy siihen varmaankin on se, että velan taso on noussut melko nopeasti käytännöllisesti katsoen kaikissa kehittyneissä maissa. Velan kasvuvaiikutuksista onkin viime aikoina tehty huomattavan paljon empiiristä tutkimusta. Erityisesti valokeilassa ovat olleet Reinhartin ja Rogoffin tutkimukset (ks. Reinhart ja Rogoff 2010). Niissä julkisen velan ja taloudellisen kasvun välinen negatiivinen yhteys on todettu

erittäin vahvaksi. Erityisesti on kiinnitetty huomiota siihen, että mainitut tutkijat ovat olleet löytävinään kriittisen 90 prosentin kynnyksen julkisen velan ja BKT:n välisessä suhteessa. Reinhartin ja Rogoffin mukaan tämä kynnyks on kohtalokas: jos velkasuhde ylittää sen, BKT:n kasvu jää olemattoman pieneksi.

Viimeksi mainittu tulos on nyttemmin osoittautunut laskuvirheeksi (ks. Herndon ym. 2013). Tämä ns. excel-laskuvirhe on ollut näkyvästi esillä tiedotusvälineissä. Asia on saanut aivan suhteettomat mittasuhteet; aivan kuin joku olisi löytänyt virheen Pythagoraksen lauseesta. Virhe on yleistetty koskemaan lähes kaikkia velkaantumiseen ja kasvuun liittyviä tutkimustuloksia, jopa niin pitkälle, että virheen on väitetty tekevän tarpeettomaksi toimenpiteet julkisen sektorin tilan tervehtyttämiseksi. Erikoista tämä on myös siksi, että ainakaan suomalaisissa tiedotusvälineissä ei koskaan aiemmin ollut mainittu Reinhartin tai Rogoffin tutkimuksia tai mitään muitakaan löydös finanssipolitiikan kielteisistä vaikutuksista kertovia tutkimustuloksia.

* Kirjoituksessa esitetyt mielipiteet eivät välttämättä edusta Suomen Pankin kantaa. Kirjoittajat haluavat kiittää lukuisia kollegojaan byödyllisistä kommentteista.

Miksi sitten julkinen velka voi saada aikaan negatiivia kasvuvaiikutuksia? Voidaan esittää useitakin selityksiä tälle empiiriselle riippuvuudelle (ks. esimerkiksi Boskin 2012). Ensinnäkin voidaan viitata julkisen velan kasvun mahdollisiin syrjäytysvaikutuksiin. Tällainen vaikutus syntyy, jos velan kasvu näkyy koroissa ja ne puolestaan supistavat korkosensitiivisiä kysyntäkomponentteja, eritoten investointeja. Toiseksi velan hoitomenoilla on kielteisiä tulovaiikutuksia riippuen siitä, missä määrin velka on kotimaasta tai ulkomailta. Kolmanneksi velan korkea taso voi vaikuttaa myös sitä kautta, että se lisää epävarmuutta rahoitusmarkkinoilla ja pahimmillaan johtaa rahoitus- ja valuuttakursikriiseihin. Lisäksi velkaantuneisuus rajoittaa finanssipolitiikan liikkumatilaa siinä mielessä, että perinteinen suhdanteiden tasaaminen käy vaikeaksi, kun valtion budjettirajoitus tulee laskusuhdanteessa heti vastaan.

Kun ajattelee edellä mainitun kaltaisia selityksiä, tuntuu hieman vaikealta mieltää ajatusta universaalista 90 prosentin velkakatosta, joka näkyisi selkeästi taloudellisessa kasvussa. Luontevammalta tuntuisi ajatus siitä, että velan kasvu on haitallista kaikissa olosuhteissa, mutta vaikutusten tarkka koko riippuu talouden rakenteesta, julkisen sektorin koosta ja politiikan yleisestä uskottavuudesta. Maa, joka on jättänyt useaan otteeseen velkansa maksamatta, on erilaisessa asemassa kuin maa, joka (Suomen tavoin) on aina maksanut velkansa.

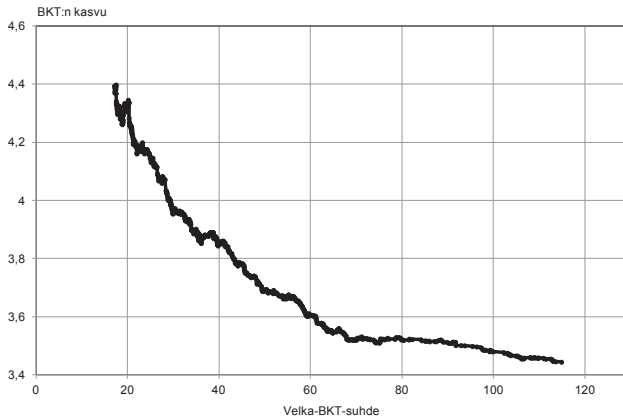
Tämä oletamus onkin lähtökohta jäljempänä esitettävässä empiirisessä analyysissä. Emme aio estimoida mitään kynnystä velan tason suhteen. Tarkoituksenamme ei ole myöskään selvittää velan ja kasvun välistä kausaalista suhdetta. Sen sijaan yritämme vain mahdollisimman yksinkertaisella tilastollisella kalustolla selittää, millainen on velkaantumisen ja talous-

kasvun yhteys. Siksi tukeudumme vain keskiarvoihin, eli laskemme rekursiivisesti keskiarvoja julkisen velkaantumisen (julkinen velka/BKT) ja niitä vastaavista BKT:n kasvuvauhteista. Järjestämme toisin sanoen tilastoaineiston velkasuhteen mukaan ja laskemme keskiarvon talouskasvusta siten, että lisäämme otokseen yhden havainnon kerrallaan alkaen joko aineistomme alimmasta velkaantumisasteesta tai toisinpäin aineistomme korkeimmasta velkasuhteesta. Tilastoaineistomme on periaatteessa sama kuin se, jota Reinhart ja Rogoff ovat käyttäneet. Käytämme kahta erisuuruista otosta. Toisessa on 19 kehittynyttä teollisuusmaata ajanjaksolta 1950-2008. Toisessa on mukana samalta ajanjaksolta ne kaikki 64 maata, joista velka- ja BKT-tiedot on saatavissa. Ensin mainitussa otoksessa on 1102 havaintoa ja jälkimmäisessä 5539 havaintoa.

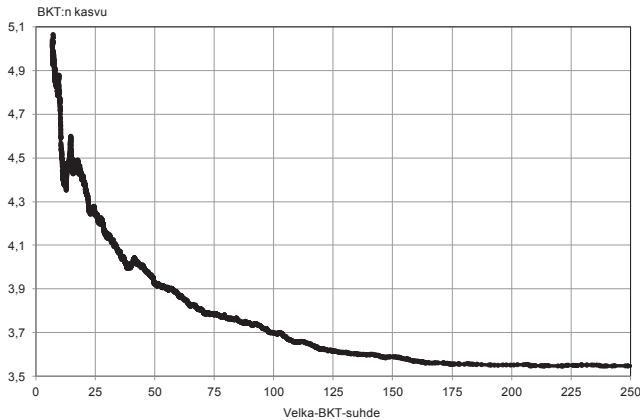
Laskelmien tulokset on esitettykuvioissa 1-4. Kuvio 1 esittää perustulokset 19 teollisuusmaan osalta, kun laskelmissa on lähdetty liikkeelle nollavelasta. Kuvio 2 on tehty samalla tavalla, mutta otos käsittää nyt 64 maata. Kuviossa 3 laskenta on tehty lähtien liikkeelle korkeimmasta velkaantuneisuustasosta ja lisäämällä otokseen vähemmän velkaisia vuosia ja maita. Kuvio 3 perustuu edellä mainittuun 19 maan otokseen.

Laskelmien tulokset ovat silmiinpistävän robusteja siinä mielessä, että julkisen velka/BKT-suhteen ja taloudellisen kasvun välinen riippuvuus on kaikissa kolmessa tapauksessa sellainen, että suurempaan velkaantuneisuuteen liittyy alhaisempi kokonaistuotannon kasvuvauhti. Jos verrataan niitä maita, joissa velkaantuneisuus on vähäisintä, niihin maihin, joissa velkaantuneisuus on korkeinta, ero kasvuvauhdissa on yhden prosenttiyksikön suuruusluokkaa. Yksi prosentti on suuri luku, kun

Kuvio 1. Julkinen velkaantuminen ja BKT:n kasvu kehittyneissä maissa (19 maata)



Kuvio 2. Julkinen velkaantuminen ja BKT:n kasvu (64 maata)

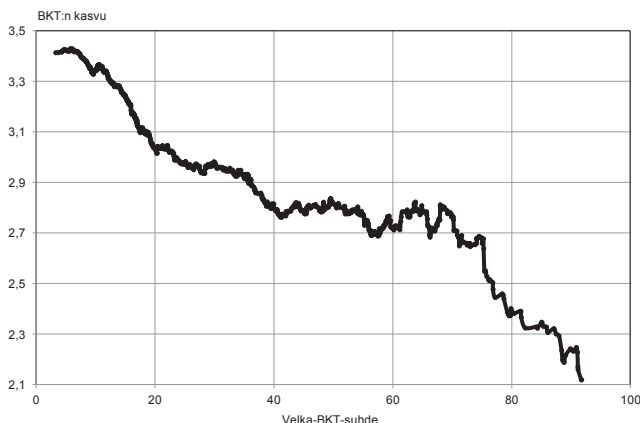


ajatellaan, miten paljon se näkyy tuotannossa ja tuloissa pitkällä aikavälillä.

Tulos sinänsä ei ole mikään yllätys. Itse asiassa myös Herndon ym. (2013) saivat samanlaisen tuloksen käyttämällä niin sanottua paikallisesti tasoitettua regressiomallia. Näihin tuloksiin verrattuna keskiarvolaskelmamme

ovat kuitenkin ehkä sensitiivisempi datan eri segmenteillä ja luonnollisestikin ne ovat riippumattomia tasoitusparametrien arvoista. Kuvioista ei selvästikään käy ilmi se, että olisi olemassa jokin kynnys julkisen velkaantumisen ja taloudellisen kasvun välisessä riippuvuudessa. Siten emme voi Reinhardin tai Rogoffin (2010)

Kuvio 3. Julkinen velkaantuminen ja BKT:n kasvu kehittyneissä maissa (19 maata): muuttujien subde laskettuna eniten velkaantuneista maista vähiten velkaantuneisiin



tapaan väittää, että ongelmat alkaisivat vasta, kun jokin tietty velkaantuneisuusaste saavutetaan, vaan että jo pienikin velkaantuneisuus voi hidastaa kasvua. Mutta niin kuin sanoimme edellä, kuvattu riippuvuus on vain “keskimääräinen”, ja tilanne eri maissa ja eri ajanjaksoina voi olla hyvinkin erilainen. Mutta yhtä kaikki tulos osoittaa sen, että harmitonta julkista velkaa ei ole.

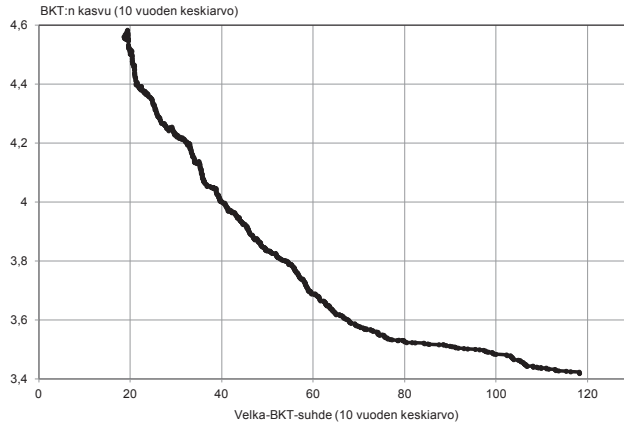
On selvää, että kausaalisuuden näkökulmasta kuvattuja riippuvuuksia voi tulkita eri tavoin. Riippuvuudet voivat heijastaa sitä, että velkaantuneisuus hidastaa kasvua tai että kasvun hidastuminen lisää velkaantuneisuutta.

Tätä ongelmaa voi yrittää ratkaista käyttämällä erilaisia enne-viive -riippuvuuksia samanaikaisten riippuvuuksien sijaan. Kuviot eivät kuitenkaan muutu käytännöllisesti katsottuna mitenkään, vaikka käytettäisiin viivästettyjä velkaantuneisuuden arvoja. Syy tähän on se, että velkaantuneisuusasteet ovat siinä määrin hitaasti muuttuvia, että tavanomaiset enne-viive -operaatiot eivät juuri auta kausaalisuuden selvittämisessä.

Näistä epäilyksistä huolimatta teimme paneeliaineistoillamme joukon tavanomaisia Granger-kausalisuustestejä käyttäen havaintojen differenssejä kiinteiden vaikutusten eliminoinniseksi. Kausalisuustestien tulos oli eräänlainen 50/50- arvo siinä mielessä, että kausaalisuus näytti olevan selkeästi kahdensuuntaista. Tämä voi kuulostaa nollatulokselta, mutta sen voi tulkita myös rakentavasti. Tuloksen valossa on nimittäin aika vaikeaa väittää, että velkaantuneisuuden ja kasvun välinen riippuvuus olisi vain ja ainoastaan sen suuntainen, että kasvu aiheuttaa velkaantumista eli että kasvu olisi Granger-kausallinen syy velkaantumiselle. Jos ja kun velkaantuneisuudella on edes osittainen kausallinen rooli taloudellista kasvua hidastavana tekijänä, on sekin merkittävä tulos. Puolen prosenttiyksikön tai vaikka vain 0,1 prosenttiyksikön kasvun menetys kumuloituu pitkällä aikavälillä isoksi hyvinvoinnin menetykseksi.

Tätä pitkän aikavälin riippuvuutta yritimme selvittää myös laskemalla rekursiiviset keskiarvomme siten, että havaintoina olivat vuosiha-

Kuvio 4. Julkinen velkaantuminen ja BKT:n kasvu kehittyneissä maissa (19 maata): kymmenen vuoden liukuva keskiarvo



vaintojen sijaan kymmenen vuoden liukuvat keskiarvot velka/BKT -suhteesta ja BKT:n kasvusta. Toisin sanoen eliminoimme aikasarjoista pääosan suhdannevaihteluista. Tulos näkyy kuvioista 4. Se ei poikkea oikeastaan lainkaan kuvioista 1, joka laskettiin alkuperäisellä vuosiaineistolla.

Tuntuu entistä vaikeammalta selittää kasvun ja velkaantumisen välistä kausaalista riippuvuutta tämän suhdannepuhdistetun aineiston perusteella. Nyt pitäisi olettaa, että hitaampi (keskimääräinen) kasvu johtaa velkaantuneisuuteen. Se, että kasvun tilapäinen hidastaminen (negatiivinen kasvushokki) johtaa velkaantuneisuuden kasvuun (ja päinvastoin) on täysin järkeenkäypää. On kuitenkin vaikeampaa mieltää sitä, että laskevaan kasvutrendiin reagoitaisiin velkaantumalla systemaattisesti lisää. Toisaalta on selvää, että velkaantuneisuus ei näy kasvussa “samana päivänä”, vaan se on luonteeltaan pitkän aikavälin riippuvuus.

Tämä kaikki tarkoittaa sitä, että riippuvuuden identifiointi ja estimointi on hyvin haastava ekonometrinen tehtävä. Toivottavasti tämä haaste saa monet ekonometrikot liikkeelle. □

Kirjallisuus

- Boskin, M. (2012), “A Note on the Effects of the Higher National Debt on Economic Growth”, Stanford Institute for Economic Policy Research, Policy Brief, October.
- Herndon, T., Ash, M. ja Pollin, R. (2013), “Does High Public Debt Consistently Stifle Economic Growth? A Critique of Reinhart and Rogoff”. Political Economy Research Institute (Amherst), Working Paper 322.
- Reinhart, C. ja Rogoff, K. (2010), “Growth in a Time of Deb”, *American Economic Review: Papers & Proceedings* 100: 573–578.
- Tobin, J. (1965), “The Burden of Public Debt: A Review Article”. *The Journal of Finance* 20: 679–682.