ETLA Raportti | Report | 171 16.12.2025

Finanssipolitiikan kertoimet ja sopeutustoimien vaikutukset Suomessa

KIRJALLISUUSKATSAUS

Juha Tervala
Helsingin yliopisto
juha.tervala@helsinki.fi

Päivi Puonti
Elinkeinoelämän tutkimuslaitos
paivi.puonti@etla.fi

Suositeltava lähdeviittaus:
Tervala, Juha & Puonti, Päivi (16.12.2025). ”Finanssipolitiikan kertoimet ja sopeutustoimien vaikutukset Suomessa: Kirjallisuuskatsaus”. Etla Raportti nro 171.
https://pub.etla.fi/ETLA-Raportit-Reports-171.pdf

Tiivistelmä

Suomen julkisen talouden krooniset alijäämät ja julkisen velkasuhteen jatkuva kasvaminen edellyttävät todennäköisesti lisäsopeutusta, julkisten menojen leikkaamista ja veronkorotuksia. Vaikka supistavat finanssipoliittiset toimet pienentävät bkt:ta lyhyellä aikavälillä, niiden vaikutus vaihtelee eri menoluokkien ja verojen välillä. Pitkään jatkunut heikko talouskasvu on entisestään heikentänyt Suomen julkisen talouden kestävyyttä, mikä taas korostaa tarvetta sopeutustoimenpiteille, jotka minimoivat tuotannon menetykset. Tämä kirjallisuuskatsaus tarkastelee finanssipolitiikan kertoimia tukena kasvumyönteisten sopeutusstrategioiden suunnittelulle. Erityisesti pyritään huomioimaan Suomen talouden rakenteiden vaikutus kertoimiin ja tuottamaan päätöksenteon tueksi mahdollisimman hyödyllistä tietoa.

Abstract

Fiscal Multipliers and the Effects of Consolidation Measures in Finland: Literature Review

The chronic fiscal deficits of Finland and the continuous increase of the public debt-to-GDP ratio are likely to require further fiscal consolidation through cuts of public expenditure and increases of taxation. Although contractionary fiscal consolidation measures reduce the level of GDP in the short term, their effects may vary across categories of expenditure and taxation. The prolonged weakness of economic growth has further undermined the sustainability of the public finances of Finland, which in turn highlights the need for consolidation measures that minimise the losses of output. This literature review examines fiscal multipliers as support for the design of growth-friendly consolidation strategies. This analysis pays special attention to the impact of Finland's economic structure on the size of fiscal multipliers, with the objective of producing policy-relevant evidence.

VTT (taloustiede) **Juha Tervala** on Turun yliopiston dosentti sekä taloustieteen kandiohjelman johtaja ja vanhempi yliopistonlehtori Helsingin yliopistossa.

VTT (taloustiede) **Päivi Puonti** on Elinkeinoelämän tutkimuslaitoksen ennustepäällikkö.

Ph.D. (Econ.) **Juha Tervala** is an Adjunct Professor at the University of Turku, Director of the Bachelor's Programme in Economics and Senior University Lecturer at the University of Helsinki.

Ph.D. (Econ.) **Päivi Puonti** is a Head of Forecasting at ETLA Economic Research.

Kiitokset: Tutkimus on tuotettu osana *Finanssipolitiikan kertoimet ja sopeutustoimien vaikutukset Suomessa* -hanketta, jota on rahoittanut Valtioneuvoston ja ministeriöiden yhteinen tutkimus- ja kehittämistoiminta (VN Tutkiva).

Acknowledgements: The study was produced as part of the project *Fiscal Multipliers and the Effects of Consolidation Measures in Finland*, funded by the Government and Ministries' joint research and development program (VN Tutkiva).

Avainsanat: Finanssipoliittinen sopeutus, Finanssipolitiikka, Finanssipolitiikan kerroin, Julkisen talouden kestävyys, Talouspolitiikka

Keywords: Fiscal consolidation, Fiscal policy, Fiscal multiplier, Fiscal sustainability, Macroeconomic policy

JEL: E62, E63, H30

Sisällys

1 Johdanto 4

2 Finanssipolitiikan kerroin 5

3 Kansainvälinen tutkimusnäyttö 6

3.1 Keskeiset tulokset 6

3.2 Kertoimien vaihtelu menoluokkien sisällä 8

3.3 Suomen talouden rakenteen merkitys kertoimille 10

3.4 Suhdannetilanne ja kertoimet 11

3.5 Menoleikkaukset vs. menolisäykset 12

3.6 Finanssipolitiikan hystereesivaikutukset 13

3.7 Finanssipolitiikan vaikutukset pitkällä ajalla 13

3.8 Julkisten alijäämien sopeutusohjelmat 14

4 Suomea koskevat tutkimukset 16

5 Loppupäätelmät 18

Viitteet 19

Kirjallisuus 19

1 Johdanto

Yleisen arvion mukaan Suomen julkisen talouden kroonisten alijäämien ja velkasuhteen kasvun hillitseminen edellyttää sopeutustoimia tulevina vuosina. Julkisen talouden sopeutustoimet, eli kiristävä finanssipolitiikka, tarkoittavat toimia, joilla pyritään vähentämään julkisen talouden rakenteellista perusjäämää. Rakenteellinen perusjäämää saadaan laskemalla julkisen talouden tulot ja menot niin, että talouden suhdannetilanteen, tilapäisten erien (kuten omaisuuden myyntien tai kertaluonteisten verotulojen) ja velan korkomenojen vaikutus poistetaan. Julkisen talouden alijäämä vaihtelee huomattavasti suhdanteiden, kertaluonteisten tekijöiden ja korkomenojen vuoksi, vaikka julkisen talouden perusasema ei olisi muuttunut. Rakenteellinen perusjäämä on päätöksenteon kannalta oleellisempi mittari, sillä se heijastaa hallituksen päätösperäisiä finanssipoliittisia linjauksia.

Julkisen talouden sopeutustoimet vähentävät tyypillisesti talouden kokonaiskysyntää ja siten bruttokansantuotetta (bkt) ainakin lyhyellä aikavälillä. On kuitenkin perusteltua olettaa, että vaikutusten suuruus vaihtelee merkittävästi eri meno- ja tulolajien välillä. Samalla kun julkista taloutta on tarpeen sopeuttaa tuomalla menot ja tulot lähemmäs toisiaan, Suomi kohtaa myös toisen merkittävän haasteen: talouskasvu on ollut jo pitkään vaimeaa. Hidas bkt:n kasvu on osaltaan heikentänyt julkisen talouden tilaa, sillä se on kasvattanut menojen ja tulojen välistä rahoitusvajetta.

Kun päättäjät pohtivat, mitä menoja leikata tai mitä veroja korottaa, heillä on käytössään lukuisia vaihtoehtoja, vähintään yhtä monta kuin valtion talousarviossa on momentteja. Jokainen päätös tietyn menon vähentämisestä tai veron kiristämisestä käynnistää talouden dynamiikan: yhden euron menoleikkaus tai veronkorotus voi johtaa bkt:n pienenemiseen saman verran, vähemmän tai jopa enemmän. Taloustieteellisessä kirjallisuudessa tätä ilmiötä kuvataan finanssipolitiikan kertoimella, joka mittaa, kuinka paljon bkt muuttuu julkisten menojen tai verotulojen muuttuessa.

Poliittisen päätöksenteon näkökulmasta Suomen kaksoishaaste – julkisen talouden krooninen alijäämä ja heikko talouskasvu – merkitsee, että sopeutustoimissa tulisi erityisesti huomioida eri toimenpiteiden vaikutukset bkt:hen. Tämä edellyttää, että vaikutukset tunnetaan juuri Suomen oloissa. Suomi on euroalueen jäsen, jolloin valuuttakurssi on kiinteä suhteessa muuhun euroalueeseen, eikä rahapolitiikka tai euron valuuttakurssi reagoi maan omaan suhdannetilanteeseen. Lisäksi Suomen julkiset menot ja veroaste ovat OECD-maiden kärkeä, ja väestörakenne on tyypillinen ikääntyvälle taloudelle. Koska maiden instituutiot ja talouden rakenteet vaihtelevat, voivat finanssipoliittisten toimien vaikutukset poiketa huomattavasti eri maiden välillä.

Meno- ja verolajikohtaiset finanssipolitiikan kertoimet tarjoavat välineen arvioida, miten julkisen talouden sopeutus voitaisiin toteuttaa mahdollisimman pienin vahingoin bkt:lle. Tämä kirjallisuuskatsaus esittelee finanssipolitiikan kertoimen käsitteen sekä kokoaa aihetta koskevaa tutkimusta. On kuitenkin syytä korostaa, että julkisen talouden sopeutustoimia suunniteltaessa huomiota ei tule kiinnittää ainoastaan lyhyen aikavälin tuotantomenetyksiin, joiden arvioinnissa finanssipolitiikan kertoimet ovat hyödyllinen työkalu. Sopeutustoimien ensisijainen tavoite on turvata julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys varmistamalla, että menot ja tulot ovat lähellä tasapainoa ja että julkisen velan suhde bkt:hen ei jatka kasvuaan.

Kansainvälisen valuuttarahaston IMF:n tutkijoiden yhteenveto julkisten talouden sopeutusohjelmista (Balasundharam ym., 2023) korostaa, että julkisen talouden sopeutuksessa on kyse monimutkaisesta prosessista, joka edellyttää usein vaikeita poliittisia valintoja tavoitteiden saavuttamiseksi. On otettava huomioon finanssipolitiikan kertoimien avulla tehtävä analyysi sopeutustoimien lyhyen aikavälin vaikutuksista tuotantoon mutta myös muita keskeisiä kysymyksiä, kuten sopeutustoimien kokonaisuus, tavoiteltava julkisten menojen ja tulojen sopeutus, ajoitus sekä poliittinen ja sosiaalinen toteutettavuus.

Julkisen sektorin koko, määriteltynä julkisten menojen suhteena bkt:hen, on ennen kaikkea arvovalinta. Valtion talousarvion, joka määrittää valtion tulot ja menot, hyväksyminen on lakien säätämisen ohella eduskunnan keskeisimpiä tehtäviä. Lisäksi eduskunta vaikuttaa kuntien, hyvinvointialueiden ja sosiaaliturvarahastojen tuloihin ja menoihin. Edustuksellisessa demokratiassa yksi keskeinen peruste äänestää on valita ehdokas sen mukaan, millaisia arvovalintoja tämä tekee julkisen sektorin koon, verotuksen ja menojen rakenteen suhteen.

Tässä kirjallisuuskatsauksessa ei oteta kantaa julkisen sektorin optimaaliseen kokoon, vaan tarkastelun kohteena ovat julkisen talouden alijäämien vähentämisen vaikutukset. Sopeutustoimiin liittyy sekä hyötyjä että haittoja, ja niiden painottaminen on arvovalinta. Tämä kirjallisuuskatsaus pyrkii tarjoamaan tietoa sopeutustoimien taloudellisista vaikutuksista, jotta päätöksenteko voisi perustua mahdollisimman vahvaan tutkimusnäyttöön.

2 Finanssipolitiikan kerroin

Ajatus, että julkisten menojen lisäys kasvattaa kokonaistuotantoa enemmän kuin yksi yhteen – eli se, että finanssipolitiikalla on taloudessa kerroinvaikutuksia – on talousteoriasta nouseva käsite, joka juontaa juurensa Keynesin *General Theory* -teokseen (1936). Finanssipolitiikan kerroin kuvaa sitä, kuinka paljon bkt muuttuu, kun julkisia menoja tai veroja muutetaan tavalla, joka ei ole seurausta talouden omista suhdannevaihteluista vaan on politiikkatoimien tulosta (eksogeeninen muutos). Yksinkertaistetusti kerroin on bkt:n muutoksen suhde eksogeeniseen julkisen alijäämän muutokseen, joka voi johtua joko menojen lisäyksestä (ΔG) tai verojen alentamisesta (−ΔT). Kyse on politiikkatoimien kausaalisista vaikutuksista, ei esimerkiksi automaattisista suhdannevaihteluihin liittyvistä muutoksista.

Sims (1980) toi makrotaloustieteeseen VAR-menetelmät ja impulssivasteanalyysin, joista on sittemmin tullut keskeisiä välineitä politiikkasokkien empiirisessä arvioinnissa. Usean muuttujan dynaamisten vaikutusten tiivistäminen yhdeksi kertoimeksi vakiintui finanssipolitiikan tutkimuskirjallisuudessa Blanchardin ja Perottin (2002) artikkelin myötä, jossa finanssipoliittiset sokit identifioitiin rakenteellisessa VAR-kehikossa. Tämä loi perustan modernille kertoimien empiiriselle tutkimukselle, jota on sittemmin laajennettu muun muassa narratiivisten sokkien (Romer & Romer, 2010) ja paikallisten projektioiden (Jordà, 2005) avulla.

Käytännössä kertoimia voidaan määritellä useilla tavoilla, ja niiden käyttökelpoisuuden kannalta on ratkaisevan tärkeää ymmärtää, miten ne on laskettu. Kertoimet tiivistävät kahden muuttujan, bkt:n ja menojen tai verojen, muutokset yhdeksi luvuksi. Koska kertoimet eivät yksin riitä kuvaamaan finanssipolitiikan koko vaikutuspolkua, empiirisessä tutkimuksessa on vakiintunut käytäntö tarkastella vaikutuksia myös impulssivasteiden avulla, jotka näyttävät dynaamisen vaikutuksen ajan yli. Eroja syntyy erityisesti siitä, millä aikavälillä vaikutuksia tarkastellaan ja miten bkt:n ja finanssipoliittisen toimenpiteen muutokset mitataan ja kumuloidaan.

Esimerkiksi Spilimbergo ym. (2009) erottavat useita tapoja mitata kerrointa. Vaikutuskerroin (*impact multiplier*) kuvaa bkt:n muutosta välittömästi toimenpiteen jälkeen, tyypillisesti yhden neljänneksen tai vuoden kuluessa;

$$Impact = \frac{\Delta Y_t}{\Delta G_t}.$$

Huippukerroin (*peak multiplier*) on suurin mitattu kerroin millä tahansa tarkasteluhorisontilla (N). Se voidaan esittää muodossa:

$$Peak = max \frac{\Delta Y_{t+N}}{\Delta G_t}.$$

Kumulatiivinen kerroin (*cumulative multiplier*) tarkoittaa kokonaistuotannon kumulatiivista muutosta jaettuna kumulatiivisalla julkisten menojen muutoksella tietyllä aikavälillä (N). Sitä pidetään usein informatiivisimpana finanssipolitiikan kertoimen mittarina. Matemaattisesti se voidaan esittää seuraavasti:

$$Cumulative = \frac{\sum_{j=0}^{N} \Delta Y_{t+j}}{\sum_{j=0}^{N} \Delta G_{t+j}}.$$

Vaikutus- ja huippukertoimet kuvaavat enemmän lyhyen aikavälin vaikutuksia, kun taas kumulatiivinen kerroin ottaa huomioon lyhyen ja keskipitkän aikavälin dynamiikan. Spilimbergon ym. (2009) katsauksen jälkeen osa tutkimuksista (kuten Engler & Tervala, 2018; Ramey, 2019) on alkanut käyttää myös diskontattua kumulatiivista kerrointa (*present-value cumulative multiplier*), seuraten Uhligin (2010) tutkimusta. Se määritellään kokonaistuotannon kumulatiivisena summana tietyllä aikavälillä diskontattuna tasapainotilan diskonttotekijällä (β), joka määräytyy tasapainotilan reaalikoron perusteella jaettuna samalla tavalla diskontatulla julkisten menojen kumulatiivisella muutoksella. PV-kerroin voidaan esittää seuraavasti:

$$PV = \frac{\sum_{j=0}^{N} \beta^j \Delta Y_{t+j}}{\sum_{j=0}^{N} \beta^j \Delta G_{t+j}}.$$

Diskontattua kumulatiivista kerrointa käytetään pääasiassa tutkimuksissa silloin, kun tarkastellaan finanssipolitii-

kan pidemmän aikavälin vaikutuksia (esim. Uhlig, 2010; Engler & Tervala, 2018).

Edellä finanssipolitiikan kerroin on esitetty julkisten menojen muutoksen perusteella, mutta vastaavat yhtälöt kuvaavat myös veromuutosten finanssipolitiikan kerrointa korvaamalla ΔG verotulojen muutoksella ($-\Delta T$). Finanssipolitiikan kertoimia voidaan tulkita seuraavasti: jos kerroin on esimerkiksi 0,5, yhden euron julkisen menon lisäys kasvattaa bkt:ta lyhyellä aikavälillä 50 sentillä. Jos kerroin on 1, bkt kasvaa yhden euron; ja jos kerroin on yli 1, bkt kasvaa enemmän kuin menon lisäys. Negatiivinen kerroin puolestaan tarkoittaa, että toimenpide pienentää bkt:ta. Tämä merkitsee, että julkisten menojen lisäys syrjäyttää yksityisiä menoja enemmän kuin se lisää kokonaiskysyntää, jolloin kokonaistuotanto supistuu.

Kumulatiivista kerrointa pidetään usein informatiivisimpana mittarina, koska se kuvaa kokonaistuotannon muutoksen suhteessa menojen lisäykseen tai veronkevennykseen koko tarkastelujakson aikana. Toisin sanoen se kertoo, kuinka paljon bkt muuttuu jokaista käytettyä tai verotuloista menetettyä euroa kohden tietyllä aikavälillä. Kumulatiivisen kertoimen haasteena on kuitenkin se, että eri tutkimuksissa käytetään eri pituisia tarkastelujaksoja, mikä vaikeuttaa tulosten vertailua. Pidempi aikaväli usein kasvattaa kerrointa, jos vaikutukset pysyvät positiivisina, mutta joissakin tapauksissa kerroin voi pienentyä myöhempien negatiivisten vaikutusten vuoksi.

3 Kansainvälinen tutkimusnäyttö

Kansainvälinen tutkimuskirjallisuus osoittaa, että finanssipolitiikan kertoimen suuruus riippuu paitsi meno- ja verolajista myös talouden instituutioista ja rakenteista. Näin ollen tulosten yleistettävyys maasta toiseen voi olla rajallista, ja päätöksenteon kannalta luotettavimmat johtopäätökset saatetaan saada oman maan aineistoon perustuvista analyyseistä. Useat laajat empiiriset tutkimukset pohjautuvat Yhdysvaltojen, euroalueen tai kelluvien valuuttakurssimaiden havaintoihin, mikä voi rajoittaa niiden suoraa hyödynnettävyyttä Suomen oloissa. Tutkimukset, jotka tarkastelevat yksityiskohtaisten meno- ja verokategorioiden vaikutuksia bkt:hen, ovat selvästi harvinaisempia kuin kokonaismenoja ja -tuloja koskeva kirjallisuus. Tämä johtuu muun muassa siitä, että kansantalouden tilinpidon aikasarjat, erityisesti neljännesvuosiaineistot, ovat usein rajallisia tai rakenteeltaan sellaisia, että yksittäisten meno- tai verokategorioiden erottelu on vaikeaa. Olemassa oleva tutkimus viittaa siihen, että erot voivat olla merkittäviä: julkiset investoinnit ovat useissa tutkimuksissa tuottaneet suuremmat kertoimet kuin julkinen kulutus tai tulonsiirrot. Sen sijaan eri kulutus- ja tulonsiirtoluokkien tuotantovaikutuksista on vain vähän luotettavaa näyttöä, sillä käytettävissä olevat aineistot eivät useinkaan mahdollista vaikutusten erottelua riittävällä tarkkuudella.

Tämä rajoittaa olemassa olevan tiedon suoraa soveltamista politiikkaprosessissa, jossa päätöksentekijät joutuvat valitsemaan useiden vaihtoehtoisten sopeutustoimien välillä. Oleellinen talouspoliittinen kysymys voi olla, mitä tulonsiirtoja tai minkä hallinnonalan kulutusmenoja voitaisiin vähentää mahdollisimman pienin bkt-menetyksin. Vastaavasti veronkorotuksia suunniteltaessa keskeinen tavoite voi olla kohdistaa ne veroihin, joiden kerroin on pienin eli jotka vähiten heikentävät tuotantoa.

Siksi on tarpeen tarkastella, mitä kansainvälinen tutkimus kertoo eri meno- ja verokategorioiden vaikutuksista, ja arvioida, miltä osin tulokset tarjoavat relevanttia ja luotettavaa tietoa Suomen poliittisen päätöksenteon tueksi. Tässä luvussa käsitellään aihepiirin keskeiset meta-analyysit ja kansainväliset vertailut, esitetään empiirisiä ja teoreettisia tuloksia eri meno- ja verolajeille sekä tarkastellaan, miten tulokset vaihtelevat talouden rakenteiden ja instituutioiden mukaan.

3.1 Keskeiset tulokset

Gechert (2015) esittää meta-analyysin *empiirisistä ja teoreettisista* tutkimuksista, jotka tarkastelevat finanssipolitiikan kertoimia. Keskimääräinen kerroin (taulukko 4, sarake 1) on 0,73. Alle yhden kerroin tarkoittaa, että finanssipolitiikalla ei ole kerroinvaikutuksia taloudessa. Tutkimus ei havaitse tilastollisesti merkitsevää eroa tämän keskiarvon ja julkisen kulutuksen, puolustusmenojen[1] tai julkisen sektorin palkkamenojen kertoimien välillä, eli niiden kerroin on 0,73. Sen sijaan julkisten in-

vestointien kerroin on 1,3, verotuksen 0,5 ja tulonsiirtojen 0,4.

Gechertin (2015) meta-analyysin mukaan finanssipolitiikan kumulatiivinen kerroin on keskimäärin 1,4, kun tarkastellaan ainoastaan *empiirisiä* tutkimuksia. Julkisten kulutusmenojen, verotuksen ja tulonsiirtojen kertoimet eivät poikkea tilastollisesti merkitsevästi tästä keskiarvosta, eli ne ovat suunnilleen samansuuruisia. Sen sijaan julkisten investointien kumulatiivinen kerroin on selvästi korkeampi, 2,2, palkkamenojen kerroin 2,0 ja puolustusmenojen kerroin selvästi pienempi, 0,2.

Ramey (2019) toteaa katsauksessaan, että suurin osa empiirisistä arvioista sijoittuu varsin kapealle alueelle: menokertoimet ovat tyypillisesti 0,6–1 ja veromuutosten kertoimet 2–3. Teoreettisissa tutkimuksissa (kuten Sims & Wolff, 2018) verokertoimien arvot ovat kuitenkin pienempiä ja vaihtelevat selvästi verolajin mukaan: kulutusverojen kerroin on noin 0,5, tuloverojen noin 0,7 ja pääomaverojen noin 0,9. Empiiristen tutkimusten eroja finanssipolitiikan kerrointen välillä selittävät erot käytetyissä empiirisissä menetelmissä ja analysoiduissa ajanjaksoissa (Gechert, 2015) sekä itse kertoimen laskentatavoissa ja finanssipolitiikan toimien ennakoinnin huomioinnissa (Ramey, 2019).

Dabla-Norris ja Lima (2023) erottavat toisistaan verokantojen korotukset ja veropohjan laajentamisen käyttäen narratiivista aineistoa finanssipoliittisten sopeutusjaksojen yhteydessä. Heidän tulostensa mukaan verokantojen korotusten kumulatiivinen kerroin on noin 1,8 kahden vuoden aikajänteellä, kun taas veropohjan laajentamiseen liittyvä kerroin jää alle 0,5 eikä ole tilastollisesti merkitsevä. Tämä viittaa siihen, että veropohjan laajentaminen on tuotannon kannalta selvästi vähemmän haitallista kuin verokantojen nostaminen.

Tulos on merkityksellinen myös Suomen julkisen talouden kannalta. Suomessa julkisen talouden tasapainosuhteen puolijousto tuotantokuilun suhteen on noin 0,5 (Kellokumpu ym., 2024), eli yhden prosenttiyksikön muutos tuotantokuilussa muuttaa alijäämä–bkt-suhdetta noin 0,5 prosenttiyksikköä. Tällöin esimerkiksi miljardin euron veronkorotus kasvattaa verotuloja ensin suorasti miljardilla eurolla, mutta jos bkt supistuu verokertoimen vuoksi 1,8 miljardia euroa, heikkenee julkinen rahoitusasema automaattisten vakauttajien kautta noin 0,9 miljardilla eurolla (0,5 × 1,8). Nettovaikutus julkiseen talouteen jää tällöin vain noin 0,1 miljardiin euroon.

Tämä havainnollistaa, että verokantojen korottaminen on heikko keino julkisen talouden tasapainon vahvistamiseen silloin, kun verokertoimet ovat suuria. Sen sijaan Dabla-Norrisin ja Liman (2023) tulokset viittaavat siihen, että verotulojen kasvattaminen tulisi ensisijaisesti perustaa veropohjan tiivistämiseen, kuten poikkeusten rajaamiseen ja verotukien karsimiseen, sillä näihin toimiin liittyvät tuotantovaikutukset ovat selvästi pienempiä.

Gechertin ja Rannenbergin (2018) laajan meta-analyysin mukaan finanssipolitiikan kumulatiivinen yleinen menokerroin (taulukko 4, sarake 4) on keskimäärin 1,1. Analyysi osoittaa, että puolustusmenojen, verojen ja tulonsiirtojen kertoimet eivät poikkea tilastollisesti merkitsevästi tästä yleisestä tasosta. Sen sijaan julkisten investointien kerroin on selvästi korkeampi (1,6), kun taas julkisten kulutusmenojen kerroin on matalampi (0,6).

Tutkimuskirjallisuus tarjoaa vaihtelevan kuvan eri menolajien ja verojen kertoimista. Julkiset investoinnit tuottavat johdonmukaisesti muita menoluokkia ja veroja suurempia kertoimia. Julkisten kulutusmenojen kertoimet ovat yleensä keskimääräisiä tai sitä pienempiä. Julkisten palkkamenojen kerroin on useimmiten yleisen menokertoimen suuruinen tai sitä suurempi. Julkisten tulonsiirtojen kerroin on useimmiten pienempi kuin yleinen menokerroin, mutta joidenkin tutkimusten mukaan se voi olla yhtä suuri. Veromuutosten kertoimet vaihtelevat merkittävästi: osa tutkimuksista arvioi ne selvästi menokertoimia pienemmiksi, osa samansuuruisiksi ja osa suuremmiksi.

Finanssipolitiikan kertoimia voidaan käyttää myös arvioimaan menojen uudelleenkohdentamisen vaikutuksia tuotantoon. Jos menoja kohdennetaan uudelleen leikkaamalla tulonsiirtoja miljardilla eurolla ja lisäämällä saman verran julkisia investointeja, bkt kasvaa Gechertin ja Rannenbergin (2018) kertoimien perusteella noin 0,5 miljardia euroa. Tämä saadaan vähentämällä tulonsiirtojen vaikutus (1,1 × 1 mrd. = -1,1 mrd.) ja lisäämällä investointien vaikutus (1,6 × 1 mrd. = +1,6 mrd.), jolloin nettovaikutus on 1,6 - 1,1 = +0,5 mrd. Tämä havainnollistaa sen, että menojen kohdentaminen korkeamman kertoimen käyttökohteisiin voi kasvattaa tuotantoa ilman julkisten menojen kokonaismäärän kasvua.

Julkisen talouden kestämättömän tilanteen vuoksi on tehtävä sopeutustoimia, mutta kohdentamalla osa menoista korkeamman kertoimen kohteisiin, kuten investointeihin, voidaan lieventää sopeutuksen kielteisiä vaikutuksia tuotantoon. Jos tulonsiirtoja leikataan 2 miljardilla eurolla (2 mrd. × 1,1 = -2,2 mrd.) ja julkisia investointeja lisätään miljardilla (1 mrd. × 1,6 = +1,6 mrd.), nettovaikutus bkt:hen on -0,6 miljardia euroa (−2,2 + 1,6 = -0,6). Vertailun vuoksi, jos miljardin nettomääräinen sopeutus tehtäisiin leikkaamalla vain tulonsiirtoja miljardilla, bkt laskisi 1,1 miljardia.

3.2 Kertoimien vaihtelu menoluokkien sisällä

Edellä käsitelty kirjallisuus on tarkastellut menoja laajoina kategorioina, kuten kulutus, investoinnit ja tulonsiirrot, vaikka nämä ryhmät ovat sisäisesti hyvin heterogeenisia ja niiden alalajeilla voi olla keskenään varsin erilaisia vaikutuksia. Esimerkiksi julkiset kulutusmenot koostuvat sekä erilaisten palveluiden tuotannosta että hallinnollisista menoista, joiden kertoimet voivat erota selvästi. Finanssipolitiikan kertoimien ymmärtäminen edellyttääkin tarkempaa erittelyä menoluokkien sisällä. Tätä varten on syntynyt pieni mutta kasvava tutkimushaara, joka hyödyntää yksityiskohtaista dataa ja tarjoaa päätöksenteolle tarkempaa ja käyttökelpoisempaa tietoa kuin yleisluonteiset kertoimet.

Julkisten menojen kerroin riippuu keskeisesti sen suhteesta yksityisen sektorin toimintaan. Jalles ja Karras (2022) korostavat, että se, missä määrin julkiset menot täydentävät tai korvaavat yksityistä kulutusta, on yksi tärkeimmistä – ja usein aliarvioiduista – finanssipolitiikan kertoimen määräytymistekijöistä. Ganelli ja Tervala (2009) osoittavat teoreettisesti, että jos julkinen ja yksityinen kulutus ovat toisiaan korvaavia eli komplementteja siten, että julkisen kulutuksen kasvu lisää yksityisen kulutuksen rajahyötyä, finanssipolitiikan kerroin voi olla suuri. Jos sen sijaan ne ovat toisiaan korvaavia eli substituutteja ja julkinen kulutus syrjäyttää yksityistä kulutusta, kerroin jää selvästi pienemmäksi.

Bermperoglou ym. (2017) estimoivat liittovaltion, osavaltioiden ja paikallishallinnon palkkamenojen makrotaloudellisia vaikutuksia, ja heidän tulkintansa mukaan finanssipolitiikan kertoimen erot voidaan ymmärtää julkisten ja yksityisten menojen komplementaarisuuden asteen kautta. Mikäli julkiset menot tuottavat kotitalouksille arvokkaita palveluja, jotka täydentävät yksityistä kulutusta, yksityinen kulutus kasvaa julkisten menojen mukana (*crowding-in*), mikä kasvattaa kerrointa. Sen sijaan, jos julkiset menot koetaan korvaaviksi tai tehottomiksi, yksityinen kulutus supistuu (*crowding-out*), jolloin kerroin pienenee tai voi muuttua jopa negatiiviseksi.

Jalles ja Karras (2022) löytävät, että yksityiset ja julkiset menot ovat keskimäärin komplementteja, mutta komplementaarisuuden aste vaihtelee huomattavasti eri menokategorioiden välillä (sosiaaliturva, koulutus, vapaa-aika, terveys, asuminen, ympäristö, talousasiat, järjestyksenpito, puolustus ja yleishallinto). OECD-maissa komplementaarisuutta löytyy koulutuksessa, vapaa-ajassa ja asumisessa, mikä viittaa siihen, että näiden menoluokkien kertoimet ovat selvästi korkeampia kuin sellaisten kategorioiden, joissa julkinen kulutus ei ole komplementaarista yksityisen kulutuksen kanssa. Useimpien menoluokkien kohdalla ei havaita tilastollisesti merkitsevää suhdetta, kun taas yleishallinnon menot näyttäytyvät substituutteina yksityiselle kulutukselle. Näin ollen finanssipolitiikan kerroin voi vaihdella menoluokittain. Esimerkiksi koulutus- ja asumismenojen finanssipolitikan kerroin voi olla suurempi kuin useimmissa muissa julkisten menojen kategorioissa.

Konstantinou ym. (2025) analysoivat OECD-maiden aineistoa ja arvioivat julkisten menojen kertoimia 11 eri menokategoriassa: yleishallinto, puolustus, järjestyksenpito ja turvallisuus, liikenne ja viestintä, taloudelliset palvelut, ympäristönsuojelu, asuminen ja yhdyskuntapalvelut, terveys, koulutus, vapaa-aika, kulttuuri ja uskonto sekä sosiaaliturva. Tulokset vahvistavat käsityksen julkisten menojen heterogeenisuudesta: osa menokategorioista on selvästi tehokkaampia kuin toiset ja tuottaa korkeampia kertoimia. Positiivisia vaikutuksia tuotantoon havaitaan erityisesti ns. tuottaviksi luokitelluissa menoissa (yleishallinto, puolustus, järjestyksenpito, liikenne ja viestintä, terveys ja koulutus), kun taas ns. ei-tuottavien menojen (ympäristönsuojelu, asuminen ja sosiaaliturva) vaikutukset ovat negatiivisia tai tilastollisesti merkityksettömiä.

Konstantinou ym. (2025) toteavat, että julkisten menojen vaikutusten erot johtuvat siitä, että eri menokomponentit vaikuttavat yksityisen sektorin toimintaan eri

tavoin. Jotkin menot, kuten julkiset infrastruktuuri-investoinnit, vahvistavat talouskasvua lisäämällä yksityisen sektorin tuottavuutta, kun taas toiset, kuten sosiaalietuudet, voivat vääristää yksityisiä kannustimia. Samoin osa menoista toimii yksityisen kulutuksen komplementteina (esimerkiksi koulutus- ja terveysmenot), kun taas toiset toimivat sen substituutteina.

Ganelli ja Tervala (2020) osoittavat, että julkisten investointien kerroin riippuu suuresti julkisen pääoman tuottavuudesta (julkisen pääoman tuotantojoustosta), pääoman poistumisasteesta sekä investointien tehokkuudesta, eli siitä, kuinka suuri osa investointimenoista todella lisää pääomakantaa. Länsimaissa julkisten investointien kertoimet ovat keskimäärin suuria, kuten aiemmin todettiin, mutta ne ovat erityisen suuria silloin, kun investoinnit kohdistuvat tuotannossa paljon käytettyihin, korkean tuottavuuden kohteisiin. Talouspoliittinen johtopäätös on, ettei korkean tuottavuuden julkisia investointeja tulisi leikata. Julkisten investointien rakenteen muuttaminen siten, että menoja kohdennetaan kaikkein tuottavimpiin kohteisiin, jopa kasvattaisi bkt:ta ilman lisämenoja.

IMF (2024) tarkastelee julkisen tutkimus- ja kehitystoiminnan (t&k) finanssipoliittista kerrointa koko kansantalouden t&k-toimintaan, joka sisältää sekä julkisen että yksityisen sektorin panostukset. Tutkimuksen mukaan julkinen t&k-toiminta tarjoaa erittäin hyvää vastinetta rahalle, sillä jokainen julkisen sektorin käyttämä euro lisää kokonais-t&k-panostuksia yli yhdellä eurolla. Tämä selittyy sillä, että julkinen t&k-rahoitus kohdistuu usein perustutkimukseen, jolla on laajoja ja pitkäkestoisia heijastusvaikutuksia, jotka hyödyttävät useita sektoreita ja maita enemmän kuin yritysten soveltava t&k. Yritysten t&k-verokannustimet ja julkinen t&k-rahoitus näyttäytyvätkin tehokkaimpina finanssipolitiikan välineinä innovaatiotoiminnan edistämisessä.

Romer ja Romer (2016) toteat osuvasti, että julkiset tulonsiirrot ovat finanssipolitiikan suhteellinen tuntematon. Julkisten menojen ja verojen muutosten makrotaloudellisista vaikutuksista on tehty paljon tutkimusta, mutta tulonsiirtojen makrotaloudellisia vaikutuksia on tutkittu huomattavasti vähemmän. Tämä on yllättävää, sillä julkiset tulonsiirrot muodostavat suuren menoerän kaikkien kehittyneiden maiden julkisista menoista. Suomen näkökulmasta tutkimustiedon sovellettavuutta heikentää se, että useat tutkimukset koskevat maita ilman kattavaa tulonsiirtojärjestelmää ja perustuvat väliaikaisiin ohjelmiin, joita on käytetty suhdanne-elvytyksen välineinä.

Afonso ym. (2025) korostavat, että laaja julkinen sektori ja vahvat automaattiset vakauttajat, kuten tulonsiirtojärjestelmä, tasoittavat suhdannevaihteluita ja vähentävät tarvetta lisätä tulonsiirtoja päätösperäisesti. Brinca ym. (2016) puolestaan osoittavat, että tulonsiirtojen makrotaloudellinen teho riippuu olennaisesti talouden rakenteesta: vaikutukset ovat suuria maissa, joissa on suuret varallisuuserot ja runsaasti likviditeettirajoitteisia kotitalouksia, mutta pienet talouksissa, joissa nämä tekijät ovat vähäisempiä. Guo ym. (2023) täydentävät tätä näkökulmaa toteamalla, että erityisesti likviditeettirajoitteiset kotitaloudet (ns. *hand-to-mouth households*) vahvistavat tulonsiirtojen kertoimia, sillä niiden kulutukset reagoivat välittömästi käytettävissä olevien tulojen muutoksiin. Tulonsiirroilla voi siten olla suurempia vaikutuksia maissa, joissa kotitalouksilla on vähän puskuria ja suuret tulo- tai varallisuuserot, kuin Suomessa, jossa turvaverkko on jo laaja ja tuloerot pienet.

Bracco ym. (2021) arvioivat sosiaalisten tulonsiirtojen makrotaloudellisia vaikutuksia 23 kehittyneessä ja Latinalaisen Amerikan maassa. Heidän tulostensa mukaan tulonsiirtojen vaikutuskerroin on kehittyneissä maissa keskimäärin ainoastaan 0,3 mutta Latinalaisessa Amerikassa selvästi suurempi, 0,9. Huippukerroin on 0,5 kehittyneissä maissa ja 1,1 Latinalaisen Amerikan maissa. Erot selittyvät pitkälti sillä, kuinka suuri osuus väestöstä ei pääse rahoitusmarkkinoiden avulla tasaamaan kulutusta ja käyttää suurimman osan tuloistaan välittömästi kulutukseen.

Tämä ja monet muut tutkimukset (esim. Oh & Reis, 2012; Watson ym., 2022) antavat ymmärtää, että tulonsiirtojen kerroin on huomattavasti suurempi silloin, kun siirrot kohdistetaan huono-osaisille ryhmille, kuten työttömille ja likviditeettirajoitteisille kotitalouksille, joilla on korkea rajakulutusalttius. Sen sijaan laajemmin jaetut tulonsiirrot, kuten työeläkkeet ja järjestötuet, voivat tuottaa pienemmän kertoimen, koska ne päätyvät osin kotitalouksille ja järjestöille, joiden rajakulutusalttius on pienempi, koska niillä ei ole välitöntä tarvetta lisäkulutukseen.

3.3 Suomen talouden rakenteen merkitys kertoimille

Finanssipolitiikan kertoimen suuruus voi riippua olennaisesti talouden rakenteellisista ominaispiirteistä, joista keskeinen on raha- ja valuuttakurssijärjestelmä. Suomi on pieni osa euroaluetta eikä sillä ole nimellistä valuuttakurssia suhteessa muihin euromaihin, eikä kotimaisella finanssipolitiikalla ole vaikutusta EKP:n rahapolitiikkaan tai euron valuuttakurssiin. Taloustieteen mukaan finanssipolitiikka vaikuttaa tuotantoon enemmän kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä tai valuuttaunionissa, jossa rahapolitiikka tai valuuttakurssi eivät reagoi pienen maan finanssipoliittisiin toimenpiteisiin. Suomen finanssipolitiikan vaikutukset välittyvätkin Suomen talouteen ilman valuuttakurssimuutoksia tai rahapoliittista reaktiota, kuten voisi tapahtua itsenäisen rahapolitiikan ja kelluvan valuuttakurssijärjestelmän oloissa.

Ilzetzki ym. (2013) löytävät empiirisessä tutkimuksessa, että finanssipolitiikan kerroin riippuu ratkaisevasti maan valuuttakurssijärjestelmästä. Kiinteän valuuttakurssin oloissa kumulatiivinen kerroin on pitkällä aikavälillä 1,4, kun taas joustavien valuuttakurssien maissa kerroin voi olla jopa negatiivinen sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä.

Banerjee ja Zampolli (2019) löytävät empiirisessä tutkimuksessa, että valuuttakurssin sopeutuminen ja rahapolitiikan reaktiot ovat keskeisiä tekijöitä finanssipolitiikan kertoimien suuruuden selittämisessä. Tutkimuksen mukaan nimellisen valuuttakurssin heikkeneminen sopeutustoimien aikana pienentää finanssipolitiikan kerrointa, sillä devalvoituva valuuttakurssi tukee nettovientiä ja pehmentää kotimaisen tuotannon supistumista. Tutkimus korostaa myös rahapolitiikan merkitystä: mitä elvyttävämpää rahapolitiikka on, sitä pienempi on finans-

Taulukko 1 Tekijöitä, jotka vaikuttavat finanssipolitiikan kertoimen kokoon Suomessa verrattuna kansainväliseen kirjallisuuteen

Tekijä	Vaikutus Suomeen verrattuna kansainväliseen kirjallisuuteen	Perustelu ja lähteet
Eurojäsenyys ja kiinteä valuuttakurssi	Suurempi	Keskuspankki tai nimellisen valuuttakurssi eivät reagoi Suomen finanssipolitiikkaan, mikä kasvattaa kertoimia suhteessa itsenäisen rahapolitiikan ja kelluvien valuuttakurssien maihin (Banerjee & Zampolli, 2019; Ilzetzki ym., 2013).
Avoin talous (suuri tuonnin osuus, n. 40 % bkt:sta)	Pienempi	Osa kysynnästä vuotaa ulkomaille, mikä pienentää kerrointa suhteessa vähemmän avoimiin talouksiin (Gechert & Rannenberg, 2018).
Korkea veroaste	Verokerroin suurempi	Korkean veroasteen oloissa verokertoimet ovat suurempia ja veronkiristykset ovat erityisen haitallisia (Jaimovich & Rebelo, 2017; Gunter ym., 2021).
Väestön ikääntyminen	Pienempi	Ikääntyvissä talouksissa julkisten menojen kerroin on pienempi tai jopa tilastollisesti merkityksetön (Honda & Miyamoto, 2020; Morita, 2022).
Julkinen velka (korkea velkasuhde)	Pienempi	Velkaodotukset voivat heikentää finanssipolitiikan uskottavuutta ja tehokkuutta, jolloin kerroin on alhaisempi korkean velan oloissa (Ilzetzki ym., 2013; Bi ym., 2016).
Automaattiset vakauttajat	Pienempi	Mitä pienempi julkisten menojen suhde talouden kokoon, sitä suurempi on automaattisten vakauttajien merkitys (Afonso ym., 2025).
Tuloerot	Pienempi	Mitä pienemmät tuloerot, sitä pienempi osuus kotitalouksista on likviditeettirajoitteisia alentaen finanssipolitiikan kerrointa. Tulonsiirtojärjestelmät ovat kattavat erityisesti Pohjoismaissa (Brinca ym., 2016; Guo ym., 2023).

sipolitiikan kerroin. Yhdessä nämä tulokset osoittavat, että finanssipolitiikan kerroin riippuu olennaisesti makrotaloudellisesta ympäristöstä: sekä valuuttakurssin jousto että rahapolitiikka selittävät merkittävän osan maiden välisistä eroista kertoimissa.

Koska EKP:n rahapolitiikka ei reagoi Suomen suhdannetilanteeseen, euroalueen jäsenyys, joka yhdistää yhteisen rahapolitiikan ja luopumisen nimellisestä valuuttakurssista suhteessa euromaihin, merkitsee, että finanssipolitiikka voi olla Suomessa suhteellisen tehokasta. Näin ollen finanssipolitiikan kertoimet voivat olla suuria, ja sopeutustoimilla voi olla huomattavia kielteisiä vaikutuksia tuotantoon.

Avoimuuden aste voi vaikuttaa merkittävästi finanssipolitiikan kertoimeen. Gechertin ja Rannenbergin (2018) meta-analyysin mukaan maissa, joissa tuonnin osuus bkt:sta on suuri, kertoimet ovat keskimäärin pienempiä, sillä osa elvytyksen kysynnästä vuotaa ulkomaille tuonnin kautta. Heidän tarkastelemassaan maajoukossa tuonnin suhde bkt:hen oli keskimäärin 23 prosenttia. Suomessa vastaava suhde on ollut noin 40 prosenttia, mikä tekee Suomesta selvästi keskimääräistä avoimemman talouden. Tämän vuoksi voidaan olettaa, että finanssipolitiikan kerroin on Suomessa hieman pienempi kuin tutkimusten tyypilliset estimaatit.

Julkisen velan taso voi vaikuttaa finanssipolitiikan kertoimen suuruuteen. Kun julkisen velan bkt-suhde on korkea, markkinoiden ja kotitalouksien odotukset tulevista sopeutustoimista, kuten veronkorotuksista tai menoleikkauksista, voivat heikentää elvytyksen tehoa jo lyhyellä aikavälillä. Tämän seurauksena kertoimet jäävät matalammiksi korkean velan oloissa kuin silloin, kun velka on alhainen ja julkisen talouden kestävyyteen luotetaan. Ilzetzki ym. (2013) löytävät, että korkean velan maissa finanssipolitiikan kertoimet voivat olla negatiivisia, mikä tarkoittaisi, että sopeutustoimilla ei olisi lainkaan kielteistä vaikutusta tuotantoon.

Toisaalta Bi ym. (2016) eivät löydä vahvaa näyttöä siitä, että kertoimet riippuisivat dramaattisesti velkasuhteesta. Heidän analyysinsä osoittaa, että korkea velkataso pienentää finanssipolitiikan kertoimia vähän sekä lyhyellä että pitkällä aikavälillä. Suomelle tämä merkitsee sitä, että korkean velkasuhteen oloissa sopeutustoimien kielteiset vaikutukset tuotantoon voivat olla tavanomaista vähäisempiä, mutta on hyvin epätodennäköistä, ettei haitallisi vaikutuksia olisi lainkaan.

Suomen talouden yksi ominaispiirre kansainvälisessä vertailussa on korkea veroaste. Jaimovich ja Rebelo (2017) osoittavat mallissaan, että verotuksen vaikutukset kasvuun ovat hyvin epälineaarisia: matalilla veroasteilla vaikutus pitkän aikavälin talouskasvuun on vähäinen, mutta veroasteiden noustessa kielteinen vaikutus kasvuun kasvaa jyrkästi. Gunter ym. (2021) puolestaan korostavat, että makromallit ennustavat veromuutosten vaikutusten olevan pieniä alhaisilla alkuveroasteilla, mutta huomattavasti suurempia korkeilla alkuveroasteilla. He löytävät myös empiiristä näyttöä siitä, että kulutusverojen kertoimet ovat pieniä matalien veroasteiden maissa, mutta kasvavat voimakkaasti veroasteiden noustessa. Olemassa oleva tutkimus viittaa siis siihen, että korkean veroasteen oloissa kuten Suomessa verokertoimet ovat suuret. Tämä tarkoittaa sitä, että arvonlisäveron tai ansiotuloverojen korotuksilla voi olla hyvin kielteiset vaikutukset talouteen.

Väestön ikääntyminen voi heikentää finanssipolitiikan kerrointa. Honda ja Miyamoto (2020) tarkastelevat OECD-maita ja osoittavat, että ei-ikääntyvissä talouksissa julkisten menojen kumulatiivinen kerroin on noin 0,6, kun taas ikääntyvissä talouksissa kerroin ei ole tilastollisesti merkitsevä. Morita (2022) estimoi kertoimia Japanissa ja havaitsee niiden olevan selvästi pienempiä alueilla, jotka ikääntyvät nopeammin. On kuitenkin huomattava, että tutkimuksen mukaan ikääntyminen ainoastaan pienentää finanssipolitiikan kerrointa muttei vie sitä nollaan. Väestön ikääntyminen siis todennäköisesti laskee finanssipolitiikan kerrointa, mikä tarkoittaa, että ikääntyvässä Suomessa sopeutustoimilla ei ole yhtä suuria kielteisiä vaikutuksia tuotantoon kuin aiempi kirjallisuus on arvioinut.

3.4 Suhdannetilanne ja kertoimet

Finanssipolitiikan kertoimien on ajoittain sekä teorian (esimerkiksi Engler & Tervala, 2018; Tervala & Watson, 2022) että empirian (esimerkiksi Auerbach & Gorodnichenko, 2012, 2013; Caggiano ym., 2015; Gechert & Rannenberg, 2018) nojalla esitetty riippuvan suhdannetilanteesta. Auerbach ja Gorodnichenko (2012, 2013) havaitsevat suuria eroja menolisäysten kertoimissa taantumien ja nousukausien välillä: noususuhdanteessa kerroin

on tyypillisesti 0–0,5, kun taas taantumassa se kohoaa 1–1,5:een. Tämä viittaisi siihen, että sopeutustoimien kielteiset vaikutukset tuotantoon voivat olla huomattavia, jos ne toteutetaan taantumaolosuhteissa.

Riera-Crichton ym. (2015) havaitsevat, että finanssipolitiikan kertoimet riippuvat suhdannetilanteesta, mutta tutkimuksen mukaan olennaista on myös erottaa taantuman syvyys. Syvässä taantumassa finanssipolitiikan kertoimet ovat huomattavasti suurempia kuin tyypillisessä taantumassa. Tyypillisessä taantumassa menojen leikkaamisen kerroin on alle yhden, mutta syvässä taantumassa kerroin ylittää yhden ja voi siten olla hyvin haitallinen taloudelle. Tämä merkitsee, että voimakkaat sopeutustoimet syvän taantuman oloissa voivat lisätä julkisen velan bkt-suhdetta sen sijaan, että alentaisivat sitä.

Ramey (2019) kuitenkin huomauttaa, että myöhempi tutkimus on osoittanut tulosten olevan herkkiä käytetyille spesifikaatioille ja menetelmille. Tarkemmilla ja menetelmällisesti vahvemmilla estimointitavoilla kertoimet eivät yleensä nouse yli yhden edes taantumissa. Vertailun vuoksi Ramey (2019) toteaa kertoimien normaalisti olevan välillä 0,6–1. Hänen mukaansa empiiristä näyttöä sitä suuremmista kertoimista taantumissa ei voida pitää vahvana.

Finanssipolitiikan kertoimen riippuminen suhdannetilanteesta tarkoittaa, että sopeutustoimet voivat pienentää tuotantoa enemmän taantumassa kuin noususuhdanteessa, mutta erot eivät ole niin suuria kuin jotkut varhaisemmat tutkimukset ovat esittäneet. Keskeisempää voi olla taantuman syvyys, sillä syvässä taantumassa finanssipolitiikan kerroin voi olla selvästi suurempi kuin tyypillisessä taantumassa tai normaalissa suhdannetilanteessa. Toisaalta Rameyn (2019) kokoaman tutkimusnäytön perusteella voidaan jopa väittää, ettei sopeutustoimien ajoittuminen taantumaan välttämättä edes muuta kertoimen suuruutta. Koska julkisen talouden kestävyysvajeen korjaaminen on pitkän aikavälin haaste ja tutkimusnäytön perusteella kertoimen koko ei välttämättä riipu suhdannetilanteesta tai vaikutus on maltillinen, heikko suhdannetilanne ei muodosta perustetta sopeutustoimien lykkäämiselle, ellei kyse ole vakavasta taantumasta.

Lisäksi on syytä korostaa, että julkisen talouden rakenteellisen perusjäämän vähentämisessä on kyse pitkän aikavälin kestävyysongelman ratkaisemisesta. Jos sopeutusta lykätään heikon suhdannetilanteen vuoksi, vaarana on, ettei sitä saada tehtyä myöskään nousukaudella, jolloin velkaantuminen jatkuu kestämättömänä ja kestävyysvajeen vähentäminen lykkääntyy. Johdonmukaiset ja uskottavat sopeutustoimet voivat puolestaan vahvistaa luottamusta julkisen talouden kestävyyteen ja alentaa rahoituskustannuksia, mikä lieventää sopeutuksen kielteisiä vaikutuksia tuotantoon.

3.5 Menoleikkaukset vs. menolisäykset

Finanssipolitiikan kertoimia estimoivat mallit ovat yleensä symmetrisiä ja lineaarisia, jolloin kertoimet oletetaan samoiksi sekä menoja lisättäessä että vähennettäessä ja riippumattomiksi finanssipolitikan sokin koosta. Viime vuosina kansainvälisessä tutkimuksessa on kuitenkin selvitetty, poikkeaako kerroin menoleikkausten ja menolisäysten välillä sekä vaikuttaako leikkausten suuruus kertoimen arvoon.

Riera-Crichton ym. (2015) löytävät, että finanssipolitiikan kumulatiiviset kertoimet eroavat siten, että ekspansiivisella ja supistavalla finanssipolitiikalla on erisuuruiset kertoimet. Ben Zeev ym. (2023) analysoivat, eroavatko kertoimet julkisten menojen lisäämisen ja vähentämisen välillä. Heidän tulostensa mukaan impulssivasteissa on eroja, mutta kumulatiiviset kertoimet eivät riipu menomuutoksen suunnasta. Näin ollen menojen lisäämisen ja vähentämisen vaikutusten aikajakauma poikkeaa toisistaan, mutta kumulatiivinen vaikutus tuotantoon ei eroa. Näin ollen tässä katsauksessa esitetyt kumulatiiviset kertoimet pätevät myös sopeutustoimiin.

IMF:n (2012) teoreettinen analyysi löytää, että asteittain toteutetulla finanssipoliittisella sopeutuksella on pienempi kumulatiivinen kerroin kuin yhtä suuren, mutta kerralla toteutetun sopeutuksen tapauksessa. IMF (2012) päättelee, että silloin, kun on mahdollista, asteittainen sopeutus on parempi vaihtoehto kuin nopea ja kertaluonteinen sopeutus.

Klein Martins (2025) löytää empiirisesti, että finanssipolitiikan pitkän aikavälin kerroin on keskimäärin noin 0,5. Sen sijaan suuret julkisen talouden sopeutusohjelmat johtavat huomattavasti suurempiin vaikutuksiin: pitkän aikavälin kerroin on tällöin noin 1,5. Sopeutustoimien koolla on merkitystä: pienempien sopeutustoimien vai-

kutukset vaimenevat nopeammin ja niiden kerroin jää pienemmäksi, kun taas suuret ja kertaluonteiset sopeutusohjelmat ovat taloudelle paljon haitallisempia. Nykyisen hallituksen ja tulevien hallitusten olisi perusteltua edistää pitkäkestoisia ja asteittaisia sopeutustoimia, joissa julkisen talouden rakenteellista alijäämää vähennetään vuosi vuodelta sen sijaan, että turvauduttaisiin suuriin ja kertaluonteisiin ratkaisuihin.

3.6 Finanssipolitiikan hystereesivaikutukset

Finanssipolitiikan kertoimen on havaittu olevan suurempi ns. hystereesiolosuhteissa. Hystereesillä tarkoitetaan tilannetta, jossa taantuma laskee pysyvästi bkt:n tasoa suhteessa taantumaa edeltäneeseen kasvu-uraan (ks. Cerra ym., 2023). Engler ja Tervala (2018) ja Tervala ja Watson (2022) osoittavat teoreettisesti, että finanssipolitiikan kerroin kasvaa taantumissa, jotka aiheuttavat hystereesiä. Fatás ja Summers (2018) ja Fatás (2019) puolestaan tarjoavat empiiristä näyttöä finanssipolitiikan hystereesivaikutuksista. Näiden tutkimusten mukaan sopeutustoimien merkittävä haitta hystereesiolosuhteissa on, että ne voivat voimistaa taantuman aiheuttamaa pysyvää tuotannon tason laskua.

Osa hystereesitutkimuksista löytää, että taantumat voivat aiheuttaa pysyvän laskun tuotannon tasossa eli hystereesiä. Uudempi ja menetelmällisesti vahvempi tutkimus antaa kuitenkin ymmärtää, että vain vakavat taantumat ja lamat johtavat pitkäaikaisiin vaikutuksiin. Aikman ym. (2022) analysoivat 24 kehittynyttä ja kehittyvää taloutta ja havaitsevat, että vaikutukset ovat epälineaarisia ja epäsymmetrisiä: vain taantumat, joiden vakavuus ylittää tietyn kynnyksen, aiheuttavat pysyvän tuotannon tason laskun, joka näkyy vielä kymmenen vuoden kuluttua bkt:ssa. Sen sijaan tavanomaiset taantumat eivät johda pysyviin bkt-vaikutuksiin, vaan niiden vaikutukset häviävät ennustehorisontin kuluessa.

Aikman ym. (2022) tutkimuksen perusteella on hyvät syyt olettaa, että finanssipolitiikan hystereesivaikutukset syntyvät vain syvissä taantumissa eivät tavallisissa taantumissa. Tämä tulos on linjassa Riera-Crichton ym. (2015) kanssa, sillä heidän empiirinen analyysinsa osoittaa, että ekspansiivisen finanssipolitiikan kumulatiiviset kertoimet kasvavat merkittävästi vakavissa taantumissa. Suomen sopeutustoimien ajoituksen kannalta tutkimustulokset viittaavat siihen, että sopeutustoimia olisi perusteltua välttää vakavien taantumien aikana, koska tällöin finanssipolitiikan kerroin voi olla huomattava suuri hystereesivaikutuksen takia.

Hystereesin epäsymmetrinen ja epälineaarinen luonne tekee sen politiikkaimplikaatioista tärkeitä talouspolitiikan suunnittelussa. Syvissä taantumissa finanssipoliittinen elvytys on perusteltua, sillä korkeat kertoimet ja riski pysyvistä tuotannonmenetyksistä tekevät elvytyksestä tehokkaan keinon ehkäistä pitkän aikavälin vahinkoja. Hystereesiriski korostaa kuitenkin myös vastasyklisen finanssipolitiikan merkitystä normaaleissa olosuhteissa. Velkasuhteen vakauttaminen tai sen asteittainen alentaminen nousukaudella luo liikkumavaraa, jota voidaan hyödyntää vakavissa taantumissa vaarantamatta julkisen talouden kestävyyttä. Näin hystereesiriski tarjoaa perusteen sopeutustoimille normaaleissa olosuhteissa.

3.7 Finanssipolitiikan vaikutukset pitkällä ajalla

Aiempi tarkastelu on keskittynyt finanssipolitiikan kertoimiin lyhyellä ajalla. On kuitenkin hyödyllistä tuoda lyhyesti esiin myös muita näkökulmia, kuten finanssipolitiikan vaikutukset kokonaistuottavuuteen sekä pidemmän aikavälin vaikutukset talouskasvuun ja tasa-arvoon.

Everaert ym. (2015) tarkastelevat kokonaistuottavuuden ja finanssipolitiikan välistä yhteyttä. Tutkimuksen mukaan budjettialijäämillä on kielteinen vaikutus kokonaistuottavuuteen pitkällä aikavälillä. Sen sijaan tuottavat julkiset menot, kuten tutkimus- ja kehitystoiminta, koulutusmenot ja julkiset investoinnit, vahvistavat kokonaistuottavuutta, kun taas julkiset tulonsiirrot heikentävät sitä. Tutkimuksen talouspoliittinen opetus on, että julkisten alijäämien vähentäminen lisää kokonaistuottavuutta pitkällä aikavälillä. Sopeutustoimia suunniteltaessa on kuitenkin tärkeää huomioida menojen rakenne. Tutkimus- ja kehitystoiminnasta, koulutusmenoista ja julkisista investoinneista leikkaaminen aiheuttaa taloudelle suurempaa vahinkoa, sillä ne edistävät tuottavuuden kasvua. Sopeutuksen kohdistaminen ensisijaisesti julkisiin tulonsiirtoihin, joiden vaikutus kokonaistuottavuuteen on kielteinen, olisi talouden kannatta parempi vaihtoehto.

Fournier ja Johansson (2016) tutkivat julkisten menojen määrän ja rakenteen vaikutuksia pitkän aikavälin kasvuun

OECD-maissa. Tutkimuksen mukaan julkiset investoinnit ja koulutusmenot tukevat pitkän aikavälin kasvua, kun taas eläkemenot ja julkiset yritystuet heikentävät sitä. Lisäksi tutkimus tuo esiin, että liian suuret julkiset menot voivat hidastaa kasvua, ellei julkisen sektorin toiminta ole poikkeuksellisen tehokasta.

Gemmell ym. (2016) tarkastelevat julkisten kokonaismenojen sekä menojen rakenteen muutosten pitkän aikavälin vaikutuksia bkt:hen OECD-maissa. Tutkimus tarjoaa vahvaa näyttöä siitä, että menojen uudelleenkohdentaminen infrastruktuuriin ja koulutukseen tukee pitkän aikavälin tuotannon kasvua. Sen sijaan menojen siirtäminen sosiaaliturvaan muiden menokategorioiden kustannuksella voi olla yhteydessä pieniin, mutta kielteisiin vaikutuksiin tuotantoon pitkän ajalla.

Cournède ym. (2014) tarkastelevat erilaisten sopeutustoimien pitkän aikavälin vaikutuksia talouskasvuun ja tasa-arvoon. Heidän analyysinsa mukaan sopeutustoimilla on selkeä hierarkia: parhaiksi sopeutuskohteiksi kasvun ja tasa-arvon näkökulmasta pitkällä ajalla nousevat yritystuet, eläkemenot, muu julkinen kulutus, työttömyysetuudet, ympäristöverot ja muut omaisuusverot kuin kiinteistövero. Sen sijaan heikoimpia sopeutuskohteita ovat koulutusmenot, lapsiperheiden palvelut ja etuudet, terveyspalvelut, julkiset investoinnit sekä tulopuolella sosiaaliturvamaksut. Tutkimuksen mukaan sopeutustoimien tulisi ensisijaisesti kohdistua tehottomiin yritystukiin, osaan eläkemenoista, pitkäkestoiseen työttömyysturvaan ja muuhun julkiseen kulutukseen (ei kuitenkaan koulutukseen, terveydenhuoltoon tai lapsiperheiden palveluihin) sekä ympäristöverojen korottamiseen. Vastaavasti koulutusmenot, julkiset investoinnit, terveyspalvelut ja lapsiperheiden palvelut olisi suositeltavaa suojata sopeutukselta.

Antolin-Diaz ja Surico (2025) estimoivat finanssipolitiikan pitkän aikavälin vaikutuksia. Heidän mukaansa puolustusmenot vaikuttavat bkt:hen voimakkaasti ja pysyvästi, koska ne muuttavat julkisten menojen koostumusta t&k-toimintaa suosivaksi. Tämä lisää innovaatiota ja yksityisiä investointeja keskipitkällä aikavälillä sekä kasvattaa tuottavuutta ja bkt:ta pitkällä aikavälillä. Julkiset t&k-menot lisäävät tuotantoa, vaikka ne eivät liittyisi puolustusmenoihin. Julkisten investointien vaikutukset ovat lyhytkestoisempia. Julkisella kulutuksella on hyvin pieni vaikutus tuotantoon.

3.8 Julkisten alijäämien sopeutusohjelmat

IMF:n tutkijoiden yhteenveto julkisten alijäämien vähentämisohjelmista (Balasundharam ym. 2023) korostaa, että sopeutusohjelmat ovat monimutkaisia prosesseja, jotka edellyttävät usein vaikeita poliittisia valintoja tavoitteiden saavuttamiseksi. Tähän asti käsitellyt tutkimukset ovat pitkälti keskittynet finanssipolitiikan kertoimiin pohjautuvaan analyysiin sekä yksittäisten, toisistaan erillisten sopeutustoimien lyhyen aikavälin vaikutuksiin tuotantoon. Ajan myötä tutkijoiden huomio on kuitenkin laajentunut kattamaan joukon muita päättäjille keskeisiä kysymyksiä. Päättäjien on ratkaistava, kuinka paljon alijäämää tulisi vähentää, perustuuko sopeutus ensisijaisesti veronkorotuksiin, menoleikkauksiin vai näiden yhdistelmään; milloin sopeutus kannattaa aloittaa ja millä aikataululla se olisi tarkoituksenmukaista toteuttaa. Lisäksi on harkittava, painotetaanko toimet alkuun vai jaksotetaanko niitä pidemmälle ajalle sekä mikä rooli mahdollisilla finanssipolitiikan instituutioiden[2] uudistuksilla on. Taloudellisten vaikutusten ohella päätöksenteossa on otettava huomioon myös poliittinen ja sosiaalinen toteutettavuus sekä niihin liittyvät seuraukset. Finanssipolitiikan kertoimia koskeva tutkimus ei riitä vastaamaan näihin kysymyksiin.

Tutkimusten perusteella tiedetään, että finanssipolitiikan kertoimen suuruus riippuu menoleikkausten rakenteesta. Verokertoimissa havaitaan suurta vaihtelua, ja korkean verotuksen maissa ne voivat olla jopa merkittävän negatiivisia. Lisäksi tutkimustulosten mukaan vähittäiset sopeutusohjelmat minimoivat haitalliset vaikutukset tuotantoon.

Sopeutusohjelmia tutkineet Balasundharam ym. (2023) korostavat ensiksikin, että julkisen talouden sopeutusohjelmien onnistumisen edellytykset kasvavat, jos lähtökohtana on korkea bkt:n taso, suotuisa globaali ja kotimainen ympäristö, vahvat finanssipoliittiset instituutiot sekä vahva näyttö julkisen talouden vastuullisesta hoidosta, laaja poliittinen tuki sopeutusohjelmille ja hyvä viestintä.

Suomen lähtökohdat ovat tästä näkökulmasta hyvät. Sopeutusohjelmien onnistuminen edellyttää laajaa poliittista tukea sekä yhteistä ymmärrystä siitä, että toteutettujen toimien ensisijaisena tavoitteena on turvata julkisen talouden kestävyys pitkällä aikavälillä. Tämän lähtökohdan merkitystä ei voi liiaksi korostaa.

Toiseksi, Balasundharam ym. (2023) korostavat, että tuotantovaikutusten ohella on syytä huomioida myös sopeutustoimien vaikutukset tulonjakoon. Tutkijoiden mukaan sopeutustoimet heikentävät bkt:ta lyhyellä aikavälillä ja voivat lisätä eriarvoisuutta. Tässä yhteydessä he korostavat, että sopeutustoimilla on kielteinen lyhyen aikavälin vaikutus taloudelliseen toimeliaisuuteen *verrattuna aiempaan tilanteeseen*, mutta vaikutus saattaa olla myönteinen verrattuna vaihtoehtoon, jossa sopeutusta ei tehtäisi. Toisin sanoen lyhyen aikavälin tuotantovaikutuksia ei ole syytä ylikorostaa, kun tavoitteena on sellainen julkisten menojen ja tulojen taso, joita on mahdollista ylläpitää kestävästi.

Balasundharam ym. (2023) mukaan sopeutustoimien tuotantovaikutusten voimakkuus riippuu talouden rakenteesta ja suhdannetilanteesta: vaikutukset ovat yleensä suurempia suljetummissa talouksissa ja taantumassa. Historiallisesti menoleikkauksiin perustuvat ja nopeasti toteutetut ohjelmat ovat lisänneet eriarvoisuutta useammin kuin veropohjaiset tai asteittain etenevät sopeutukset. Lyhyen aikavälin haittoja tuotantoon tai eriarvoisuuteen voidaan lieventää ekspansiivisella rahapolitiikalla, valuuttakurssijoustolla, työ- ja hyödykemarkkinoita vahvistavilla uudistuksilla sekä kohdennetulla sosiaalituella. Pitkällä aikavälillä sopeutus voi tosin myös edistää kasvua ja tasa-arvoa, erityisesti jos julkiset investoinnit ja köyhyyden vähentämiseen tähtäävät sosiaalimenot suojataan leikkauksilta.

Balasundharam ym. (2023) korostavat kolmanneksi, että sopeutusohjelmien suunnittelun tulisi perustua uskottavaan sitoutumiseen julkisen talouden uudistuksiin. Useimmat ohjelmat paransivat julkisen talouden rakenteellista perusjäämää 1–2 prosenttia bkt:sta vuodessa, ja niiden kesto oli 3–4 vuotta. Etupainotteiset sopeutusohjelmat johtuivat yleensä rahoitusmarkkinoiden paineesta, kun taas asteittaiset ohjelmat minimoivat tuotantotappiot ja johtivat pysyvämpään julkisen velkasuhteen vakautumiseen. Suuret sopeutustoimet edellyttävät tyypillisesti sekä tulo- että menopuolen toimia. Haavoittuvien ryhmien suojaaminen lieventää lyhyen aikavälin tulonjakovaikutuksia ja vähentää sopeutuksen sosiaalisia ja poliittisia kustannuksia. Pitkän aikavälin kasvupotentiaalin turvaamiseksi tulisi välttää leikkauksia julkisissa investoinneissa, koulutuksessa ja terveydenhuollossa. Verotoimien tulisi ensisijaisesti kohdistua vähemmän vääristäviin veroihin, kuten kiinteistö-, haitta- ja ympäristöveroihin. Tehokas viestintä on olennainen osa sopeutusohjelmien suunnittelua ja toteutusta.

Balasundharam ym. (2023) painottavat neljänneksi, että julkisen talouden sopeutusohjelmien tulisi nojata uskottavaan keskipitkän aikavälin finanssipoliittiseen kehykseen, jota tukevat vahvat instituutiot. Vakaa finanssipoliittinen sääntökehikko ja toimiva julkisen talouden ohjausjärjestelmä vahvistavat budjettikuria ja auttavat saavuttamaan sopeutustavoitteet. Avoimuus puolestaan edistää ohjelmien onnistumista parantamalla niiden suunnittelua (esimerkiksi realististen makroennusteiden ja julkisen keskustelun kautta) sekä lisäämällä hallituksen vastuullisuutta.

Edellä esitetyn perusteella Suomen julkisen sektorin asteittainen sopeutus, joka sisältää sekä tulo- että menopuolen toimia, on perusteltua. Veronkorotukset olisi syytä kohdistaa kiinteistö-, haitta- ja ympäristöveroihin. Julkisia investointeja, koulutusta, terveydenhuoltoa ja köyhyyden vähentämiseen tähtäävää perusturvaa tulisi mahdollisuuksien mukaan suojata leikkauksilta kasvupotentiaalin ylläpitämiseksi sekä sopeutustoimien tulonjakovaikutusten lieventämiseksi ja yhteiskunnallisen tuen varmistamiseksi. Johdonmukainen viestintä on välttämätöntä, jotta kansalaiset ja markkinat luottavat sopeutusohjelman tavoitteisiin ja sen toteuttamiskelpoisuuteen.

Yksi keskeisimmistä Balasundharamin ym. (2023) katsauksen havainnoista on, että sopeutusohjelmien onnistumista tukevat ekspansiivinen raha- ja valuuttakurssipolitiikka (ml. kilpailukykyinen valuuttakurssi ja kasvava nettovienti) sekä työ- ja hyödykemarkkinoiden uudistukset. Esimerkkinä sopeutusohjelmia koskevasta tutkimuksesta voidaan mainita IMF:n (2023) analyysi, jonka mukaan julkisen velan bkt-suhteen kestävä alentaminen onnistuu suurella todennäköisyydellä vauraissa maissa silloin, kun sopeutus toteutetaan noususuhdanteessa ja se perustuu menoleikkauksiin veronkorotusten sijaan. Sopeutuksen vaikutus on pitkäkestoisempi, jos sitä tukevat talouskasvua edistävät rakenteelliset uudistukset ja vahvat instituutiot. Koska nämä edellytykset eivät kuitenkaan aina täyty ja finanssipoliittinen sopeutus hidastaa usein talouskasvua, sen keskimääräinen vaikutus julkisen velan bkt-suhteeseen jää usein rajalliseksi. Suomessa sopeutustoimien tueksi tarvitaan työllisyysastetta nostavia rakenteellisia uudistuksia. Työmarkkinauudistukset, kuten eläkeiän nostaminen, voivat lisätä työllisyysastetta ja

tuotantoa käyttäytymismuutosten kautta, mikä kasvattaa verokertymää ja vähentää tulonsiirtomenoja.

IMF:n (2010) tutkimuksen mukaan finanssipoliittinen sopeutus on tyypillisesti taloutta supistavaa. Yhden prosentin bkt:sta suuruinen sopeutus pienentää bkt:ta keskimäärin noin 0,5 prosenttia kahden vuoden kuluttua. Menoleikkauksiin perustuvat sopeutusohjelmat ovat taloudelle vähemmän supistavia kuin veronkorotuksiin perustuvat ohjelmat: veropainotteisissa ohjelmissa 1 prosenttia bkt:sta vastaava kiristys pienentää bkt:ta kahden vuoden jälkeen 1,3 prosenttia, kun taas menoleikkauksiin perustuvissa ohjelmissa vastaava vaikutus on -0,3 prosenttia eikä se ole edes tilastollisesti merkitsevä.

IMF (2010) toteaa, että sopeutuksen supistavaa vaikutusta yleensä lieventävät korkotason lasku, valuutan heikkeneminen ja nettoviennin kasvu. IMF:n (2010) mukaan 1 prosentin bkt:sta suuruinen sopeutustoimi johtaa reaalisen valuuttakurssin noin 1,1 prosentin heikkenemiseen, mikä selittyy lähes kokonaan nimellisen valuuttakurssin heikkenemisellä. Reaalisen valuuttakurssin heikkenemisen seurauksena nettoviennin bkt-osuus kasvaa noin 0,5 prosenttiyksikköä. IMF:n (2010) mukaan valuutan arvon heikkeneminen on keskeinen mekanismi, joka lieventää sopeutustoimien vaikutusta tuotantoon nettoviennin kasvun kautta: ilman nettoviennin kasvua sopeutuksen aiheuttama tuotantomenetys olisi lähes kaksinkertainen.

Banerjee ja Zampolli (2019) havaitsevat, että sekä nimellisen efektiivisen valuuttakurssin heikkeneminen että ekspansiivinen rahapolitiikka sopeutusten aikana pienentävät finanssipolitiikan kerrointa huomattavasti. He korostavat, että sopeutusohjelmat eivät välttämättä aiheuta merkittäviä tuotantomenetyksiä, mikäli valuuttakurssi joustaa ja rahapolitiikassa on riittävästi tilaa keventämiselle.

On syytä muistaa, että euroalueen jäsenyys poisti raha- ja valuuttakurssipolitiikan käytön suhdannepolitiikan välineenä, mikä lisäsi merkittävästi finanssi- ja palkkapolitiikan merkitystä. Vaikka Suomella ei ole nimellistä valuuttakurssia suhteessa muihin euromaihin, sillä on silti reaalinen valuuttakurssi, joka määrittyy kotimaisten hintojen ja kustannusten suhteena muihin maihin. Tämä korostaa kotimaisen palkkapolitiikan merkitystä, sillä se vaikuttaa inflaatioon ja yksikkötyökustannuksiin suhteessa muihin euromaihin.

Kirjallisuus ei kuitenkaan anna yksiselitteistä vastausta siihen, vaikuttaako valuuttakurssijärjestelmä sopeutusohjelmien onnistumisen mahdollisuuteen (Balasundharam ym. 2023). Toisaalta Lambertinin ja Tavaresin (2005) tulosten mukaan onnistuneita sopeutusohjelmia on tyypillisesti edeltänyt valuutan heikentyminen. Nimellisen valuuttakurssin heikkeneminen kasvattaa sopeutusohjelman onnistumisen todennäköisyyttä. Tutkimuksen implikaationa on, että onnistuneen sopeutuksen toteuttaminen voi olla vaikeampaa euromaissa, koska yhteisvaluutta estää nimellisen valuuttakurssin heikkenemisen käyttämisen sopeutusten tukena.

Euroalueen jäsenyys merkitsee, että palkkapolitiikka on käytännössä ainoa talouspoliittinen väline, jolla voidaan vaikuttaa suoraan reaaliseen valuuttakurssiin. Reaalinen valuuttakurssi eli hintakilpailukyky on suhteellinen käsite: ratkaisevaa on inflaatioero ja yksikkötyökustannusten kehitys suhteessa keskeisiin kauppakumppaneihin. Koska nimellispalkkojen leikkaus on taloudellisesti ja poliittisesti kivuliasta, palkkamalttia (ns. *wage moderation*) on syytä toteuttaa sopeutustoimien aikana siten, että yksikkötyökustannusten ja hintatason nousu pysyy järjestelmällisesti euroalueen keskiarvoa alempana.

Decressin ym. (2015) osoittavat, että palkkamaltti kasvattaa yksittäisen euroalueen maan tuotantoa lisäämällä nettovientiä. Suomen kannattaa ylläpitää palkkamalttia, jossa palkankorotukset jäävät muuta euroaluetta pienemmiksi, sillä tämä heikentää reaalista valuuttakurssia, parantaa kilpailukykyä ja tukee nettoviennin kasvua. Nettoviennin kasvu voisi osaltaan korvata julkisen kysynnän supistumista ja tukea sopeutustoimien onnistumista.

4 Suomea koskevat tutkimukset

Suomea koskevaa empiiristä tutkimusta finanssipolitiikan kertoimista on hyvin vähän, ja on syytä huomata, että suurin osa vertaisarvioimattomia tutkimuksia.

Kuismanen ja Kämppi (2010) tutkivat vertaisarvioidussa artikkelissa finanssipolitiikan vaikutuksia Suomessa. Tutkimuksen mukaan julkisten menojen lisäys ei kasvata kokonaistuotantoa vaan syrjäyttää yksityistä taloudel-

lista toimintaa. Vastaavasti verotuksen kiristäminen lisää tuotantoa. Nämä tulokset ovat jyrkässä ristiriidassa kansainvälisen tutkimusnäytön kanssa, mikä herättää kysymyksiä niiden luotettavuudesta.

Virkola (2014) estimoi vertaisarvioimattomassa tutkimuksessa kumulatiiviseksi kertoimeksi menojen osalta noin 4 ja verojen osalta noin 12. Nämä tulokset ovat poikkeuksellisen suuria ja vaikuttavat epäuskottavilta suhteessa kansainväliseen tutkimuskirjallisuuteen. Lehmus (2015) analysoi vertaisarvioimattomassa tutkimuksessa Suomen taloutta käyttäen SVAR-mallia ja aineistoa vuosilta 1975–2011. Tutkimuksessa raportoitu julkisen kulutuksen huippukerroin on1,3–1,6, vaikka impulssivaste, josta kerroin on laskettu, ei ole tilastollisesti merkitsevä. Veronkorotusten huippukertoimeksi arvioidaan 0,5–0,6.

Keränen ja Kuusi (2016) estimoivat finanssipolitiikan kertoimia vertaisarvioimattomassa tutkimuksessa, jonka tilasi talouspolitiikan arviointineuvosto. Tutkimuksen mukaan kertoimet voivat riippua suhdannetilanteesta, ja hallituksen vuosille 2016–2019 esittämien sopeutustoimien kumulatiivinen kerroin oli noin 1. Lisäksi tulopuoleen painottuvat toimet tuottivat pienemmän kertoimen kuin menopuolelle kohdistuvat. Huolimatta siitä, että kertoimet olivat suhteellisen suuria, tutkijat eivät löytäneet merkittäviä hyötyjä sopeutuksen lykkäämisestä bkt:n nykyarvon kannalta.

Ahonen (2020) estimoi talouspolitiikan arviointineuvoston tilaamassa, vertaisarvioimattomassa tutkimuksessa julkisten kulutusmenojen kumulatiiviseksi kertoimeksi 1,2–1,85 käyttäen aineistoa vuosilta 1975–2018. Toisin kuin Keränen ja Kuusi (2016), Ahonen (2020) ei löydä vahvaa näyttöä kertoimen suhdanneriippuvuudesta. Sen sijaan tulokset viittaavat siihen, että kerroin on ollut suurempi 2000-luvulla kuin aiemmin, mikä voi tarkoittaa, että eurojäsenyys on voinut lisätä kertoimen kokoa. Toisaalta Keränen ja Lähdemäki (2024) estimoivat, että Kanadassa finanssipolitiikan kumulatiivinen kerroin (1) on suurempi kuin viiden pienen euroalueen maan (Itävalta, Belgia, Suomi, Portugali ja Alankomaat) keskimääräinen kerroin (0,5).

Räsänen ja Mäkelä (2021) tarkastelevat vertaisarvioidussa – ja Suomen osalta tähän mennessä parhaassa – tutkimuksessa julkisten kulutusmenojen lyhyen aikavälin vaikutuksia alueelliseen tuotantoon ja työllisyyteen taantuman aikana hyödyntäen kvasieksperimentaalista asetelmaa. Empiirinen analyysi perustuu valtion kulutusmenojen alueelliseen, eksogeeniseen vaihteluun, joka syntyi uusien vastaanottokeskusten perustamisesta vuosina 2015–2016 sekä samanaikaisesta puolustusvoimauudistuksesta. Tulosten mukaan yhden prosentin muutos julkisissa menoissa suhteessa alueen tuotantoon lisäsi paikallista tuotantoa 1,3 prosenttia, mikä merkitsee finanssipolitiikan alueelliseksi kertoimeksi (*local multiplier*) taantumassa arvoa 1,3. Huomionarvoista on, että menojen leikkausten kerroin oli selvästi suurempi kuin peruskerroin, joka perustui pääosin menojen kasvuun.

Alueellinen kerroin kuvaa, miten julkisten menojen muutos vaikuttaa paikalliseen tai alueelliseen talouteen (esimerkiksi maakuntaan tai lääniin). Alueellinen kerroin ei siis kerro kansantalouden kokonaisvaikutusta. Alueellinen kerroin voi olla suurempi kuin finanssipolitiikan kerroin, jos julkiset menot ja niiden seurannaisvaikutukset jäävät pääosin paikalliseen kulutukseen ja investointeihin. Kansantalouden tasolla vaikutus voi kuitenkin olla pienempi, koska osa paikallisesta kasvusta syntyy vain resurssien ja kysynnän siirtymisestä alueelta toiselle.

Chodorow-Reich (2019) löytää useisiin tutkimuksiin perustuvan keskimääräisen *local multiplierin* olevan 1,8. Tämä on selvästi suurempi kuin tyypillinen kansantalouden tasolla estimoitu finanssipolitiikan kerroin, esimerkiksi Gechertin ja Rannenbergin (2018) raportoima 1,1. Räsäsen ja Mäkelän (2021) tulosten perusteella voidaan päätellä, että julkisten menojen kerroin Suomessa saattaa olla selvästi alle yhden myös taantumassa. Toisaalta Räsäsen ja Mäkelän (2021) tutkimus korostaa, että sopeutustoimia suunniteltaessa on tärkeää huomioida niiden alueelliset vaikutukset, sillä osa niiden haitoista voi kasaantua epätasaisesti ja muodostaa joillekin alueille merkittävän taloudellisen taakan.

Puonti (2025) tarkastelee, miten väestön ikääntyminen vaikuttaa finanssipolitiikan tehokkuuteen analysoimalla eri julkisten menoluokkien vaikutuksia tuotantoon Suomessa. Tulokset osoittavat merkittävää vaihtelua kertoimissa: julkiset palkat ja eläkkeet tuottavat positiivisia, lähelle yhtä tai sen ylittäviä kertoimia, kun taas julkinen välituotekulutus ja sosiaalietuudet tuottavat nolla- tai negatiivisia kertoimia.

5 Loppupäätelmät

Suomen julkisen talouden krooniset alijäämät ja velkasuhteen kasvu edellyttävät lähivuosina uskottavia sopeutustoimia. Sopeutustoimien ensisijainen tavoite on turvata julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys varmistamalla, että menot ja tulot ovat lähellä tasapainoa eikä velkasuhde jatka kasvuaan. Suomen erityinen haaste on kaksijakoinen: pysyvä julkisen talouden alijäämä yhdistyy heikkoon talouskasvuun. Tämä korostaa tarvetta suunnitella sopeutustoimet niin, että tuotannon menetykset jäävät mahdollisimman vähäisiksi. Tutkimuskirjallisuus tarjoaa tähän monipuolisia välineitä. Suomen talouden rakenteelliset piirteet – kuten korkea veroaste, suuret automaattiset vakauttajat, korkea velkasuhde, suuri avoimuus, väestön ikääntyminen ja kiinteä valuuttakurssi suhteessa muihin euromaihin – voivat vaikuttaa siihen, että finanssipolitiikan kertoimet poikkeavat Suomessa hieman kansainvälisistä keskiarvoista.

Tutkimuskirjallisuus osoittaa, että finanssipolitiikan kertoimet vaihtelevat selvästi menolajeittain ja verotyypeittäin. Johdonmukaisesti suurimmat kertoimet liittyvät julkisiin investointeihin. Sen sijaan julkisten kulutusmenojen kertoimet ovat keskimääräisiä tai pienempiä ja tulonsiirtojen kertoimet ajoittain keskimääräistä alhaisempia, tosin kohdistaminen pienituloisille voi kasvattaa kerrointa. Julkisten palkkamenojen kertoimet ovat useimmiten keskimääräistä suurempia.

Veromuutosten kertoimista tutkimukset antavat ristiriitaisia tuloksia: ne voivat olla menokertoimia pienempiä, samansuuruisia tai suurempia riippuen verotyypistä ja kontekstista. Empiirinen näyttö viittaa siihen, että korkean veroasteen oloissa verokertoimet kasvavat, mikä tekee tulo- ja kulutusverojen kiristämisestä erityisen haitallista Suomessa. Tämä rajoittaa mahdollisuuksia lisätä tuloja verotusta kiristämällä ja korostaa menopuolen sopeutuksen merkitystä. Finanssipolitiikan kertoimet auttavat arvioimaan myös menojen uudelleenkohdentamisen vaikutuksia tuotantoon, ja sopeutustoimia voidaan tehdä tuotantoa vähemmän haittaavasti suuntaamalla osa menoista korkean kertoimen kohteisiin, kuten investointeihin.

Julkisten menoleikkausten vaikutus riippuu myös siitä, onko kyseinen menolaji yksityistä kulutusta täydentävää vai yksityistä toimintaa korvaavaa tai onko menoilla ollut kannustimia heikentäviä vaikutuksia (Konstantinou ym., 2025). Aiemmassa tutkimuksessa keskimääräistä suuremmat kertoimet ovat liittyneet sellaisiin julkisen sektorin ydintehtäviin ja tuottaviin menoihin kuin hallintoon, puolustukseen, järjestyksenpitoon, liikenteeseen ja terveys- ja koulutusmenoihin (Konstantinou ym., 2025) sekä erityisesti innovaatiotoimintaa kannustaviin t&k-menoihin (IMF, 2024).

Sopeutusohjelmia koskevat tutkimukset osoittavat, että sekä ohjelmien rakenne että niiden toteutustapa ovat ratkaisevan tärkeitä. Ne löytävät tyypillisesti, että menoleikkauksiin perustuvat sopeutusohjelmat supistavat tuotantoa huomattavasti vähemmän kuin veronkorotuksiin perustuvat ohjelmat. Tutkimukset osoittavat, että asteittaiset, usean vuoden aikana toteutetut ohjelmat, joissa julkisen talouden rakenteellista perusjäämää parannetaan vähitellen, ovat kestävämpiä ja vähemmän haitallisia kuin suuret ja kertaluonteiset sopeutustoimet. Tällainen lähestymistapa mahdollistaa sopeutuksen yhdistämisen ekspansiiviseen raha- ja valuuttakurssipolitiikkaan ja rakenteellisiin uudistuksiin, jotka tukevat työ- ja hyödykemarkkinoiden toimivuutta sekä vahvistavat talouden sopeutumiskykyä. Koska Suomella ei ole itsenäistä raha- ja valuuttakurssipolitiikkaa, palkkapolitiikan ja rakenneuudistusten merkitys korostuu entisestään. Työmarkkinoiden rakenneuudistukset, kuten eläkeiän nostaminen, voivat lisätä tuotantoa ja työllisyysastetta käyttäytymismuutosten kautta, kasvattaa verokertymää ja vähentää tulonsiirtomenoja. Työmarkkinoiden rakenneuudistuksia tarvitaan täydentämään ja tukemaan sopeutustoimia.

Euroalueen jäsenyys korostaa finanssi- ja palkkapolitiikan merkitystä talouspolitiikan välineenä. Koska sopeutustoimien seurauksena finanssipolitiikka on väistämättä supistavaa, ainoa käytettävissä oleva ekspansiivinen talouspolitiikan väline on nettovientiä tukeva palkkapolitiikka. Palkkamaltti, jossa palkankorotukset jäävät systemaattisesti hieman alle muiden euromaiden tason, heikentäisi reaalista valuuttakurssia, vahvistaisi vientiä ja auttaisi kompensoimaan sopeutustoimien aiheuttamaa kotimaisen kysynnän heikkenemistä.

Poliittinen ja sosiaalinen hyväksyttävyys on ratkaiseva tekijä sopeutuksen onnistumiselle. Laaja parlamentaarinen tuki, selkeä viestintä ja haavoittuvien ryhmien (kuten pienituloisten lapsiperheiden) suojaaminen lisäävät sopeutusohjelmien legitimiteettiä ja vähentävät riskiä siitä, että vastareaktiot kaataisivat sopeutuksen kesken.

Viitteet

1 Finanssipolitiikan kertoimia koskevassa tutkimuksessa on usein tarkasteltu puolustusmenoja, koska ne ovat tyypillisesti suhdanteista riippumattomia ja siten lähempänä eksogeenisia politiikkasokkeja kuin esimerkiksi sosiaalimenot tai investoinnit (ks. Barro, 1981; Romer & Romer, 2010).

2 Finanssipolitiikan instituutioilla viitataan mm. budjetointiprosessiin, finanssipolitiikan sääntöihin, finanssipolitiikan valvojiin ja raportointiin.

Kirjallisuus

Afonso, A., Alves, J. & Leal, F. S. (2025). Government Scale as a Stabilizer: Effects on Output Volatility and Losses. CESifo Working Paper No. 11993.

Ahonen, E. (2020). Does the Size of the Government Consumption Multiplier for Finland Vary Over Time? Economic Policy Council Background Report (Talouspolitiikan arviointineuvosto, 29.01.2020).

Aikman, D., Drehmann, M., Juselius, M. & Xing, X. (2022). The Scarring Effects of Deep Contractions. BIS Working Papers 1043, Bank for International Settlements.

Antolin-Diaz, J. & Surico, P. (2025). The Long-Run Effects of Government Spending. *American Economic Review 115*, 2376–2413.

Auerbach, A. J. & Gorodnichenko, Y. (2012). Measuring the output responses to fiscal policy. *American Economic Journal: Economic Policy 4*(2), 1–27.

Auerbach, A. & Gorodnichenko, Y. (2013). Fiscal Multipliers in Recession and Expansion, teoksessa Alesina, A. & Giavazzi, F. (Eds.), Fiscal Policy after the Financial Crisis, University of Chicago Press, Chicago, 63–98.

Balasundharam, V., Basdevant, O., Benicio, D., Ceber, A., Kim, Y., Mazzone, L., Selim, H. & Yang, Y. (2023). Fiscal Consolidation: Taking Stock of Success Factors, Impact, and Design. IMF Working Papers 2023/063.

Banerjee, R. & Zampolli, F. (2019). What Drives the Short-run Costs of Fiscal Consolidation? Evidence from OECD countries. *Economic Modelling 82*, 420–436.

Bardaka, I., Bournakis, I. & Kaplanoglou, G. (2021). Total Factor Productivity (TFP) and Fiscal Consolidation: How Harmful is Austerity? *Economic Modelling 94*, 908–922.

Barro, R. J. (1981). Output effects of government purchases. *Journal of political Economy 89*(6), 1086–1121.

Ben Zeev, N., Ramey, V. A. & Zubairy, S. (2023). Do Government Spending Multipliers depend on the Sign of the Shock? AEA Papers and Proceedings 113, 382–387.

Bermperoglou, D., Pappa, E. & Vella, E. (2017). The Government Wage Bill and Private Activity. *Journal of Economic Dynamics and Control 79*, 21–47.

Bi, H., Shen, W. & Yang, S. C. S. (2016). Debt-dependent effects of fiscal expansions. *European Economic Review, 88*, 142–157.

Blanchard, O. & Perotti, R. (2002). An Empirical Characterization of the Dynamic Effects of Changes in Government Spending and Taxes on Output. *Quarterly Journal of Economics 117*, 1329–1368.

Bracco, J. R., Galeano, L. M., Juarros, J. P., Riera-Crichton, D. & Vuletin, G. J. (2021). Social Transfer Multipliers in Developed and Emerging Countries: The Role of Hand-to-Mouth Consumers. Policy Research Working Paper Series 9627.

Brinca, P., Holter, H. A., Krusell, P. & Malafry, L. (2016). Fiscal Multipliers in the 21st Century. *Journal of Monetary Economics, 77*, 53–69.

Caggiano, G., Castelnuovo, E., Colombo, V. & Nodari, G. (2015). Estimating Fiscal Multipliers: News from a Non-linear World. *The Economic Journal 125*, 746–776.

Cerra, V., Fatás, A. & Saxena, S. (2023). Hysteresis and Business Cycles. *Journal of Economic Literature 61*, 181–225.

Chodorow-Reich, G. (2019). Geographic Cross-sectional Fiscal Spending Multipliers: What Have we Learned? *American Economic Journal: Economic Policy 11*, 1–34.

Cournède, B., Goujard, A. & Pina, Á. (2014). Reconciling Fiscal Consolidation with Growth and Equity. OECD Journal: Economic Studies 2013, 7–89.

Dabla-Norris, E. & Lima, F. (2023). Macroeconomic Effects of Tax Rate and Base Changes: Evidence from Fiscal Consolidations. European Economic Review 153, 104399.

Decressin, J., Espinoza, R. A., Halikias, I., Kumhof, M., Leigh, D., Loungani, P., Medas, P. A., Mursula, S., Spilimbergo, A. & Xu, T. (2015). Wage Moderation in Crises: Policy Considerations and Applications to the Euro Area. IMF Staff Discussion Notes 2015/022.

Engler, P. & Tervala, J. (2018). Hysteresis and Fiscal Policy. *Journal of Economic Dynamics & Control 93*, 39–53.

Everaert, G., Heylen, F. & Schoonackers, R. (2015). Fiscal policy and TFP in the OECD: measuring direct and indirect effects. *Empirical Economics 49*(2), 605–640.

Fatás, A. (2019). Fiscal Policy, Potential Output, and the Shifting Goalposts. *IMF Economic Review 67*, 684–702.

Fatás, A. & Summers, L. H. (2018). The Permanent Effects of Fiscal Consolidations. *Journal of International Economics 112*, 238–250.

Fournier, J. M. & Johansson, Å. (2016). The Effect of the Size and the Mix of Public Spending on Growth and Inequality. OECD Economic Department Working Paper 1344.

Ganelli, G. & Tervala, J. (2009). Can Government Spending Increase Private Consumption? The Role of Complementarity. *Economics Letters 103*, 5–7.

Ganelli, G. & Tervala, J. (2020). Welfare Multiplier of Public Investment. *IMF Economic Review 68*, 390–420.

Gechert, S. (2015). What Fiscal Policy is most Effective? A Meta-regression Analysis. *Oxford Economic Papers 67*, 553–580.

Gechert, S. & Rannenberg, A. (2018). Which Fiscal Multipliers Are Regime-Dependent? A Meta-regression Analysis. *Journal of Economic Surveys 32*, 1160–1182.

Gemmell, N., Kneller, R. & Sanz, I. (2016). Does the composition of government expenditure matter for long-run GDP levels?. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics 78*(4), 522–547.

Gunter, S. & Riera-Crichton, D., Vegh, C. A. & Vuletin, G. (2021). Non-linear Effects of Tax Changes on Output: The Role of the Initial Level of Taxation. *Journal of International Economics 131*, 103450.

Guo, F., Yan, I. K. M., Chen, T. & Hu, C. T. (2023). Fiscal Multipliers, Monetary Efficacy, and Hand-to-mouth Households. *Journal of International Money and Finance 130*, 102743.

Honda, J. & Miyamoto, H. (2020). Would Population Aging Change the Output Effects of Fiscal Policy? IMF Working Papers 2020/092.

Ilzetzki, E., Mendoza, E. G. & Végh, C. A. (2013). How Big (small?) Are Fiscal Multipliers? *Journal of Monetary Economics 60*, 239–254.

IMF (2010). World Economic Outlook: Recovery, Risk, and Rebalancing. International Monetary Fund, Washington, DC.

IMF (2012). Fiscal Monitor: Balancing Fiscal Policy Risks. International Monetary Fund, Washington, DC.

IMF (2020). World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown. IMF, Washington, DC.

IMF (2023). World Economic Outlook, April 2023: A Rocky Recovery. IMF, Washington, DC.

IMF (2024). Fiscal Monitor: Fiscal Policy in the Great Election. IMF, Washington, DC.

Jaimovich, N. & Rebelo, S. (2017). Non-linear Effects of Taxation on Growth. *Journal of Political Economy* 125, 265–291.

Jalles, J. T. & Karras, G. (2022). Private and Public Consumption: Substitutes or Complements? *Oxford Economic Papers 74*, 805–819.

Jordà, Ò. (2005). Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections. *American Economic Review 95*, 161–182.

Kellokumpu, J., Pesola, S. & Savolainen, L. (2024). Automatic Fiscal Stabilizers in Finland 1993–2021. Nordic Economic Policy Review 2024.

Keränen, H. & Kuusi, T. (2016). The EU's Fiscal Targets and Their Economic Impact in Finland. Etla Working Papers N:o 33.

Keränen, H. & Lähdemäki, S. (2024). Identification of Fiscal SVAR-IVs in Small Open Economies. arXiv preprint arXiv:2406.14382.

Keynes, J. M. (1936). The General Theory of Employment, Interest and Money. Palgrave Macmillan, London.

Klein Martins, G. (2025). Long-run Effects of Austerity: An Analysis of Size Dependence and Persistence in Fiscal Multipliers. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics 87*, 330–356.

Konstantinou, P. Th., Partheniou, A. & Tagkalakis, A. (2025). A Functional Classification Analysis of Government Spending Multipliers. *Open Economies Review 36*, 1157–1192.

Kuismanen, M. & Kämppi, V. (2010). The Effects of Fiscal Policy on Economic Activity in Finland. Economic Modelling 27, 1315–1323.

Lambertini, L. & Tavares, J. A. (2005). Exchange Rates and Fiscal Adjustments: Evidence from the OECD and Implications for the EMU. *The B. E. Journal of Macroeconomics 5*, 20121014.

Lehmus, M. (2015). Finnish Fiscal Multipliers with a Structural VAR model. Labour Institute for Economic Research Working Papers 293.

Morita, H. (2022). On the Relationship between Fiscal Multipliers and Population Aging in Japan: Theory and empirics. *Economic Modelling 108*, 105772.

OECD (2025). OECD Economic Outlook Statistical Annex. Availabe at https://www.oecd.org/en/topics/sub-issues/economic-outlook/oecd-economic-outlook-statistical-annex.html (accessed on September 3, 2025).

Oh, H. & Reis, R. (2012). Targeted Transfers and the Fiscal Response to the Great Tecession. *Journal of Monetary Economics 59*, S50–S64.

Puonti, P. (2025). The Effectiveness of Fiscal Policy in an Aging Economy: Evidence from Finland. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4695948

Ramey, V. A. (2019). Ten Years after the Financial Crisis: What Have we Learned from the Renaissance in Fiscal Research? *Journal of Economic Perspectives 33*, 89–114.

Ramey, V. A. & Zubairy, S. (2018). Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data. *Journal of Political Economy 126*, 850–901.

Riera-Crichton, D., Vegh, C. A. & Vuletin, G. (2015). Procyclical and Countercyclical Fiscal Multipliers: Evidence from OECD Countries. *Journal of International Money and Finance 52*, 15–31.

Romer, C. D. & Romer, D. H. (2010). The Macroeconomic Effects of Tax Changes: Estimates based on a New Measure of Fiscal Shocks. *American Economic Review 100*, 763–801.

Romer, C. D. & Romer, D. H. (2016). Transfer Payments and the Macroeconomy: The Effects of Social Security Benefit Increases, 1952–1991. *American Economic Journal: Macroeconomics, 8*(4), 1–42.

Räsänen, J. & Mäkelä, E. (2021). The Effect of Government Spending on Local Economies during an Economic Downturn. *European Economic Review 134*, 103697.

Sims, C. A. (1980). Macroeconomics and Reality. *Econometrica 48*, 1–48.

Sims, E. & Wolff, J. (2018). The Output and Welfare Effects of Government Spending Shocks over the Business Cycle. *International Economic Review 59*, 1403–1435.

Spilimbergo, A., Schindler, M. & Symansky, S. A. (2009). Fiscal Multipliers. IMF Staff Position Notes 2009/011.

Tervala, J. & Watson, T. (2022). Hysteresis and Fiscal Stimulus in a Recession. *Journal of International Money and Finance 124*, 102614.

Uhlig, H. (2010). Some Fiscal Calculus. *American Economic Review 100*, 30–34.

Virkola, T. (2014). Exchange Rate Regime, Fiscal Foresight and the Effectiveness of Fiscal Policy in a Small Open Economy. Etla Reports N:o 20.

Watson, T., Tervala, J. & Sainsbury, T. (2022). The Job Keeper Payment: How Good Are Wage Subsidies? Australian National University, CAMA Working Papers 2022-36.

ETLA

Elinkeinoelämän tutkimuslaitos

ETLA Economic Research

ISSN-L 2323-2447,
ISSN 2323-2447,
ISSN 2323-2455 (Pdf)

Kustantaja: Taloustieto Oy

Puh. 09-609 900
www.etla.fi
etunimi.sukunimi@etla.fi

Arkadiankatu 23 B
00100 Helsinki