ANALYYSI

Mistä investointien vaimeus johtuu?

19.10.2015 – Analyysi – Suomen talous

Tuotannolliset investoinnit ovat kansainvälisen finanssikriisin alkamisen jälkeen olleet vaimeita laajasti kehittyneissä talouksissa. Myös euroalueella investointien kehitys on ollut heikkoa, minkä osin selittää talouskehityksen ja kysyntänäkymien vaimeus. Lisäksi investointeja näyttävät painaneen osassa euroalueen maita suuriksi kasvaneet yritysten velkataakat sekä rahoitusolojen osittainen kiristyminen. Viimeaikainen kehitys viittaa näiden tekijöiden väistymiseen, ja tuotannolliset investoinnit ovatkin euroalueella kääntyneet selvään kasvuun.

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

Suomessa tuotannolliset investoinnit ovat vuodesta 2008 lähtien supistuneet enemmän kuin useimmissa muissa kehittyneissä talouksissa, eivätkä ne ainakaan toistaiseksi ole kääntyneet kasvuun. Investointien heikon kehityksen taustalla eivät näytä laajalti olevan yritysten velkataakka tai rahoitukseen liittyvät ongelmat. Vaikka suomalaisten pienten ja keskisuurten yritysten pankkirahoituksen ehdoissa ja saatavuudessa on joiltain osin merkkejä kiristymisestä, ovat yritysten rahoitusolot kaiken kaikkiaan Suomessa pysyneet euroalueen maiden keveimpien joukossa.

Investoinnit ovat Suomessa vähentyneet eniten teollisuudessa, kun vienti on supistunut ennätyksellisesti ja kannattavuus on heikentynyt. Koko talouden tasolla tuotannollisia

investointeja näyttää vaimentaneen myös talouskasvun pidemmän aikavälin näkymien heikkous. Kun tuetaan yritysten edellytyksiä työllistää ja investoida, keskeistä onkin kustannuskilpailukyvyn parantaminen ja talouden kasvumahdollisuuksia kohentavat rakenneuudistukset.

Artikkelissa käsittellään tuotannollisten investointien viime vuosien kehitystä ja sen taustatekijöitä euroalueella ja Suomessa. Erityishuomio annetaan rahoitusoloille investointien taustatekijänä.

Tämä artikkelin sisältö on julkaistu Suomen Pankin verkkosivuilla 19.10.2015. Artikkelin ovat kirjoittaneet Juhana Hukkinen, Lauri Kajanoja, Eeva Kerola, Petri Mäki-Fränti, Pertti Pylkkönen ja Jukka Vauhkonen.

Johdanto

Yksityiset tuotannolliset investoinnit supistuivat kehittyneissä talouksissa jyrkästi kansainvälisen finanssikriisin kärjistyessä vuosina 2008 ja 2009. Sen jälkeen investoinneissa ei ole koettu voimakasta elpymistä.

Investointien heikkouden taustatekijöistä on esitetty erilaisia arvioita. Yleisen talouskehityksen vaimeus ei näytä selittävän sitä kokonaisuudessaan, ja rahoituksen ongelmien sekä yritysten velkataakkojen nähdään osaltaan vaikuttaneen investointeihin. Euroalueella nämä tekijät ovat alkaneet väistyä ja tuotannollisten investointien kasvu on käynnistynyt.

Suomessa investoinnit ovat olleet vielä vaimeampia kuin useimmissa muissa kehittyneissä maissa, ja investointien taustatekijät näyttävät olleen osin erilaiset. Suomessa investointien supistuminen on jatkunut.

Tuotannollisten investointien taustatekijät

Tuotannollisiin investointeihin vaikuttaa pääasiassa kolmenlaisia taustatekijöitä. Investointien heikko kehitys saattaa ensinnäkin johtua vaimeasta toteutuneesta ja odotetusta yleisestä talouskehityksestä sekä odotettuun kehitykseen liittyvästä epävarmuudesta. Mitä suurempi on odotettu tuotanto, sitä enemmän tarvitaan investointeja ja sitä paremmat ovat niistä saatavat tuotot. Epävarmuus investointien tuotoista puolestaan saa yritykset lykkäämään investointipäätöksiään ja vaikeuttaa yritysten rahoituksen hankintaa. Epävarmuus voi koskea yleistä talouskehitystä tai talouspolitiikkaa. Investoinnit vaihtelevat tyypillisesti paljon yleisen suhdannetilanteen myötä. Kun talous joutuu taantumaan, investoinnit supistuvat ja investointiaste alenee.

Toiseksi, investointien vähyys saattaa johtua myös yrityssektorin sisäisistä ongelmista. Yritykset ovat saattaneet velkaantua niin paljon, että se itsessään vaikuttaa negatiivisesti sekä investointirahoituksen kysyntään että tarjontaan. Jos lisäksi yritysten kannattavuus on heikentynyt, niiden riskinottohalukkuus voi pienentyä entisestään.

Kolmanneksi, investointien heikko kehitys voi johtua ongelmista rahoituksen välittymisessä. Yrityksillä voi olla vaikeuksia saada investointiprojekteihin rahoitusta, tai sen hinta voi muodostua liian korkeaksi. Koska euroalueen rahoitusmarkkinat ovat hyvin

pankkikeskeiset, pankkisektorin omat ongelmat heijastuvat nopeasti yritysrahoituksen saatavuuteen ja kustannuksiin. Tämä koskee etenkin pieniä ja keskisuuria yrityksiä, joiden ulkoinen rahoitus on lähes täysin riippuvaista pankeista.

Mitä investointeihin lasketaan?

Investoinnit ovat pitkävaikutteisia menoja, joilla odotetaan saatavan tuloja yli vuoden pituisella aikahorisontilla. Investoinnit kerryttävät kiinteitä varoja. Kansantalouden tilinpidossa alle vuoden verran tuotannossa käytettäviä kiinteitä varoja ei lasketa investointeihin, vaan ne ovat välituotteita.

Investoinnit voidaan jaotella aineettomiin ja aineellisiin investointeihin, joista aineelliset investoinnit koskevat koneita, laitteita ja rakennuksia. Aineettomat investoinnit ovat puolestaan sijoituksia tietokoneohjelmiin, tutkimukseen ja tuotekehitykseen (t&k) sekä mm. markkinointiin, yrityskohtaiseen koulutukseen ja organisaatioiden kehittämiseen. Kansantalouden tilinpidossa investointeihin lasketaan aineelliset investoinnit ja osa aineettomista investoinneista. Viimeksi mainittuihin kuuluvat tietokoneohjelmat sekä t&k-menot.

Tässä artikkelissa käsitellään edellä kuvattuja investointeja, joita voidaan kutsua reaali-investoinneiksi. Tarkastelun kohteena eivät sen sijaan ensisijaisesti ole finanssi-investoinnit, joilla tarkoitetaan sijoittamista arvopapereihin.

Reaali-investoinnit voidaan jakaa yksityisiin ja julkisiin sen mukaan, mikä sektori niitä tekee. Yksityistä investoinneista erotetaan usein omiksi ryhmikseen asuntoinvestoinnit ja tuotannolliset investoinnit. Asuntoinvestoinnit tuottavat asumispalveluja, ja tuotannolliset investoinnit muita palveluja sekä tavaroita. Tämä artikkeli käsittelee ensisijaisesti tuotannollisia investointeja.

Investointeihin lasketaan sekä tuotantokapasiteettia kasvattavat laajennusinvestoinnit että vain pääomakannan entistä tasoa ylläpitävät investoinnit, joita tarvitaan pääomakannan kulumisen vuoksi. Nettoinvestoinnit erottaa bruttoinvestoinneista pääomakannan kuluminen.

Investoinnit euroalueen maissa

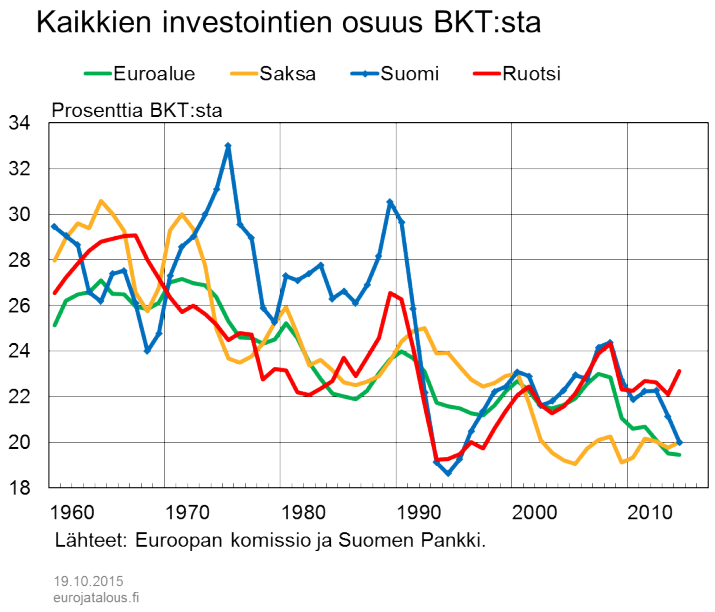
Investointiasteet laskeneet

Investoinnit supistuivat euroalueella voimakkaasti finanssikriisin aikana vuosina 2008–2009 ja tämän jälkeen niiden elpyminen on ollut hidasta. Investointien kehitys on ollut heikkoa myös mm. Yhdysvalloissa, Isossa-Britanniassa ja Japanissa. Suomessa erityisesti tuotannollisten investointien kehitys on ollut poikkeuksellisen heikkoa vuoden 2008 jälkeen.

Investointien viime vuosien heikkouden syiden ja tulevan kehityksen arviointia vaikeuttaa jo yli puolivuosisataa jatkunut investointien supistuminen suhteessa bruttokansantuotteeseen. Ei ole ilmeistä, kuinka suurelta osin investointien nykyinen taso on väliaikaisten ja kuinka suurelta osin pitkäaikaisten tekijöiden aiheuttama. Investointien arvon suhde BKT:n arvoon on laskenut lähes kaikissa kehittyneissä maissa

viimeisen viidenkymmen vuoden aikana (kuvio 1). Suomessakin trendi on ollut laskeva, ja merkittävä muutos tapahtui 1990-luvun alussa.

Kuvio 1



Viime vuosikymmeninä kehittyneissä talouksissa aineelliset investoinnit näyttävät osittainen korvautuminen aineettomilla investoinneilla. Tämä voi osin selittää tilastoissa näkyvää investointiasteiden alenemista, sillä aineettomista investoinneista vain osa tilastoidaan kansantalouden tilinpidossa investoinneiksi. Muutoksen taustalla vaikuttavat teknologinen kehitys ja globalisaatio. Niiden myötä arvoketjut ovat enenevästi pilkkoutuneet yli maiden rajojen globaalisti, kun yhden tuotteen valmistaminen tapahtuu usein pienissä osissa eri maissa.[1] Kehittyneet taloudet ovat erikoistuneet arvoketjujen niihin osiin, jossa aineettomien investointien merkitys on suuri.

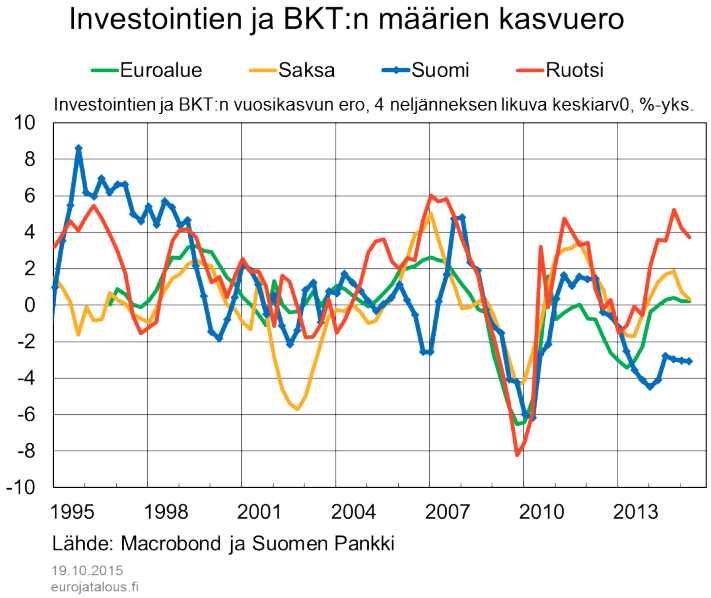
Investointiasteet eivät olekaan nousevissa talouksissa alentuneet kehittyneiden maiden tapaan viime vuosikymmeninä. Vuodesta 2008 lähtien investointien kasvu on silti niissäkin hidastunut etenkin Kiinan ulkopuolella.[2]

Investointien BKT-osuuden pitkäaikaiseen alenemiseen kehittyneissä talouksissa on liittynyt investointien suhteellisen hinnan lasku, ja investointien määrän kehitys on ollut sen arvon kehitystä vahvempaa. Viimeisten kahdenkymmenen vuoden aikana keskimäärin euroalueen investointien määrä on kasvanut samaa vauhtia kuin BKT:n määrä, kuten investointien kehitystä koskevien taloustieteellisten mallien pohjalta on yleisesti ottaen syytä odottaakin (kuvio 2).

1. Ks. esim. Pajarinen, M., P. Rouvinen ja P. Ylä-Anttila (2010): Missä arvo syntyy – Suomi globaalissa kilpailussa, ETLA B247, Taloustieto Oy.

2. IMF (2015): Private Investment: What's the Holdup? World Economic Outlook, huhtikuu 2015, 111–143.

Kuvio 2

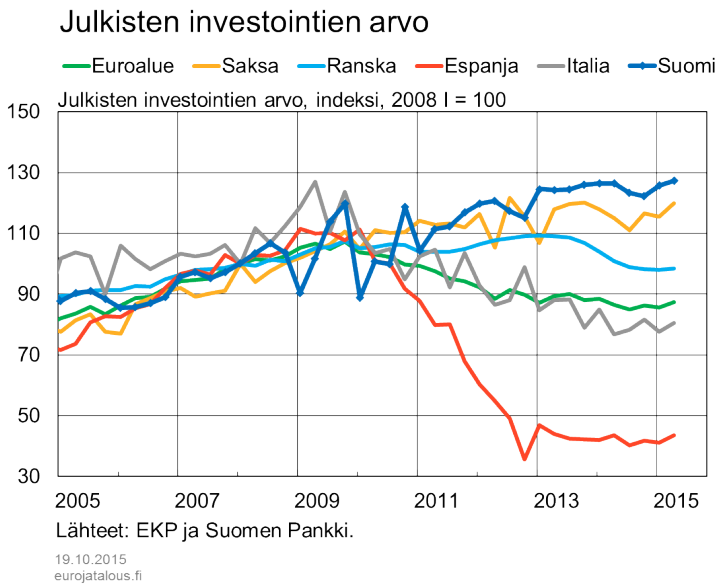


Viimeisten muutaman vuoden ajan euroalueen investoinnit ovat kasvaneet jonkin verran hitaammin kuin BKT. Suomessa investoinnit ovat jääneet vielä enemmän jälkeen BKT:n kehityksestä erityisesti vuodesta 2013 alkaen. Ruotsissa sen sijaan investoinnit ovat samaan aikaan kasvaneet enemmän kuin BKT.

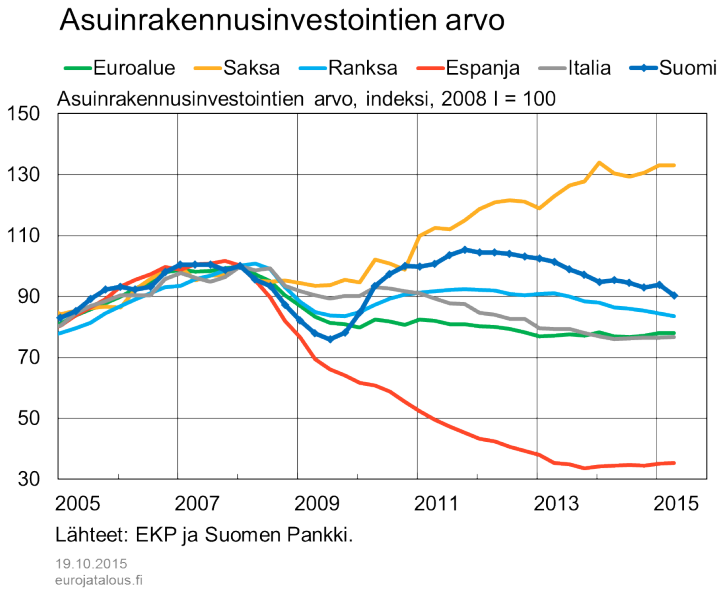
Suomen viime vuosien kansainvälisesti poikkeuksellinen tilanne korostuu, kun tarkastellaan erikseen julkisia investointeja, asuinrakennusinvestointeja ja tuotannollisia investointeja. Suomessa erityisesti tuotannollisten investointien kehitys on ollut muihin maihin verrattuna heikkoa, kun taas julkisten ja asuinrakennusinvestointien kehitys on ollut euroalueen keskiarvoa vahvempaa.

Julkisten investointien arvo on Suomessa ja Saksassa kasvanut vuonna 2008 alkaneen talouskriisin jälkeen (kuvio 3). Euroalueella keskimäärin ne ovat sen sijaan hieman supistuneet. Saksassa myös asuinrakennusinvestointien arvo on talouskriisin jälkeen noussut (kuvio 4). Suomessa niiden arvo aluksi nousi, mutta vuoden 2012 jälkeen se on hieman supistunut.

Kuvio 3

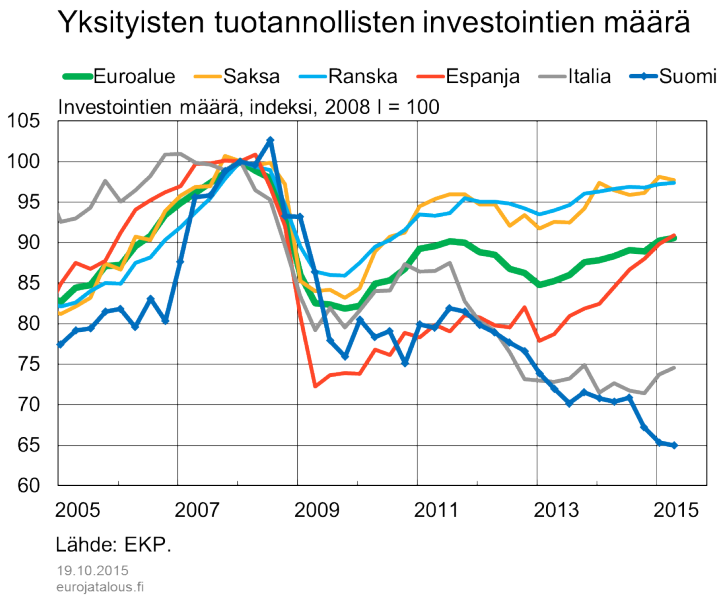


Kuvio 4

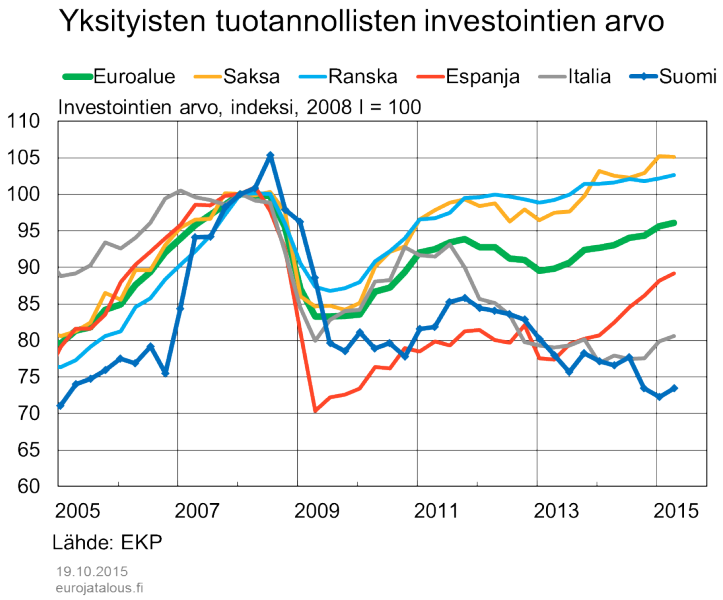


Yksityisten tuotannollisten investointien kohdalla Suomen tilanne on heikko. Niiden määrä oli vuoden 2015 alkupuoliskolla noin 35 % pienempi kuin vuoden 2008 alussa. Euroalueella vastaava supistuminen oli noin 10 %. Lisäksi Suomessa tuotannollisten investointien määrän supistuminen on jatkunut viimeksi kuluneen vuoden aikana, kun taas euroalueella ja euroalueen suurissa jäsenmaissa niiden määrä on kasvanut (kuvio 5). Kuva Suomen tilanteesta ei muutu, kun tarkastellaan tuotannollisten investointien määrien sijasta niiden arvoja tai niiden osuutta BKT:sta (kuviot 6 ja 7).

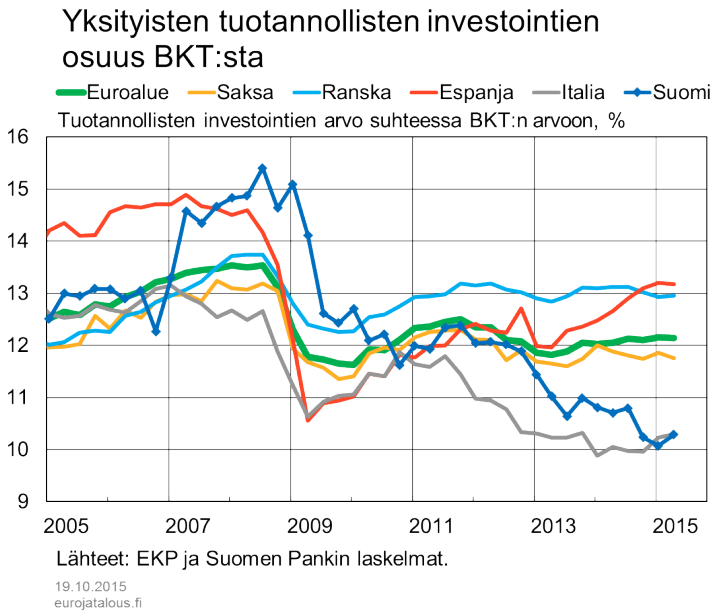
Kuvio 5



Kuvio 6



Kuvio 7



Yksityiset tuotannollisten investointien määrä supistui euroalueella jyrkästi vuosina 2008 ja 2009, minkä jälkeen seurasi lyhyeksi jäänyt kasvun vaihe yleisen talouskehityksen elpyessä vuonna 2010. Uusien talousvaikeuksien myötä investoinnit supistuivat jälleen vuonna 2012. Sen jälkeen ne ovat vähitellen kasvaneet. Vuodesta 2011 lähtien tuotannollisten investointien suhde BKT:hen on pysynyt jotakuinkin muuttumattomana.

Suomessakin tuotannolliset investoinnit kasvoivat hieman vuonna 2011. Tämä väliaikainen käänne parempaan jäi kuitenkin vaimeammaksi kuin euroalueella keskimäärin. Tämä liittyy pitkälti teollisuuden heikkona jatkuneeseen tilanteeseen. Suomen teollisuuden investoinneissa ei koettu edes väliaikaista kasvun vaihetta vuonna 2011.

Euroalueen muiden maiden joukossa investointien kehitys on ollut kansainvälisen finanssikriisin alkamisen jälkeen heikkoa erityisesti niissä, jotka ovat kärsineet valtiovelkakriisistä eli mm. Espanjassa ja Italiassa. Suomessa tuotannolliset investoinnit ovat silti supistuneet näitäkin maita enemmän.

Kuluvan vuoden alkupuoliskolla tuotannollisten investointien määrä supistui edelleen Suomessa, kun taas euroalueella keskimäärin investointien kasvu jatkui. Uusimmat kyselytiedot kuitenkin viittaavat teollisuuden investointien piristymiseen Suomessa. Nähtäväksi jää, onko heikko kehitys tasaantumassa koko talouden investointien tasolla.

Investointien heikkouden syyt

Aiemmin todettiin, että investointien heikkous voi selittyä yleisen talouskehityksen vaimeudella ja epävarmuudella, rahoituksen välittymisen ongelmilla sekä yrityssektorin velkaantuneisuudella. Edellä esitettyjen havaintojen perusteella yleisen talouskehityksen vaimeus selittää osittain euroalueen investointien heikkoutta kansainvälisen finanssikriisin alkamisen jälkeen. Heikon talouskasvun ja suuren epävarmuuden oloissa

yritysten investointitarpeet ja -halukkuus ovat olleet vähäiset. Viime vuosina Euroopasta on tehty runsaasti uusia investointeja alueen ulkopuolelle nopeamman talouskasvun ja alhaisemman kustannustason maihin. Seuraavassa käydään läpi investointien vaimeuden muita mahdollisia taustatekijöitä.

Yritysten rahoitusoloissa suuria vaihteluita vuodesta 2008 lähtien

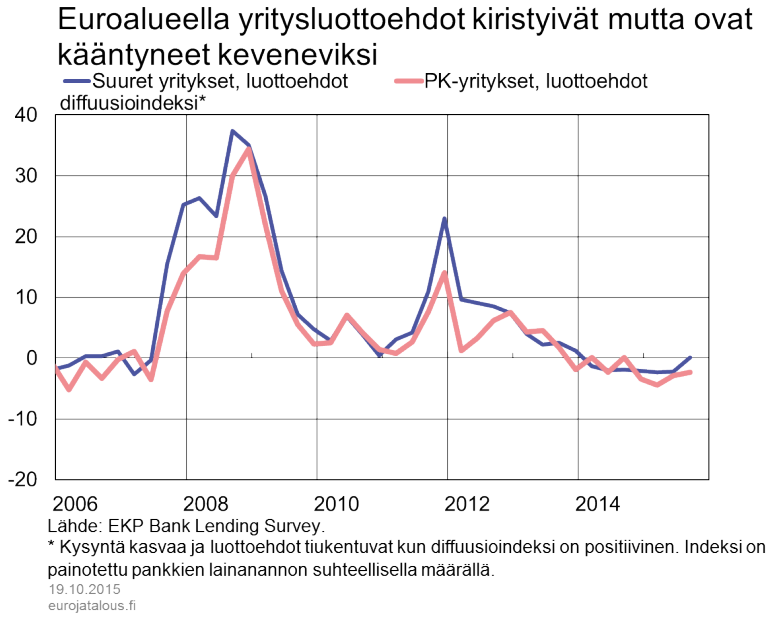
Euroalueella merkittävä osa yritysrahoituksesta välittyy pankkisektorin kautta, ja näin pankkisektorin ongelmat heijastuvat nopeasti yritysrahoituksen saatavuuteen ja kustannuksiin. Kansainvälisen finanssikriisin alkamisen jälkeen heikentynyt kannattavuus ja sääntelyn kiristyminen ovat pakottaneet pankit vahvistamaan taseitaan ja muuttamaan toimintojaan. Merkittävä osa luottokannan ja riskipainotettujen saamisten supistumisesta euroalueella vuoden 2008 jälkeen on osunut kaikista riskillisempiin luottoihin, kuten yritysluottoihin koskien erityisesti pk-yrityksiä.

Finanssikriisin aikana pankkisektorin huono tila heikensi selvästi etenkin pk-yritysten rahoituksen saatavuutta euroalueella, koska niillä ei ollut käytettävissä vaihtoehtoisia rahoituslähteitä. Lisäksi aloittelevien ja kasvuyritysten rahoitus eli pääomasijoitusten määrä Euroopassa on talouden kokoon nähden vähäinen, mikä sekin jarruttaa talouden kasvumahdollisuuksia.

Viime aikoina euroalueen pankkisektorin tilanne on kuitenkin parantunut. Pankkien tulokset ovat vahvistuneet ja vakavaraisuus kohentunut aiemmista vuosista. Tasesopeutus on päättynyt, mutta pankit ovat edelleen supistaneet riskipainotettujen varojen määrää ja kasvattaneet vastaavasti vähäriskisten yritys- ja asuntoluottojen osuutta.

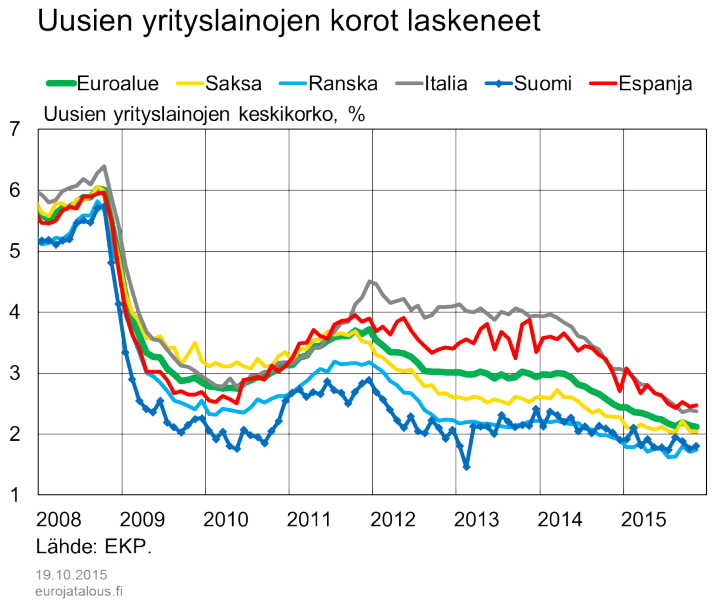
Luottoehdot ovat keventyneet hieman yrityslainoissa sekä isojen että pk-yritysten osalta vuoden 2013 jälkeen, kun ne sitä edeltävinä vuosina pääsääntöisesti tiukkenivat (kuvio 8). Luottoehtojen viimeaikainen keveneminen on merkinnyt etenkin korkomarginaalien pienenemistä, joka on koskenut myös riskillisempiä lainoja.

Kuvio 8

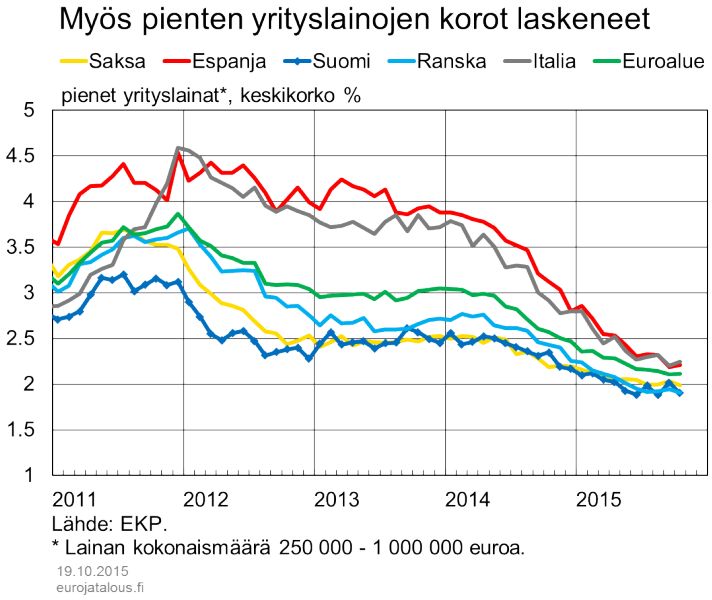


Laskettuaan tuntuvasti vuosina 2008 ja 2009 yrityslainojen keskimääräinen korko euroalueella nousi jonkin verran vuosina 2010 ja 2011 joidenkin euroalueen maiden kokemien valtionlainakriisien myötä (kuvio 9). Tämän jälkeen yrityslainakorot ovat jälleen laskeneet, ja lasku on jatkunut tämän vuoden aikana samalla, kun rahapolitiikka on keventynyt entisestään. Nyt korko on historiallisen matala. Suomessa kaikkien yrityslainojen keskikorko on pysynyt euroalueen keskiarvon alapuolella. Uusien pienten yrityslainojen keskikorko on sekin jatkanut alenemistaan tämän vuoden kuluessa samoin kuin euroalueella keskimäärin (kuvio 10).

Kuvio 9

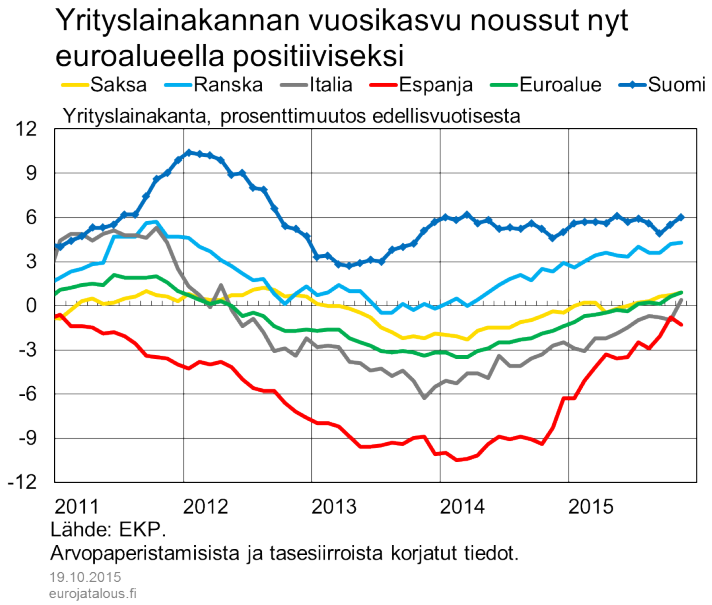


Kuvio 10



Euroalueen yrityslainakanta on pääsääntöisesti supistunut vuoden 2008 jälkeen. Nyt supistuminen on päättynyt, vaikka isoissa maissa ei Ranskaa lukuun ottamatta ole vielä havaittavissa suurempaa piristymistä (kuvio 11). Toisin kuin isoissa euromaissa Suomessa yrityslainakannan vuosikasvu ei missään vaiheessa painunut negatiiviseksi, ja viimeisten kahden vuoden ajan se on pysytellyt reilussa 5 prosentissa.

Kuvio 11



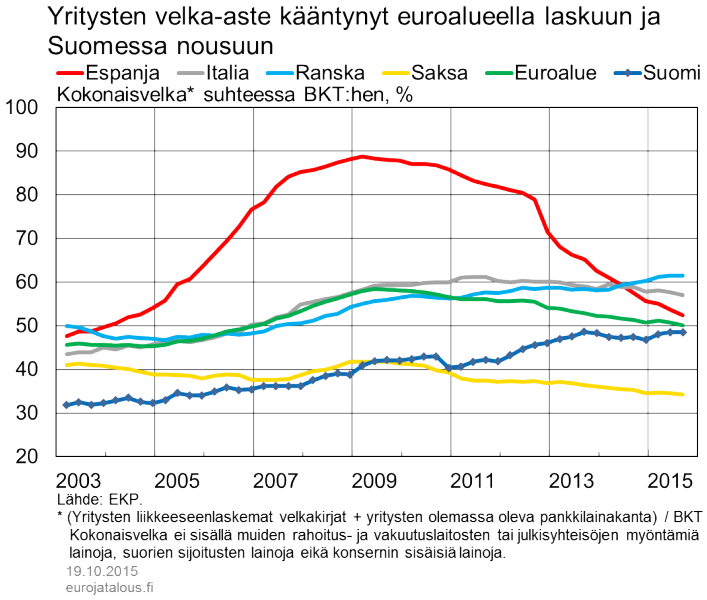
Kun samaan aikaan euro on heikentynyt useimpiin muihin valuuttoihin nähden, rahoitusolojen voi nähdä euroalueella yleisesti keventyneen. Näin rahoitusoloja ei enää voidakaan euroalueella pitää investointeja jarruttavana tekijänä.

Euroalueen yritysten velka-aste ylös 2005–2009 ja hitaasti alas sen jälkeen

Finanssikriisin alkamisen jälkeen yritysten kannattavuus on monessa maassa heikentynyt, mikä on osaltaan heikentänyt yritysten investointihalukkuutta. Lisäksi heikon kysyntätilanteen seurauksena yritysten paineet velkaantuneisuuden pienentämiseen ovat kasvaneet. Investoinnit ovat monessa maassa supistuneet tasolle, jolla yritykset keskimäärin voivat rahoittaa ne säästöillään turvautumatta ulkoiseen rahoitukseen. Toki moni yksittäinen yritys on silti riippuvainen ulkoisesta rahoituksesta.

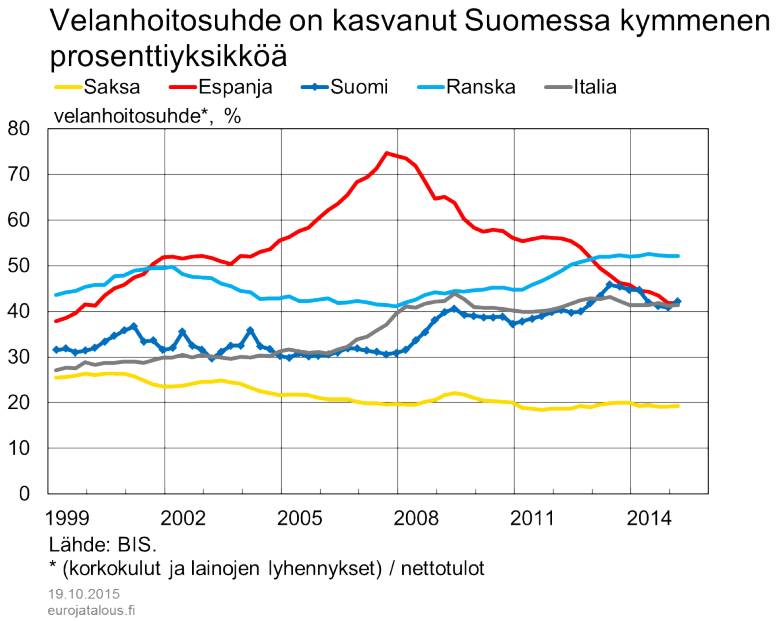
Keskimäärinen yritysten velka-aste nousi euroalueella tuntuvasti vuosien 2005 ja 2009 välillä. Sen jälkeen se on kääntynyt laskuun. Maakohtaiset erot kehityksessä ovat olleet suuria. Suomessa yrityssektorin velkataso on vielä euroalueen keskiarvon alapuolella, mutta velkaantumisvauhti on ollut nopea (kuvio 12).

Kuvio 12



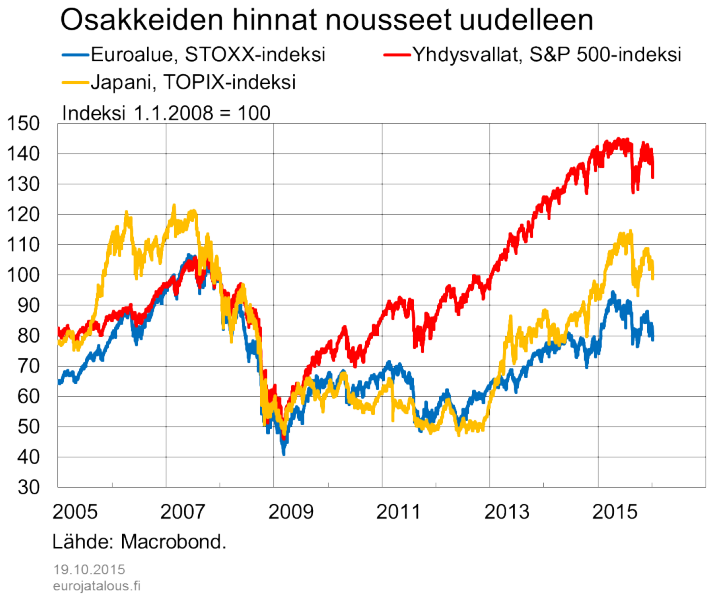
Velanhoitokustannusten aleneminen ei silti yksin riitä parantamaan yritysten taloudellista tilaa ja investointien edellytyksiä, jos nettotulot samaan aikaan supistuvat. Velanhoitosuhde – eli korkokulut ja lainojen lyhennykset suhteessa yritysten nettotuloihin – on euroalueen isoista maista kasvanut Ranskassa ja Italiassa noin 10 prosenttiyksikköä finanssikriisin alkamisen jälkeen (kuvio 13). Suomessa velanhoitosuhde on kasvanut suunnilleen saman verran.

Kuvio 13



Yritysten yleisten rahoitusolojen tarkastelussa on otettava huomioon myös oman pääoman ehtoinen rahoitus. Vuosina 2008 ja 2009 osakkeiden hintojen aleneminen osaltaan kallisti oman pääoman ehtoisen rahoituksen hintaa. Tämän jälkeen kehitys on ollut päinvastaista, kun osakkeiden hinnat ovat nousseet (kuvio 14).

Kuvio 14

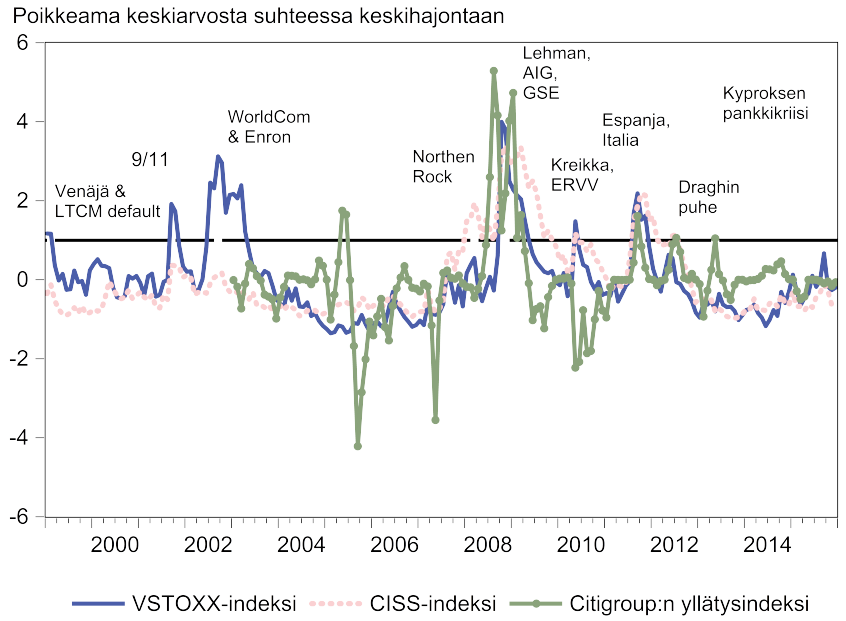


Euroalueen investointien heikkouden takana useita tekijöitä

Edellä esitetyt perusteella voidaan arvioida, että euroalueen tuotannollisten investointien heikkouteen vuodesta 2008 alkaen on vaikuttanut paitsi tuotannon kasvun vaimeus myös rahoitusolojen kehitys ja yritysten velkaantuneisuus. Lisäksi investointeja näyttää

painaneen epävarmuus tulevasta kehityksestä. Erilaiset indikaattorit ovat viime vuosina ajoittain kertoneet tavanomaista suuremmasta rahoitusmarkkinaodotusten epävarmuudesta ja yleistä talouskehitystä koskevasta epävarmuudesta (kuvio 15).[3]

Kuvio 15



Lähde: Macrobond ja Suomen Pankin laskelmat
19.10.2015
eurojatalous.fi

Viimeksi kuluneiden kahden vuoden aikana kaikki keskeiset investointien taustatekijät ovat euroalueella kehittyneet parempaan suuntaan. Tuotannolliset investoinnit ovatkin tänä aikana kasvaneet.

Kansainväliset järjestöt IMF, BIS ja OECD ovat kukin tahollaan analysoineet investointien viime vuosien kehitystä eri maissa.[4] Tulokset tukevat edellä esitettyjä arvioita euroalueen investointien heikkouden taustatekijöistä. Nämä tarkastelut perustuvat osin erilaisiin estimoituihin ekonometrisiin malleihin, joissa investointien

3. Kuviossa esitetty CISS-indeksi mittaa euroalueen rahoitusmarkkinoiden epästabiilisuutta tai ”stressitilaa”. Indeksissä on huomioitu rahoitusmarkkinoiden eri lohkot. VSTOXX-indeksi mittaa eurooppalaisten osakkeiden tulevaan hintakehitykseen liittyvää epävarmuutta. Citigroupin indeksi mittaa talouden tunnuslukujen – kuten luottamusindeksien – markkinaodotuksen ja toteutuneen arvon välistä erotusta. Odotettua huonommat tunnusluvut kasvattavat indeksin arvoa. Indekseistä tarkemmin sekä epävarmuuden merkitysestä euroalueen talouskasvulle ks. Hukkinen, J. ja T. Kortela (2015): Kriisien vaikutus euroalueen talouteen. BoF Online 1/2015. Suomen Pankki.

4. IMF (2015): Private Investment: What’s the Holdup? World Economic Outlook, huhtikuu 2015, 111-143.; Barkbu, B., P. Berkmen, P. Lukyantsau, S. Saksonovs ja H. Schoelermann (2015): Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak? IMF Working Paper 15/32.; Banerjee R., J. Kearns ja M. Lombardi (2015): (Why) Is Investment Weak? BIS Quarterly Review, March 2105, 67–82.; Lewis, C., N. Pain, J. Strasky ja F. Menkyna (2014): Investment Gaps after the Crisis. OECD Economics Department Working Paper 1168.

kehitystä selitetään talouskasvulla, pääomakannan koolla, ulkoisen rahoituksen hinnalla ja saatavuudella, osakkeiden hinnoilla, erilaisilla epävarmuuden mittareilla sekä yritysten velkaantuneisuudella ja kassavirralla.

Investoinnit Suomessa

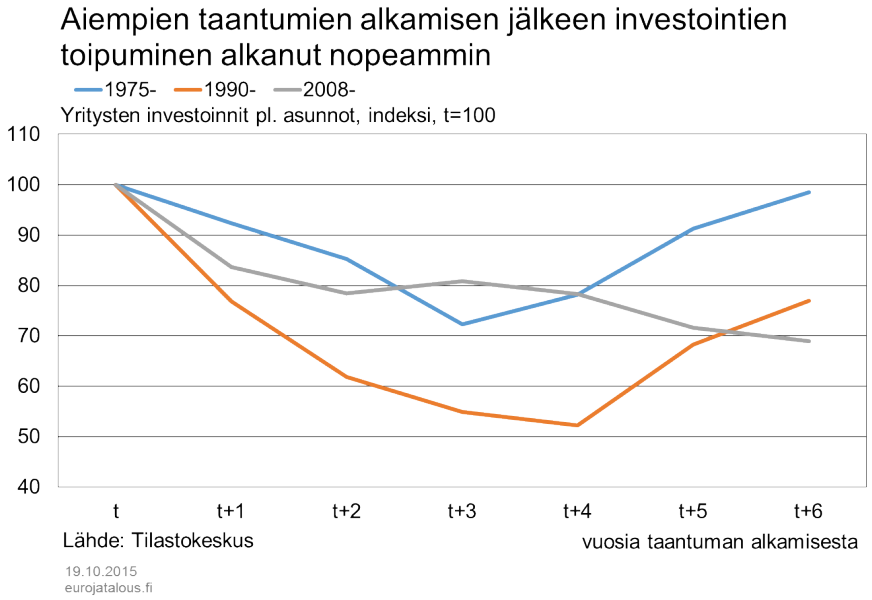
Viime vuosien kehitys

Investointien rakenne on muuttunut

Vielä ennen 1990-luvun alun lamaa yksityisten ja julkisten investointien yhteenlaskettu osuus Suomen BKT:stä oli noin kolmannes, mistä se laman aikana putosi noin viidennekseen (kuvio 1). Vuoden 2008 jälkeen investointien osuus BKT:sta on jälleen supistunut. Samalla niiden rakenne on muuttunut. Yksityisten tuotannollisten investointien määrä on pudonnut selvästi BKT:tä nopeammin, ja oli vuonna 2014 noin 30 % alempi kuin vuonna 2008. Tuotannollisten investointien heikkoutta on kuitenkin korvannut suhteellisen vilkkaana jatkunut asuntotuotanto sekä tasaisesti kehittyneet julkiset investoinnit (kuviot 2 ja 3).

Tuotannollisten investointien reaktio finanssikriisin jälkeiseen taantumaan oli aluksi loivempi, mutta on osoittautunut pitkäkestoisemmaksi kuin aikaisempien isompien taantumien aikana (kuvio 16). 1970-luvun puolivälissä öljykriisin jälkeen investointien määrä putosi kolmessa vuodessa noin 30 % lähtötasoltaan, ja 1990-luvun laman aikana investoinnit supistuivat neljässä vuodessa noin 45 %. Kummassakin tapauksessa pohja saavutettiin 3-4 vuodessa, minkä jälkeen investoinnit lähtivät uudelleen kasvuun. Sen sijaan vuonna 2014 investoinnit olivat edelleen noin 30 % lähtötasoaan pienemmät eivätkä vieläkään ole kääntyneet kasvuun.

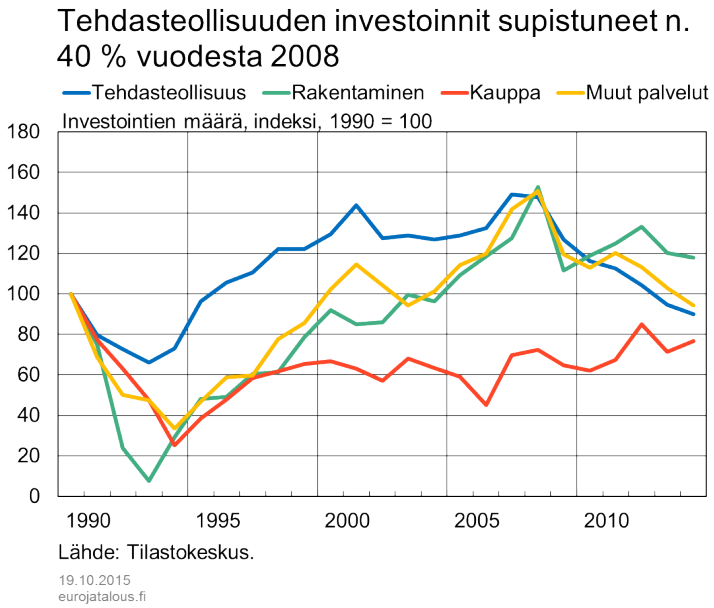
Kuvio 16



Investoinnit ovat heikentyneet eniten teollisuudessa. Tehdasteollisuudessa investointien

määrä supistui vuosina 2008–2014 noin 40 % (kuvio 17). Voimakkaimmin investoinnit ovat supistuneet metsä- ja ICT-teollisuudessa. Investoinnit pitävät sisällään sekä aineelliset investoinnit että osan aineettomista investoinneista. Aineellisten investointien lisäksi myös tilastoihin luettavat aineettomat investoinnit ovat viime vuosina supistuneet. Tämä on ollut odotettavaa, sillä Nokian t&k-investointien osuus viimeksi mainituista oli suuri vielä joitakin vuosia sitten.[5]

Kuvio 17



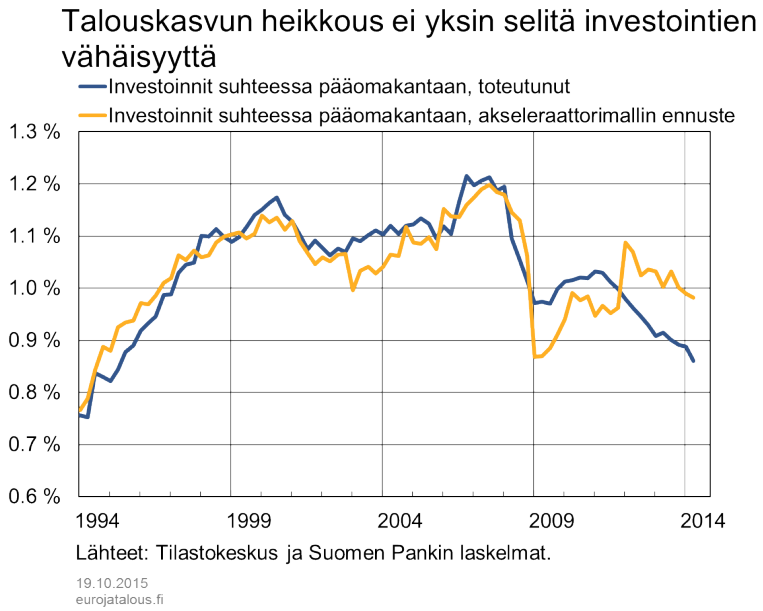
Talouden viimeaikainen yleinen heikkous ei yksin selitä investointien vähäisyyttä

Kuten edellä on todettu, investointien määrä riippuu suurelta osin yritysten tuotantonäkymistä ja siihen liittyvästä epävarmuudesta. Viime vuosikymmenien aikana tuotannollisten investointien kasvu Suomessa onkin seurannut melko läheisesti toteutunutta talouskasvua.

Investointien ja BKT:n kehityksen välistä yhteyttä voidaan tarkastella ns. akseleraattorimallilla, jonka mukaan investoinnit määräytyvät BKT:n kasvun ja pääoman kulumisen perusteella. Mallissa oletetaan, että talouden pääomakanta sopeutuu ajan myötä kohti haluttua tasapainotasoa, joka riippuu BKT:n kehityksestä. Investoinnit ovat vuodesta 2011 lähtien jääneet jonkin verran Suomen aineistolle estimoidun mallin ennustamaa investointivauhtia hitaammaksi (kuvio 18). Hidas talouskasvu ei siis riitä täysin selittämään viime vuosien hidasta investointivauhtia.

5. Aineettomien investointien kehitystä käsittelevät tarkemmin Kaitila, V. ja P. Ylä-Anttila (2012): Investoinnit Suomessa. ETLA, keskusteluaiheita 1267. sekä Piekkola, H. (2015): Talouden kasvun veturit – investoinnit osaamiseen ja aineettomat investoinnit. Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/2015, 330–353.

Kuvio 18

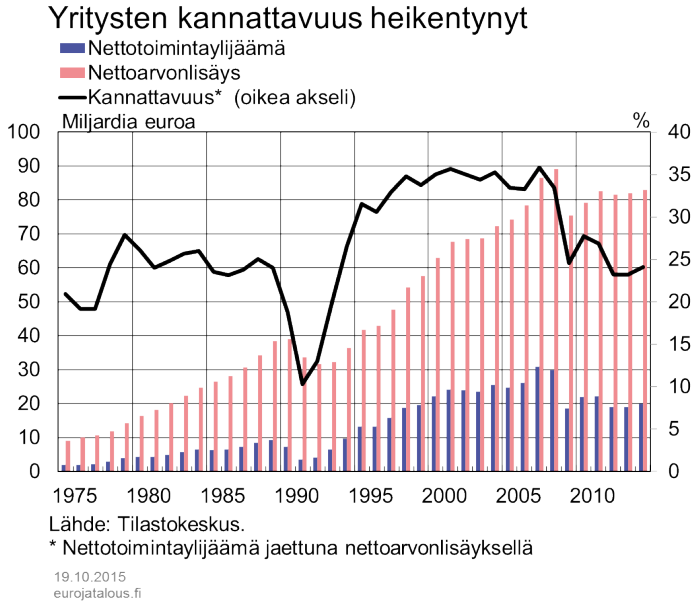


Hitaan talouskasvun ohella Suomen taloutta on kohdannut viime vuosina rakennemuutos. Julkisten ja yksityisten palveluiden osuus tuotannosta ja työllisyydestä on kasvanut teollisuuden kustannuksella. Rakennemuutos saattaa osaltaan selittää tehdasteollisuuden investointien heikkoutta, mutta ei investointien vähäisyyttä koko yrityssektorin osalta.

Yritysten kannattavuus on heikentynyt

Yritysten kannattavuus koheni Suomessa 1990-luvun puolen välin tuntumassa selvästi ja heikkeni uudelleen vuoden 2008 jälkeen, kun sitä mitataan yritysten nettoarvonlisäykseen suhteutetulla nettotoimintaylijäämällä (kuvio 19). Pääoman tuotolla mitattuna yritysten kannattavuus on heikentynyt vielä enemmän. Tämä näkyy varsinkin teollisuudessa, jossa pääoman tuotto varsinkin ICT-teollisuudessa on heikentynyt jyrkästi huippuvuosista.

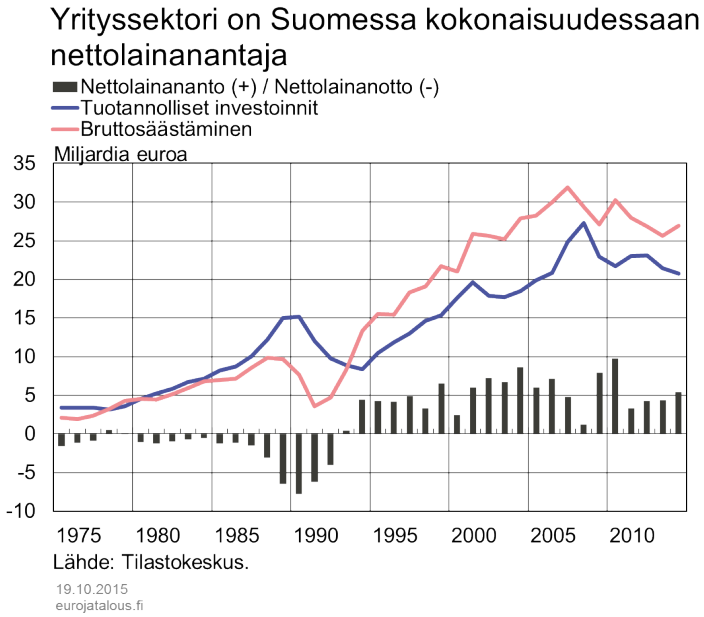
Kuvio 19



Kun kehitystä verrataan palvelutoimialoihin, kannattavuus on heikentynyt teollisuudessa selvästi enemmän. Kaiken kaikkiaan teollisuuden kannattavuutta on Suomessa huonontanut toimialakohtaisten tekijöiden lisäksi kustannuskilpailukyvyn heikkeneminen.

Yrityssektorin säästäminen on ollut niin suurta suhteessa investointeihin, että se on kokonaisuutena ollut jo parin vuosikymmenen ajan nettoluotonantaja (kuvio 20). Yrityssektorin rahoitusylijäämä on säilynt viime vuosina, vaikka sen bruttovelka on kasvanut luvussa 2 esitetyllä tavalla.

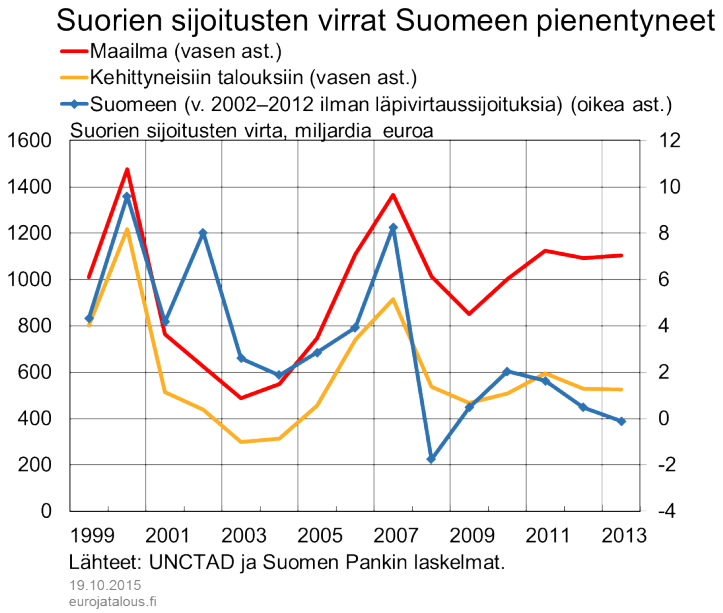
Kuvio 20



Edellä mainitut kannattavuuden mittarit kuvaavat Suomen rajojen sisällä toteutuvan tuotannon kannattavuutta. Ne eivät siis kuvaa Suomessa pääkonttoriaan pitävien eri maissa toimivien yritysten kannattavuutta, johon voi vaikuttaa myös tuotannon kannattavuus Suomen rajojen ulkopuolella. Jos yritykset supistavat tuotantoaan Suomessa ja kasvattavat sitä ulkomailla, tämä voi näkyä kotimaassa vähäisinä investointeina ja yritysten rahoitusylijäämän kasvuna.

Suomen houkuttelevuudesta tuotannon sijaintapaikkana kertovat tuotantolukujen lisäksi myös mm. ulkomaisia suoria sijoituksia kuvaavat tiedot. Niiden mukaan suorat sijoitukset Suomeen olivat aiempaa vähäisempiä vuosina 2008–2013 (kuvio 21). Ne pienenivät enemmän kuin kehittyneisiin talouksiin keskimäärin suuntautuneet suorien sijoitusten virrat.[6]

Kuvio 21



Vuotta 2014 koskevien ennakkotietojen mukaan suorat sijoitukset Suomeen olivat ennätyksellisen suuria. Sijoituksia kasvattivat erityisesti suuret yrityskaupat, kuten Nokian matkapuhelinliiketoiminnan myynti Microsoftille, Fortumin sähköverkkojen myynti osin ulkomaisista sijoittajista muodostuvalle sijoittajaryhmälle, Rautaruukki Oyj:n siirtyminen ruotsalaisen SSAB:n omistukseen ja Vacon Oyj:n myynti tanskalaiselle Danfossille. Pelkästään ne voivat kasvattaa vuodelle 2014 tilastoitua suorien sijoitusten virtaa ja sijoituskantaa noin 10 miljardilla eurolla tai tätä enemmänkin.

Ulkomaisiin suoriin sijoituksiin lasketaan sekä yrityskaupat että uuden liiketoiminnan perustaminen. Suomeen 2000-luvulla tehdyistä ulkomaisista suorista sijoituksista noin puolet näyttäisi selittyvän kansainvälisillä yrityskaupoilla ja fuusioilla. Vuonna 2014 tämä osuus näyttää kasvaneen paljon tavanomaista suuremmaksi. On epäselvää, merkitseekö vuoden 2014 suorien sijoitusten kasvu viime vuosien heikon trendin

6. Suorista sijoituksista Suomeen tarkemmin ks. Leino, T. (2015): Suomi jäänyt muista Pohjoismaista ulkomaisissa investoinneissa. www.eurojatalous.fi.

katkeamista. Ainakaan se ei näytä merkitsevän sitä, että ulkomaalaiset yritykset olisivat perustaneet Suomeen uutta liiketoimintaa.

Työikäisen väestön supistuminen vähentää investointien tarvetta

Kansantalouden tuotannollinen nettopääomakanta kasvoi vuoteen 2012 asti, jonka jälkeen se on supistunut, kun investoinnit eivät edes riittäneet korvaamaan pääoman kulumista. Investointien heikko kehitys näyttää lyhytaikaisten tekijöiden ohella olevan seurausta myös pitkäaikaisemmista tekijöistä. Yritykset saattavat ennakoida tuotantopotentiaalin heikkoa kehitystä tulevaisuudessa ja sopeuttaa investointejaan alaspäin jo nyt. Suomen talouden pitkän aikavälin kasvunäkymiä onkin laajasti tarkistettu heikompaan suuntaan viime vuosina.[7]

Yksi tekijä vaimeiden pidemmän aikavälin kasvunäkymien taustalla on väestökehitys. Väestön ikääntyessä työikäinen väestö supistuu, jolloin tarvitaan aikaisempaa pienempi pääomakanta pitämään yllä työn tuottavuutta. Myös työikäistä väestöä kohti laskettu tuotannollinen pääomakanta on kuitenkin sekin viime vuosina kääntynyt laskuun, eli investointien kehitys on ollut vieläkin heikompaa kuin väestökehitys olisi edellyttänyt.

Paitsi toteutunut myös odotettu väestökehitys on voinut vaikuttaa investointeihin. Tulevan väestökehityksen merkitykseen viittaa osaltaan se, että tuotannollisten investointien suhde BKT:hen on kehittynyt suhteellisen vaimeasti myös muuten vahvan talouskehityksen Saksassa. Suomen tapaan myös siellä työikäisen väestön määrä odotetaan supistuvan tulevina vuosina.

Yritysten investointien tuotto riippuu oleellisesti myös tuottavuuskehityksestä. Varsinkin kokonaistuottavuuden kehitys on ollut viime vuosina vaatimatonta, paitsi Suomessa, myös muissa kehittyneissä maissa. Eräiden näkemysten mukaan informaatioteknologian suurimmat hyödyt on jo saavutettu, ja tuottavuuskehitys jatkuu hyvin matalana pitkälle tulevaisuuteen.[8] Tällainen kehitys painaisi investointiastetta laajasti kehittyneissä talouksissa.

Paitsi että hidas odotettu pitkän aikavälin talouskasvu vähentää investointien tarvetta, se voi vaikuttaa kokonaiskysyntään ja sen osana investointeihin myös vaikeuttamalla keskuspankin mahdollisuuksia pitää rahapolitiikka riittävän kevyenä. Näin voi käydä silloin, kun korot ovat nollarajalla, kuten ne nyt ovat keskeisillä valuutta-alueilla. Talouskasvun trendin hidastuminen alentaa sitä reaalikorkojen tasoa, joka tasapainottaa talouden. Kun inflaatio-odotukset ovat vaimeat, nimellisen korkotason painaminen nollarajalle voi periaatteessa jättää reaalikoron niin korkealle, että taloudessa vallitsee krooninen vajaakysyntä. Tällaisen tilanteen mahdollisuudesta on viime aikoina käyty keskustelua taloustietelijöiden kesken.[9]

---

7. Hyytinen, A. ja Uusitalo, R. (2015): Talousennustajien näkemykset talouskasvusta vuosina 2015–2035. Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/2015, 284–286.; Kilponen, J., Kinnunen, H. ja Mäki-Fränti, P. (2014): Suomen pitkän aikavälin kasvunäkymät heikentyneet. Euro & talous 5/2014, 67–78.
8. Gordon, R. J. (2012): Is U.S. Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds, NBER Working Papers 18315.
9. Summers, L. (2013): Secular stagnation, speech at 14th Annual IMF Research Conference, Washington, DC, November 2013.; Kilponen, J. (2015): Hiipuvan kasvu lähteillä. Kansantaloudellinen aikakauskirja 2/2015,

Rahoituksen saatavuus ei ole ollut keskeinen investointien este Suomessa

Vaikka pienten ja keskisuurten yritysten rahoituksen saatavuus näyttää jonkin verran heikentyneen viime aikoina Suomessa, rahoituksen saatavuus ei kaiken kaikkiaan ole ollut keskeinen este yritysten investoinneille. Suurten yritysten rahoituksen saatavuus on hyvä ja mahdolliset ongelmat ovat yrityskohtaisia, kannattavuuteen ja velkaantuneisuuteen liittyviä ongelmia. PK-yritystenkin osalta rahoituksen saatavuus on viime vuosina säilynyt keskimäärin kohtuullisen hyvänä. Tässä luvussa keskitytään pk-yritysten rahoituksen saatavuuteen suurten yritysten keskimäärin hyvän tilanteen takia.

Euroopan keskuspankin rahoituskyselyjen perusteella havaitaan, että suomalaisten PK-yritysten rahoituksen saatavuus on jo vuosia kuulunut euroalueen maiden parhaiden ryhmään mm. Saksan ja Itävallan ohella. Vaihtuvakorkoisen yritysrahoituksen korot ovat myös kuuluneet euroalueen alhaisimpiin. Yrityslainojen korot ovat kuitenkin lähestymässä euroalueen vastaavia korkoja, taustalla on yrityslainojen korkojen aleneminen useassa sellaisessa maassa, missä yritysrahoituksen saatavuus on aikaisemmin ollut hankalaa.

Rahoituslaitosten hyvän kannattavuuden ja vakavaraisuuden ansiosta rahoituslaitosten yritysluottomarkkinat ovat toimineet kilpailukykyisinä muuhun Eurooppaan verrattuna.

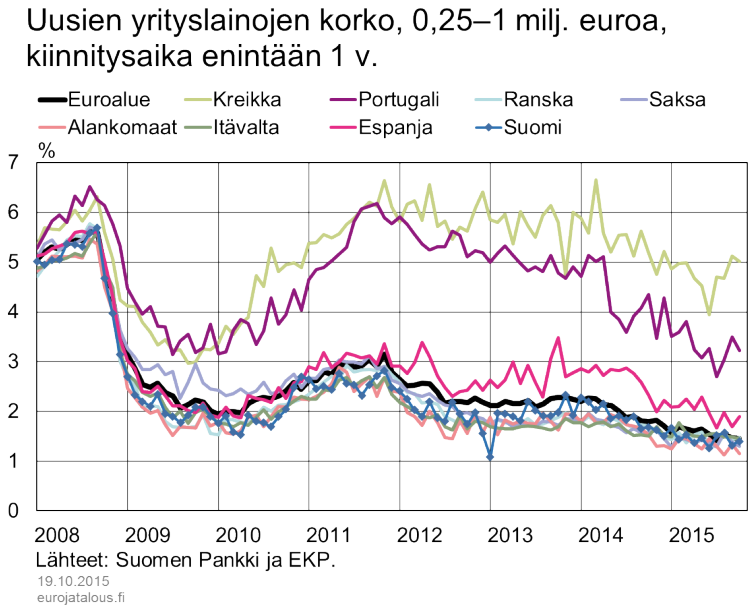
Suomessa rahoituksen saatavuus on rahoituskyselyjen mukaan edelleen toiminut, mutta lainaehdoissa on havaittavissa kiristymistä. Vakuusvaatimukset ovat lisääntyneet ja erilaisten sopimusvakuuksien käyttö yritysrahoituksessa on kasvanut. Rahoittajien vaatimukset aiempaa vahvemmista omarahoitusosuuksista ovat myös lisääntyneet.

Suomessa yritysluottokorkojen viimeaikainen lasku pienempi kuin euroalueella keskimäärin

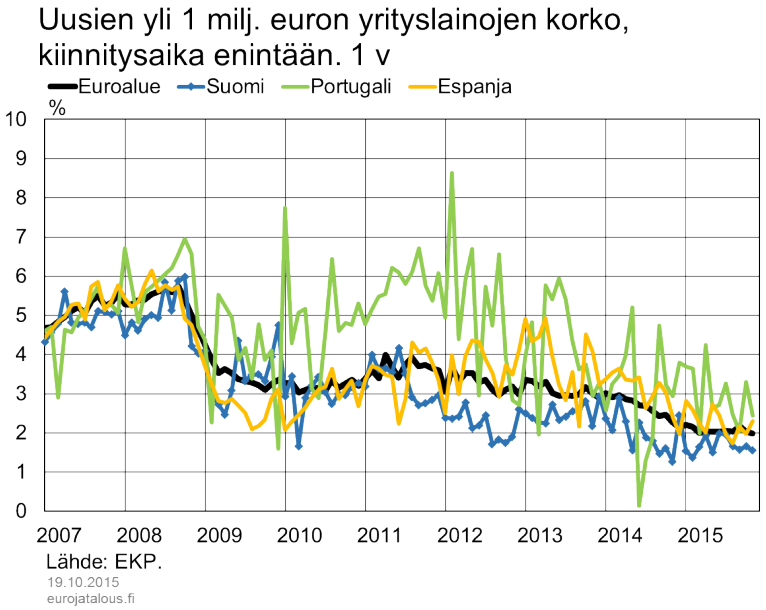
Suomalaisten pankkien myöntämien uusien yritysluottojen korot ovat pitkään olleet euroalueen maiden alhaisimpien joukossa (kuviot 22 ja 23 sekä kuviot 9 ja 10 luvussa 2). Euroalueella keskimäärin uusien yritysluottojen korot ovat kuitenkin viime aikoina laskeneet enemmän kuin Suomessa.

138–147.

Kuvio 22

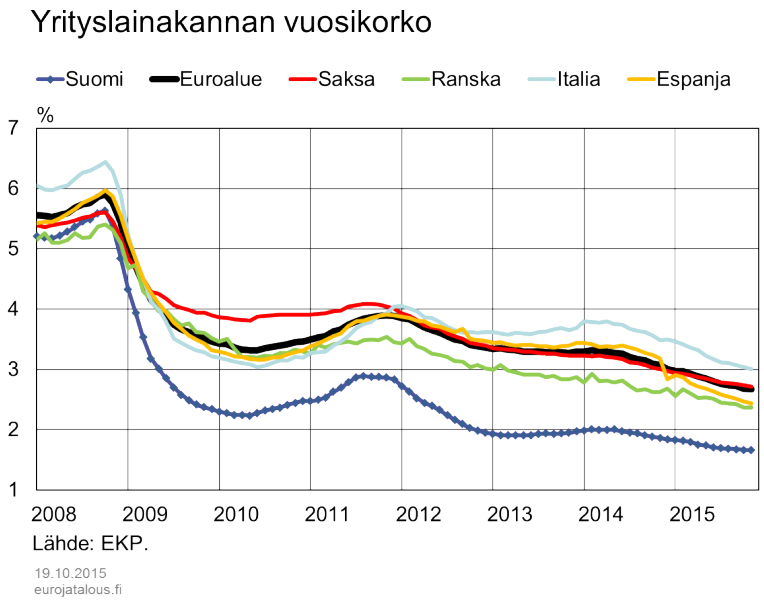


Kuvio 23



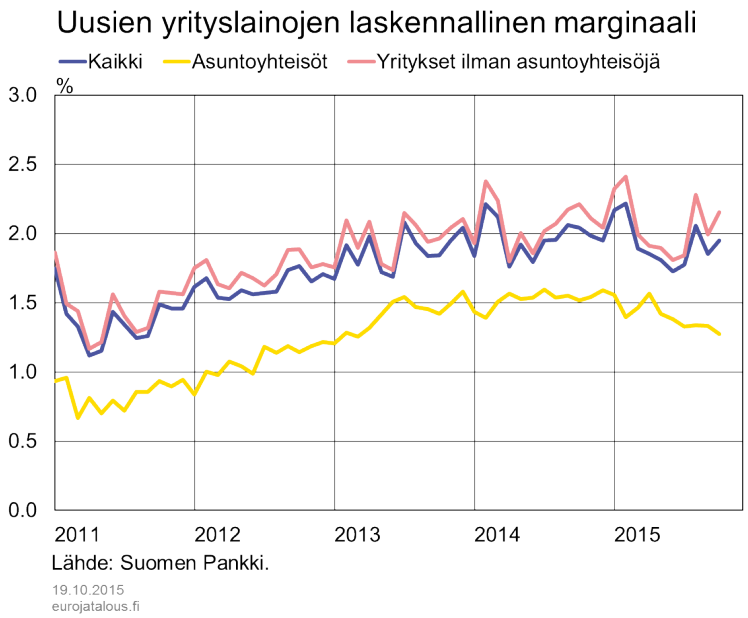
Suomalaisten yritysten pankkiluottojen lainakannan keskikorko on kuitenkin edelleen euroalueen maiden alhaisin (kuvio 24). Yksi tekijä tämän taustalla on se, että Suomessa yritysten lainakannasta noin 95 % on sidottu alle vuoden pituisiin viitekorkoihin, kun esimerkiksi Saksassa yritysrahoituksessa käytetään enemmän kiinteäkorkoisia lainoja.

Kuvio 24



Suomen Pankin talvella 2015 tekemän yritysrahoituskyselyn mukaan yritysrahoituksen saatavuudessa ei ole edelliseen vuoteen verrattuna tapahtunut merkittäviä muutoksia heikompaan suuntaan. PK-yritysten rahoituksen saatavuuden osalta yksi tärkeä havainto on se, että yrityskoon pienentyessä rahoituksen saatavuuden ongelmat lisääntyvät ja rahoituksen korkomarginaalit kasvavat. Suomen Yrittäjien syyskuussa 2015 julkaisema PK-Yritysbarometri vahvistaa tilanteen. Vakuusvaatimukset ovat kiristyneet, marginaaleissa on havaittavissa nousua ja sopimusvakuusehtojen eli kovenanttien käyttö on lisääntymässä. Vakuusvaatimusten tiukentumisen ohella yrityksiltä vaaditaan usein entistä suurempaa omarahoitusosuutta. Uusien yrityslainojen keskimääräiset laskennalliset korkomarginaalit ovat kasvaneet, joskin sen taustalla on osaltaan viitekorkojen painuminen nollatason tuntumaan (kuvio 25). Pankkisääntelyn kiristyminen selittänee osan yritysluottojen laskennallisten marginaalien kasvusta.

Kuvio 25



Vakuusvaatimukset ovat lisääntyneet, mutta toisaalta niiden merkityksen rajallisuuteen viittaa se, että Suomen Pankin rahoitustilastojen mukaan pankkien vakuudellisten ja vakuudettomien yritysluottojen keskimääräiset korot ovat lähes samalla tasolla.

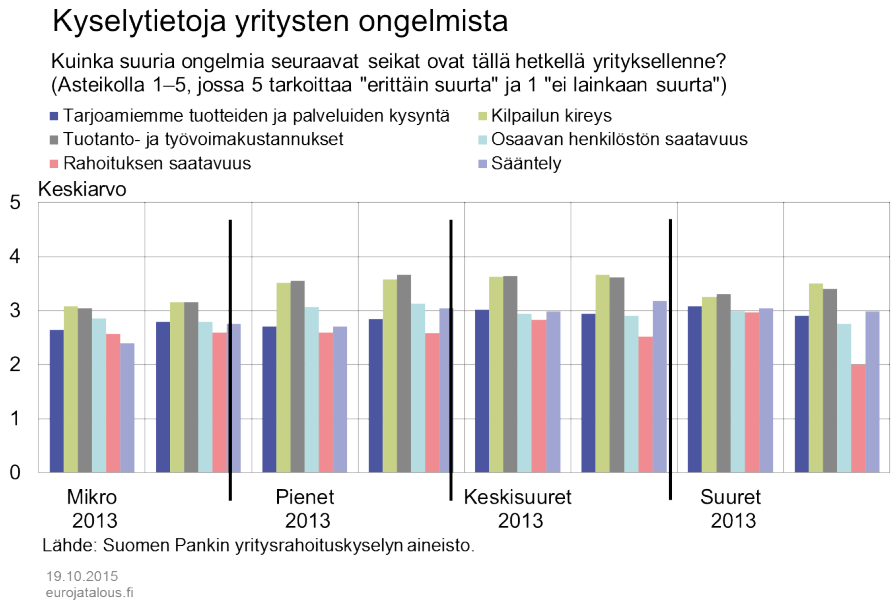
Yritysrahoituksen tiukentumiseen viittaa myös se, että rahoituksen hankinnassa epäonnistuneiden tai uuden rahoituksen nostosta luopuneiden yritysten määrä on kasvanut lievästi. Uuden rahoituksen hankinta on ollut kaksijakoista; pienet yritykset ovat saaneet tai yrittäneet hankkia aiempaa enemmän uutta rahoitusta viimeisen vuoden aikana, mutta keskisuuret ja suuret yritykset ovat supistaneet ulkoisen rahoituksen hankintaa.

Suuria muutoksia rahoituksen hankinnassa ja käytössä ei kuitenkaan ole tapahtunut. Lisäksi PK-yritysten velankäyttö on Yrittäjien kyselyn perusteella säilynyt viimeisen vuoden aikana ennallaan. Lähes puolella kyselyyn vastanneista PK-yrityksistä on lainaa pankista tai muista rahoituslaitoksesta (mm. Finnvera).

PK-yritysten rahoituksen hankinta on kohdistunut ensisijaisesti käyttöpääomaan. Suuremmat yritykset ovat vahvistaneet rahoitusrakenteitaan, ja ne ovat jonkin verran lisänneet kone- ja laiteinvestointeihin haettua rahoitusta. Suuret yritykset aikovat Suomen Pankin kyselyn mukaan myös varovasti lisätä ulkoisen rahoituksen hankintaa investointiensa rahoittamiseksi.

Suomen Pankin rahoituskyselyn mukaan yritystoiminnan suurimmiksi ongelmiksi koettiin kilpailun kireyden ohella tuotanto- ja työvoimakustannukset (kuvio 26). Myös tuotteiden kysyntää koskevat vaikeudet ovat huomattavia. Yritystoimintaan liittyvän sääntelyn on koettu lisääntyneen sitten edellisen, vuonna 2013 tehdyn kyselyn. Rahoituksen saatavuuteen liittyvät ongelmat koetaan edellä mainittuja ongelmia pienempinä.

Kuvio 26



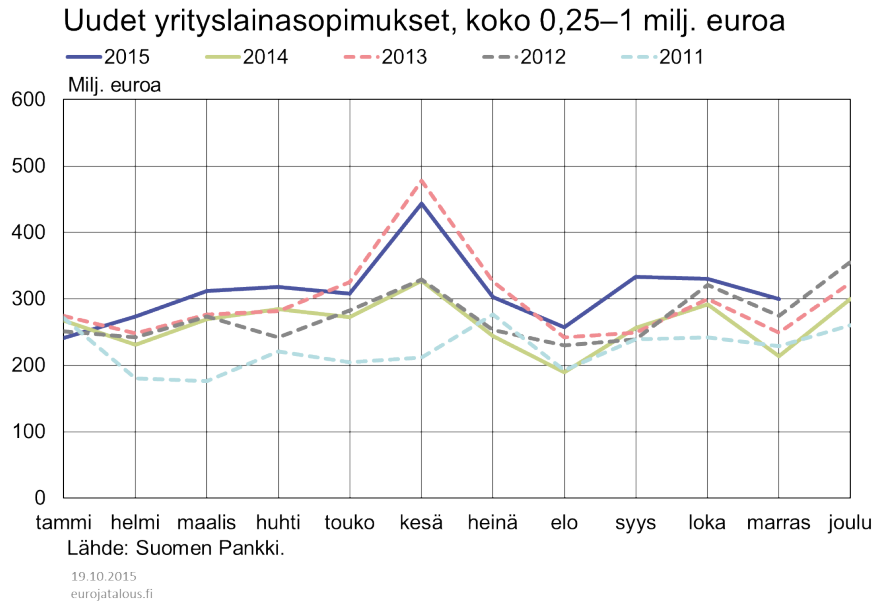
Pankkien tila ei este rahoituksen kasvulle

Suomalaisten yritysten markkinoilta hankkiman lyhyt- ja pitkäaikaisen rahoituksen määrä on viime kuukausina supistunut. Yritysten liikkeeseen laskemien joukkolainojen määrä on supistunut vuoden aikana lähes 10 prosenttiyksikköä. Myös työeläkelaitoksista nostettujen velkakirjalainojen (TyEL-lainat) määrä on supistunut.

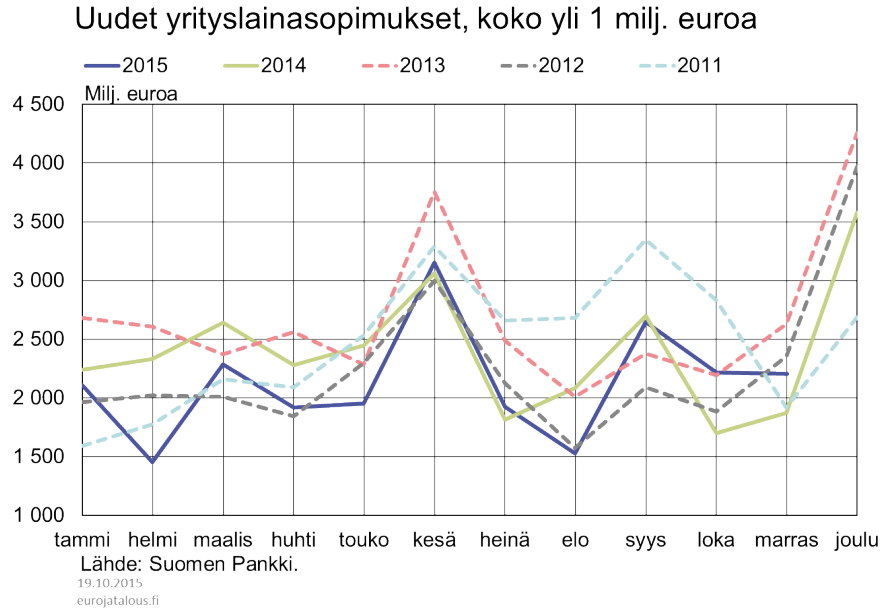
Pankeista nostettujen lainojen määrä on sen sijaan kasvanut tasaisesti. Rahoitusyhtiöiden osuus yritysrahoituksessa on kääntynyt kasvuun. Pankkisektorin keskimääräinen vakavaraisuus on säilynyt vahvana, eikä pankkien tila estä yritysrahoituksen kasvua.

Uusien yrityslainojen nostot olivat tammi–elokuussa 2015 vuoden 2014 tasolla. Vähintään 250 000 mutta enintään miljoonan euron lainoja, tyypillisiä pienempien yritysten lainoja, nostettiin hieman aikaisempia vuosia enemmän (kuvio 27). Suurempia, yli miljoonan euron lainoja nostettiin suunnilleen saman verran kuin viime vuosina keskimäärin (kuvio 28).

Kuvio 27



Kuvio 28



Yritysrahoituslähteiden kirjossa on havaittavissa uusien toimijoiden, kuten erilaisten vaihtoehtoisten rahastojen (ns. shadow banks) tai joukkorahoituksen, orastavaa kasvua. Tämä auttaa yksittäisiä PK-yrityksiä hankkimaan rahoitusta myös pankkisektorin ulkopuolelta, mutta koko yrityssektorin tai kansantalouden näkökulmasta määrät ovat vähäisiä. Vaihtoehtoisten rahoittajien välittämän rahoituksen merkitystä mahdollisena investointien rahoituslähteenä rajoittaa se, että rahoitus on usein merkittävästi pankkirahoitusta kalliimpaan.

Yritysrahoituksen saatavuuden näkymiä

Kotimainen yritysrahoituskenttä on kaksijakoinen siltä osin, että pienten yritysten tilanne on heikentynyt suuriin nähden. Rahoituksen saatavuus pankeista ja muista rahoituslaitoksista on kaiken kaikkiaan toiminut, ja yritysrahoitus on ollut kilpailukykyistä Eurooppalaisessa mittakaavassa. Venture–rahoituksen nimelliset euromäärät eivät ole olleet kovin mittavia, mutta kansantalouden kokoon suhteutettuna nämä sijoitukset ovat Euroopan maiden kärkipäässä.

Eurooppalaisessa vertailussa aloittavien ja kasvavien yritysten rahoituskanava toimii Suomessa ja pääomasijoittajien sijoitukset ovat kääntyneet kasvuun. Keskeinen ongelma on hyvien ja rahoituskelpoisten hankkeiden niukkuus. Suomalaisten pääomasijoittajien hallinnoimat pääomat ovat nousseet ennätystasolle, lähes 6 mrd. euroon. Lisäksi ulkomaisten pääomasijoittajien sijoitukset Suomeen ovat tällä hetkellä kasvussa.

Suomalaisen yritysrahoituskentän yhden keskeisen kipukohdan muodostavat markkinoilta hankittavan rahoituksen vaimeat näkymät. Suurten yritysten rahoituksen saatavuus ei ole ongelma. Ne kykenevät nostamaan investointiensa rahoittamiseen tarvittavia pääomia kansainvälisiltä pankkilaina- ja joukkovelkakirjamarkkinoilta. Keskisuurten yritysten osalta joukkovelkakirjamarkkinat toimivat heikommin. Markkinoiden kehittämiseksi tehdyt viranomaistoimet eivät ole ainakaan toistaiseksi kääntäneet esimerkiksi joukkovelkakirjamarkkinoilta hankitun rahoituksen määrää kasvuun. Lisäksi yrityskoon pienentyessä joukkovelkakirjamarkkinoilta hankitun rahoituksen saatavuus heikkenee nopeasti.

Pankkisektorin keskittyminen saattaa tulevaisuudessa hankaloittaa etenkin PK-yritysten rahoituksen saatavuutta. Pankkien liiketoiminnan keskittyessä suuriin yksilöihin asiakkaiden tuntemus heikkenee ja tämä ohjaa luottopäätöksiä yhä voimakkaammin vain numeerisiin tietoihin perustuvaan aikaisempaan joustamattomampaan luotonantoon, missä vakuusvaatimukset kasvavat ja sopimusvakuuksien, eli kovenanttien käyttö lisääntyy.

Yritysrahoitus on keskittynyt voimakkaasti kahdelle pankkiryhmälle ja kilpailutilanne tältä osin ei välttämättä ole optimaalinen PK-yritysten rahoituksen saatavuuden näkökulmasta. Suomen pankkisektori onkin kaiken kaikkiaan EU-maiden keskittyneimpien joukossa tai kaikkein keskittynein riippuen käytettävästä mittarista.

Investointien ja talouskasvun välinen yhteys on monisyinen

Vahvaan investointikehitykseen liittyy usein nopea talouskasvu. Investointien ja talouskasvun väliset syy-yhteydet eivät kuitenkaan ole yksioikoisia eivätkä ilmeisiä. Yhtäältä investoinnit voidaan nähdä talouskasvua voimistavana tekijänä ja sen edellytyksenä. Toisaalta investointien ja talouskasvun välillä havaittu vahva yhteys voi osin johtua myös siitä, että ne reagoivat samansuuntaisesti muutoksiin talouden yleisissä olosuhteissa kuten kansainvälisessä suhdannekehityksessä ja talouspolitiikassa. Yritykset investoivat silloin, kun talouden näkymät ovat suotuisat, kannattavuus hyvä, epävarmuus vähäistä ja rahoitusta saatavissa.

Yksi yhteys investointien ja talouskasvun välillä liittyy siihen, että investoinnit ovat osa kokonaiskysyntää. Kun investoinnit lisääntyvät, kokonaiskysyntä kasvaa. Tämä voimistaa tuotantoa ja työllisyyttä etenkin siinä tapauksessa, että työttömyys on suurta ja taloudessa muutenkin runsaasti käyttämättömiä resursseja.

Investoinnit muodostavat poikkeuksellisen voimakkaasti vaihtelevan kokonaiskysynnän erän. Muut erät eli kulutus ja vienti eivät vaihtele yhtä paljon lyhyellä aikavälillä. Talouden suhdannevaihtelut näkyvät yleensä eniten investoinneissa.

Perinteisessä keynesiläisessä ajattelussa investointien vaihtelu on merkittävin suhdannevaihtelujen syy.[10] Tämän näkemyksen mukaan investointien muutoksia ajavat suurelta osin muutokset talouden luottamusilmapiirissä ja työttömyyden suhdanneluonteiset vaihtelut selittyvät juuri investointien muutosten aiheuttamalla vaihtelulla kokonaiskysynnässä. Viime vuosikymmeninä investointien roolia suhdannevaihteluissa ei yleensä ole nähty näin yksioikoisena ja keskeisenä, mutta vahva empiirinen yhteys investointien ja työttömyysasteen välillä on edelleen olemassa.

Paitsi että investointien kasvu lisää suoraan kokonaiskysyntää, investoinnit vaikuttavat talouskasvuun myös kasvattamalla tuotantopotentiaalia. Investointien aiheuttama pääomakannan lisäys suhteessa työvoiman määrään kasvattaa työn tuottavuutta, kun yhdellä työntekijällä on käytössään aiempaa enemmän pääomaa.

Pelkkä pääomakannan lisäys ei silti voi pysyvästi kiihdyttää talouskasvua, vaan siitä seuraa vain talouden tuotantomahdollisuuksien tason kertaluonteinen nousu. Yleensä ajatellaan myös, että pelkästään pääomakantaa kasvattamalla talouden tuotantomahdollisuuksia ei voida loputtomasti lisätä. Mitä suuremmaksi pääomakannan taso työntekijää kohti kasvaa, sitä pienempi vaikutus yhdellä lisäyksiköllä pääomaa on tuotantomahdollisuuksiin ilman teknologista kehitystä.

Samalla tavalla kuin pääomakannan lisäämisen kasvuvaikutukset ovat rajalliset, tuotantopotentiaalia ei voida loputtomasti kasvattaa myöskään väestön koulutustasoa parantamalla tai työvoimaosuutta kasvattamalla. Esimerkkinä tämän luonteisesta, tiensä päähän tulleesta kasvumallista pidetään joskus Neuvostoliiton talouskehitystä 1950- ja 1960-luvuilla.[11] Tuotantopanoksia kasvatettiin, investoinnit olivat suuria, ja talous kasvoi, mutta tällaisella kasvulla oli rajansa. Kun vallitseva keskusjohtoinen talousjärjestelmä ei mahdollistanut uusien teknologioiden jatkuvaa kehittämistä ja hyödyntämistä eikä myöskään riittäviä innovaatioita organisaatioiden ja prosessien kehittämiseen, pitkän aikavälin kasvun eväät puuttuivat.

Investointien suorien kasvuvaikutusten rajallisuus näkyy myös tutkimustuloksissa koskien pitkän aikavälin talouskasvun taustatekijöitä. Suomen tapauksessa pääomakannan kasvun osuuden 1900-luvun talouskasvussa on arvioitu olleen alle neljännes, kun tarkastellaan markkinatuotantoa ilman asuntoja.[12] Yksi kymmenesosa

10. Smith, R.P. ja G. Zoega (2009): Keynes, investment, unemployment and expectations. International Review of Applied Economics, 23(4), 427–444.
11. Ks. esim. Krugman, P. (1994): The Myth of Asia's Miracle. Foreign Affairs, 73(6), 62–78.
12. Jalava, J. ja Pohjola, M. (2004): Työn tuottavuus Suomessa vuosina 1900–2003 ja sen kasvuprojektioita vuosille 2004–2030. Kansantaloudellinen aikakauskirja 4/2004, 355–370.

kasvusta oli työpanoksen kasvun ansiota, ja loput kaksi kolmasosaa johtui muista tekijöistä eli mm. teknologian, organisaatioiden ja prosessien kehityksestä. Nämä arviot pohjautuvat niin sanotun kasvutilinpitolähestymistavan hyödyntämiseen.

Vaikka pääomakannan kasvu ei sellaisenaan voi tukea talouskasvua kuin rajallisesti, nähdään usein investointien myötä tapahtuvan muutoksia, joilla voi olla laajempia ja kauaskantoisiakin vaikutuksia.[13] Investoinnit liittyvät usein uuden teknologian käyttöönottoon, ja ne voivat olla sen edellytys. Investointien myötä työtavat ja organisaatio voivat muuttua, ja uusia taitoja ja käytäntöjä opitaan. Investoinnit voidaan nähdä osana yrityksen ja erehdyksen kautta tapahtuvaa prosessien kehittämistä. Tässä yhteydessä henkilökunnan osaaminen ja kokemus voi edistyä siten, että siitä voi olla hyötyä myös investoinnin suorittavan yrityksen ulkopuolella laajemmin taloudessa.

Viime vuosina talouden kasvuedellytysten analysoimisessa on korostettu innovaatioiden merkitystä.[14] Kuten edellä tuotiin esiin, tuotteita, organisaatioita ja prosesseja koskevat innovaatiot voivat liittyä investointeihin. Talouden rakenteiden muuttumisen ja teknologisen kehityksen myötä aiempaa keskeisemmässä roolissa nähdään olevan erilaiset aineettomat investoinnit. Ne ovat trendin omaisesti kasvaneet kehittyneissä talouksissa samalla, kun muiden investointien osuus on pienentynyt.

Innovaatioiden on nähty syntyvän tutkimuksesta ja tuotekehityksestä, investoinneista osaamiseen sekä jatkuvasta uusien markkinoiden etsimisestä. Tällaisten innovaatioiden keskeisenä edellytyksenä on nähty olevan ns. luovan tuhon prosessin, jossa uudet innovaatiot eivät vain täydennä vanhoja vaan myös korvaavat niitä. Näin talous uudistuu jatkuvasti, ja tuottavuus kasvaa.

Johtopäätökset talouspolitiikalle

Koska investoinnit tukevat talouskasvua välittömästi kokonaiskysyntää kasvattamalla ja koska niillä on tärkeä rooli pidemmän aikavälin kasvun edellytysten muodostumisessa, investoinnit on perusteltua ottaa huomioon talouspoliittisissa päätöksissä. Investointeja kasvattamalla tuotantomahdollisuuksia voidaan tukea vain rajallisesti. Julkisen vallan suoran taloudellisen tuen investoinneille ei siten voi odottaa olevan kovin tehokas keino talouskasvun vauhdittamisessa vähänkään pidemmällä aikavälillä. Investointien rooli uusien teknologioiden käyttöönotossa ja innovaatiotoiminnassa merkitsee, että investointeja suosivan taloudellisen ympäristön ylläpitämisen on kuitenkin syytä olla talouspolitiikan tavoitteena.

Tarvetta talouspolitiikalle, joka tukee investointien ja innovaatioiden pitkän aikavälin edellytyksiä, korostaa Suomen talouden viime vuosien vaikeuksien luonne. Vaikeudet ovat olleet suuressa määrin luonteeltaan pitkäaikaisia ja vain osin suhdanneluonteisia tai muuten väliaikaisia.[15] Tämä näkyy muun muassa talousennusteissa, joiden mukaan

13. Ks. esim. De Long, B. ja Summers, L. H. (1992): Equipment Investment and Economic Growth: How Strong is the Nexus? Brookings Papers on Economic Activity, 2:1992.
14. Ks. esim. Aghion, P. (2012): From Growth Theory to Growth Policy Design. Institute for Government – LSE, 12 April 2012.
15. Kajanoja, L. (2014): Miksi Suomen talous on vaikeuksissa? Blogikirjoitus 5.5.2014. www.suomenpankki.fi.

vuosia kestäneen heikon kehityksen jälkeen näköpiirissä ei ole vahvaa elpymisjaksoa.[16]

Raha- ja finanssipolitiikka ovat Suomessa osaltaan tukeneet investointien kehitystä vuonna 2008 alkaneiden talousvaikeuksien aikana. EKP:n rahapolitiikan keventyminen on Suomessa näkynyt muun muassa yrityslainojen korkojen euroalueen keskiarvoa voimakkaampana alenemisena. Euroalueen investointikehityksen edellytysten kannalta pankkien taseiden kunnon varmistaminen on tärkeä tavoite. Sitä on myös rahoitusmarkkinoiden fragmentoituneisuuden vähentäminen, jota pankkiunionin rakentaminen edesauttaa.

Rahoitusolosuhteet näyttävät viime vuosina kehittyneen heikommin pienten ja keskisuurten yritysten kuin suurten yritysten kohdalla. Tämä on osin seurausta siitä, että eurooppalaisten pankkien ongelmilla on ollut vaikutusta erityisesti näihin paljolti pankeista riippuvaisiin yrityksiin. Lisäksi pienten ja keskisuurten yritysten rahoitusolosuhteita on voinut kiristää pankkien vakavaraisuusvaatimusten tiukentuminen.

Suomessa toimivien pankkien tila on kuitenkin pysynyt pääsääntöisesti hyvänä, eivätkä vakavaraisuusvaatimusten tiukentamisen vaikutukset ole Suomessa nousseet kaiken kaikkiaan suuriksi.[17] Pankkisääntelyn käynnissä olevat tiukennukset saattavat kuitenkin vaikuttaa enemmän korkeampiriskisten PK-yritysten luottoihin kuin esimerkiksi asuntoluottoihin. Tämän vuoksi saattaisi olla perusteltua sekä EU-tasolla että kansallisesti harkita politiikkatoimenpiteitä, joiden avulla voitaisiin pienentää asunto- ja yritysluottojen riskipainojen välistä eroa. Vakavaraisuussääntelystä muutoksista on kaiken kaikkiaan syytä huomata, että ne tähtäävät pankkitoiminnan vakauden parantamiseen, mikä puolestaan edesauttaa investointien edellytysten pysymistä suotuisina tulevina vuosina.[18]

Finanssipolitiikan vaikutus investointien kehitykseen ei liity vain siihen, että sen keventäminen voi tukea kokonaiskysyntää lyhyellä aikavälillä. Koska yritysten investointipäätökset määräytyvät pitkälti tulevaisuutta koskevien odotusten perusteella, julkisen talouden kestävyyden varmistava finanssipolitiikka tukee osaltaan investointeja. Jos julkisen talouden pitkän aikavälin kestävyys on vaakalaudalla, epävarmuutta liittyy väistämättä myös yrityksiin kohdistuvan verotuksen tulevaan kehitykseen ja muihin yritystoiminnan kannattavuuden edellytyksiin, mikä heikentää investointeja.

Talouden pidemmän aikavälin kasvuedellytyksiä parantava talouspolitiikka tukee samalla investointeja kestävällä tavalla, kun se kohentaa yritysten odotuksia tulevasta kehityksestä. Kasvuedellytyksiä voidaan parantaa erilaisten rakenneuudistusten avulla –

---

16. Ks. esim. Suomen Pankki (2015): Suomi jää yhä kauemmas euroalueen kasvusta. 10.6.2015. www.eurojatalous.fi sekä Hyytinen, A. ja Uusitalo, R. (2015): Talousennustajien näkemykset talouskasvusta vuosina 2015–2035. Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/2015, 284–286.
17. Haajanen, J., Putkuri, H. ja Vauhkonen, J. (2015): Sääntelyn kiristymisellä vain pieni vaikutus lainamarginaaleihin. www.eurojatalous.fi.
18. Euroopan komissio on hiljattain nostanut esiin tarpeen yhtenäistää vieraan ja oman pääoman ehtoisen rahoituksen verokohtelua. Tämä vahvistaisi oman pääoman ehtoisen rahoituksen asemaa ja lisäisi siten yritysrahoituksen vaihtoehtoja. Se myös voisi lieventää pankkien korkeammista vakavaraisuusvaatimuksista mahdollisesti aiheutuvia luotonannon lisäkustannuksia.

kuten vähentämällä kilpailua rajoittavaa sääntelyä sekä parantamalla asuntojen ja työvoiman tarjonnan edellytyksiä.

Talouspolitiikassa on tärkeää ottaa huomioon, että yrityksen on usein helposti mahdollista valita investoinnin sijainti useamman eri maan joukosta. Jotta investointeja suuntautuu Suomeen, yritysten toimintaympäristön tulee olla riittävän hyvä. Siihen voidaan vaikuttaa niillä erilaisilla talouspolitiikan keinoilla, joita tässä luvussa käydään läpi. Huomioon on otettava myös kustannuskilpailukyky, jonka parantaminen edesauttaa osaltaan investointien suuntautumista Suomeen.

Osin aineellisiin ja aineettomiin investointeihin liittyvän innovaatiotoiminnan suotuisien edellytysten luominen on tärkeä talouspolitiikan tavoite.[19] Yksi tapa tukea sitä on panostaa koulutukseen ja muuhun osaamiseen. Lisäksi jotta talouden jatkuva uudistuminen olisi mahdollista, työmarkkinainstituutioiden tulee olla sellaisia, että ne eivät hidasta henkilöiden siirtymistä alalta toiselle ja tehtävästä toiseen. Suomen yleinen kustannustaso ei saa olla niin korkea, että se estää korkean tuottavuuden tehtävien sijoittumisen Suomeen.

Innovaatiotoiminnan tukeminen julkisilla varoilla on perusteltua erityisesti silloin, kun sen nähdään hyödyttävän tuen kohteena olevan tahon lisäksi taloutta laajemminkin. Tärkeää on myös se, että aineettomien oikeuksien – mm. patenttien – järjestelmä suojaa oikeuksia riittävästi mutta ei liikaa, jotta hyöty innovaatioista leviää laajalle.

Kilpailun edellytysten parantaminen sitä rajoittavaa sääntelyä purkamalla on yksi keskeinen keino innovaatiotoiminnan edellyttämän luovan tuhon prosessin edistämiseksi. Jotta luovan tuhon prosessi voi toimia ja jotta uusia innovaatioita ja tehokkaita investointeja saadaan, yritysten välillä tulee vallita kilpailulliset olosuhteet, ja uusilla yrityksillä on oltava hyvät mahdollisuudet haastaa vanhat yritykset.

Avainsanat

rahoituksen välitys, rahoituksen saatavuus, euroalue, yritysrahoitus, talouskasvu, investoinnit, Suomi

19. Takalo, T. (2015): Innovaatiopolitiikan haasteet. Kansantaloudellinen aikakauskirja 3/2014, 381–390.