# Suomen finanssisektorin toimintaympäristö: talous elpyy mutta alasuuntaiset riskit edelleen koholla

## Sisällys

Suomen finanssisektorin pääriskeinä arvopaperimarkkinoiden riskihinnoittelun äkilliset muutokset ja pankkien luottoriskien realisoituminen 1

Suomen talous elpyy ripeästi 2

Talouskehityksen alasuuntaiset riskit edelleen koholla – kotitalouksien korkea velkaantuneisuus heikentää kriisinsietokykyä 5

Sijoittajille kuluva vuosi on ollut varsin suotuisa 7

Osakemarkkina on jatkanut tasaista nousua 7

Euroopassa korot pysyneet matalina 8

## Kirjoittajat

- Arttu Kiviniemi, makrovakausasiantuntija
- Mika Arala, riskiasiantuntija
- Mikko Sinersalo, johtava riskiasiantuntija

## Suomen finanssisektorin pääriskeinä arvopaperimarkkinoiden riskihinnoittelun äkilliset muutokset ja pankkien luottoriskien realisoituminen

Globaali talous on elpymässä koronapandemian aiheuttamasta taantumasta. Myös pandemiasta pahiten kärsineillä palvelutoimialoilla näkymät ovat kirkastuneet, kun rokotuskattavuus on noussut länsimaissa. Sijoitusmarkkinoilla varallisuushintojen nousu on puolestaan jatkunut, ja riskilisät ovat pysyneet matalina. Talouden elpyminen ja sijoitusmarkkinoiden suotuisa kehitys ovat tukeneet Suomen finanssisektorin kannattavuutta ja vakavaraisuutta kuluvana vuonna.

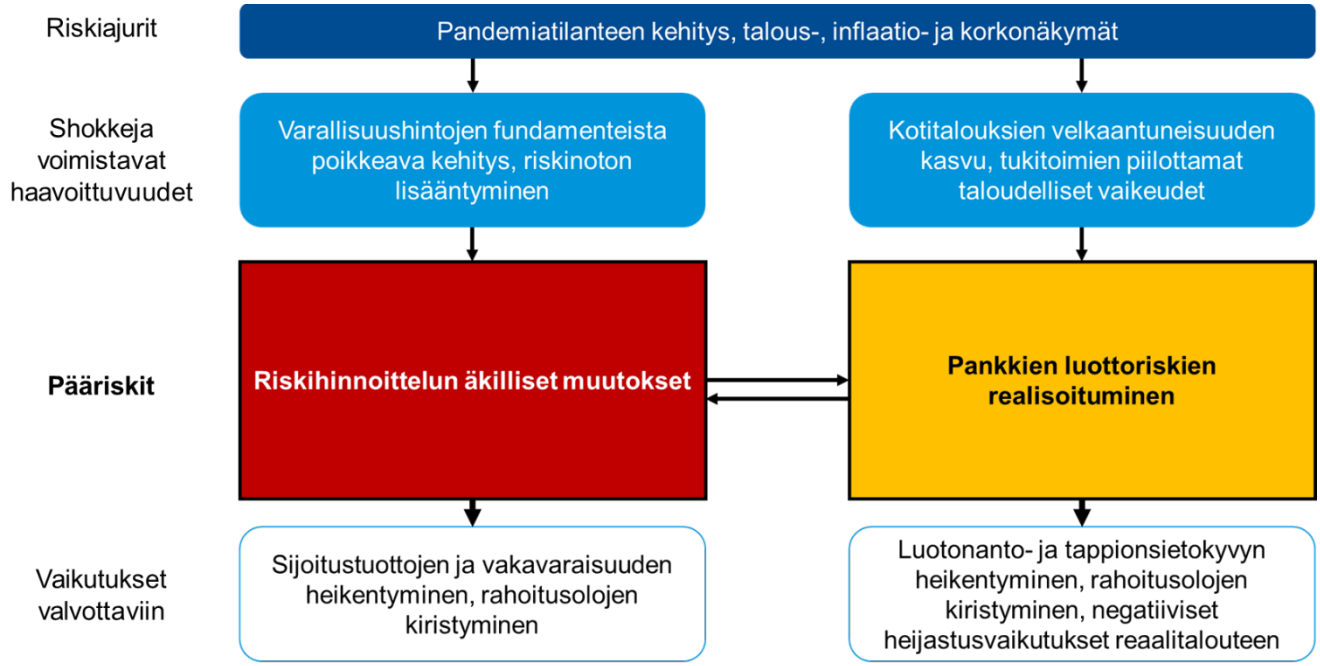
Arvopaperimarkkinoiden riskihinnoittelun äkilliset muutokset sekä pankkien luottoriskien realisoituminen ovat keskeisimpiä Suomen finanssisektorin vakavaraisuutta ja toimintakykyä uhkaavia riskitekijöitä tällä hetkellä (Kuvio 1). Riskien kehittymistä ohjaavat erityisesti pandemiatilanteen kehitys sekä talous-, inflaatio- ja korkonäkymät. Inflaatio- ja korkonäkymien äkillinen muutos tai talouden alasuuntaisten riskien realisoituminen esimerkiksi pandemiatilanteen merkittävän pahentumisen ja pitkittymisen seurauksena voisi johtaa jyrkkiin ja äkillisiin muutoksiin arvopaperimarkkinoiden riskihinnoittelussa, mikä puolestaan heikentäisi Suomen finanssisektorin sijoitustuottoja ja vakavaraisuutta. Toisaalta talouden heikkeneminen ja rahoitusolojen kiristyminen heikentäisivät pankkiasiakkaiden maksukykyä ja voisivat johtaa pankkien luottotappioiden merkittävään kasvuun. Pankkisektorin luotonantokyvyn heikentyminen voisi

puolestaan heikentää taloutta ja kiristää rahoitusoloja entisestään ja lisätä näin Suomen finanssisektorin arvostustappioita.

Finanssisektorilla ja reaalitaloudessa kohonneet haavoittuvuudet voisivat voimistaa talouden tai finanssimarkkinoiden shokkien vaikutuksia. Varallisuushintojen fundamenteista poikkeava kehitys on osaltaan lisännyt arvopaperimarkkinoiden alttiutta negatiivisille yllätyksille ja korjausliikkeille. Suomalaisten vakuutusyhtiöiden ja työeläkelaitosten viime vuosina lisääntynyt riskinotto voisi myös voimistaa arvopaperimarkkinoiden shokkien vaikutuksia Suomen finanssisektorin vakavaraisuuteen ja kannattavuuteen. Vakuutusyhtiöt ovat pitkään jatkuneen matalan korkotason seurauksena hakeneet lisätuottoa esimerkiksi lisäämällä heikon luottoluokituksen yrityslainojen osuutta sijoituksistaan. Työeläkelaitokset ovat puolestaan viime vuosina kasvattaneet tasaisesti osakesijoitustensa määrää. Osakesijoitusten osuus työeläkelaitosten sijoitusallokaatiossa oli kesäkuun 2021 lopussa kaikkien aikojen korkeimmalla tasolla.

Mittavien talouden tukitoimien mahdollisesti piilottamat pidempiaikaiset taloudelliset vaikeudet sekä kotitalouksien korkea ja edelleen kasvava velkaantuneisuus voisivat myös heikentää yritysten ja kotitalouksien tappionsieto-, kulutus- ja investointikykyä toimintaympäristön mahdollisessa stressiskenaariossa. Tämä voisi puolestaan kasvattaa pankkien luottotappioita ja voimistaa reaalitalouden negatiivista shokkia.

**Kuvio 1. Suomen finanssisektorin pääriskit**



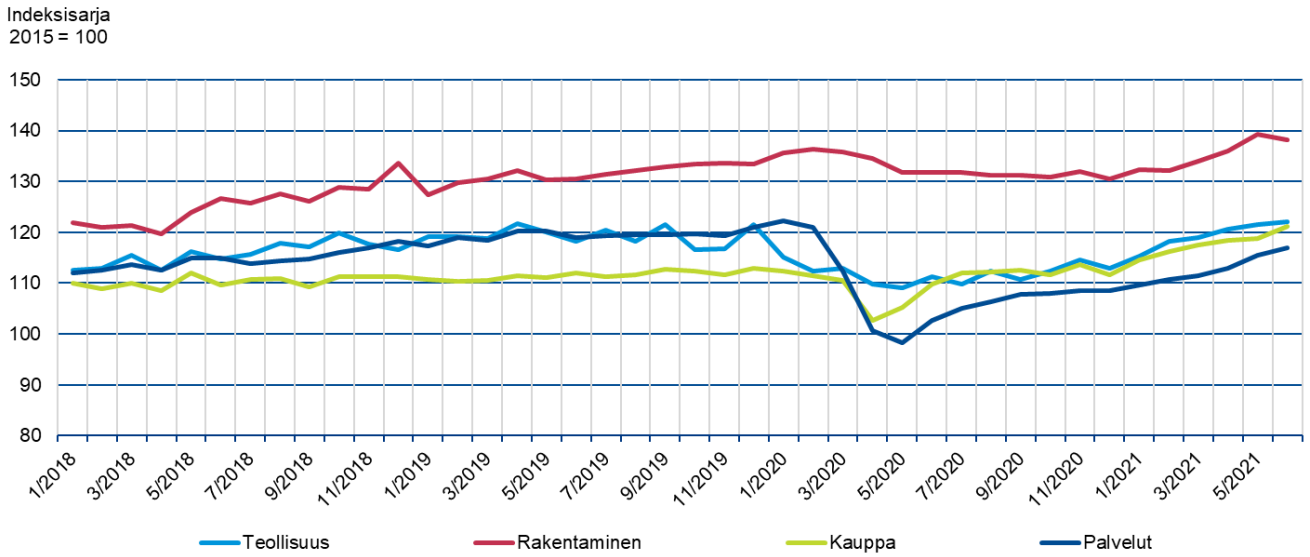

## Suomen talous elpyy ripeästi

Maailmantalous elpyy koronapandemian aiheuttamasta kuopasta voimakkaasti elvyttävän raha- ja finanssipolitiikan tukemana. Tuoreimpien tilastotietojen valossa Suomen talous on elpynyt ripeästi etenkin vuoden 2021 toisella vuosineljänneksellä. Tilastokeskuksen ennakkotietojen mukaan Suomen bruttokansantuote kasvoi huhti-kesäkuussa 2021 koronakriisiä edeltävälle tasolle erityisesti yksityisen kulutuksen vahvistumisen ansiosta. Useat ennustelaitokset kohensivat kesän aikana Suomen talouskasvuennusteita vuosille 2021–2022. Suomen Pankin kesäkuun ennusteen mukaan Suomen talous kasvaa noin

kolme prosenttia vuosina 2021 ja 2022 erityisesti yksityisen kulutuksen vetämänä. Ennustettua talouskasvua tukee myös investointien ja vientikysynnän elpyminen.

Yritysten suhdannetilanne ja luottamus ovat vahvistuneet laaja-alaisesti Elinkeinoelämän keskusliiton (EK) viimeisimpien luottamusindikaattorien ja suhdannebarometrin mukaan. Toipuminen on kuitenkin eritahtista eri toimialoilla. Palvelualojen liikevaihto on elpynyt kevään 2020 syvimmästä kuopastaan, mutta on edelleen pandemiaa edeltänyttä tasoa alempana (Kuvio 2). Erityisesti pandemiasta pahiten kärsineillä majoituksen ja ravitsemuksen, taiteen, viihteen ja virkistyksen sekä kuljetuksen ja varastoinnin toimialoilla liikevaihto on toipunut suhteellisen hitaasti ja on merkittävästi pienempi kuin ennen koronakriisiä. Teollisuudessa, rakennusalalla ja kaupan alalla liikevaihto on sen sijaan jo ylittänyt pandemiaa edeltäneen tason.

**Kuvio 2. Liikevaihdon kehitys toimialoittain (kausitasoitettu indeksisarja)**

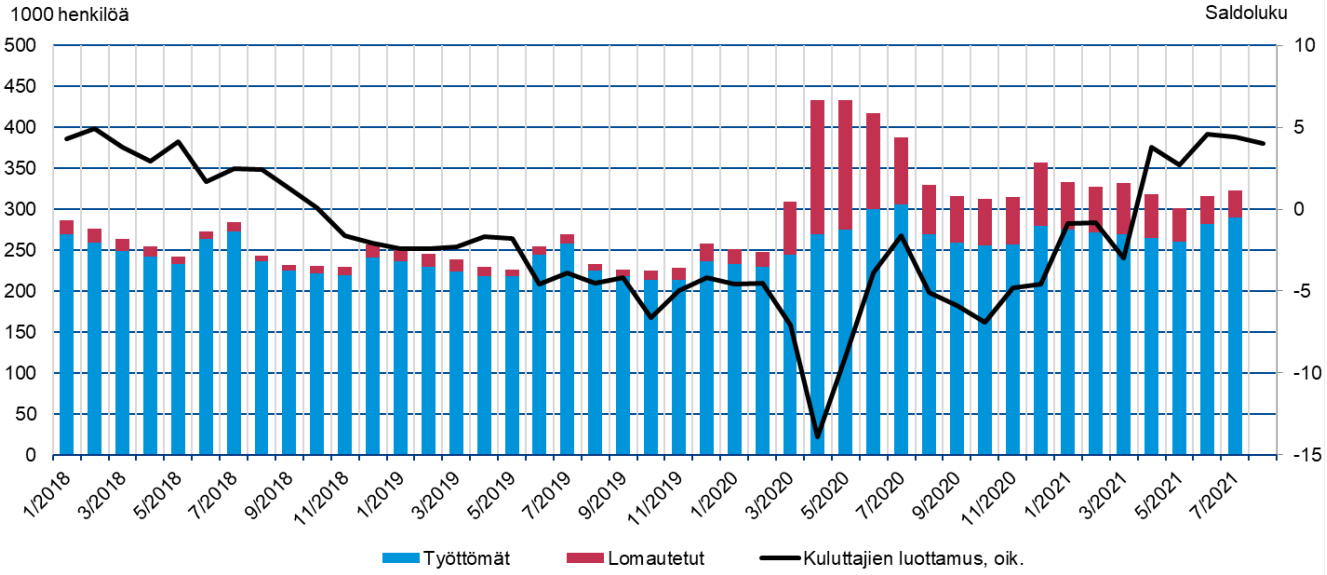



*Lähde: Tilastokeskus*

Myös kuluttajien luottamus vahvistui voimakkaasti keväällä 2021, kun arviot oman ja Suomen talouden tilasta ja näkymistä paranivat selvästi. Työmarkkinatilanne on parantunut selvästi talouden elpyessä, mutta työttömiä työnhakijoita oli heinäkuussa 2021 työ- ja elinkeinoministeriön työnvälitystilaston mukaan edelleen yli 70 tuhatta enemmän kuin ennen pandemiaa (Kuvio 3). Toisaalta EK:n heinäkuun suhdannebarometrin mukaan yhä useampi yritys etenkin palvelualoilla pitää työvoiman saatavuutta merkittävimpänä kasvun esteenä.

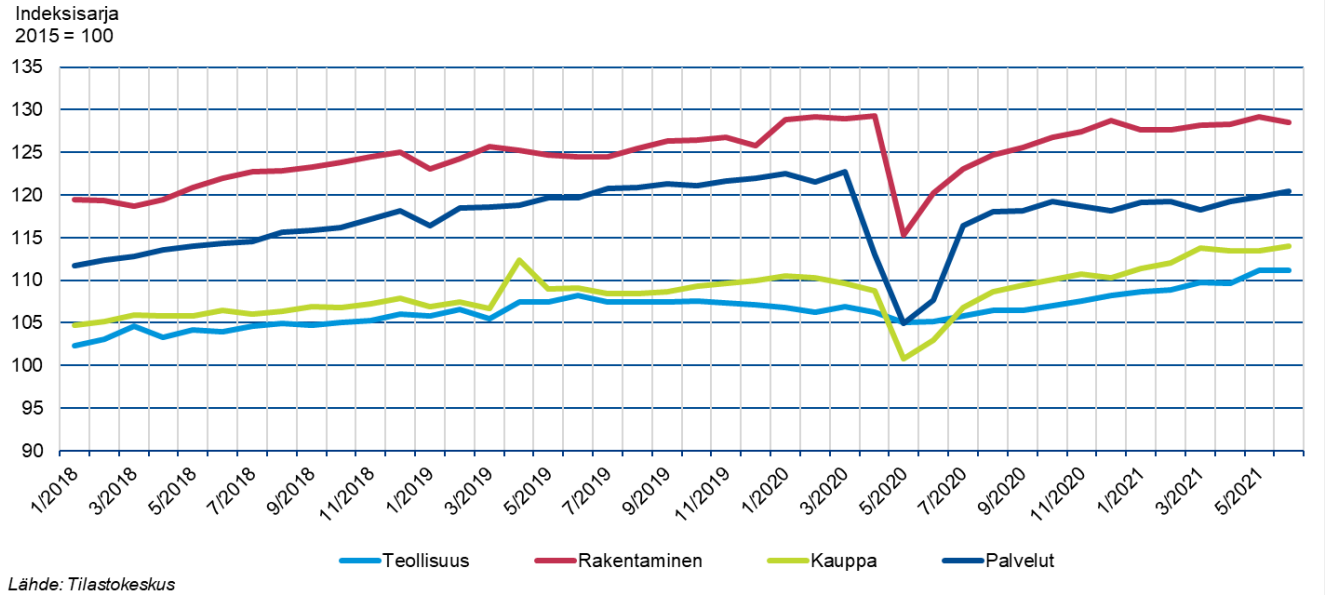
Eri toimialojen eritahtinen elpyminen näkyy myös päätoimialojen palkkasummien kehityksessä. Palvelualoilla palkkasumma ei ole vielä palautunut pandemiaa edeltäneelle tasolle (Kuvio 4). Muilla päätoimialoilla pandemian aiheuttama notkahdus palkkasummassa jäi pienemmäksi ja lyhytkestoisemmaksi.

**Kuvio 3. Työttömät työnhakijat ja kuluttajien luottamus**




*Lähde: Työ- ja elinkeinoministeriö, Tilastokeskus*

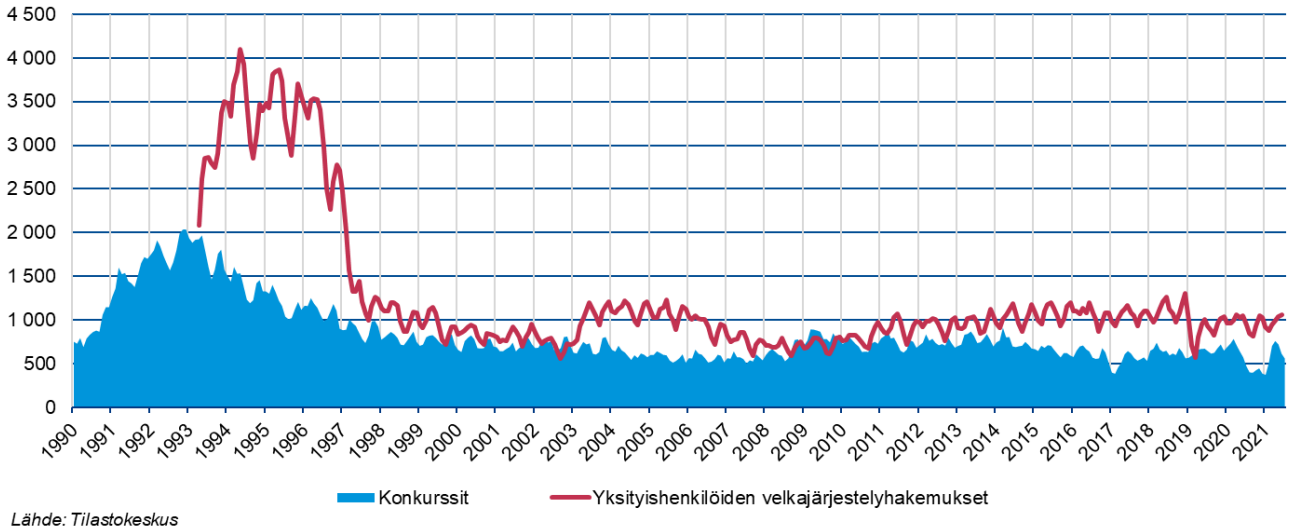
**Kuvio 4. Palkkasummien kausitasoitetut indeksisarjat toimialoittain**




*Lähde: Tilastokeskus*

Koronapandemian aiheuttamasta voimakkaasta talouden taantumasta huolimatta yritysten konkurssit tai yksityishenkilöiden velkajärjestelyhakemusten määrät eivät ole kääntyneet merkittävään kasvuun (Kuvio 5). Vireille pantujen yrityssaneerausten määrä on myös pysynyt maltillisena. Vuonna 2020 konkursseja pantiin vireille poikkeuksellisen vähän, kun velkojien mahdollisuutta hakea velallisia konkurssiin pandemian aikana syntyneiden maksuviivästysten vuoksi rajoitettiin konkurssilainsäädännön väliaikaisella muutoksella. Väliaikainen muutos päättyi tammikuussa 2021. Konkurssien määrä on pysynyt maltillisena väliaikaislain päättymisen jälkeenkin.

**Kuvio 5. Yritysten konkurssien ja yksityishenkilöiden velkajärjestelyhakemusten lukumäärä (liukuva 3 kuukauden summa)**




*Lähde: Tilastokeskus*

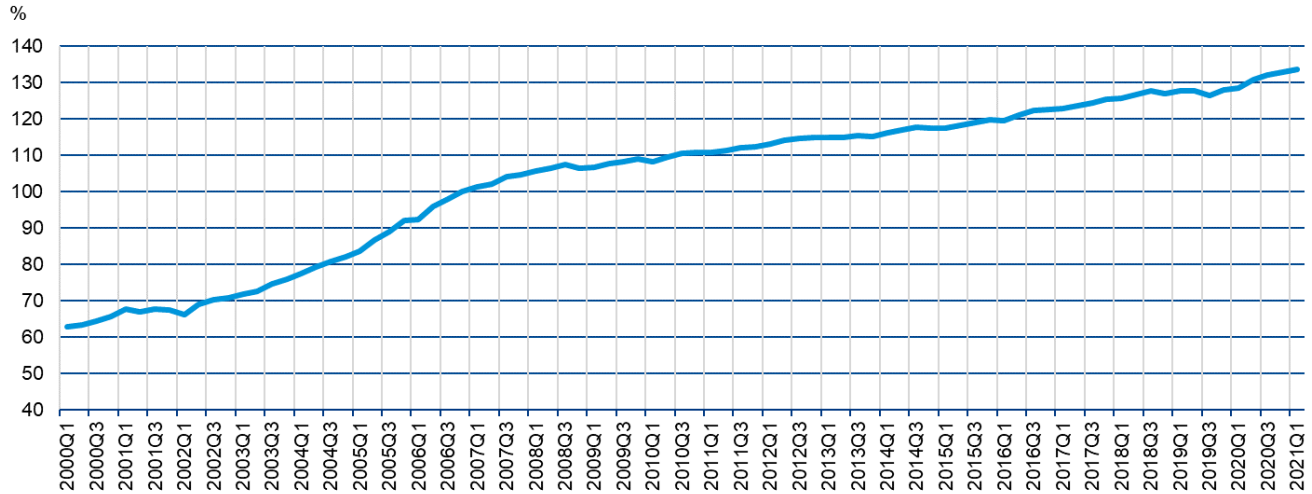
## Talouskehityksen alasuuntaiset riskit edelleen koholla – kotitalouksien korkea velkaantuneisuus heikentää kriisinsietokykyä

Pandemiakehityksen vaikea ennakoitavuus varjostaa edelleen talouden elpymistä. Erityisesti uudet virusmuunnokset ja maailmanlaajuisesti tarkasteluna vielä suhteellisen pieni rokotekattavuus pitävät talouskehityksen lyhyen aikavälin alasuuntaiset riskit koholla. Toisaalta Suomen talouden pidemmän aikavälin kasvuedellytyksiä heikentävät useat pidempiaikaiset rakenteelliset ongelmat, kuten heikko tuottavuuskasvu ja väestön ikääntyminen, joiden ennustetaan hidastavan Suomen talouskasvua vahvemman kasvun vuosien 2021 ja 2022 jälkeen.

Joillakin talouden sektoreilla tuleville shokeille altistavat haavoittuvuudet ovat kasvaneet. Kotitalouksien velat suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin kohosivat alkuvuonna 2021 ennätyskorkealle tasolle (Kuvio 6). Pandemian aikana kotitalouksien velkaantuneisuutta on kasvattanut erityisesti asuntoluottojen kasvu, jota asuntomarkkinoiden vilkkaus sekä tavanomaista pidempien ja euromäärältään suurten asuntolainojen yleistyminen on osaltaan tukenut. Kotitalouksien korkea ja kasvava velkaantuneisuus heikentää kotitalouksien taloudellista liikkumavaraa mahdollisissa tulevissa kriiseissä.

Yritysten liikkeeseen laskemien velkapaperien ja lainavelkojen yhteismäärä ei ole merkittävästi muuttunut pandemian aikana. Yritysten velkojen suhde Suomen bruttokansantuotteeseen oli vuoden 2021 ensimmäisellä neljänneksellä noin 110 % (12/2019: 108 %). Pandemian aiheuttamien maksuvalmiusongelmien rahoittamiseksi otetut lainat ja lainanluonteiset tukitoimet ovat kuitenkin kasvattaneet joidenkin yritysten velkaantuneisuutta, ja näin myös heikentäneet niiden häiriönsietokykyä esimerkiksi rahoitusolojen mahdollisen kiristymisen varalle. Tukitoimet ovat myös saattaneet piilottaa joidenkin yritysten pidempiaikaisia taloudellisia ongelmia, mikä lisää riskiä yritysten taloudellisen tilan heikkenemisestä tukitoimien päättyessä.

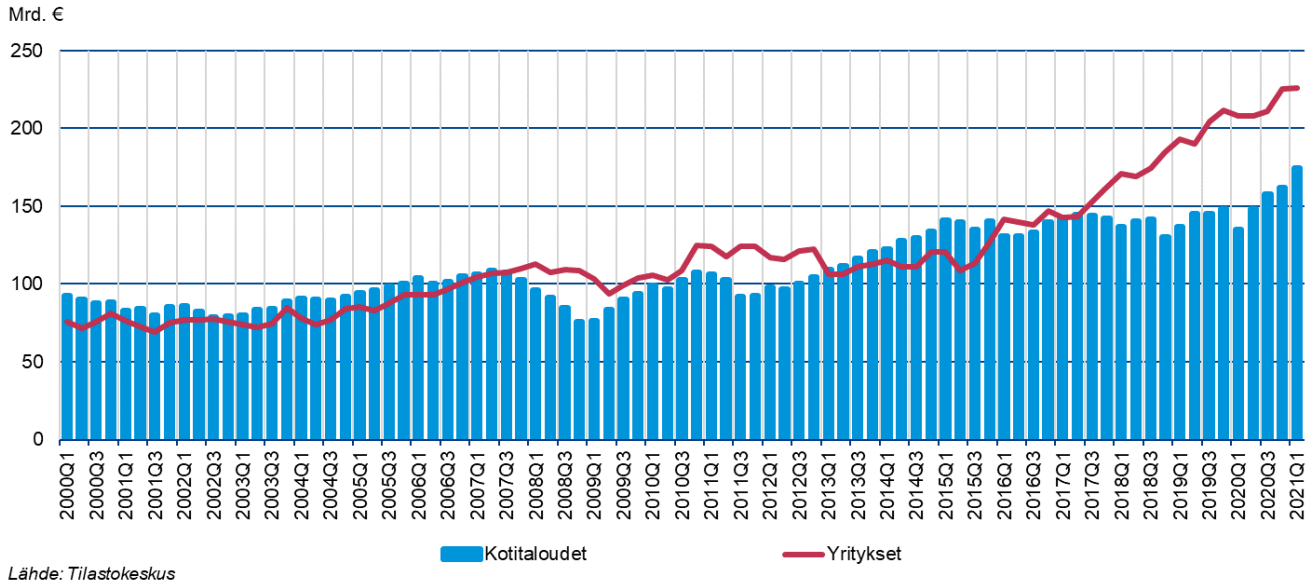
**Kuvio 6. Kotitalouksien velat suhteessa käytettävissä oleviin tuloihin**




*Lähde: Tilastokeskus*

Kotitalouksien rahoitusvarallisuuden kasvu voi osaltaan vahvistaa kotitalouksien taloudellista puskuria ja tukea edellytyksiä kuluttaa myös velanhoitomenojen kasvaessa tai tulojen heikentyessä (Kuvio 7). Tilastokeskuksen varallisuustutkimuksen tietojen perusteella kotitalouksien rahoitusvarallisuus vaikuttaisi kuitenkin painottuvan kotitalouksille, joiden velkaantuneisuus ja velkakestävyyteen liittyvät huolet ovat vähäisempiä. Yritysten kasvaneet likviditeettipuskurit (esim. talletukset) vahvistavat myös yritysten häiriönsietokykyä ja edellytyksiä investoida.

**Kuvio 7. Kotitalouksien ja yritysten rahoitusvarojen ja velkojen erotus[1]**




*Lähde: Tilastokeskus*

[1] *Yrityksillä velkoihin luettu lainavelat ja velkapaperit.*

## Sijoittajille kuluva vuosi on ollut varsin suotuisa

Finanssimarkkina jatkoi positiivista kehitystään kesän aikana. Kevään inflaatiohuolet ovat helpottaneet, mikä on näkynyt korkotason laskuna sekä Euroopassa että Yhdysvalloissa. Vielä toukokuussa osakemarkkina hermoili keskuspankkien koronnostopaineista, mutta sen jälkeen kurssit ovat olleet tasaisessa nousussa. Keskuspankkien mukaan inflaation nousu on väliaikaista, ja oletuksena on, että yleinen hintatason nousu tasaantuu, kun tilapäistekijät poistuvat (vertailuajankohtaan liittyvä raaka-aineiden hintojen palautuminen koronaa edeltävälle tasolle, alv-alennukset, komponenttien tuotanto).

Koronan variantit voivat loppuvuodesta aiheuttaa häiriötä markkinalla, jos yhteiskunnan rajoitustoimia jouduttaisiin uudestaan lisäämään merkittävällä tavalla. Tätä kuitenkin pidetään nyt epätodennäköisenä, kun rokotekattavuus on noussut länsimaissa korkealle tasolle. Kokonaan tämä riski ei kuitenkaan ole vielä poistunut. Toinen markkinan keskeinen riskitekijä on varsinkin USA:n inflaatiokehitys. Korkojen kyllä odotetaan nousevan, mutta markkina laskee nousun tapahtuvan tasaisesti ja hallitusti. Useita toimialoja vaivaava komponenttipula voi myös merkittävästi hidastaa talouskasvua. Esimerkiksi autoteollisuus pelkää komponenttipulan aiheuttavan lähes 100 miljardin euron tappiot toimialalle. Mahdolliset yllätykset näkyisivät korkotason lisäksi myös osakkeiden kaltaisten riskillisten sijoituskohteiden arvostustasoissa.

### Osakemarkkina on jatkanut tasaista nousua

Osakemarkkinoilla toimintaympäristö on pysynyt suotuisana, eivätkä inflaatiopelot ja kehittyvien markkinoiden huolet deltamuunnoksen vaikutuksesta tartuntamäärin ole kääntäneet nousevaa trendiä. Suotuisa markkinaympäristö näkyy osakemarkkinoiden volatiliteetissa, joka on pysynyt viime kuukausien ajan alhaisella tasolla (Kuvio 9). Maailman osakemarkkinat ovat nousseet kehittyneiden osakemarkkinoiden vetäminä (MSCI maailma indeksi[2] +17 %). Yksi vahvimmista osakemarkkinoista kuluvana vuonna on ollut työeläkelaitoksille[3] erityisen keskeinen Helsingin pörssi noin 25 prosentin nousulla (Kuvio 8).

Yhdysvalloissa ja Euroopassa yritysten alkuvuoden tulokset ovat ylittäneet selvästi odotukset, ja tuloskasvun odotetaan myös jatkuvan loppuvuonna. Yritysten korkealle viritetyt ja osakkeisiin hinnoitellut tulosodotukset eivät kuitenkaan anna tilaa negatiivisille yllätyksille. Erityisesti Yhdysvalloissa osakkeiden arvostustasot poikkeavat merkittävästi historiallisista keskiarvoista useilla mittareilla. Esimerkiksi S&P 500 yritysten tulosennusteisiin perustuva P/E-luku[4] on noussut korkeimmilleen sitten 2000-luvun vaihteen teknokuplan.

Kehittyvien osakemarkkinoiden nousu taittui alkuvuonna. Kehittyviä talouksia ovat varjostaneet koronatapausten kasvu sekä pelot Kiinan talouskasvun hidastumisesta. Lisäksi viime kuukausina suurimman kehittyvän markkinan eli Kiinan (paino 30 % MSCI kehittyvät markkinat indeksissä) osakemarkkinoita ovat painaneet huolet kasvavasta regulaatiosta koskien Kiinan suuria teknologiajättejä (Alibaba, Tencent, Baidu). Näiden yhtiöiden kurssit ovat laskeneet voimakkaasti.

Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla regulaatiohuolet[5] eivät ole viime kuukausina teknologiajättien kehitystä hidastaneet. S&P 500 indeksin nopeasti kasvavat teknologiajätit (FAANGM[6]) tekivät alkuvuonna 15 % koko S&P 500 indeksin tuloksesta, ja niiden paino indeksissä on noussut jo 25 prosenttiin.

---

*[2]MSCI maailma indeksissä yhdysvaltalaisten yritysten osuus on noussut indeksin kokonaispainosta jo 68 prosenttiin, minkä johdosta indeksi kuvaa pääosin Yhdysvaltojen osakemarkkinoiden kehitystä.*

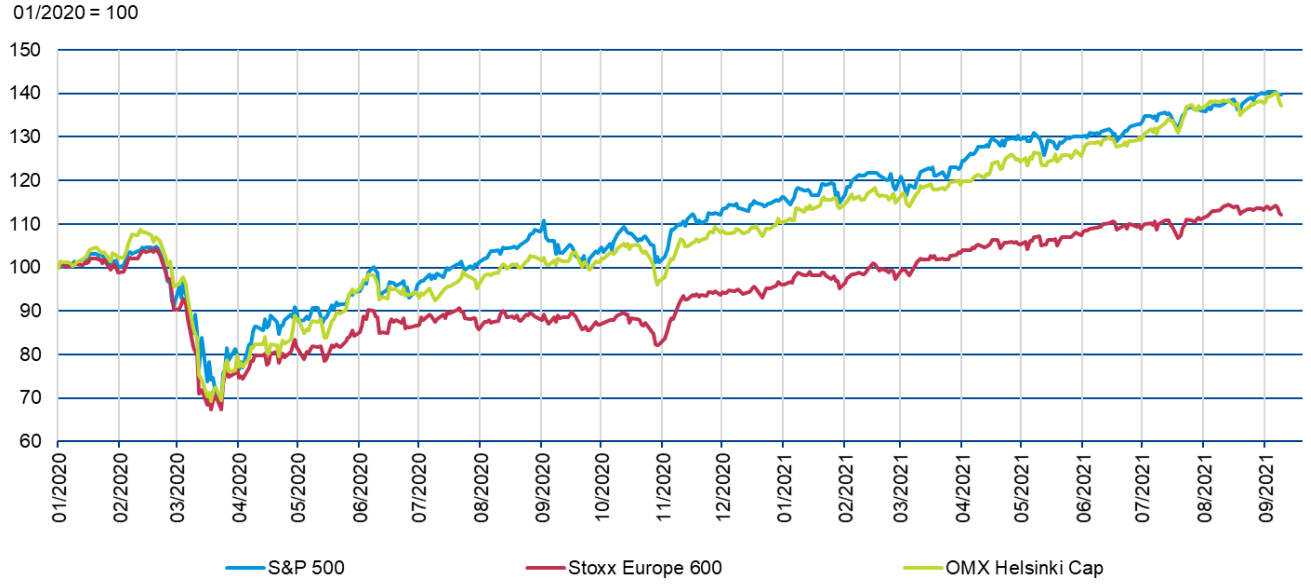
*[3]Työeläkelaitosten listatuista osakesijoituksista noin 30 % on tehty Helsingin pörssin yrityksiin.*

*[4]Analyytikoiden seuraavan 12 kuukauden päähän ulottuviin tulosennusteisiin perustuva osakekurssin ja näiden tulosta mittaava suhdeluku (Price/Earnings), joka kesäkuun lopussa oli yli 21, kun tunnusluku on keskimäärin ollut alle 17 viimeisten 25 vuoden aikana.*

*[5] Yhdysvaltojen teknologiajätteihin kohdistuu regulaatioriskiä sekä kotimaasta, että ulkomailta. Niitä syytetään mm. määräävän markkina-aseman väärinkäytöstä.*

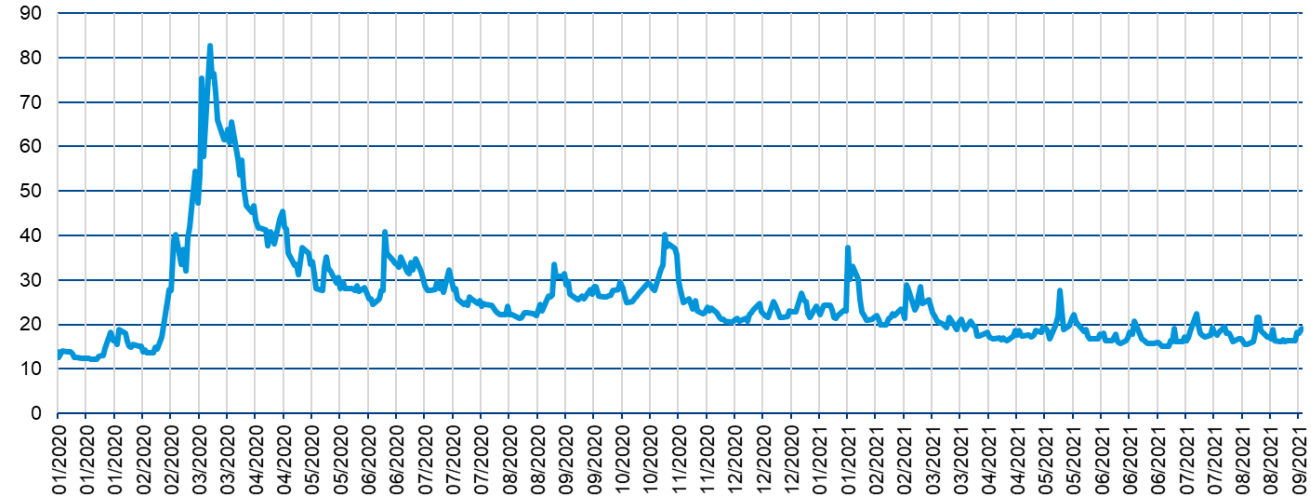
*[6]Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google ja Microsoft.*

**Kuvio 8. Osakemarkkinoiden kehitys 2020–2021**




*Lähde: Bloomberg*

**Kuvio 9. Osakemarkkinoiden volatiliteetti (VIX)**



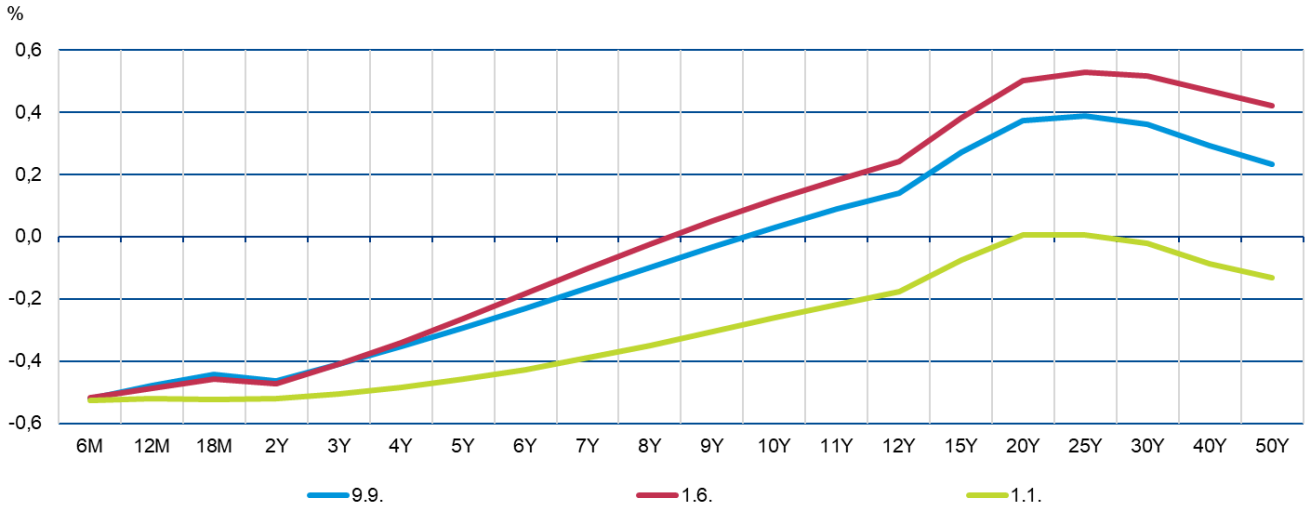

*Lähde: Bloomberg*

## Euroopassa korot pysyneet matalina

Korot laskivat kesällä Atlantin molemmin puolin, kun huolet inflaation pidempiaikaisesta kiihtymisestä ja siihen liittyvistä keskuspankkien reaktioista helpottivat. Euroopassa korot ovat edelleen selvästi Yhdysvaltoja alempana, ja korkokäyrä on negatiivinen lähes kymmeneen vuoteen asti (Kuvio 10). Yhdysvaltojen korkotaso on positiivinen koko korkokäyrällä (Kuvio 11). Erot koroissa johtuvat pitkälti inflaatiosta ja tulevaa talouskehitystä koskevista odotuksista. USA:n inflaatio on kiihtynyt jo 5,4 prosenttiin, ja ruoka- ja

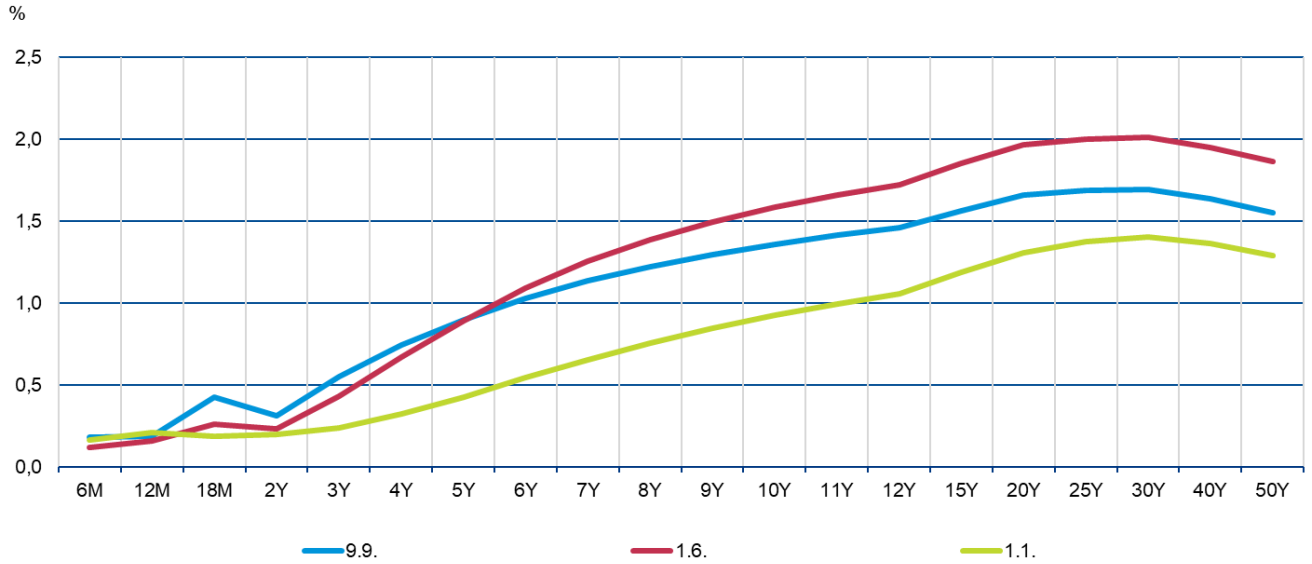
energiahinnoista puhdistettu pohjainflaatiokin on jo 4,3 %. USA:n keskuspankin mukaan tämä inflaatiopiikki on ohimenevä seuraus massiivisista koronaan liittyvistä tukipaketeista, ja korkomarkkinoista johdettu inflaatio-odotus tukee tätä näkemystä. Myös Euroopassa inflaatio on kiihtynyt, mutta tämä johtuu pitkälti energiahintojen noususta. Pohjainflaatio onkin pysytellyt selvästi alle 2 prosentin, missä se on ollut jo yli kymmenen vuotta. Inflaatio-odotukset euroalueella ovat jatkaneet nousuaan tasaisesti koko vuoden.

**Kuvio 10. Korkokäyrä EURO**




*Lähde: Bloomberg*

**Kuvio 11. Korkokäyrä USD**




*Lähde: Bloomberg*

Euron arvo on heikentynyt dollaria vastaan neljä prosenttia kesäkuun alusta, ja on nyt heikoimmillaan yhdeksään kuukauteen (Kuvio 12). Sijoittajien kiinnostus USA:n dollariin on kasvanut, jolloin valuutta on vahvistunut euroa vastaan. Euroa painaa myös koronan deltavariantin leviäminen esimerkiksi Kiinassa, joka on erityisesti Saksalle tärkeä kauppakumppani. Euroopan keskuspankki on euroalueen talouskehitystä tukeakseen indikoinut, ettei se ole kiristämässä rahapolitiikkaa lähitulevaisuudessa. Vastaavasti Yhdysvaltain keskuspankki on antanut ymmärtää, että kiristyksiä on luvassa jo tämän vuoden aikana.

**Kuvio 12. EUR/USD-valuuttakurssin kehitys vuonna 2021**

*Lähde: Bloomberg*

Korkokäyrän lasku yhdistettynä korkeampaan inflaatioon on johtanut reaalikorkojen tuntuvaan laskuun. Matala reaalikorkotaso tukee osake- ja kiinteistömarkkinaa, mutta lisää samalla näihin omaisuuslajeihin liittyvää arvostusriskiä: mitä matalampi korkotaso, sitä herkemmin riskillisten omaisuuserien nykyarvot reagoivat mahdolliseen koronnousuun. Lisäksi negatiiviset reaalikorot aiheuttavat monille matalan riskin sijoittajille hankalan tilanteen, kun positiivista tuottokertymää on entistä vaikeampi hakea ilman riskitason kasvattamista. Toisaalta matalan korkotason talousympäristö ei ole mikään uusi ilmiö, vaan on vaivannut finanssimarkkinaa jo pitkään. Tämä on näkynyt esimerkiksi korkeariskisten yrityslainojen määrän kasvuna vakuutusyhtiöiden salkuissa.