



EURO & TALOUS

SUOMEN PANKIN AJANKOHTAISIA ARTIKKELEITA TALOUDESTA

Sisältö

Rahoitusolojen kiristyminen kasvattaa kansainvälisen
rahoitusjärjestelmän riskejä

3



ANALYYSI

Rahoitusolojen kiristyminen kasvattaa kansainvälisen rahoitusjärjestelmän riskejä

Eilen – Analyysi – Rahoitusvakaus



Kimmo Koskinen
Neuvonantaja



Katja Ahoniemi
Vanhempi ekonomisti

Rahoitusjärjestelmän riskit ja haavoittuvuudet pysyvät korkeina. Korkojen nousu on laskenut arvopaperien hintoja ja lisännyt volatiliteettia, mutta markkinat ovat kestäneet heilahtelut ilman suurempia häiriöitä. Runsaasti velkaantuneet valtiot, kotitaloudet ja yritykset voivat olla kovilla korkojen noustessa, mutta toistaiseksi velanhoitovaikeudet ovat olleet vähäisiä. Hinnat ovat kääntyneet asunto- ja kiinteistömarkkinoilla laskuun, ja vaimea kehitys tulee todennäköisesti jatkumaan. Pankkien kannattavuus on kohentunut nousevien korkojen ansiosta, ja edellisen kriisin hoitamattomat lainat on purettu taseista.



Euroalueen rahoitusjärjestelmä on toiminut lähes häiriöttä nousevista koroista ja pankkiturbulenssista huolimatta

Rahapolitiikan ohjauskorkojen nostot aloitettiin päätalousalueilla keväällä 2022. Korkojen nousu on ollut historiallisen nopea ja voimakas, ja sitä edelsi pitkä ja poikkeuksellinen hyvin alhaisten korkojen ajanjakso. Kiinteistöjen ja arvopaperien arvot kohosivat voimakkaasti matalien korkojen vuosina useissa maissa, ja samanaikaisesti kotitalouksien, yritysten, sijoittajien ja valtioiden velkaantuneisuus kasvoi. Omaisuushintojen yliarvostukseen ja kasvaneeseen velkaantuneisuuteen liittyvät haavoittuvuudet arvioitiin päätalousalueilla suuriksi jo alhaisten korkojen aikana ennen korkojen nousun alkua.^[1]

Venäjän hyökkäyssodan, sitä seuranneen kohonneen inflaation ja keskuspankkien koronnostojen seurauksena osakekurssit ja joukkolainojen hinnat laskivat voimakkaasti kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla jo alkukevällä 2022, ja sijoitusvarallisuuden arvo pieneni laaja-alaisesti. Esimerkiksi Euroopassa osakekurssit putosivat 13 % ja joukkolainojen hinnat 17 % vuoden 2022 aikana. Arvopapereiden hintojen heilahtelut voimistuivat erityisesti Yhdysvaltojen valtionlainamarkkinoilla. Rahoitusmarkkinoiden epävarmuus on pysytellyt koholla viime vuoden keväästä saakka (kuvio 1).

Kuvio 1.



Lisääntynyt markkinaheilunta viimeisen vuoden aikana ei ole toistaiseksi horjuttanut Euroopan rahoitusjärjestelmän toimintakykyä ja rahoituksenvälitystä, vaikka Euroopassa on nähty voimakasta laskua varallisuuserien hinnoissa. Rahoitusmarkkinoilla jo aiemmin todetut pitkän aikavälin riskit ja haavoittuvuudet pysyvät kuitenkin suurina. Euroopan järjestelmäriskikomitea varoitti jo syyskuussa

1. Ks. Riskilisien äkillinen kasvu arvopaperimarkkinoilla edelleen suurin kansainvälinen rahoitusvakaushuuhka – Euro ja talous

2022,^[2] että rahoitustoimijoiden ja viranomaisten on syytä varautua laaja-alaisempiin markkinahäiriöihin.

Markkinahäiriöt voivat voimistua, jos velkakestävyteen liittyvät haavoittuvuudet alkavat näkyä laaja-alaisemmin esimerkiksi kasvavina luottotappioina. Velkaantuneisuus on matalien korkojen aikana kasvanut useilla sektoreilla, kuten korkean riskin yrityksillä, kiinteistömarkkinoilla ja julkisella sektorilla. Rahoitusolojen kiristymisen voi realisoida matalien korkojen aikana kasaantuneita velkaantumiseen ja muihin epätasapainoihin liittyviä riskejä (kuvio 2). Lisäksi voimakkaasti muuttunut toimintaympäristö ja korkojen nousu altistaa monet toimijat likviditeettiriskeille, jotka saattavat kärjistää markkinareaktioita ja vaikeuttaa jälle-rahoitusta.

Konkurssit ja luottotappiot eivät ole vielä kasvaneet merkittävästi. Tämä on pitänyt pankkien ja rahoituksen välityksen tilan hyvänä. Pankkien vaikeudet kaventaisivat niiden luotonmyöntökykyä, mikä heikentäisi yritysten ja kotitalouksien investointimahdollisuuksia ja sen myötä talouskasvua.

Kuvio 2.



Keskisuurten pankkien likviditeettikriisi Yhdysvalloissa ravisutti markkinoita

Maaliskuussa 2023 pankkeihin kohdistuva epäluottamus kasvoi laaja-alaisesti, kun kolme kryptovaluuttoihin tai aloittavien kasvuyritysten rahoittamiseen erikoistunutta pankkia kaatui Yhdysvalloissa. Osa Yhdysvaltain paikallispankeista kasvoi krypto- ja teknolojen noususuhdanteen aikana voimakkaasti. Yhdysvaltain keskisuurten pankkien

2. https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/warnings/esrb.warning220929_on_vulnerabilities_union_financial_system~6ae5572939.fi.pdf

sääntelyä ja valvontaa oli lisäksi kevennetty vuoden 2018 sääntelyuudistuksella.

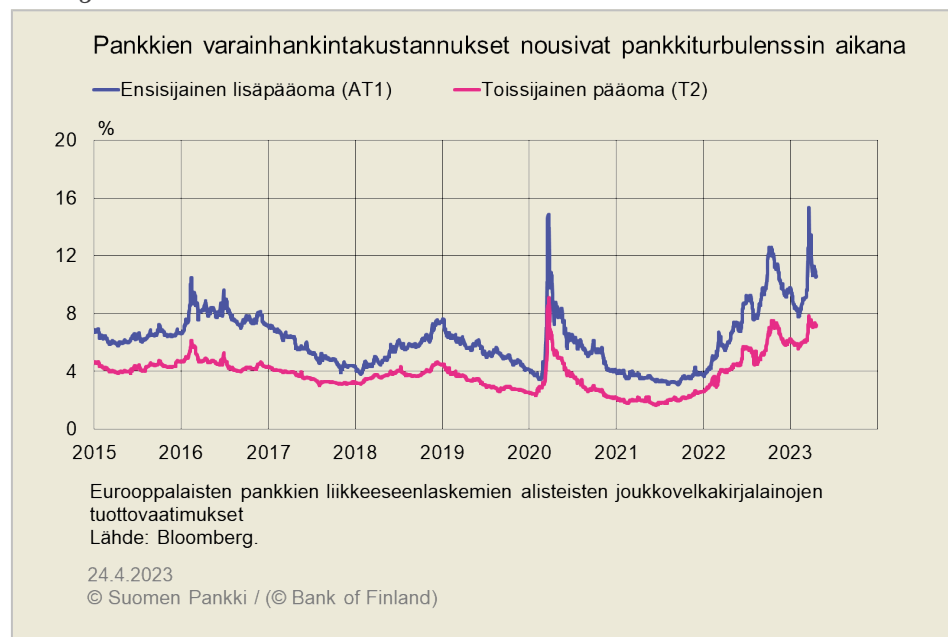
Pankit sijoittivat kasvaneita talletuskantojaan arvopaperimarkkinoille perinteisen antolainauksen sijaan, ja aliarvioivat arvopaperisijoituksiin liittyvän korkoriskin. Pankkien talletusvarainhankinta oli epävakaa, sillä iso osa talletuksista tuli tukkuasiakkailta, ja asiakaskunta oli hyvin keskittynyttä teknologiasektorille.

Erityisesti Silicon Valley Bankin kaatuminen huolestutti sijoittajia, sillä pankin huomattavan suurten arvopaperiomistusten arvo oli korkojen nousun takia laskenut voimakkaasti. Sijoittajat pelkäsivät, että vastaavanlaisia korkojen nousuun ja taseiden keskittymiin liittyviä riskejä voisi löytyä muidenkin pankkien taseista. Huolien seurauksena pankkien osakekurssit laskivat voimakkaasti myös Euroopassa. Yhdysvaltalaisviranomaiset ryhtyivät järeisiin tukitoimenpiteisiin tilanteen rauhoittamiseksi, ja jotta keskisuurten pankkien ongelmat eivät alkaisi nakertaa luottamusta rahoitusjärjestelmään laajemmin.

Pian yhdysvaltalaisen pankkien kaatumisen jälkeen tallettajat ja sijoittajat menettivät kuitenkin luottamuksensa sveitsiläispankki Credit Suisseen, jonka paikalliskilpailija UBS lopulta osti. Markkinatoimijoille tuli yllätyksenä se, että kaupan yhteydessä Credit Swissen liikkeeseen laskemat ensisijaiseen lisäpääomaan (AT1) luettavat instrumentit kirjattiin kokonaan alas, vaikka pankin osakkeenomistajat eivät menettäneet sijoituksiaan kokonaan.

AT1-instrumentit ovat keskeinen osa pankkien kriisinratkaisukehikkoa. Credit Swissen pelastamiseksi tehtyjen ratkaisujen vuoksi luottamus AT1-instrumentteihin heikkeni Euroopassa. Näiden velkakirjojen hinnat laskivat laaja-alaisesti, ja niiden tuottovaatimukset nousivat (kuvio 3). Markkinatunnelma on jatkunut kevään 2023 aikana hermostuneena, ja markkinat ovat reagoineet herkästi pankkeja koskeviin uutisiin.

Kuvio 3.

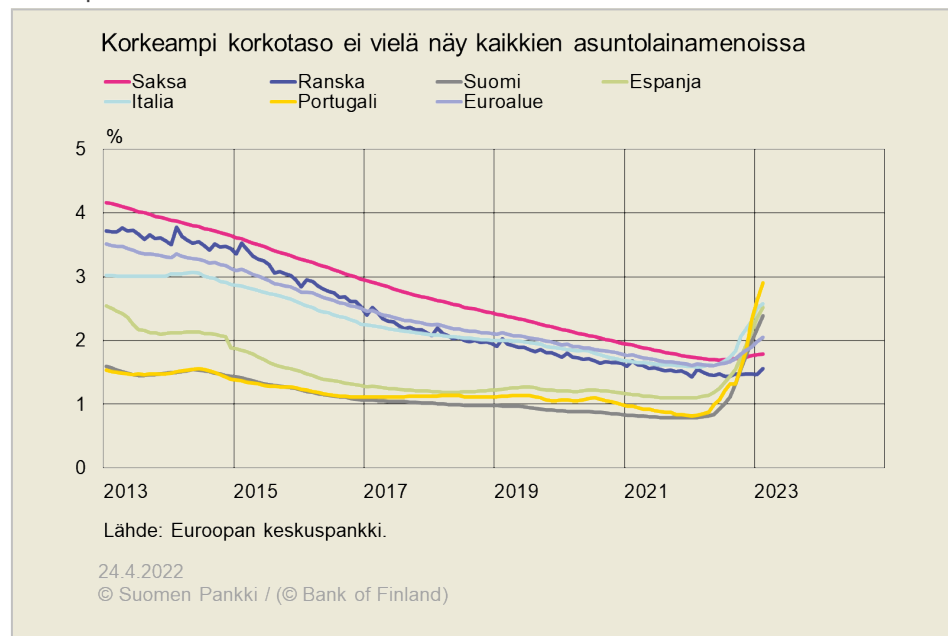


Kotitaloudet kohtaavat nousevat korot eri tahtiin Euroopassa

Korkotason nousu vaikuttaa euroalueen kotitalouksiin eritahtisesti riippuen siitä, ovatko asuntolainat kiinteä- vai vaihtuvakorkoisia. Suomessa 98 % uusista asuntolainoista on sidottu korkeintaan 12 kuukauden viitekorkoon, mutta esimerkiksi Ranskassa vastaava osuus on 4 % ja euroalueen keskiarvo on 25 %.

Kuviosta 4 nähdään, että lyhyen korkosidonnaisuusajan maissa, kuten Suomessa ja Portugalissa, asuntolainojen korot ovat olleet pitkään matalat. Maissa, joissa asuntolainat ovat kiinteäkorkoisia, kotitaloudet ovat maksaneet viime vuosina selvästi suurempia korkoja. Tilanne on kääntynyt ja asuntolainakannan keskekorko on Suomessa nyt korkeampi kuin esimerkiksi Saksassa ja Ranskassa.

Kuvio 4.



Pohjoismaiset kotitaloudet ovat eurooppalaisittain korkeasti velkaantuneita suhteessa tuloihinsa. Siten suomalaisten kotitalouksien korkomenot ovat kasvaneet suhteessa moniin muihin euromaihin.

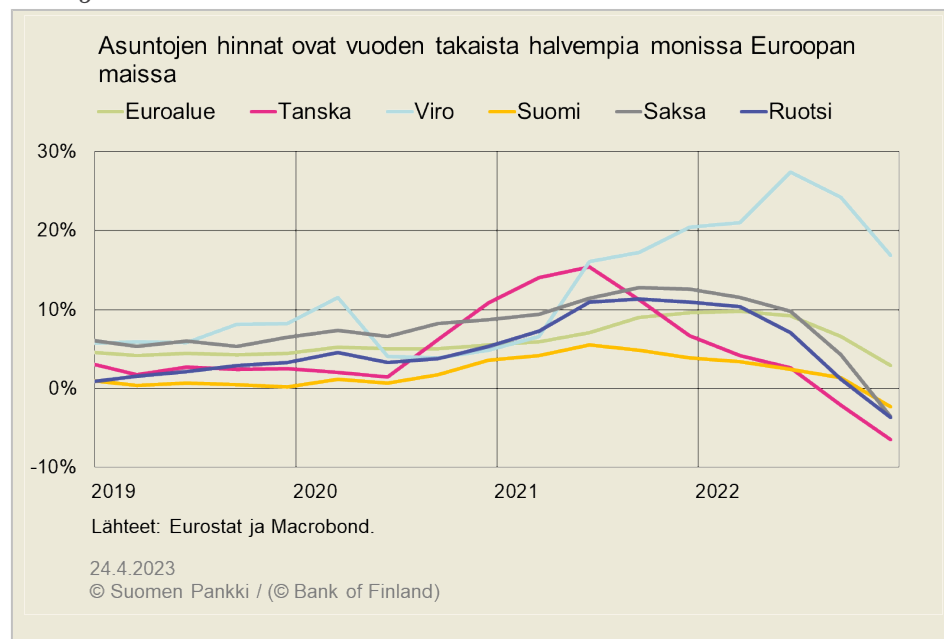
Nouseva korkotaso on heikentänyt kuluttajien luottamusta laaja-alaisesti ja vähentänyt aikeita tehdä suuria hankintoja. Kuluttajien luottamus on ollut Euroopan maissa elinkustannuskriisin aikana heikompaa kuin globaalin finanssikriisin aikaan ja koronapandemian puhjettua. Yhdysvalloissa luottamus on säilynyt viime vuosina finanssikriisin aikoja parempana. Laaja-alaisista kotitalouslainojen lainanhoitovaikeuksista ei ole toistaiseksi merkkejä: järjestämättömien lainojen määrät säilyivät maltillisina läpi vuoden 2022. Heikkenevä kuluttajien luottamus voi osaltaan vähentää kotitalouksien kulutusta ja sitä kautta pienentää yritysten kannattavuutta.

Korkojen nousu laskee hintoja asunto- ja kiinteistömarkkinoilla

Heikentynyt toimintaympäristö ja korkojen nousu ovat lisänneet asunto- ja kiinteistömarkkinoiden rahoitukseen ja arvonmääritykseen liittyvää epävarmuutta. Asuntokauppa on hiljentynyt voimakkaasti useissa maissa. Asuntomarkkinoille oli muodostunut riskejä jo ennen nykyistä elinkustannuskriisiä, ja Euroopan järjestelmäriskikomitea on ehtinyt varoittaa kaikkiaan 18 eurooppalaista maata niiden asuntomarkkinoiden riskeistä.^[3]

EU-maiden asuntojen hinnat laskivat vuoden 2022 kolmannen neljänneksen lopun ja vuoden lopun välillä. Tämä oli ensimmäinen kerta sitten vuoden 2015, kun unionimaissa hinnat laskivat neljännesten välillä. Hinnat laskivat 15:ssä Euroopan unionin 27 jäsenmaasta, ja suurimmat hintojen laskut kirjattiin Tanskassa ja Saksassa. Hintojen vuosikasvuvauhdit ovat kääntyneet negatiivisiksi jo muun muassa Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Saksassa (kuvio 5).

Kuvio 5.



Kiinteistökaupat ovat vähentyneet selvästi loppuvuodesta 2022. Markkinatietojen mukaan Euroopan liikekiinteistöinvestointien määrä oli vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä 62,8 miljardia euroa, mikä on 58 % vähemmän kuin vuonna 2021. Yhdysvalloissa liikekiinteistöinvestointien määrä supistui vuoden 2022 lopussa 63 %. Korkojen nousu on lisännyt epävarmuutta kiinteistökohteiden rahoituksen, kannattavuuden ja arvonmäärityksen suhteen.

Asuntomarkkinoiden melko laaja-alainen hiljeneminen näkyy jo useissa Euroopan maissa asuntolainakantojen kasvuvauhtien hidastumisena. Espanjan asuntoluottokanta supistui hieman vuoden 2022 viimeisellä neljänneksellä, ja Suomen asuntolainakanta

3. Ks. Asuntomarkkinoiden riskit ovat kasvaneet Euroopassa – Euro ja talous

kasvoi samaan aikaan enää noin 1,5 %. Saksassa ja Ranskassa lainakanta kasvoi viime vuoden lopulla vielä yli 5 prosentin vuosivauhtia, vaikka tahti onkin hiipunut. EKP:n tekemän euroalueen pankkien luotonannon seurantakyselyn mukaan pankit odottavat asuntolainojen kysynnän vähenevän edelleen vuoden 2023 aikana.

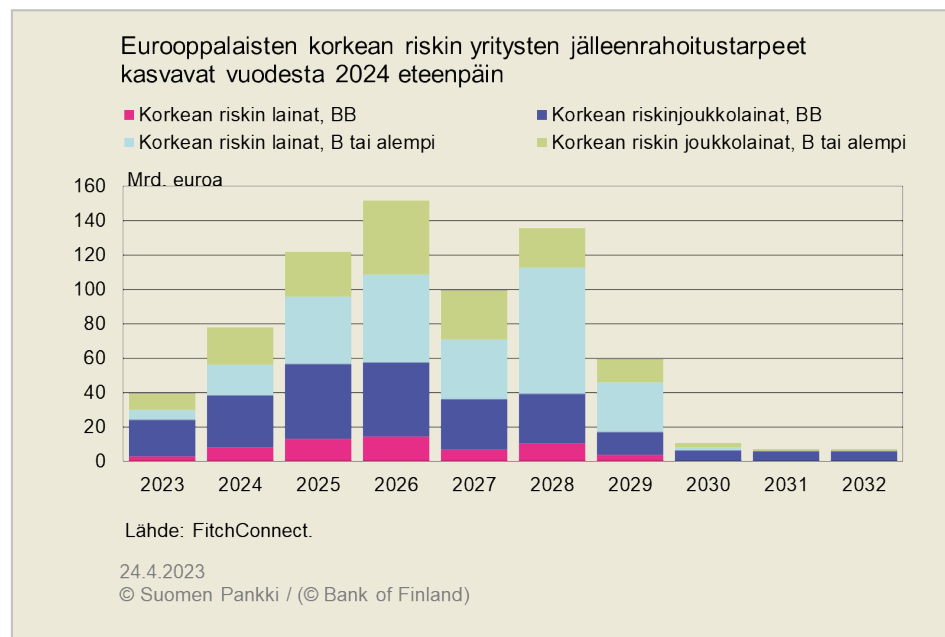
Kevään markkinaturbulenssi käänsi sijoittajien katseita kiinteistömarkkinariskeihin, sillä suuret kiinteistöalaaan kytkeytyvät saamiset tekevät osasta pankkeja haavoittuvia hintojen voimakkaalle laskulle. Osalla kiinteistösijoitusyhtiöistä on runsaasti velkaa, jolloin ne ovat erityisen herkkiä kasvaville korkomenoille. Sijoittajien haluttomuus rahoittaa kiinteistöalaa voi vaikeuttaa näiden toimijoiden jälleärahoitusta, kun niiden joukkolainoja erääntyy. Markkinaehtoisen rahoituksen täysimääräinen korvaaminen pankkien kautta ei ole välttämättä mahdollista, jos pankit suhtautuvat alaan entistä riskitietoisemmin.

Yritysten tila hyvä, mutta velkahuolet kasvussa

Eurooppalaisten yritysten velanhoitokyky on ollut kuluneen vuoden suurimpia huolenaiheita. Useat yritykset velkaantuivat voimakkaasti pandemiavuosina. Monien pandemiasta eniten kärsineiden toimialojen ja yritysten toipuminen oli monin paikoin kesken elinkustannuskriisin iskiessä. Erityisesti pienten ja keskisuurten yritysten tilanne on pysynyt haastavana.

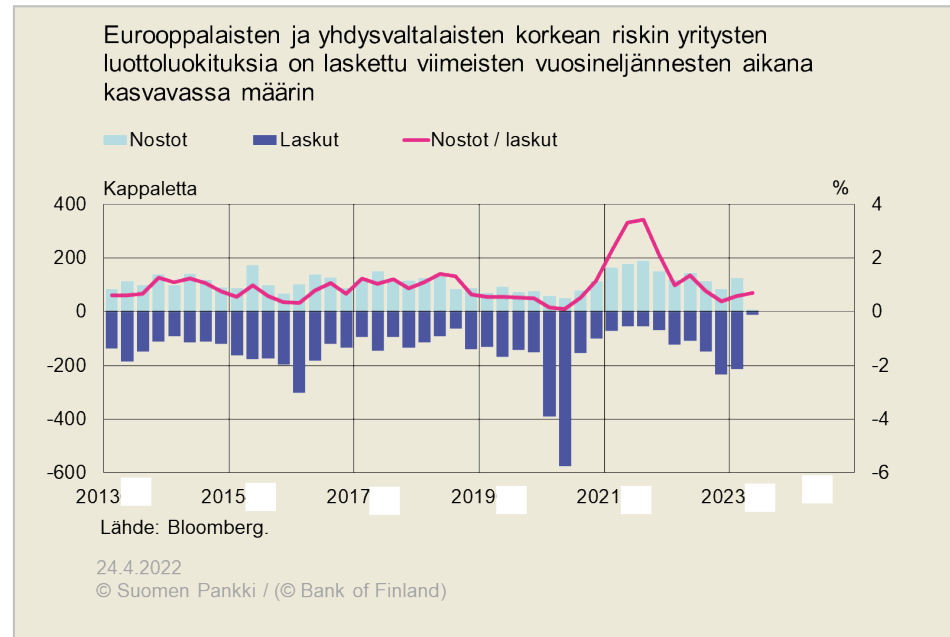
Yritysten joukkolainojen jälleärahoitustarpeet tulevat asteittain kasvamaan vuodesta 2024 eteenpäin, mikä tulee nostamaan yritysten korkokustannuksia tulevina vuosina (kuvio 6). Korkomenojen lisäksi useiden yritysten kustannuspaineet ovat kasvaneet korkean inflaation vuoksi. Elinkustannuskriisi ja energiakriisi ovat heikentäneet erityisesti pienten yritysten näkymiä. Euroopan yritysten velanhoitokykyä ylläpitää tällä hetkellä edelleen verrattain hyvä talouskehitys ja erityisesti suuryritysten osalta likvidien varojen suuri määrä.

Kuvio 6.



Yrityksiin kohdistuvien luottoriskien kehitykseen liittyy epävarmuuksia, minkä vuoksi erityisesti korkean riskin yritysten rahoituksen saatavuus pysyy alttiina sijoittajien riskinottohalukkuuden muutoksille. Tämä nostaa yritysten rahoituskustannuksia ja heikentää rahoituksen saatavuutta. Pitkittyessään heikentynyt rahoituksen saatavuus ja korkea hinta saattavat lisätä etenkin korkean riskin yritysten konkurssseja. Viimeisen puolen vuoden aikana lisääntyneet luottoluokitusten laskut kertovat erityisesti heikoimpien yritysten tilan huonontumisesta (kuvio 7). Suurta konkurssien tai luottoriskitapahtumien aaltoa ei ole toistaiseksi nähty.

Kuvio 7.



Lisääntyneen taloudellisen epävarmuuden vuoksi pankit ovat kiristäneet luottoehtojaan. EKP:n luotonannon seurantakyselyn mukaan eniten kiristyivät pienten ja keskisuurten yritysten luottoehdot ja marginaalit. Samalla pankkirahoituksen kysyntä on kääntynyt laskuun. Euroalueen yrityslainakannan vuosikasvu oli 5,7 % helmikuussa 2023, kun se vielä syyskuussa 2022 oli n. 9 %. Markkinarahoituksen kallistuminen ja saatavuuden heikkeneminen vuonna 2022 vähensi huomattavasti erityisesti riskipitoisen yritysrahoituksen määrää Euroopan pääomamarkkinoilla. Korkean riskin joukkolainojen liikkeeseenlaskut vähentyivät 76 % vuoteen 2021 nähden, ja uusien syndikoidujen luottojen määrä väheni 41 %.

Korkotason nousu rasittaa etenkin raskaasti velkaantuneita valtioita

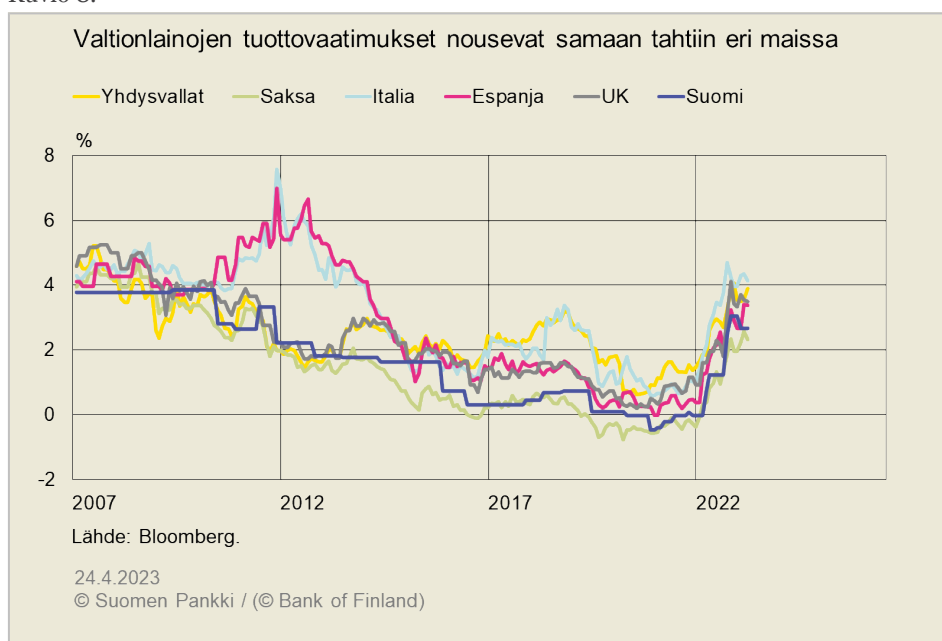
Eurooppalaisten maiden välillä on huomattavia eroja siinä, miten paljon niillä on velkaa suhteessa bruttokansantuotteeseensa (BKT). Nouseva korkotaso rasittaa siten eri maiden velkakestävyyttä eri tavoin. Valtionlainojen tuottovaatimukset ovat kasvaneet Euroopassa yleisen korkotason mukana, eli valtioiden lainanhoitomenot kasvavat myös Euroopassa.

Rahapolitiikka voi välittyä epätasaisesti euromaiden välillä korkojen noustessa. Yleisen

korkotason nousun lisäksi velallisilta perittävät riskilisät voivat kasvaa. Riskilisät voivat kasvaa suhteellisesti enemmän niissä maissa, joissa velkakestävytyteen liittyvät haavoittuvuudet ovat suurempia. Euroopan keskuspankki (EKP) ilmoitti heinäkuussa 2022 uudesta välineestä, jolla voidaan torjua rahapolitiikan epätasaista välittymistä eli fragmentaatiota. Välinettä ei ole vielä käytetty.

Tietyt erot valtionlainojen tuottovaatimuksissa ovat perusteltuja, sillä jo euroalueen sisällä mailla on erilaisia määriä velkaa suhteessa BKT:hen. Kymmenvuotisten valtionlainojen korkoero Saksaan on osassa euroalueen maista nyt korkeammalla kuin esimerkiksi vuonna 2021. Toisaalta eri maiden valtionlainojen tuottovaatimus viimeaikaisissa huutokaupoissa osoittaa, että koroissa ei ole näkyvissä yhtä suuria eroja kuin esimerkiksi euroalueen velkakriisin aikaan noin 10 vuotta takaperin (kuvio 8).

Kuvio 8.



Valtionlainamarkkinan likviditeetti on ollut nousevien korkojen aikana tavanomaista heikompaa. Tämä tarkoittaa sitä, että kaupankäynti on vähentynyt, ja ostajat ja myyjät eivät välttämättä kohtaa yhtä helposti kuin aiemmin. Heikon likviditeetin ilmiö on koskenut myös Saksan ja Yhdysvaltojen kaltaisia suuria talouksia, joiden valtionlainamarkkinoilla on tyypillisesti runsaasti kaupankäyntiä.

Heikkoon likviditeettiin on vaikuttanut osin sijoittajien haluttomuus ostaa nykytilanteessa joukkolainoja, sillä korkojen noustessa joukkolainojen arvot laskevat. Lisäksi yllä mainittu arvopaperien hintojen voimakas heilahtelu on todennäköisesti karkottanut sijoittajia. Keskuspankkien osto-ohjelmien asteittainen alasajo tulee poistamaan markkinoilta suuria ostajia, joille tarvitaan korvaajaa, kun valtiot jälleenrahoittavat erääntyviä joukkolainojaan. Ostajien puute markkinoilla voi haitata uuden velan liikkeeseenlaskua. Toistaiseksi tämän riskin toteutumisesta ei ole viitteitä. Vaikutusta voi myös lieventää se, että korkeat korot lisäävät aikanaan jälleen velkapapereiden kysyntää.

Euroopan pankkien kannattavuus on saanut nostetta korkeammista koroista

Euroopan pankkien tila on säilynyt hyvänä. Nousevat korot ovat ainakin toistaiseksi kasvattaneet pankkien korkokatteita, kun talletuskorkoja ei ole nostettu samassa suhteessa kuin antolainauskorkoja. Korkokatteen lisäksi pankkien kannattavuuden ajurina oli korkokatteen lisäksi tappiovarausten maltillinen määrä. Pankkien oman pääoman tuotto (ROE) oli vuoden 2022 lopussa 8 %, mikä on korkein mitattu keskimääräinen oman pääoman tuotto Euroopan pankkiviranomaisen (EBA) yhdenmukaisen tilastoinnin ajalta. Kohentunut kannattavuus on ollut tervetullutta, sillä heikko peruspankkitoiminnan kannattavuus oli yksi keskeisistä matalien korkojen aikaisista haasteista sektorille.^[4]

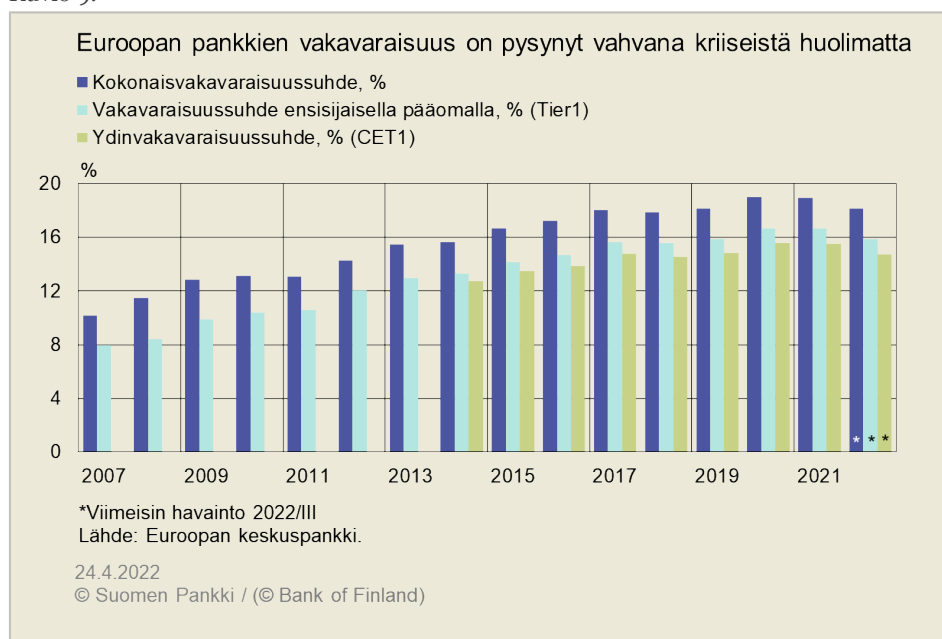
Voimakkaasti muuttuneen toimintaympäristön vuoksi Euroopan pankkien lähiajan kannattavuusnäkyymiin liittyy epävarmuutta. Keskeisin huoli on luottoriskien tuleva kehitys. Mikäli luottoriskit kasvavat, joutuvat pankit varautumaan järjestämättömistä lainoista tuleviin luottotappioihin. Luottotappiovaraukset vähennetään liiketoiminnan tuotoista, mikä heikentää pankkien kannattavuutta. Lisäksi korkojen nousun myötä hiipuva luottojen kasvuvauhti voi jatkossa vaikuttaa pankkien kannattavuuteen heikentävästi.

Korkojen nousu nostaa asteittain pankkien omia rahoituskustannuksia, mikä voi heikentää pankkien korkokatteiden kasvua pitkällä aikavälillä. Lisäksi euroalueen pankit joutuvat jatkossa turvautumaan kalliimpaan markkinaehtoiseen rahoitukseen korvatakseen TLTRO III -operaatiot. Pankkien tulee varautua lisäksi talletusten kasvun selvään hidastumiseen rahoitusolojen kiristyessä. Talletukset vähenevät, kun sekä kotitalouksien että yritysten menot kasvavat ja säästöt pienenevät elinkustannuskriisin, nousevien korkojen ja inflaation takia.

Euroopan pankkijärjestelmän kykyä kestää tappioita ja myöntää luottoja on merkittävästi vahvistettu viidentoista vuoden takaisen globaalin finanssikriisin jälkeen. Pankkien ydinvakavaraisuussuhde (CET1) oli vuoden 2022 lopussa 15,5 %, kun se vielä vuoden 2014 lopussa oli 12,5 % (kuvio 9). Vakavaraisuuden huomattava vahvistuminen auttoi osaltaan pankeja selviämään koronapandemian ja Venäjän hyökkäyssodan aiheuttaman markkinasokin talousvaikutuksista varsin vähäisin vaurioin. Euroopassa pankkisääntely koskee laaja-alaisesti myös pienempiä pankeja, mikä osaltaan suojaa pankkijärjestelmää Yhdysvalloissa nähdyltä keskisuurten pankkien ongelmilta.

4. Koronasokki heikentää euroalueen pankkien kannattavuutta entisestään – Euro ja talous

Kuvio 9.



Järjestämättömien lainojen määrät euroalueen pankkien taseissa ovat laskeneet viime vuosina merkittävästi. Euroalueen velkakriisin aikana syntyneet suuret järjestämättömien lainojen määrät on saatu siivottua pankkien taseista. Tämä ylläpitää eurooppalaisten pankkien luotonmyöntö- ja riskinsietokykyä. Järjestämättömien lainojen määrä oli vuoden 2022 lopussa keskimäärin n. 1,8 % euroalueen pankkien lainasaamisista, kun se vuoden 2015 lopussa oli 7 %. Nykyisessä taloustilanteessa on tärkeää, että pankit varautuvat nyt luottoriskien mahdolliseen kasvuun. Valvojat seuraavat luottoriskitilannetta ja pankkien luottoriskinhallintaa tarkasti sekä ohjeistavat pankeja tarvittaessa lisäämään luottoriskipuskureita.

Euroalueen pankkien likviditeettitilanne on säilynyt hyvänä. Pankeilla on rahapolitiikan asteittaisesta kiristymisestä huolimatta edelleen paljon likvidejä varoja taseissaan. Euroalueen pankkien maksuvalmiussuhde (LCR-suhde) oli vuoden 2022 lopussa 161,5 % eli selvästi yli sääntelyn määräämän vähimmäisvaatimuksen (100 %). Lisäksi euroalueen pankeilla on taseissaan paljon matalakorkoisia vähittäistalletuksia, joita pidetään tukkurahoitusta vakaampina kriisitilanteissa. Hyvä kannattavuustilanne on pitänyt rahoituksen hinnan ja saatavuuden olosuhteisiin nähden verrattain hyvällä tasolla.

Avainsanat

rahoitusvakaus, rahoitusmarkkinat, kiinteistömarkkinat, pankit