

ANALYYSI

Sijoittajien luottamus Suomeen sijoituskohteena on pysynyt vahvana

Rahoitusvakaus | 21.05.2025 | Katja Ahoniemi, Rasmus Rannikko

KIRJOITTAJAT



Katja Ahoniemi
Vanhempi ekonomisti



Rasmus Rannikko
Markkina-analyytikko

Suomen maaliskuu on pysynyt pienenä. Maaliskulla kuvataan todennäköisyyttä, että valtio on kykenemätön tai haluton hoitamaan taloudellisia velvoitteitaan. Suomen valtionvelan kasvu ja Venäjän hyökkäys Ukrainaan ovat herättäneet kysymyksiä Suomen maaliskin mahdollisesta kasvusta. Rahoitusmarkkinat hinnoittelivat maaliskin hieman suuremmaksi Venäjän hyökättyä Ukrainaan helmikuussa 2022, mutta kasvu on jäänyt hyvin maltilliseksi. Myöskään välineellistetty maahantulo itärajalta tai kaapeli- ja putkirikot Itämerellä eivät ole kasvattaneet Suomen maaliskää. Muun muassa vakaat instituutiot ja pyrkimykset vähentää valtionvelkaa auttavat siinä, että maaliskuu pysyy kurissa.



Valtionvelan kasvu ja geopoliittiset sokit ovat herättäneet kysymyksiä Suomen maariskin kasvusta

Suomen julkinen velkasuhde on kasvanut runsaasti reilun 15 viime vuoden aikana. Finanssikriisin puhkeamisen aikoihin eli vuoden 2008 lopussa Suomen julkisen sektorin velka suhteessa BKT:hen oli reilut 30 %. Muilla Pohjoismailla oli tällöin hieman enemmän julkista velkaa kuin Suomella. Muiden Pohjoismaiden julkinen velkasuhde on sen jälkeen pysynyt lähes muuttumattomana, mutta Suomen valtio on velkaantunut merkittävästi lisää. Koronapandemian puhkeamisen alla eli vuoden 2019 lopussa Suomella oli julkista velkaa noin 60 % suhteessa BKT:hen, ja vuonna 2024 velka kasvoi jo yli 80 prosenttiin. Valtionvelan kasvu lisää julkisen talouden alttiutta muun muassa korkojen nousulle ja vähentää valtion finanssipoliittista liikkumavaraa.

Geopoliittinen tilanne Suomen lähialueilla muuttui radikaalisti alkuvuodesta 2022, kun Venäjä aloitti laittoman hyökkäyssodan Ukrainassa. Itämeren alueen turvallisuustilanne on kerännyt sen jälkeen laajaa huomiota muun muassa merikaapeleiden katkaisemisten takia. Suomen valtionvelan kasvu on yhdessä geopoliittisen tilanteen heikkenemisen kanssa herättänyt kysymyksiä Suomen maariskin mahdollisesta kasvusta.

Maariski kuvastaa todennäköisyyttä, että valtio on kykenemätön tai haluton täyttämään taloudellisia velvoitteitaan yhtä tai useampaa lainanantajaa tai sijoittajaa kohtaan. Yksittäisen valtion näkökulmasta suuri maariski johtaa siihen, että kyseinen valtio joutuu maksamaan lainanotostaan korkeampaa korkoa kuin verrokkimaat, joilla maariski on vähäisempää tai maariskiä ei käytännössä ole. Maariski vaikuttaa erityisesti kohdevaltion ja sen julkisyhteisöjen liikkeeseen laskemien velkakirjojen ja muiden arvopaperien riskisyyteen, mutta heijastuu oleellisesti myös kohdemaan yritys- ja pankkisektorin riskisyyteen ja rahoituskustannuksiin.

Jos sijoittajat kokisivat Suomen maariskin kasvaneen, näkyisi se muun muassa suomalaisten toimijoiden lainoista vaadittujen riskilisien kasvuna. Lisäksi Suomen valtion luottoriskeiltä suojautumisen hinta nousisi. Maariskin kasvu voisi johtaa myös luottoluokittajien näkemykseen Suomen velan luottoriskin kasvusta ja huonontaisi Suomen luottoluokitusta. Tämä kasvattaisi edelleen sijoittajien velkarahasta perimiä riskilisiä.

Maariskiä määrittävät riskityypit

Maariskianalyysissä arvioidaan riskityyppejä ja -tekijöitä, jotka määrittävät maariskiä ja vaikuttavat sen hinnoitteluun rahoitusmarkkinoilla niin lyhyellä kuin pidemmällä aikavälillä. Maariskiä määrittävät riskit voidaan jaotella kuuteen riskityyppiin: taloudelliset riskit, luottoriskit, poliittiset riskit, siirtoriskit, valuuttakurssiriskit ja geopolittiset riskit (kuvio 1).¹ Jaottelussa on hyvä huomioida, ettei rajanveto eri riskityyppien välillä ole täysin suoraviivaista ja yhden riskityypin kehitys on tiiviisti kytköksissä toisten riskityyppien kehitykseen.

Taloudelliset riskit viittaavat maan talouden kehityksessä ja talousnäkymissä tapahtuviin muutoksiin, jotka vaikuttavat uskottavuuteen maan kyvystä selviytyä velvoitteistaan tulevaisuudessa. Taloudelliset riskit vaikuttavat myös siihen, miten kohdemaassa toimivat yritykset pystyvät selviytymään velvoitteistaan ja millaista epävarmuutta niiden tuloksetekokykyyn liittyy. Esimerkiksi talouden heikko kehitys todennäköisesti heikentää kohdemaan velkakestävyyttä, mikä lisää maariskiä ja kasvattaa siten kohdemaan liikkeeseen laskemien arvopaperien riskilisiä. Tämä heijastuu suoraan myös yrityssectorille, koska sijoittajat hinnoittelevat yritysten joukkolainojen korot suhteessa valtionlainojen korkoihin.

Keskeisiä mittareita kohdemaan taloudellisille riskeille ovat julkisen talouden tasapainoa ja velkaantuneisuutta kuvaavat mittarit, kuten velka suhteessa BKT:hen, vaihtotaseen suhde BKT:hen ja velanhoidokustannusten suhde vientiin. Taloudelliset riskit voivat esimerkiksi heikon talouskehityksen ja valtiontalouden heikkenemisen kautta olla Suomelle merkittäviä.²

Luottoriski viittaa riskiin siitä, että kohdevaltio jättää velkoihinsa tai takauksiinsa liittyviä velvoitteita täyttämättä. Valtion historia lainavelvoitteidensa hoidossa vaikuttaa markkinoiden käsitykseen tästä riskistä ja tämän riskin hinnoitteluun hyvin oleellisesti. Esimerkiksi globaalia finanssikriisiä seuranneessa euroalueen velkakriisissä euroalueen valtionlainojen riskilisät nousivat voimakkaasti, kun epävarmuus useiden euroalueen valtioiden kyvystä suoriutua velkojensa maksusta ja muista velvoitteistaan kasvoi merkittävästi. Suomen valtionvelan kasvu lisää luottoriskejä, mutta ne on toistaiseksi arvioitu Suomelle vähäisiksi esimerkiksi luottoluokituksen näkökulmasta.

Poliittiset riskit viittaavat poliittisissa valtasuhteissa tapahtuvista muutoksista tai poliittiseen toimintaympäristöön liittyvästä epävarmuudesta syntyviin riskeihin. Maariski saattaa kasvaa esimerkiksi silloin, jos parlamenttivaaleista seuraa, että maan velkaantumisen odotetaan lisääntyvän merkittävässä määrin ja kasvava velanotto heikentää maan velkakestävyyttä ja siten velkojen takaisinmaksukykyä. Myös esimerkiksi Euroopassa viime vuosina voimistunut poliittinen polarisoituminen voi vaikeuttaa poliittista päätöksentekoa sekä lisätä poliittista epävarmuutta ja yhteiskunnallista epävakautta ja siten kasvattaa maariskiä. Suomen osalta poliittiset riskit näyttävät hyvin vähäisenä riskinä. Suomessa on vahvat julkiset instituutiot ja vakaa poliittinen tilanne, mikä näkyy muun muassa siinä, että Suomi on maailman parhaimmistoa poliittista ja sosiaalista tasapainoa sekä korruptiota mittaavissa indekseissä.

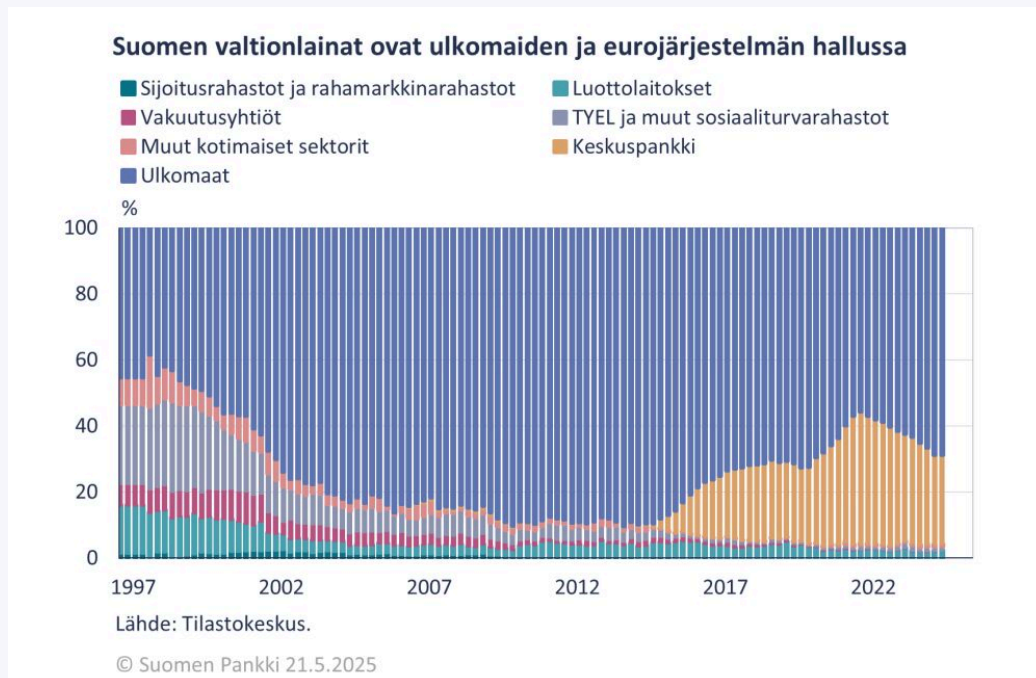
Siirtoriskit syntyvät siitä, että kohdemaan hallitus tai muut viranomaiset päättävät rajoittaa pääomaliikkeitä eivätkä ulkomaiset sijoittajat saa sen vuoksi siirrettyä varojaan pois kohdemaasta. Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta Suomen siirtoriskit ovat hyvin vähäinen riski. Suomi on vahvasti osa kansainvälistä sopimusjärjestelmää, minkä lisäksi pääoman vapaa liikkuvuus EU:ssa rajoittaa Suomen mahdollisuuksia estää pääomavirtoja. Kuten poliittisia riskejä, myös siirtoriskejä voidaan arvioida muun muassa poliittista ja sosiaalista tasapainoa sekä korruptiota mittaavien indikaattoreiden perusteella. Suomi on kaikkien näiden mittarien osalta parhaimmistoa maailmassa, joten myös siirtoriskien vaikutus Suomen maariskiin on vähäinen.

Valuuttakurssiriski on keskeinen etenkin sellaisten valtioiden maariskille, joiden talous on riippuvainen ulkomaankaupasta, sillä suuret valuuttakurssimuutokset voivat johtaa kohdemaan talouden kannalta epäedulliseen kehitykseen ja toisaalta vaikuttaa keskeisesti ulkomaisten sijoittajien tuottoihin. Näin ollen valuuttakurssiriskit ovat oleellisia etenkin pienemmille avotalouksille, joiden valuuttakurssi reagoi herkästi muutoksiin talouden kehityksessä ja siihen liittyvissä riskeissä. Valuuttakurssiriski on oleellista myös sellaisille valtioille, joilla on paljon valuuttamääräistä velkaa.

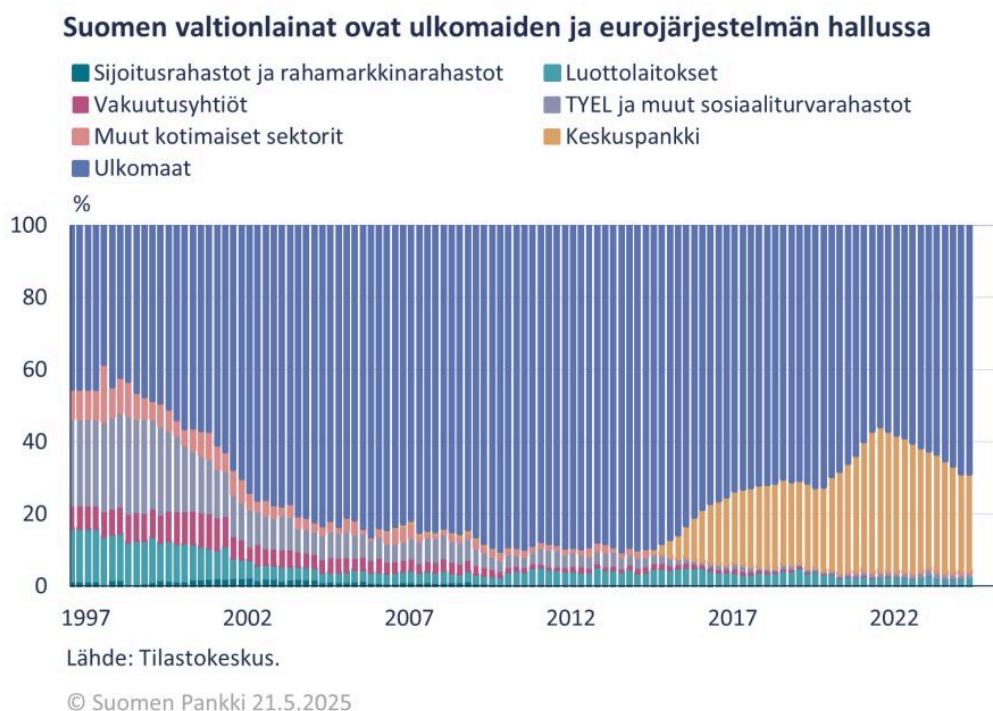
Suomen talous ja yhteiskunta ovat vahvasti riippuvaisia ulkomaankaupasta, joten Suomen kannalta valuuttakurssiriski on keskeinen riskityyppi. Suomen kannalta valuuttakurssiriskin merkitystä kuitenkin pienentää se, että Suomi kuuluu yhteisvaluuttaan euroon eivätkä Suomeen liittyvät riskit juurikaan vaikuta euron valuuttakurssiin. Lisäksi Suomen ulkomaankaupasta merkittävä osa tapahtuu EU:n sisämarkkinalla.

Viimeisenä listattu riskityyppi **geopoliittiset riskit** viittaavat riskeihin, jotka kumpuavat kohdevaltion maantieteellisestä tai geopoliittisesta sijainnista ja kohdevaltion asemasta maailmanpolitiikassa. Geopoliittisten riskien merkitys Suomelle on kasvanut Ukrainan sodan myötä. Maantieteellisesti Suomi on käytännössä saari, ja Suomen tuonti on vahvasti riippuvainen Itämeren rahtiliikenteestä, jonka häiriintyminen on Suomen kannalta keskeinen riskitekijä. Myös se, että Suomella on 1 300 km yhteistä rajaa Ukrainassa hyökkäyssotaa käyvän Venäjän kanssa ja Suomi sijaitsee merkitykseltään kasvavan arktisen alueen rajoilla, tekee geopoliittisista riskeistä Suomen maariskin kannalta merkittävän riskityypin.

Kuvio 1.



Kuvio 2.



Suomen maariskin näkymät ovat luottoluokittajien näkökulmasta edelleen vakaat

Luottoluokittajien näkökulmasta Suomen luottoriskit ovat edelleen vähäisiä. Suomen luottoluokitus on pysynyt toiseksi korkeimpana kaikilla suurilla luottoluokittajilla (S&P, Moody's, Fitch, DBRS). Suomen luottoluokituksen näkymät ovat luottoluokittajien mukaan vakaat, paitsi Fitchillä, joka päivitti Suomen luottoluokituksen näkymät negatiiviseksi elokuussa 2024. Luottoluokittajat perustelevat tuoreimmissa päivityksissään Suomen edelleen vakaita näkymiä sillä, että hallituksen toimet tähtäävät velkasuhteen parantamiseen keskipitkällä aikavälillä.³ Luottoluokittaja Fitch perustelee negatiiviset näkymät sillä, etteivät finanssipoliittiset toimet välttämättä riitä vakauttamaan julkista velkasuhdetta edes keskipitkällä aikavälillä.⁴

Kaiken kaikkiaan luottoluokittajat uskovat Suomen talouden elpyvän ja tutkimus- ja kehityspanostusten kasvavan.⁵ Suomen vahvat ja vakaat instituutiot nähdään luottoluokitusta tukevana tekijänä, samoin korkea asukaskohtainen tulotaso, eläkejärjestelmän vahva varallisuusasema ja euroalueen jäsenyys. Toisaalta riskejä luo kotitalouksien suuri velkaantuneisuus, pankkisektorin rajat ylittävä kytkeytyneisyys ja väestön ikääntyminen.

Luottoluokittajat näkevät, että Suomen luottoluokitus voi heikentyä, jos Suomen julkisen velan suitsimiseksi tehdyt toimenpiteet eivät onnistu.

Valtion luottoluokitusta voidaan pitää luontevana lähtökohtana maariskin arvioinnissa, sillä se pyrkii summaamaan käytännössä kaiken kohdemaan riskisyyteen liittyvän informaation sijoittajille vertailukelpoisesti. Luottoluokitus on ennen kaikkea valtion luottoriskin mittari, mutta sen määräytymiseen vaikuttavat velkaantumiseen liittyvien luottoriskien lisäksi muun muassa kohdemaan talouden tila, hallinnon toimivuus ja luotettavuus sekä poliittisen järjestelmän vakaus.

Luottoluokitus vaikuttaa keskeisesti kohdevaltion ja sen koko kansantalouden rahoituskustannuksiin etenkin pidemmällä aikavälillä. Lyhyemmällä aikavälillä luottoluokituksen informaatioarvoa voi kuitenkin hämärtää sen päivittymiseen liittyvä viive, minkä vuoksi sitä ei voi yksin pitää riittävänä maariskin mittarina. Tästä syystä maariskianalyysi edellyttää myös reaaliaikaisempia mittareita, joita voidaan johtaa etenkin rahoitusmarkkinoilta.

Suomen valtiolle hinnoitellaan rahoitusmarkkinoilla hyvin vähän maariskiä

Suomen maariskianalyysissä arvioidaan sitä, miten suomalaisten toimijoiden liikkeeseen laskemien arvopaperien riskisyyttä hinnoitellaan rahoitusmarkkinoilla suhteessa verrokkimaiden arvopapereihin. Tarkastelujaksona on erityisesti Ukrainan sodan alkamisen jälkeinen aika. Tämä analyysi on luontevaa aloittaa arvioimalla Suomen valtionlainakorkojen kehitystä suhteessa euroalueen valtionlainakorkojen kehitykseen.

Velkakirjojen korkojen ja riskilisien määräytyminen euroalueella perustuu siihen, että Saksan valtion liikkeeseen laskemat velkakirjat mielletään euroalueen rahoitusmarkkinoilla kaikkein turvallisimmiksi euromääräisiksi varallisuuseriksi. Saksa on euroalueen suurin talous, ja kaikki merkittävät luottoluokittajat (S&P, Moody's, Fitch, DBRS) ovat antaneet sille korkeimman mahdollisen luottoluokituksen. Koska Saksan valtionlainat mielletään euroalueen rahoitusmarkkinoiden turvallisimmiksi arvopapereiksi, on Saksa maksanut velanotostaan käytännössä koko euroalueen olemassaoloajan muita euroalueen valtioita (ja ylipäätään muita euroalueen toimijoita) alhaisempaa korkoa. Sijoittajat siis vaativat muiden euroalueen valtioiden liikkeeseen laskemista velkakirjoista riskilisää suhteessa Saksaan.

Kunkin euroalueen valtion maksama riskilisiä määräytyy useiden tekijöiden yhteisvaikutuksesta. Pidemmällä aikavälillä riskilisiä verrokkeihin nähden korreloi yleensä vahvasti maan luottoluokituksen kanssa. Esimerkiksi Hollannilla, joka kuuluu Saksan ja Luxemburgin lisäksi euroalueella harvalukuisen korkeimman luottoluokituksen joukkoon, riskilisiä Saksaan on euroalueen pienin. Suomen luottoluokituksen kaikki keskeiset luottoluokittajat ovat asettaneet

toiseksi korkeimmaksi⁶, minkä myötä myös Suomen valtionlainojen riskilisä on absoluuttisesti hyvin pieni ja Hollannin jälkeen euroalueen pienimpien joukossa.

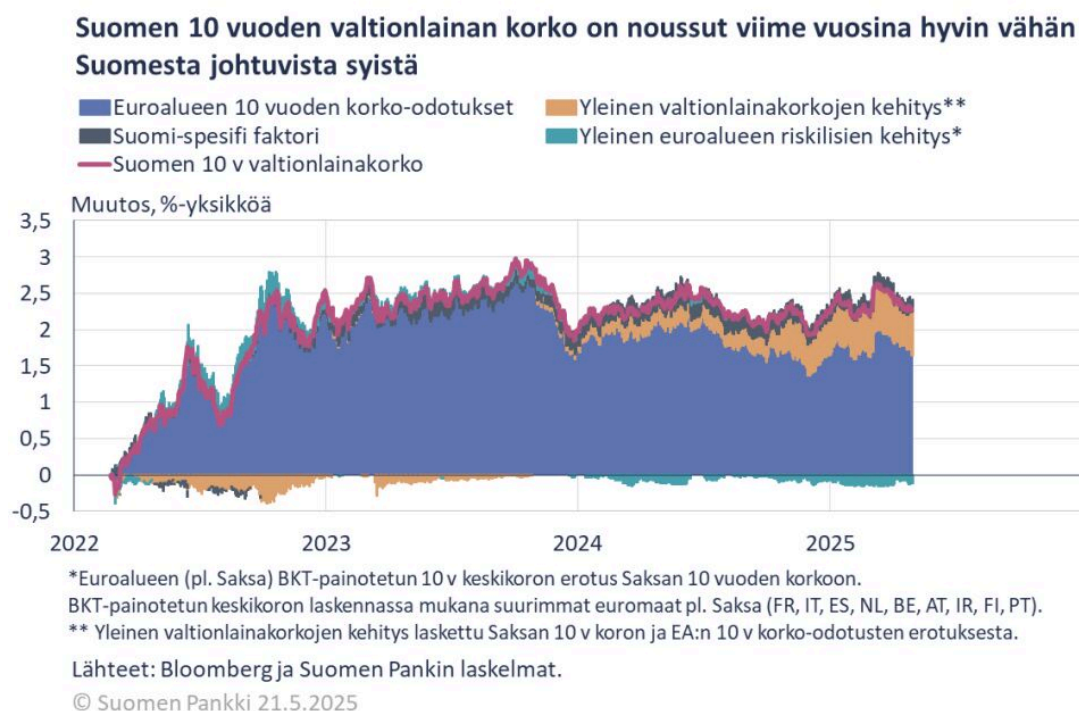
Lyhyemmällä aikavälillä riskilisä voi vaihdella voimakkaasti erilaisten sokkien vaikutuksesta. Esimerkiksi Ranskan poliittinen epävarmuus kasvoi merkittävästi kesäkuussa 2024, kun presidentti Macron julisti ennenaikaiset parlamenttivaalit, mikä nosti Ranskan riskilisää suhteessa Saksaan ja muihin euroalueen valtioihin.

Saksan valtionlainojen korot asettavat siis viitetason muiden euroalueen valtioiden, kuten Suomen, valtionlainojen koroille. Saksan valtionlainakorot määrittävät tekijät voidaan jakaa karkeasti kahteen osatekijään: (i) odotukset keskimääräisestä korkotasosta kunkin valtionlainan juoksuaikana sekä näihin odotuksiin liittyvä epävarmuus ja (ii) valtionlainojen kysynnän ja tarjonnan dynamiikasta riippuvat tekijät kuten likviditeettipremio, aikapalkkio ja erityisesti eurojärjestelmän rahapoliittisten osto-ohjelmien aktiivisen vaiheen aikana korkoihin vaikuttanut vakuusmateriaalipula.⁷

Suomen maariskiä arvioitaessa on siten tärkeää erotella, mikä osuus Suomen valtionlainakorkojen kehityksestä selittyy muilla kuin Suomeen liittyvillä tekijöillä (korko-odotuksilla, valtionlainakorkojen yleisellä kehityksellä ja euroalueen riskilisien yleisellä kehityksellä) ja miten suuri osuus on lopulta Suomeen liittyvän kehityksen aiheuttamaa.

Kuviossa 2 on esitetty Suomen 10-vuotisen valtionlainan koron kehitys Ukrainan sodan aikana (koron muutos suhteessa 24.2.2022 tilanteeseen) jaettuna osatekijöihin. Yhdeksi osatekijäksi on määritetty euroalueen 10 vuoden yön yli -koronvaihtosopimuksen (OIS) kehitys heijastamaan euroalueen pitkän aikavälin korko-odotusten ja niihin liittyvän epävarmuuden kehitystä. Toiseksi osatekijäksi on määritetty Saksan 10-vuotisen koron erotus euroalueen 10-vuotiseen korko-odotukseen heijastamaan edellä kuvattua yleistä euroalueen valtionlainakorkojen kehitystä. Kolmanneksi osatekijäksi on määritetty euroalueen (pl. Saksa) bruttokansantuotepainotetun (BKT-painotetun) 10-vuotisen keskikoron erotus Saksan 10-vuotiseen korkoon heijastamaan yleistä euroalueen riskilisien kehitystä. Jäljelle jäävä osatekijä, Suomen 10-vuotisen koron erotus euroalueen BKT-painotettuun 10-vuotiseen keskikorkoon, heijastaa spesifisti Suomen maarisktiin ja Suomen valtionlainoihin liittyvää kehitystä.⁸

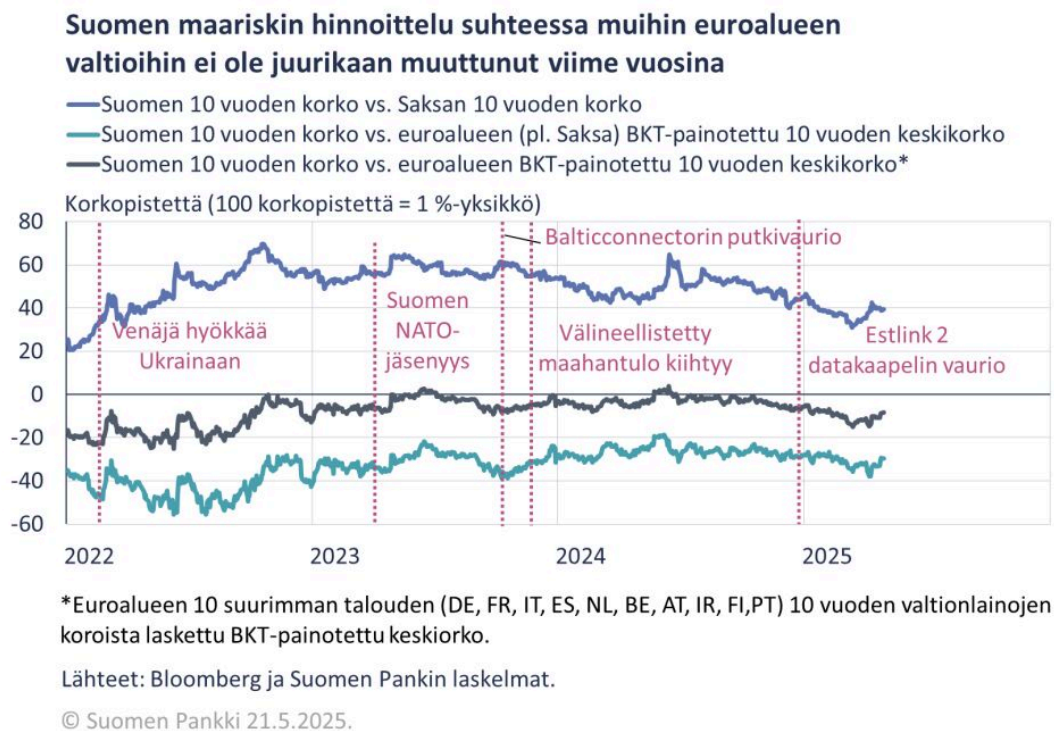
Kuvio 3.



Ukrainan sodan alkuun nähden Suomen 10-vuotisen valtionlainan korko on noussut noin 2,3 prosenttiyksikköä. Kuvion 2 hajotelmasta havaitaan, että suurin osa noususta selittyy euroalueen korko-odotusten kasvulla, noin 1,8 prosenttiyksikköä, ja yleisellä valtionlainakorkojen kehityksellä, noin 0,5 prosenttiyksikköä. Nimenomaisesti Suomeen liittyvä korkojen nousu näyttäisi sen sijaan hyvin vähäiseltä, noin 0,15 prosenttiyksikköä.

Kuviossa 3 on Suomen 10-vuotisen koron erotus Saksan 10-vuotiseen korkoon sekä kahdella eri tavalla laskettuun euroalueen BKT-painotettuun 10-vuotiseen keskiporkoon. Kuvioista havaitaan, että kaikki nämä Suomen maariskin mittarit nousivat hetkellisesti jonkin verran Venäjän hyökättyä Ukrainaun 24.2.2022. Suomen korkoero euroalueen BKT-painotettuihin keskiporkoihin on edelleen noin 15 korkopistettä korkeampi kuin ennen Ukrainan sotaa, mutta Suomen korkoero Saksaan on suunnilleen samalla tasolla kuin ennen Ukrainan sotaa. Itämeren putki- ja kaapelirikot eivät ole aiheuttaneet reaktioita näissä mittareissa.

Kuvio 4.



Suomen valtionlainakorkojen kehityksen lisäksi Suomen maariskin kehitystä voidaan arvioida valtionlainojen luottoriskijohdannaisen hinnalla, mikä mittaa markkinoiden arviota Suomen kyvystä maksaa lainansa takaisin sovittuna ajankohtana. Suomen 5-vuotisen luottoriskijohdannaisen (CDS) hinta oli ennen Ukrainan sotaa noin 10 korkopistettä, mutta hinta nousi heti Venäjän hyökkäyksen jälkeen noin 20 korkopisteeseen ja kävi lokakuussa 2022 korkeimmillaan yli 30 korkopisteessä (kuvio 4). Luottoriskijohdannaisen hinta on jäänyt korkeammalle tasolle kuin missä se liikkui ennen Ukrainan sotaa. Vaikka suhteellisesti nousu noin 10 korkopisteestä noin 20 korkopisteeseen voi vaikuttaa suurelta, on kyseessä kuitenkin edelleen hyvin alhainen taso ja maltillinen muutos. Esimerkiksi Baltian maiden CDS-hinnat ovat Suomea korkeampia ja reagoivat voimakkaammin Ukrainan sodan puhkeamiseen.

Kuvio 5.

Suomen luottoriskiltä suojautumisen hinta on noussut hieman Ukrainan sodan aikana



Lähde: Bloomberg.

© Suomen Pankki 21.5.2025.

Maariskin kehitys on maltillista myös pörssin ja yksityisten toimijoiden joukkolainojen näkökulmasta

Julkisen sektorin arvopaperien ohella maariskin kehitys heijastuu luonnollisesti myös pankkien ja yritysten liikkeeseen laskemien velkakirjojen markkinoille sekä osakemarkkinoille.

Osakemarkkinoilla maariskin kehitystä voi arvioida etenkin arvostuskertoimien eli esimerkiksi osakehintojen ja osakekohtaisten tuottojen suhteen (ns. P/E-luku) perusteella. Suomen maariskin kasvu johtaisi suomalaisten pörssiosakkeiden riskipreemioiden nousuun suhteessa muuhun euroalueeseen, mikä puolestaan johtaisi suomalaisten pörssiosakkeiden arvostuksen laskuun suhteessa euroalueeseen.

Ukrainan sodan alkuun nähden 24.2.2022-7.5.2025 Helsingin pörssin yleisindeksi (-11 %) on kehittynyt selvästi euroalueen yleisindeksiä (+25 %) heikommin. Tästä huolimatta Helsingin pörssin arvostustaso on kuitenkin kehittynyt hyvin yhdenmukaisesti euroalueen osakemarkkinoiden arvostustason kehityksen kanssa. Näin ollen Helsingin pörssin heikko kehitys suhteessa euroalueen yleiskehitykseen ei näyttäisi selittyvän varsinaisesti Helsingin pörssiosakkeiden riskisyyden kasvulla, vaan Helsingin pörssin heikommalla tuloskehityksellä. Tästä päätellen Helsingin pörssin euroaluetta heikompi kehitys ei näyttäisi olevan varsinaisesti

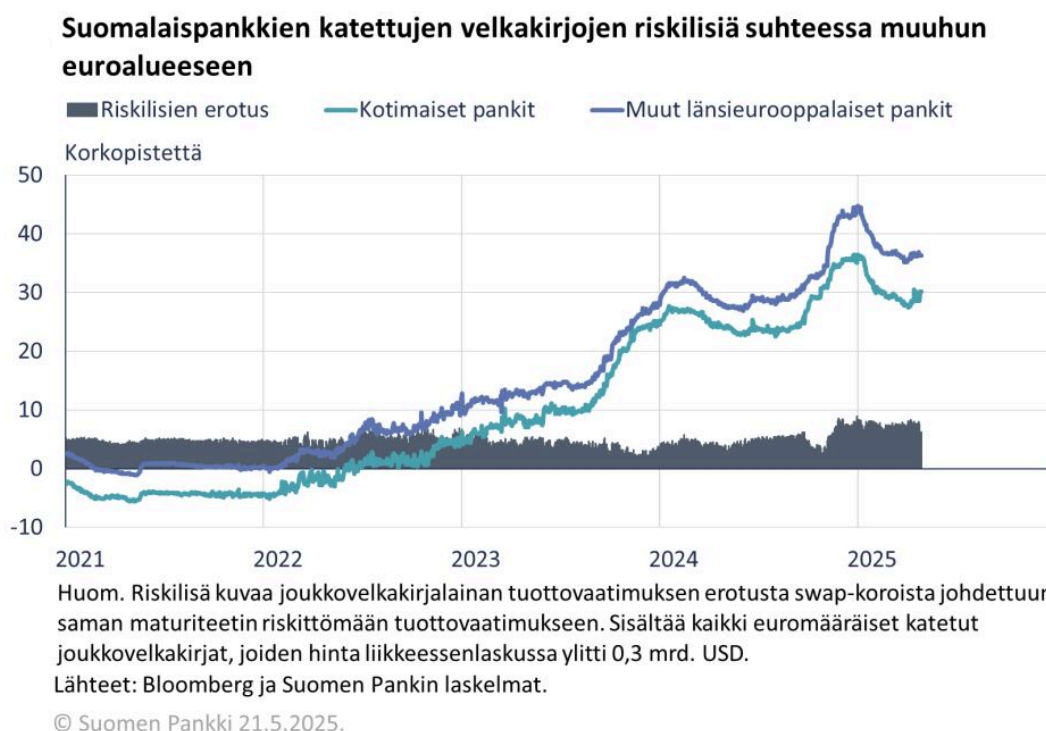
seurausta Suomen maariskin kasvusta.

Toisaalta on mahdollista, että Suomen maariskin kasvu on myötävaikuttanut Helsingin pörssin muuta euroaluetta heikompaan tuloskehitykseen, jolloin Helsingin pörssin heikko kehitys heijastelisi osin myös maariskin kasvusta johtuvaa tuloskehityksen heikkoutta. Ennen Ukrainan sotaa useilla Helsingin pörssin yhtiöillä oli laajasti liiketoimintaa Venäjällä, mutta sodan myötä liiketoiminta ajettiin alas. Tämä on voinut näkyä näiden yhtiöiden tulosodotuksissa ja edelleen osakekursseissa. Ukrainan sodalla on siis tätä kautta voinut olla negatiivinen vaikutus Helsingin pörssiin. Helsingin pörssin heikkoutta suhteessa muuhun euroalueeseen selittää myös Ukrainan sotaan epäsuorasti liittyvät tekijät, kuten inflaation voimakas kiihtyminen ja sen aiheuttama korkojen nousu. Yhteenvedona voidaan kuitenkin todeta, ettei Helsingin pörssin kehityksessä ole selviä viitteitä Suomen maariskin kasvusta.

Maariskin kasvu näkyisi myös suomalaisten pankkien ja yritysten liikkeeseen laskemien velkakirjojen tuottovaatimuksen kasvuna. Maariskin kasvu kasvattaisi tuottovaatimuksia valtionlainojen korkotason nousun kautta, sillä valtionlainakorot asettavat viitetason muiden kohdemaassa liikkeeseen laskettujen velkakirjojen tuottovaatimukselle. Maariskin kasvu saisi myös aikaan yleistä suomalaisiin arvopapereihin liittyvää riskin karttamisen kasvua, mikä johtaisi pankkien ja yritysten liikkeeseen laskemien velkakirjojen riskilisien nousuun etenkin suhteessa euroalueen verrokkeihin.

Suomen maariskin kasvua ei ole havaittavissa myöskään pankkien tai yritysten joukkolainamarkkinoilla. Suomalaisten pankkien katettujen velkakirjojen riskilisät swapkorkoihin nähden ovat kyllä nousseet vuodesta 2022, mutta kehitys on ollut hyvin yhdenmukaista muun euroalueen kanssa (kuvio 5). Myös suomalaisten yritysten joukkolainojen riskilisät ovat hieman nousseet vuodesta 2022, mutta kehitys on linjassa euroalueen yleisen kehityksen kanssa eikä myöskään Itämeren putki- ja kaapelirikoilla ole ollut riskilisiin oleellista vaikutusta.

Kuvio 6.

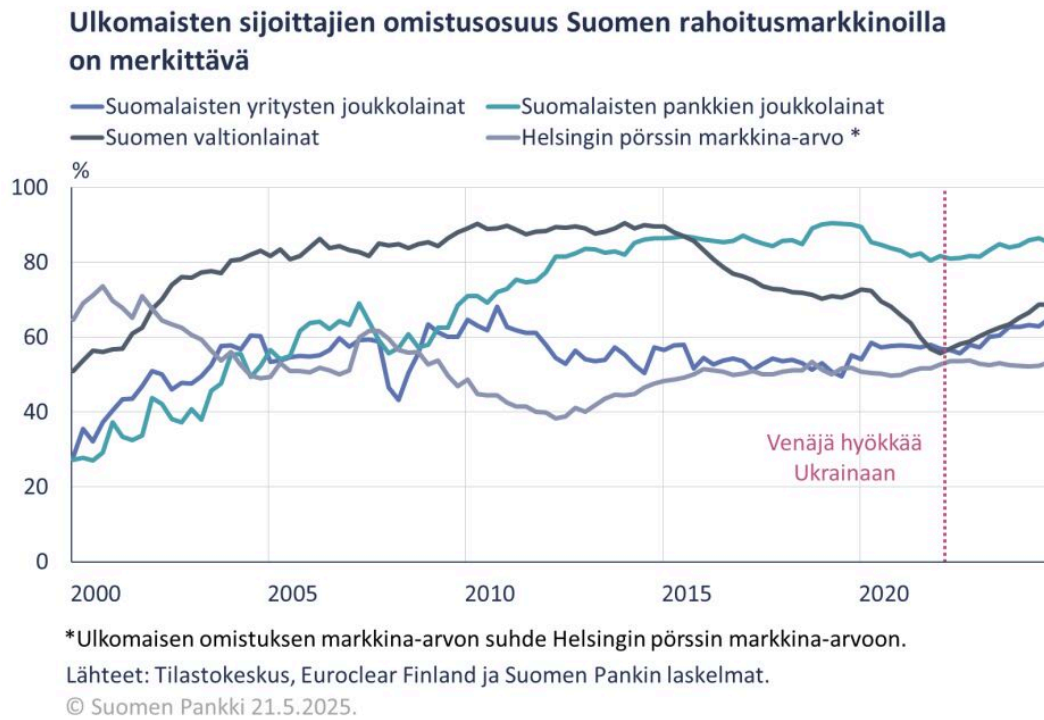


Vaikka Suomen maariski on joidenkin rahoitusmarkkinoilta johdettujen mittarien perusteella kasvanut sen jälkeen, kun Venäjä hyökkäsi Ukrainaan helmikuussa 2022, on maariskin kasvu ollut absoluuttisesti ja suhteellisesti vähäistä ja maariski on edelleen erittäin alhainen. Myöskään Itämeren kaapeli- ja putkirikoilla ei ole ollut selvää vaikutusta Suomen maariskin hinnoitteluun rahoitusmarkkinoilla. Tulos ei ole yllättävä, sillä Itämeren tapahtumilla ei ole ollut pitkäkestoisia tai laaja-alaisia vaikutuksia yhteiskuntaan.

Ulkomaisten sijoittajien suuri omistusosuus lisää suomalaisten arvopaperien alttiutta maariskin kasvulle

Suomen maariskiä analysoitaessa on tärkeää kiinnittää huomiota myös Suomen rahoitusmarkkinoiden omistusrakenteeseen. Suomen maariskin kannalta tärkeää on viime vuosikymmeninä merkittävästi kasvaneet ulkomaisten sijoittajien omistukset Suomen rahoitusmarkkinoilla. Ulkomaiset sijoittajat omistavat merkittävän osuuden Suomen valtionlainoista, suomalaisten yritysten ja pankkien joukkolainoista ja Helsingin pörssin markkina-arvosta (kuvio 6).

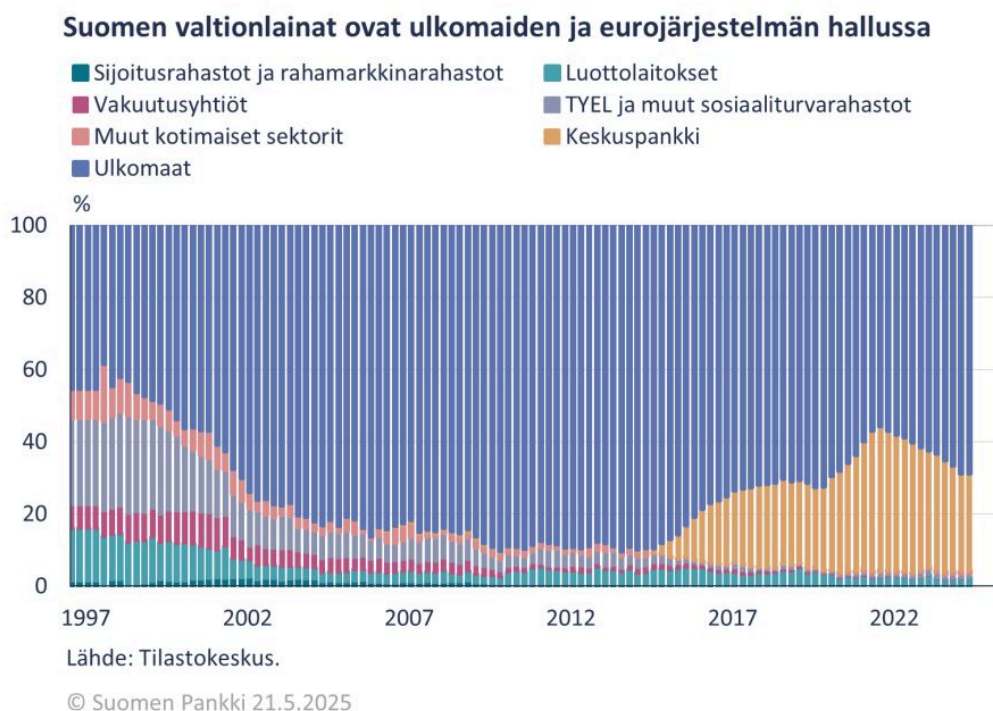
Kuvio 7.



Kuviosta 6 huomataan, että 2000-luvun aikana ulkomaisten sijoittajien omistusosuus suomalaisista yrityselveläkirjoista on kasvanut noin 30 prosentista 65 prosenttiin ja suomalaisten pankkien joukkolainoista 85 prosenttiin. Suomalaisten yritysten ja varsinkin pankkien rahoitus on siten erittäin suuresti riippuvaista ulkomaisista sijoittajista.

Ulkomaalaisilla sijoittajilla on merkittävä omistusosuus myös Suomen valtionlainoissa. Ennen eurojärjestelmän rahapoliittisia osto-ohjelmia ulkomaiset sijoittajat omistivat pitkään noin 90 % Suomen valtionlainoista, mutta osto-ohjelmien myötä osuus on pienentynyt ja on nyt noin 70 % (kuvio 7).

Kuvio 8.



Ulkomaalaisilla sijoittajilla on myös melko suuri ja ajan myötä kasvanut omistusosuus suomalaisista kiinteistömarkkinoista. Suomen kiinteistöjen yhteenlasketusta arvosta oli vuonna 2010 hieman yli 20 % ulkomaalaisten hallussa, ja ulkomaisten sijoittajien osuus oli kasvanut vuoteen 2024 mennessä jo yli kolmannekseen.

Suomen maariskin kasvu voisi johtaa ulkomaisten sijoittajien omistusten vähentymiseen suomalaisissa joukkolainoissa, kiinteistöissä ja Helsingin pörssissä. Näin ei kuitenkaan ole tapahtunut Ukrainan sodan aikana: ulkomaisten sijoittajien omistusosuus Suomen valtionlainoissa, suomalaisten yritysten ja pankkien joukkolainoissa, kiinteistöissä ja Helsingin pörssissä on päinvastoin jopa hieman kasvanut. Tämäkään analyysi ei osoita merkkejä Suomen maariskin kasvusta.

Ulkomaisten sijoittajien kysyntä parantaa suomalaisten toimijoiden rahoituksen saatavuutta, ja heijastaa todennäköisesti sitä, että Suomea pidetään houkuttelevana ja turvallisena sijoituskohteena. Toisaalta ulkomaisten sijoittajien merkittävä omistusosuus lisää suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden alttiutta Suomen maariskin kasvulle. Suomen maariski voisi kasvaa, jos esimerkiksi luottamus Suomen velkakestävyyteen horjuisi tai Suomeen kohdistuva hybridivaikuttaminen lisääntyisi merkittävästi. Suomen maariskiä kasvattava sokki voisi lisätä ulkomaisten sijoittajien varovaisuutta suomalaisten arvopaperien suhteen ja saada ne

vähentämään omistuksiaan. Tästä voisi seurata itseään voimistava kierre, mikä loisi merkittävää nousupainetta pankkien ja yritysten joukkolainojen korkoihin ja sitä kautta niiden rahoituskustannuksiin. Suomalaisen yritysten rahoituskustannusten nousu muuhun euroalueeseen nähden heikentäisi suomalaisten yritysten kilpailukykyä ja siten Suomen talouskehitystä, mikä voisi edelleen johtaa Suomen maariskin kasvuun.

Maariskin kasvu johtaisi todennäköisesti Suomeen suuntautuvien ulkomaisten investointien ja yrityskauppojen vähenemiseen, lykkääntymiseen tai peruuntumiseen. Kasvaneen epävarmuuden myötä yritysten rahoituksen hinta nousisi ja rahoituksen saatavuus vaikeutuisi. Suomeen liittyvien riskien kasvu heijastuisi myös pankkisektorille ja näkyisi pankkien riskilisien nousuna. Tämä voisi puolestaan vähentää pankkien kykyä luotottaa yrityksiä ja kotitalouksia, mikä jälleen heikentäisi taloudellista aktiviteettia.

Jos maariskiä kasvattava negatiivinen sokki jäisi pitempiketoiseksi ja heijastuisi esimerkiksi luottoluokituksen laskuun, voisi tämä johtaa negatiiviseen kierteseen, jossa Suomen maariskin kasvu heikentäisi Suomen taloutta, mikä edelleen kasvattaisi maariskiä ja heikentäisi taloutta. Tämän kaltainen maariskistä johtuva Suomen rahoitusmarkkinoiden epävakaus heijastuisi lopulta kaikkialle yhteiskuntaan.

Miten varmistetaan Suomen alhainen maariski myös jatkossa?

Suomalaisiin arvopapereihin liittyvää maariskiä ja altistumista maariskin kasvulle voidaan rajoittaa vaikuttamalla sijoittajien käsityksiin Suomesta sijoituskohteena. On ensiarvoisen tärkeää tukea Suomen julkisen talouden kestävyttä ja rahoitusmarkkinoiden vakautta. Suomen maariskiä voidaan vähentää ja sen kasvua rajoittaa myös vahvistamalla sijoittajien tietoisuutta Suomen talouden ja yhteiskunnan kriisinkestävydestä ja vahvasta kriisivarautumisesta ja siten luottamusta suomalaisten arvopaperien vähäriskisyydestä.

Suomen kriisinkestävyden perustana on kokonaisturvallisuuden toimintamalli, joka turvaa sen, että Suomen yhteiskunnan toimintakyky pysyy mahdollisimman normaalina kaikissa olosuhteissa. Toimintamalli varmistaa sen, että hybridivaikuttamisen tai muiden uhkakuvien negatiivinen vaikutus Suomen talouteen ja yhteiskuntaan jää mahdollisimman vähäiseksi. Suomen kriisinkestävyys on vahvistunut entisestään viime vuosina kahden- ja monenvälisen kansainvälisen yhteistyön myötä, tärkeimpänä NATO-jäsenyys huhtikuusta 2023 alkaen.

Kuten edellä todettiin, ulkomaisten sijoittajien merkittävä omistus suomalaisissa arvopapereissa lisää suomalaisten liikkeeseenlaskijoiden alttiutta maariskin kasvulle. Jos ulkomaiset sijoittajat näkevät Suomen kriisinkestäväenä ja kykenevänä palautumaan siihen kohdistuvista negatiivisista

sokeista nopeasti ja tehokkaasti, jäävät myös Suomeen kohdistuvien negatiivisten sokkien vaikutukset maariskin hinnoitteluun rajallisemmiksi. Jos puolestaan ulkomaiset sijoittajat eivät tiedosta Suomen kriisinkestävyttä tai heidän luottamuksensa siihen heikkenee, voisivat esimerkiksi hybridi-iskut kasvattaa Suomen maariskin hinnoittelua rahoitusmarkkinoilla äkillisesti ja pidempiaikaisesti.

Toistaiseksi Suomeen kohdistunut, epäilty hybridivaikuttaminen, kuten välineellistetty maahantulo itärajalla sekä kaapeli- ja putkirikot Itämerellä, ei ole oleellisesti vaikuttanut Suomen maariskin hinnoitteluun rahoitusmarkkinoilla, mikä osoittaa sijoittajien luottavan Suomen kykyyn kestää vastaavanlaisia sokkeja.

Viitteet

1. Meldrum, Duncan H. 2000. Country Risk and Foreign Direct Investment. *Business Economics* 35: 33-40. ↑
2. Ks. Julkisen velkasuhteen taittaminen vaatii pitkäjänteisyyttä – Euro & talous. ↑
3. Ks. esim. <https://dbrs.morningstar.com/research/450433> ja <https://ratings.moody.com/ratings-news/434544?gsid=8e69100f-78a6-4ab5-ac09-0f97ca9564b2>. ↑
4. Ks. <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-finland-at-aa-outlook-negative-07-02-2025>. ↑
5. Raporteissa ei ole ehditty huomioida Yhdysvaltain uuden hallinnon toimien mahdollista heikentävää vaikutusta Suomen talouskasvuun. ↑
6. Suomen luottoluokitus: S&P AA+, Fitch AA+, Scope AA+, DBRS AA (high) ja Moody's Aa1. ↑
7. Vakuuspuja ja Saksan valtionlainojen erityisasema vakuusmateriaalina vaikutti erityisesti eurojärjestelmän rahapoliittisten osto-ohjelmien aktiivisen vaiheen aikana myös euroalueen riskilisiin suhteissa Saksaan. ↑
8. Euroalueen BKT-painotettua keskkorkoa käytetään vertailussa yksittäisten euroalueen verrokkimaiden valtionlainakorkojen sijaan, jotta yksittäisten euromaiden maakohtaisista tapahtumista johtuvat muutokset riskilisissä eivät hämärtäisi Suomen maariskikehityksen arvioimista. Esimerkiksi verrattaessa Suomen kehitystä Ranskaan tultaisiin väärään päätelmään siitä, että Suomen maariski olisi pienentynyt kesäkuussa 2024 alkaneen Ranskan poliittisen turbulenssin aikana, jolloin Suomen korkoero Ranskaan pieneni Ranskan korkojen nousun seurauksena. ↑

Asiasanat

luottoluokitus, maariski, valtionvelka