

## ANALYYSI

# Yritysten velkakestävyys keskeisin rahoitusvakaudellinen haavoittuvuus Yhdysvalloissa

21.5.2019 – Analyysi – Rahoitusvakaus



Helinä Laakkonen  
Toimistopäällikkö



Kimmo Koskinen  
Vanhempi ekonomisti

Asuntohintakupla ja kotitalouksien voimakas velkaantuminen olivat keskeisiä taustatekijöitä Yhdysvaltojen finanssikriisissä kymmenen vuotta sitten. Tällä hetkellä merkittävimmät rahoitusvakaudelliset haavoittuvuudet kohdistuvat Yhdysvalloissa yritysten velkaantumiseen ja yritysrahoituksen hinnoitteluun. Pankkien sijaan riskit kohdistuvat nykyisessä syklissä enemmän kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin, ja niiden kykyyn välittää rahoitusta heikentyvän reaalityalouden oloissa.



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

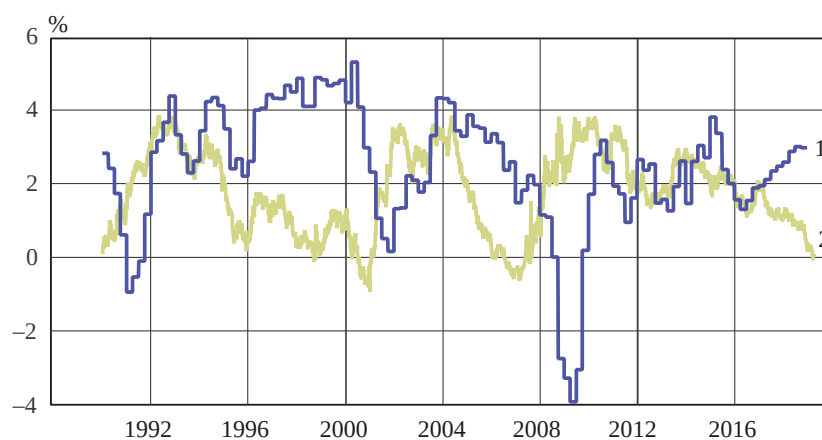
Maailmantalouden kasvunäkymien heikentyminen ja poliittinen epävarmuus liittyen Kiinan ja Yhdysvaltojen kauppakiistoihin ovat lisänneet epävarmuutta myös Yhdysvaltojen talousnäkymiä kohtaan. Yhdysvaltojen talous kasvoi vuonna 2018 ripeästi, mutta kasvunäkymät ovat viime kuukausina heikentyneet selvästi.<sup>[1]</sup> Epävarmuuden

kasvusta kertoo myös lisääntynyt volatilitteetti rahoitusmarkkinoilla. Vuonna 2018 Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilla koettiin kaksi selvää hintojen ja riskilisien korjausliikettä osake- ja yritysjoukkolainamarkkinoilla sijoittajien riskiaversion nousua äkillisesti. Viime aikoina sijoittajien huomio on kiinnittynyt valtionlainojen nousevaan tuottokäyrään Yhdysvalloissa, sillä se on usein ennakoanut taantumaa Yhdysvalloissa (Kuvio 1).

Kuvio 1

### Nouseva tuottokäyrä on usein ennakoanut heikompaa taloussykliä Yhdysvalloissa

1. — Reaalinen BKT
2. — Valtionlainan tuottokäyrä (10 vuotta-3 kk)



Lähteet: Macrobond ja OECD.

18.4.2019  
eurojatalous.fi

Rahoitusvakauden näkökulmasta huolena on, että talouskasvun hiipuminen heikentää yritysten ja kotitalouksien velanhoitokykyä ja voi pahimmillaan aiheuttaa lisääntyviä luottotappioita pankeille ja muille rahoittajille. Kaikki taantumaiset eivät johda lamaan eivätkä kaikki finanssisykliä pääty kriisiin. Ongelmien todennäköisyys kuitenkin kasvaa, jos kevyiden rahoitusolojen aika on aiheuttanut epätasapainoja esimerkiksi liittyen voimakkaaseen velkaantumisen kasvuun tai omaisuuserien hintojen nousuun. Esimerkiksi asuntomarkkinoiden ylikuumentuminen ja kotitalouksien voimakas velkaantumisen kasvu olivat eräitä keskeisimmistä taustatekijöistä Yhdysvaltojen finanssikriisissä kymmenen vuotta sitten.

Tämän hetkiset suurimmat rahoitusvakaudeelliset haavoittuvuudet<sup>[2]</sup> Yhdysvalloissa

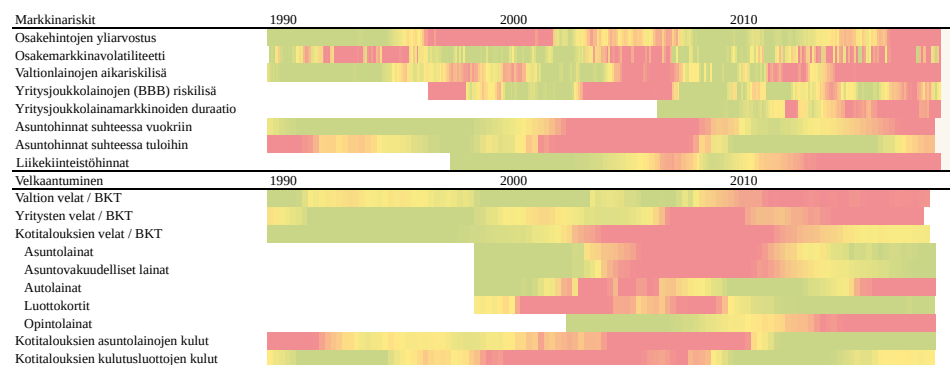
1. Ks. Yhdysvaltojen talouden tilasta lisää artikkelista ”Näkymät heikentyneet nopeasti – korjaantuuko tilanne” Euro ja Talous 1/2019.

2. Haavoittuvuuksilla tarkoitetaan erilaisia pitkällä aikavälillä kasaantuvia epätasapainoja rahoitusjärjestelmässä ja taloudessa, jotka voivat kohottaa finanssikriisin todennäköisyyttä. Tällaisiksi kriisiä ennakoiviksi tekijöiksi on tutkimuksissa nostettu esimerkiksi velkaantuneisuuden ja lainanhoitomenojen nopea kasvu, kiinteistö- ja osakehintojen korkeat suhteelliset hinnat, matala volatilitteetti ja matalat riskiliset rahoitusmarkkinoilla.

kohdistuvat yritysten velkaantumiseen ja yritysrahoituksen hinnoitteluun (Kuvio 2). Lisäksi liikekiinteistömarkkinoilla on havaittavissa ylikuumentumisen merkkejä. Sen sijaan kotitalouksien velkaantumiseen ja asuntomarkkinoihin liittyvät haavoittuvuudet ovat indikaattorien perusteella tällä hetkellä vähäisempiä. Aggregaattitilastot voivat tosin peittää osan mahdollisista epätasapainoista. Vaikka kotitalouksien velkaantumisen kasvu on ollut kokonaisuutena maltillista, kulutusluottojen kasvu on ollut ripeää. Lisäksi, vaikka asuntohintoissa ei koko maan tasolla ole havaittavissa selviä merkkejä yliarvostuksesta, on asuntohintakehityksessä suurta kaupunkikohtaista vaihtelua. Seuraavissa alaluvuissa käsitellään tarkemmin rahoitusvakaudekellisten haavoittuvuuksien kehitystä Yhdysvalloissa.

Kuvio 2

Nykyiset haavoittuvuudet Yhdysvalloissa eroavat finanssikriisiä edeltävistä vuosista



Värikartta kuvaa haavoittuvuuden tasoa historiallisen jakauman perusteella. Punainen väri kertoo haavoittuvuuden olevan korkealla tasolla (25 % havainnoista) ja vihreä matalalla tasolla (25 % havainnoista).

Lähde: Macrobond.  
eurojatalous.fi

## Edullinen rahoitus on kasvattanut yritysten velkaantumista

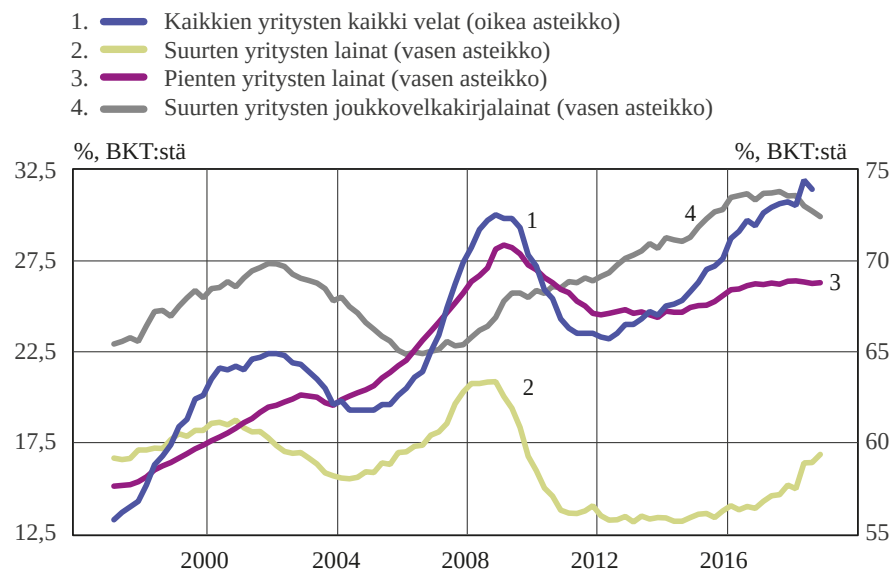
Yritysten velkaantuminen on kasvanut ripeästi Yhdysvalloissa kriisin jälkeisinä vuosina. Bruttokansantuotteeseen suhteutettuna yritysten velkaantumisen taso ylitti vuoden 2008 huipputasoa jo vuoden 2017 alussa (Kuvio 3). Yritysten rahoitustarpeita ovat viime vuosina kasvattaneet mm. hyvän talouskehityksen piristämät investoinnit sekä yrityskauppojen voimakas lisääntyminen. Eri toimialojen suhteellinen osuus yritysten velasta on muuttunut finanssikriisin jälkeen selvästi. Velkaa ovat lisänneet vuoden 2008 jälkeen etenkin informaatioteknologian yritykset (+340 %), terveysalan yritykset (+300 %) sekä kulutustavaroita valmistavat yritykset (110 %). Sen sijaan perinteisen teollisuuden yritykset ovat keskimäärin vähentäneet velkojaan finanssikriisin jälkeen n. 13 %. Yritysten velka on Yhdysvalloissa hyvin keskittynyttä, sillä yritysten kokonaisvelasta noin puolet on sadalla yrityksellä, jotka ovat pääasiassa suuria pörssiyrityksiä.

Matalasta korkotasosta ja vahvasta sijoittajakysynnästä johtuen yhdysvaltalaiset yritykset ovat saaneet nauttia viime vuosina alhaisesta rahoituksen hinnasta sekä kotimaassa että kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla. Yritykset hakevat markkinarahoitusta Yhdysvalloissa pääosin laskemalla liikkeeseen velkakirjalainoja tai hankkimalla lainoja syndikoiduilta lainamarkkinoilta. Myös pienemmille yrityksille on

avautumassa uusia markkinaehtoisia rahoituskanavia esim. lainarahastojen tai vertaislainamarkkinoiden kautta. Yritysvelan kasvu onkin ollut voimakkainta juuri joukkovelkakirjalainojen kohdalla. Sen sijaan pankkilainojen kasvu on yleisesti ottaen ollut maltillisempaa, joskin vuonna 2018 epävarmuus rahoitusmarkkinoilla on kääntänyt markkinarahoituksen laskun pankkirahoituksen kasvuksi etenkin suurten yritysten kohdalla. Markkinarahoituksen kasvu on voimistanut pääomamarkkinoiden keskeistä roolia rahoituksenvälityksessä Yhdysvalloissa entisestään.<sup>[3]</sup>

Kuvio 3

### Yritysten velkaantuminen on kasvanut Yhdysvalloissa kriisin jälkeisinä vuosina



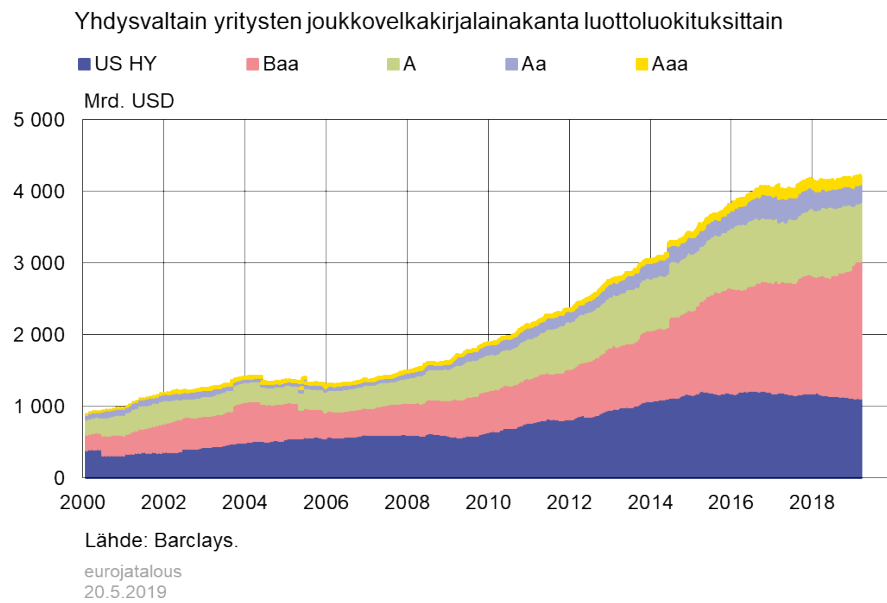
Lähteet: FED, OECD, BIS, Macrobond ja Suomen Pankin laskelmat.

18.4.2019  
eurojatalous.fi

Yritysten velkaantumisen kasvusta huolimatta sen taso ei Yhdysvalloissa ole kansainvälisesti verrattuna erityisen korkea. Velan määrän sijaan huolestuttavampaa onkin se, että samalla kuin yritysten velkaantuminen on lisääntynyt, alhaisen investointitason ja spekulatiivisen luottoluokituksen yritysten osuudet yritysten kokonaisvelasta ovat kasvaneet merkittävästi. Pankkien sopeuttaessa taseitaan entistä isompi joukko näistä alhaisen luottoluokituksen yrityksistä on hankkinut velkaa rahoitusmarkkinoilta. Ns. korkean riskin yrityslaina- ja joukkovelkakirjalainamarkkinan koko onkin kasvanut Yhdysvalloissa vuodesta 2008 jo peräti 69 %, ollen elokuussa 2018 jo lähes 2 500 mrd. dollaria (Kuvio 4). Samalla Yhdysvaltain n. 3 000 mrd. dollarin investointitason joukkovelkakirjalainakannasta jo n. 60 % kuuluu alimpaan luottoluokkaan (Baa).

3. Pääomamarkkinoiden suuresta koosta johtuen pankkien merkitys rahoituksenvälityksessä on Yhdysvalloissa selvästi vähäisempi kuin esimerkiksi Euroopassa.

Kuvio 4

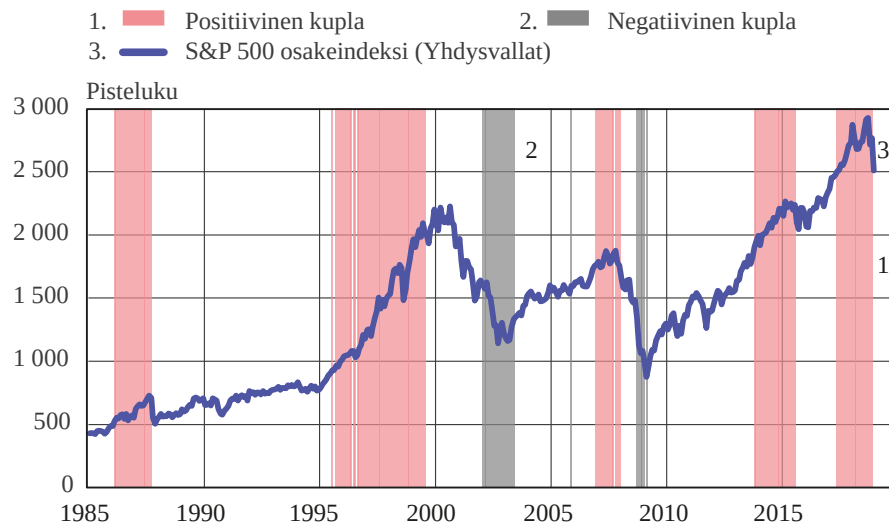


Yritysten velkaantumisen kasvun lisäksi myös yritysrahoituksen hinnoittelussa on ollut huolestuttavia elementtejä jo pitkään<sup>[4]</sup>. Osakehintojen vaarallisen nopeasta kasvuvauhdista varoittava kuplainsikaattori on hälyttänyt kuplasta toistuvasti lähivuosina (Kuvio 5) ja lisääntynyt korkeariskisten arvopapereiden kysyntä on kaventanut korkeariskisistä yritysvelkakirjalainoista ja syndikoiduista lainoista vaadittavat riskilisät historiallisen matalalle tasolle. Arvopaperien korkeat arvostustasot ovat alttiita äkillisille korjausliikkeille sijoittajien riskiaversion kasvaessa talous- ja politiikkayllätysten vuoksi, kuten vuoden 2018 aikana nähtiin. Vaikka rahoitusmarkkinoilla vuonna 2018 koetut korjausliikkeet ovat toistaiseksi jääneet lyhytaikaiseksi, kertoo niiden lisääntyminen sijoittajien kasvavasta epävarmuudesta Yhdysvaltojen talous- ja finanssisyklin tilaa, ja yhtäältä yritysten luottoriskejä kohtaan.

Kuvio 5

4. Ks. esim. Koskinen, K., Laakkonen, H., (2018) "Riskilisien äkillinen kasvu arvopaperimarkkinoilla edelleen suurin kansainvälinen rahoitusvakaushka" Euro & Talous Analyysi.

## Kuplainsindikaattori hälytti Yhdysvalloissa yli vuoden ennen vuoden 2018 lopun korjausliikettä



Lähde: Macrobond ja Suomen Pankin laskelmat. Menetelmäkuvaus artikkelissa Taipalus, ”Singaling asset price bubbles with time series methods”, BoF DP 7/2012.

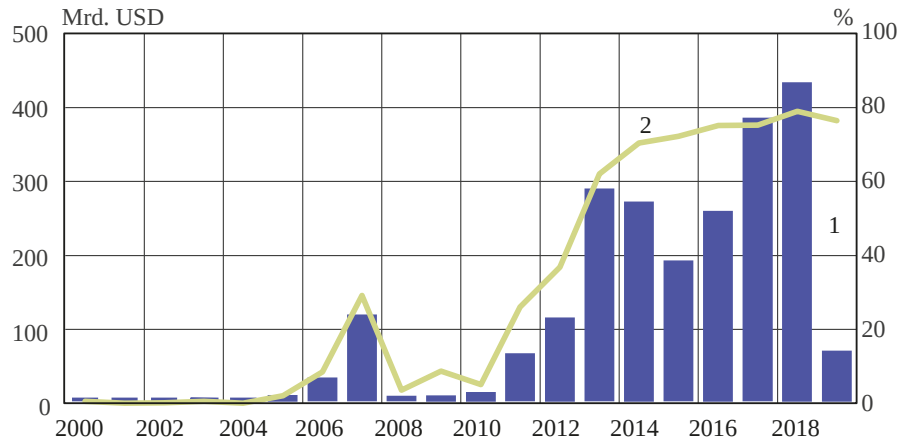
18.4.2019  
eurojatalous.fi

Kasvavan velan lisäksi myös lainaehtojen heikentyminen nostaa yritysvelkaan liittyviä riskejä. Markkinoilta rahoitusta hakevat yritykset ovat hyödyntäneet voimakasta sijoittajakysyntää neuvottelemalla joustoja sekä lainojen että joukkovelkakirjalainojen luottoehtoihin. Luottoehtojen katsotaankin olevan heikommillaan vuosikausiin (Kuvio 6). Samalla lainojen marginaalit ovat laskeneet. Luottosyklin heikentyessä ja tappioiden kasvaessa sijoittajien suojaa heikentävät myös seniorivelan suhteellisen osuuden kasvu kohdeyritysten velkarakenteessa. Näistä tekijöistä johtuen seniorilainojen palautusasteet saattavat luottoriskitapahtumissa olla aikaisempaa matalammat.

Kuvio 6

Lähes 80 % uusista korkean riskin lainoista ovat heikompien lainaehtoien luottoja

1. Heikompien lainaehtoien luotot (vasen asteikko)
2. Heikompien lainaehtoien luotot, % instituutiolainoista (oikea asteikko)



Viimeisin havainto 2019/II.

Lähde: S&P Capital IQ.

23.4.2019

eurojatalous.fi

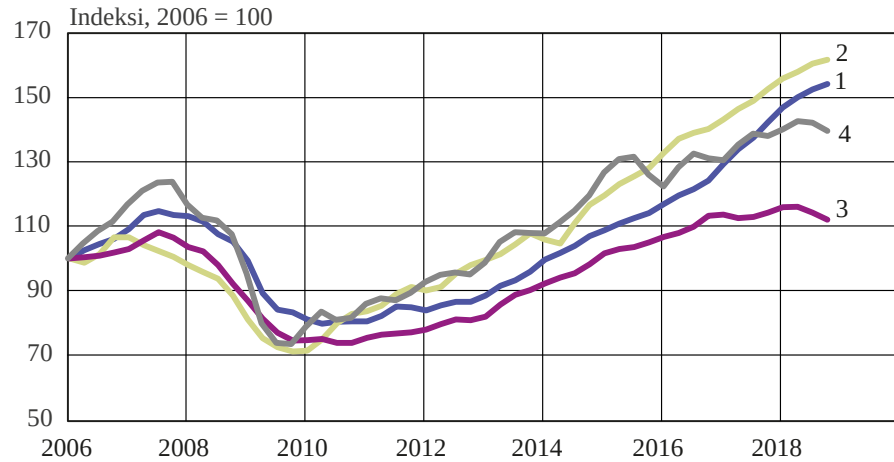
## Liikekiinteistömarkkinoilla nähtävissä hidastumisen merkkejä

Vahva sijoittajakysyntä on heijastunut arvopaperimarkkinoiden ohella myös liikekiinteistömarkkinoille. Liikekiinteistöjen hinnat ja vuokrat ovat kasvaneet viime vuosina lähes koko maassa ja kiinteistösijoitusten tuotot ovat laskeneet historiallisen matalalle tasolle. Vuoden 2018 aikana hintojen ja vuokrien kasvu on kuitenkin hieman hidastunut kaikilla pääkiinteistöaloilla teollisuutta lukuun ottamatta (Kuvio 7). Keskeisten kaupunkikohteiden matalat tuottotasot ovat houkutelleet sijoittajia kasvavassa määrin sijoittamaan myös niiden ulkopuolelle. Tästä huolimatta kiinteistömarkkinat ovat edelleen hyvin keskittyneet, sillä 15 suurinta kaupunkialuetta käsittää yli 60 % sijoituksista.

Kuvio 7

## Likekiinteistöjen hinnat nousseet voimakkaasti Yhdysvalloissa

- 1. Teollisuus
- 2. Kerrostaloasunnot
- 3. Vähittäiskauppa
- 4. Toimistokiinteistöt



Lähde: CoStar Group.

16.4.2019  
eurojalous.fi

Liikekiinteistöjen uudisrakentaminen on kasvanut finanssikriisin jälkeen selvästi, mutta viime vuosina rakentamisen volyymikasvu on hidastunut. Vuoden 2019 helmikuussa uudisrakentamisen vuosikasvu oli 1,5 %. Rakentamisen kehitys vaihtelee kiinteistötyypeittäin. Eniten rakentaminen kasvoi vuositasolla kerrostaloasunnoissa (7,5 %), toimistokiinteistöissä (4,7 %) ja majoituskiinteistöissä (7 %). Sen sijaan esim. liiketilojen rakentamisen volyyymi on kääntynyt selvään laskuun (-7 %). Kysyntä etenkin vuokra-asunnoille ja teollisuuskiinteistöille ylittää tarjonnan, mikä saattaa luoda hintapaineita markkinoilla jatkossakin. Muilta osin hiipuva tarjonta vastaa pääosin hidastuvaa kysyntää. Lisääntyvä digitalisaatio luo edelleen epävarmuutta vähittäiskaupan kiinteistöjen hintakehitykseen. Merkittäviä vähittäiskauppaketjuja, kuten Sears ja Bon-ton on ajautunut konkurssiin vuoden 2018 aikana ja tavaratalo-jätti JC Penney vajosi elokuussa 2018 spekulatiiviseen luottoluokkaan. Vähittäiskaupan ongelmat ovat sulkeneet useita tavarataloja ympäri Yhdysvaltoja.

## Asuntohinnat nousevat asuntolainakannan heikosta kehityksestä huolimatta

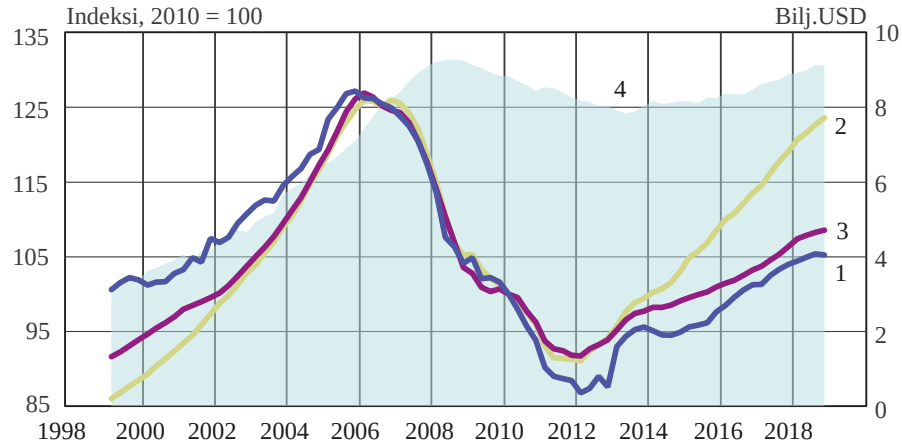
Reaaliset asuntohinnat lähestyvät Yhdysvalloissa finanssikriisiä edeltänyttä tasoa (Kuvio 8). Suhteelliset hinnat, joita yleensä käytetään asuntohintojen yliarvostusmittareina, ovat kehittyneet hieman maltillisemmin. Esimerkiksi vuokriin ja tuloihin suhteutettuna asuntohinnat ovat kehittyneet finanssikriisin jälkeisinä vuosina muihin kehittyneisiin talouksiin verraten melko maltillisesti, eikä asuntomarkkinoilla ole havaittavissa yhtä selviä merkkejä yliarvostuksesta kuin finanssikriisiä edeltävinä vuosina.



Kuvio 8

### Asuntohinnat palautuneet kriisiä edeltäville tasoille Yhdysvalloissa

1. Asuntohinnat suhteessa tuloihin (vasen asteikko)
2. Reaaliset asuntohinnat (vasen asteikko)
3. Asuntohinnat suhteessa vuokriin (vasen asteikko)
4. Kotitalouksien asuntolainakanta (oikea asteikko)



Lähteet: OECD, Dallas Fed ja Macrobond.

23.4.2019  
eurojatalous.fi

Koko maan kattavat asuntohintaindikaattorit eivät kuitenkaan välttämättä kerro koko totuutta asuntomarkkinoiden tilasta. Alueellisia ja kaupunkikohtaisia asuntohintaindikaattoreita tarkasteltaessa nähdään suurta vaihtelua. Suurimman kysynnän alueilla, kuten Kalifornian rannikolla ja Seattlessa asuntohinnat ovat nousseet huomattavasti kansallista keskiarvoa enemmän. Toisaalta on myös kaupunkeja, kuten Chicago, Detroit ja Cleveland, joissa asuntohintakehitys on ollut selvästi keskimääräistä vaisumpaa. Jakautunutta asuntomarkkinatilannetta voivat selittää esimerkiksi alueelliset erot reaali-talouden ja työllisyyden kehityksessä, yleinen kaupungistumisen trendi sekä lisääntynyt sijoittajakysyntä, joka yleensä kohdistuu kaikkein likvideimmille asuntomarkkinoille suosittuihin kaupunkeihin.

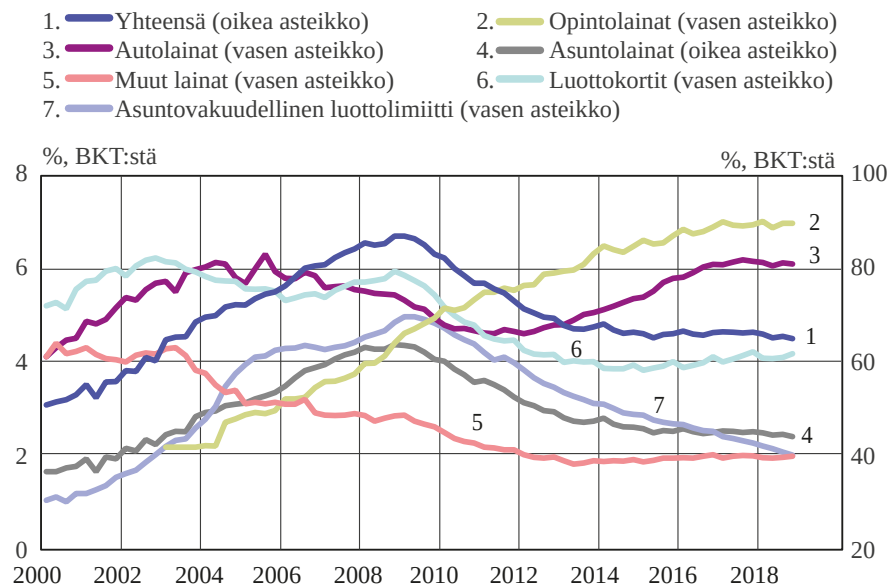
Vaikka asuntojen nimellishinnat ovat etenkin viime vuosina nousseet ripeästi, hintojen nousun takana ei ole samankaltaista kotitalouksien velkaantumisen kasvua kuin edellisessä syklissä. Yhdysvaltojen asuntolainamarkkinoilla myönnettiin vuoden 2018 kolmen ensimmäisen neljänneksen aikana noin 1,3 biljoonan dollarin edestä uusia asuntolainoja, mikä on lähes 40 % vähemmän kuin vuonna 2006 ja noin 4 % vähemmän kuin vuonna 2017 vastaavaan aikaan. Samalla asuntolainakannan kasvuvauhti on pysynyt hitaana, ollen vuoden 2018 lopussa 2,6 % vuositasolla. Asuntolainakorkojen asteittainen nousu ja asuntohintojen kasvu ovat jarruttaneet etenkin vanhojen asuntojen kauppaa ja luotonantoa. Hidastuminen näkyy erityisen voimakkaasti etenkin vanhojen asuntolainojen uudelleenrahoituksessa. Näiden lainahakemusten määrä on kääntynyt kesän 2018 jälkeen selvään laskuun. Myös uusien asuntolainahakemusten kasvu on vähentynyt, kasvua oli vuositasolla syyskuussa 2018 vain 4 %.

## Kulutusluottojen osuus kotitalouksien veloista kasvanut

Bruttokansantuotteeseen suhteutettuna kotitalouksien kokonaisvelkaantumisen taso laski Yhdysvalloissa voimakkaasti finanssikriisin jälkeisinä vuosina ja on pysynyt sittemmin hyvin tasaisena (Kuvio 9). Kansainvälisesti verraten yhdysvaltalaiset kotitaloudet ovat tästä huolimatta edelleen varsin velkaantuneita. Kotitalouksien velkaantumisen maltillisen kehityksen taustalla on etenkin asuntolainojen heikko kasvuvauhti, ja asuntovakuudellisten luottolimiittien käytön merkittävä väheneminen. Näiden velkojen vähenemistä on toisaalta kompensoinut muiden velkamuotojen, kuten opintolainojen ja kulutusluottojen kasvu. Vaikka kulutusluotot ovat kokonaisuutena vain pieni osa kotitalouksien veloista, voi niiden osuus korkeiden korkojen ja suhteellisen lyhyiden takaisinmaksuaikojen vuoksi muodostaa yllättävän suurenkin osuuden kotitalouksien kuukausittaisista lainanhoitomenoista. Osa kulutusluotoista on myös vaihtuvakorkoisia, mikä voi aiheuttaa velallisille maksuvaikeuksia korkojen noustessa.

Kuvio 9

Kotitalouksien velkaantumisen kehitys on ollut tasaista viime vuosina



Lähde: Macrobond.

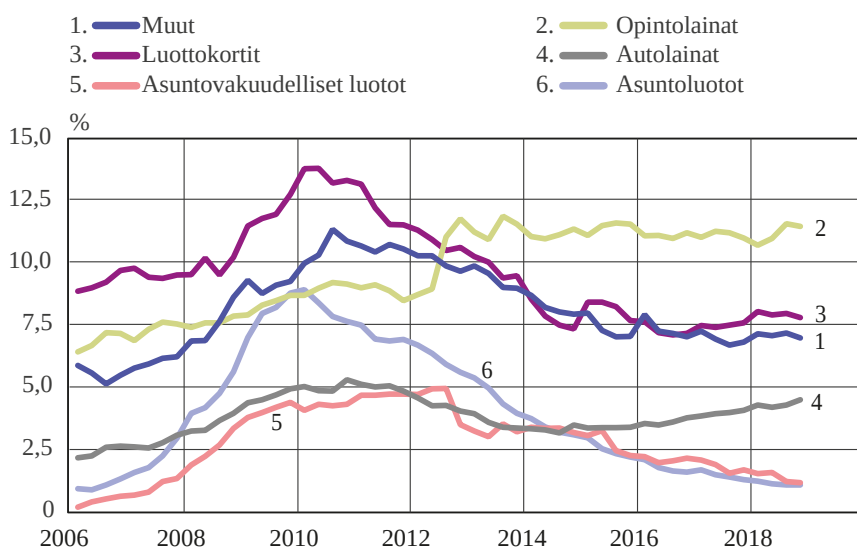
23.4.2019  
eurojatalous.fi

Opintolainat muodostavat nykyään jo toiseksi suurimman kategorian kotitalouksien veloista asuntolainojen jälkeen. Lähes puolet kaikista vuosina 2012–2013 aloittaneista jatkotutkinto-opiskelijoista ovat ottaneet opintolainan. Opintolainojen kohdalla huolena on ongelmalainojen korkea määrä. Noin 11 prosentissa myönnetyistä opintolainoista lainojen lyhennykset ja korot ovat olleet myöhässä yli 90 päivää (Kuvio 10). Suurin osa opintolainoista on kuitenkin liittovaltion takaamia, mikä vähentää niiden luottoriskejä rahoittajan näkökulmasta.

Myös autolainat ovat lisääntyneet Yhdysvalloissa selvästi finanssikriisin jälkeisinä vuosina. Kotitalouksien autorahoituksen kanta oli Yhdysvalloissa vuoden 2018 lopussa ennätyskelliset 1300 mrd. dollaria, mikä vastaa reilua 9,4 prosenttia kaikista kotitalouksien veloista. Autolainojen määrää on kasvattanut viime vuosina vilkkaana käyvä autokauppa, aggressiivinen myynti ja suotuisat rahoitusolot. Vahvan kysynnän sekä suurikokoisten autotyyppejen suosion kasvun takia sekä uusien että käytettyjen autojen keskimääräiset hinnat ovat nousseet viime vuosina selvästi. Viime vuosien alhaisesta korkotasosta ja hyvästä talouskehityksestä huolimatta luottoriskit autolainoissa ovat jo kasvaneet etenkin luottokelpoisuudeltaan heikompien (ns. subprime) lainojen osalta, joiden osuus autolainakannasta on noin 16 %. Kasvaneet luottoriskit ovat jo johtaneet kuluvana vuonna pienten subprime-lainoihin erikoistuneiden luotonantajien konkurssisiin.

Kuvio 10

### Hoitamattojen lainojen määrät kasvussa etenkin auto- ja luottokorttiluotoissa



Lähde: Macrobond.

17.4.2019  
eurojatalous.fi

## Reaalitalouden heikkeneminen voi koetella etenkin korkean riskin yritysten velkakestävyttä

Talouden hyvä tila ja matala korkotaso ovat epäilemättä olleet Yhdysvalloissa tärkeä tuki sekä yritysten että kotitalouksien velkakestävyydelle. Työttömyys on laskenut hyvin matalalle tasolle tukien kotitalouksien maksukykyä. Yritysten kannattavuutta ovat vahvistaneet edellisten lisäksi myös tehdyt verouudistukset ja elvyttävä finanssipolitiikka. Finanssikriisin jälkeen toteutetut tehostamisohjelmat ja kulujen karsiminen ovat tuottaneet tulosta, sillä yritysten käyttökateprosentit ovat pääosin kasvaneet. Pienille- ja keskiuurille yrityksille toteutetut yritystutkimukset osoittavat yritysten luottamuksen ja kannattavuuden olevan edelleen hyvällä tasolla.

Hyvästä kannattavuudesta johtuen yritysten korollisten nettovelkojen suhde käyttökatteeseen ei ole juurikaan heikentynyt viime vuosina. Mediaaniyrityksellä suhde on vuoden 2017 aikana kääntynyt hieman laskuun, ollen vuoden 2017 lopussa 3,8. Huolestuttavaa on kuitenkin se, että korollisten nettovelkojen suhde käyttökatteeseen on heikentynyt viime vuosina heikomman luottoluokituksen yrityksillä. Heikomman luottoluokituksen yrityksillä on verrattain vähän käteistä ja muita likvidejä varoja, joita voisi käyttää velkojen takaisinmaksuun.

Rahapolitiikan normalisoituminen on Yhdysvalloissa kiristänyt rahoitusoloja ja nostanut yksityisen sektorin rahoituskustannuksia. Samalla heikentyvät talouden näkymät ovat laskeneet markkinaodotuksia liittyen yritysten kannattavuuteen. Yritykset ovat viime vuosina aktiivisesti uudelleenrahoittaneet velkojaan, mikä on suurelta osin siirtänyt yritysten uudelleenrahoitustarpeita pitkälle ensi vuosikymmenelle. Tilanne on kuitenkin olennaisesti heikompi korkean riskin joukkovelkakirjalainojen osalta, joissa yritysten uudelleenrahoitustarpeet kasvavat nopeasti jo vuodesta 2020 lähtien.

Keskeisin huoli Yhdysvaltojen rahoitusvakauden osalta onkin se, että reaalitalouden odotettua nopeampi heikkeneminen ja rahoituskustannusten äkillinen nousu voisi lisätä etenkin korkean riskin yritysvelkamarkkinaan jo ennestään kohdistuvia suuria luottoriskejä. Luottokelpoisuuden heikentyessä yritysten luottoluokitus voi laskea spekulatiiviseen luokkaan. Investointiluokasta putoaminen voisi tarkoittaa pitkäaikaisen varainhankinnan hinnan nousun lisäksi yritysten lyhytaikaisen rahoituksen saatavuuden oleellista heikentymistä, sillä yritysten lyhytaikaiset yritystodistusohjelmat ovat usein riippuvaisia investointitason luottoluokituksesta. Osa sijoittajista voi olla tällöin pakotettu luopumaan yrityslainaomistuksistaan, sillä osa rahastoista ja institutionaalisista sijoittajista voi sääntöjen mukaan sijoittaa vain investointiluokan yrityksiin. Tämä voisi osaltaan lisätä riskilisien nousupainetta yritysvelkamarkkinoilla.

Yritysvelkamarkkinoiden häiriöt vaikuttaisivat todennäköisesti negatiivisesti liikekiinteistömarkkinoihin, sillä liikekiinteistöjen kysyntä on monelta osin sidoksissa yritysten tilaan. Yritysten tilan heikentyminen voisi heijastua liikekiinteistöjen hintojen ohella myös rakentamiseen, jonka vaikutus on Yhdysvaltain taloudelle merkittävä. Yhdysvalloissa julkisella sektorilla on nykyään suuri rooli asunto- ja kiinteistömarkkinarahoituksen takaajana ja likviditeetin tarjoajana valtion sponsorioimien laitosten implisiittisten takauksien kautta. Vaikka valtioneuvokset osaltaan lisäävät rahoitusvakautta kiinteistömarkkinoilla, voisi riskien toteutuminen olla rasite valtion velkakestävyydelle.

## **Riskit pankkien sijaan kansainvälisillä sijoittajilla**

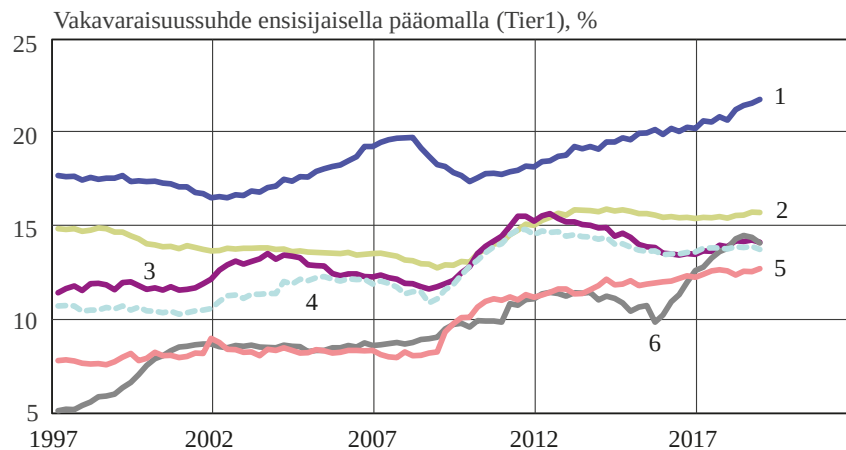
Finanssikriisiä edeltävään aikaan verrattuna yhdysvaltalaisien pankkien riskinkantokyky on selvästi parempi. Hyvä talouskehitys ja finanssipoliittinen elvytys ovat tukeneet pankkien tuottokehitystä ja pitäneet luottotappioiden määrän vähäisenä. Pankkien riskinsietokykyä kasvattaa lisäksi vähentynyt riippuvuus lyhytaikaisesta markkinarahoituksesta, mikä on pienentänyt pankkien likviditeettiriskejä. Yhdysvaltalaiset pankit ovat myös kohentaneet vakavaraisuuttaan kriisin jälkeisinä vuosina (Kuvio 11). Yhdysvaltalaisien pankkien ydinvakavaraisuusaste on keskimäärin 13 % ja omavaraisuusaste 9,74 %.

Pankkien toimintamallien eroista johtuen omavaraisuusaste on Yhdysvalloissa selvästi eurooppalaisia pankkeja korkeampi. Lainojen suhde talletuksiin on yhdysvaltalaisilla pankeilla hyvin matala, vain 72 %. Etenkin suurilla pankeilla on eurooppalaisiin pankeihin nähden enemmän korkeariskisiä yrityslainoja taseissaan, matalariskisten asuntolainojen ollessa vain pieni osa tasetta. Markkinarahoituksen voimakas kasvu yritysrahoituksessa on kuitenkin vähentänyt pankkien suoria taseriskejä yrityslainojen osalta. Entistä suuremman osan etenkin korkean riskin yritysrahoituksesta kantavat nykyään pankkien sijaan sijoittajat. Etenkin suuret investointipankit keskittyvät entistä enemmän markkinarahoitusta avustavaan rooliin, esimerkiksi joukkovelkakirjalainojen liikkeeseenlaskujen järjestäjänä.

Kuvio 11

### Etenkin pienten ja keskisuurten pankkien vakavaraisuus on kohentunut Yhdysvalloissa

- |                             |                               |
|-----------------------------|-------------------------------|
| 1. Alle 100 milj. USD       | 2. 100 milj. USD - 1 mrd. USD |
| 3. 1 mrd. USD - 10 mrd. USD | 4. 10-250 mrd. USD            |
| 5. Yli 250 mrd. USD         | 6. Kaikki pankit              |



Lähteet: FDIC ja Macrobond.

23.4.2019  
eurojatalous.fi

Pankkien sijaan riskit kohdistuvatkin tässä syklissä enemmän kansainvälisiin rahoitusmarkkinoihin, ja niiden kykyyn välittää rahoitusta heikentyvän reaalityalouden oloissa. Rahastosijoittamisen yleistymisen ja Yhdysvaltojen hyvät tuottotasot ovat houkutelleet maahan paljon ulkomaalaisia sijoittajia, jotka tyypillisesti myös vetäytyvät kotimaisia sijoittajia nopeammin riskien kasvaessa. Yhdysvalloilla on keskeinen asema kansainvälisessä rahoitusjärjestelmässä ja siten suuri merkitys rahoitusvakaudelle. Talouden ja rahoitusmarkkinoiden suuren koon lisäksi Yhdysvaltain dollarilla on poikkeuksellisen vahva asema globaalissa taloudessa, minkä vuoksi muutokset Yhdysvaltojen rahoitusoloissa heijastuvat nopeasti myös sen ulkopuolelle<sup>[5]</sup>. Rahoitusmarkkinahaavoittuvuuksien realisoituminen ja heikentyvä reaalityalouden

5. Lisää dollarin roolista kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla artikkelissa ”Dollarin valta-aseman vuoksi Yhdysvaltojen riskit ovat muidenkin riskejä” Euro ja Talous 1/2019.

Yhdysvalloissa heijastuisivat epäilemättä voimakkaasti muualle maailmaan, mistä syystä mahdolliset häiriöt juuri Yhdysvaltojen rahoitusmarkkinoilla ja taloudessa ovat erityisen vaarallisia kansainväliselle rahoitusvakaudelle.

### **Avainsanat**

rahoitusvakaus, järjestelmäriskit, yritykset, Yhdysvallat, velkaantuminen