Analyysi

Matalat korot elvyttävät mutta voivat myös luoda riskejä

Rahoitusvakaus, Korot | 21.05.2015 | Katja Taipalus, Kimmo Koskinen

KIRJOITTAJAT



Katja Taipalus
Osastopäällikkö



Kimmo Koskinen
Neuvonantaja

Elvyttävä rahapolitiikka on välttämätöntä hintavakauden ja talouden elpymisen kannalta, mutta rahoitusmarkkinoiden vakaudelle runsas likviditeetti ja matalan koron ylläpitämä tuottohakuisuus luovat myös riskejä.



Elvyttävää rahapolitiikkaa tarvitaan

Talouden kehitys euroalueella on ollut vaimeaa, joskin kehityksessä on maakohtaisia eroja. Euroopan keskuspankki (EKP) on pyrkinyt saavuttamaan inflaatiotavoitteensa ja tukemaan talouskasvun elpymistä pitämällä korkotason alhaisena ja varmistamalla pankkien likviditeetin saatavuuden. Toimista huolimatta suuri yksityisen ja julkisen sektorin velkaantuneisuus jarruttaa talouden elpymistä: lainanotto ei ole houkuttelevaa, kun velkataakka on säilynyt suurena.

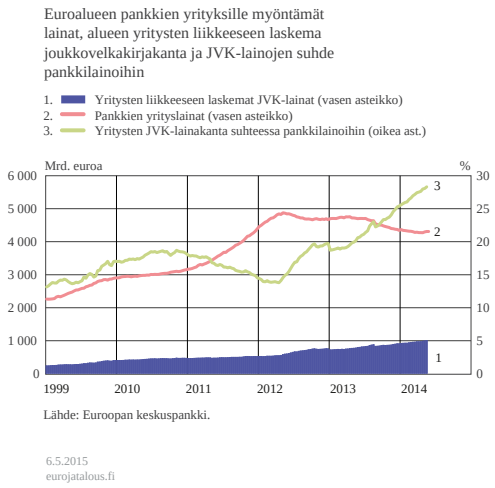
Pankit keskeisiä rahapolitiikan välittymisessä

Kevyen rahapolitiikan aikaansaama korkojen mataluus tukee pankkirahoitukselle vaihtoehtoisen markkinavarainhankinnan saatavuutta ja samalla helpottaa pankkien omaa varainhankintaa. Pankkien oman varainhankinnan helpottuminen ei kuitenkaan ole lisännyt pankkien luotonantoa toivotusti.

Tuoreimpien tilastojen[1] valossa euroalueen pankkien luotonanto yksityiselle sektorille on jatkunut vaisuna. Yksityisen sektorin luotonannon vuosikasvu oli euroalueella maaliskuussa 2015 vain 0,1 %. Maittaiset erot lainanannossa ovat kuitenkin melko suuria. EKP:n luotonantokyselyn (Bank Lending Survey, BLS) mukaan pankkien odotukset luotonannon kehityksestä ovat kuitenkin parantumassa. Pankit odottavat etenkin EKP:n laajennetun omaisuuserien osto-ohjelman tukevan jatkossa luotonannon kasvua.

Osto-ohjelma on kyselyn mukaan jo nyt parantanut pankkien likviditeettitilannetta ja pienentänyt niiden varainhankinnan kustannuksia. Samalla yksityisen sektorin pankkilainojen marginaalit ovat kaventuneet etenkin Etelä-Euroopan maissa. Erittäin matala korkotaso asettaa kuitenkin paineita pankkien korkokatteen kaventamiselle edelleen. Kyselyyn osallistuneet pankit näkevät kannattavuutensa keskimäärin heikentyvän seuraavien 6 kuukauden aikana (kuvio 1).

Kuvio 1.

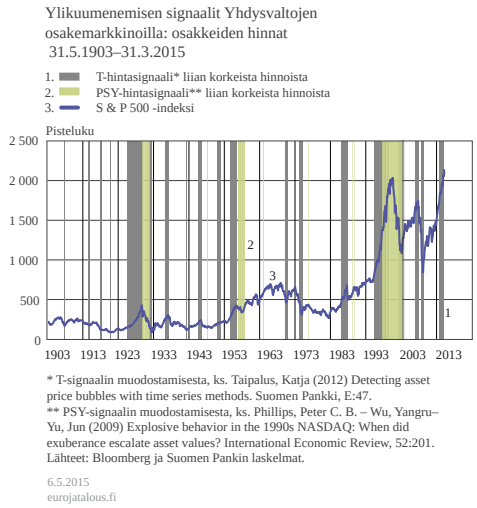


Yritykset hakeneet ennätyksellisesti rahoitusta markkinoilta

Markkinaperusteisen rahoituksen osuus velkarahoituksesta on viime aikoina kasvanut ja siten tarjonnut tarpeellisen vaihtoehdon pankkiluotonannolle. Pankkisääntelyn kiristyminen, digitalisaatio ja pitkään matalina pysyneet korot ovat muuttamassa pankkien ja muiden toimijoiden välistä kilpailuasetelmaa rahoituksen välityksessä (ks. artikkeli Euroopan pankkisektori muuttumassa voimakkaasti).

Matala korkotaso on kannustanut sijoittajia hakemaan tuottoja yhä riskipitoisemmista kohteista. Tuottohakuisuus on osaltaan tukenut rahoitusmarkkinoiden toimivuuden parantumista. Kysynnän kasvu on nostanut paikoin voimakkaastikin osakkeiden hintoja ja laskenut joukkolainojen korkoja. Erityisesti suuret yritykset ovat hyödyntäneet matalaa korkotasoa laskemalla liikkeeseen finanssikriisin jälkeen ennätysmäärät joukkovelkakirjalainoja. Euroalueella yritysten JVK-kanta ylitti vuoden 2015 alussa 1 000 mrd. euron rajan (kuvio 2). Kasvua vuoden 2008 lopusta on peräti 80 %. Erityisesti institutionaaliset sijoittajat, kuten sijoitusrahastot, yksityiset ja julkiset eläkerahastot sekä vakuutusyhtiöt, ovat kasvattaneet sijoituksiaan yritysten joukkolainoihin.

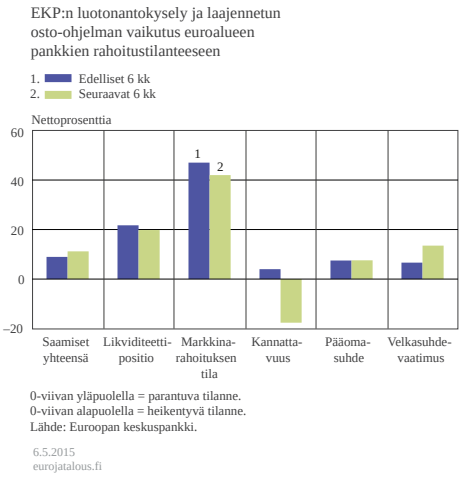
Kuvio 2.



Erityistä huolta ovat herättäneet suuririskisten yritysten joukkovelkakirjalainojen voimakas kasvu ja tuottovaatimusten ja riskilisien historiallinen alhaisuus. Suuririskisten yritysten liikkeeseen laskemien euromääräisten JVK-lainojen määrä on kasvanut Euroopassa jo noin 250 mrd. euroon[2], mikä on noin 25 % yritysten JVK-lainakannasta (kuvio 3). Matala korkotaso ja sijoittajien tuottohakuisuus ovat ylläpitäneet näiden tuotteiden kysyntää, ja riskilisät ovat olleet alkuvuoden 2015 pienenemään päin.

Korkojen nousu saattaisi aiheuttaa etenkin riskillisimpiin yrityslainoihin sijoittaneille merkittäviä tappioita. Sijoittajien riskinkantokyvyn muutokset saattaisivat vaarantaa myös monen yrityksen varainhankinnan kasvattamalla yritysten rahoituksen kustannuksia korkojen noustessa ja rahoituksen tarjonnan vähentyessä. Merkitys voisi olla tuntuva, etenkin kun pankkisektori on vähentänyt voimakkaasti riskillisempiä yrityslainoja taseistaan.

Kuvio 3.



Rahoitusmarkkinoiden vakauden näkökulmasta on olennaista seurata yritysten JVK-rahoituksen ja pankkisektorin muun ulkopuolisen rahoituksen kasvua ja vaihteluita (ks. artikkeli Pankkitoiminnan rakennemuutos avannut tilaa varjopankeille). Taloutta elvyttävien politiikkatoimien onnistumisen arvioinnissa on seurattava, mihin rahoitus välittyy: talouden kasvua tukeakseen rahoituksen tulisi kanavoitua ensisijaisesti tuottaviin investointeihin, ei pelkästään varallisuushyödykkeisiin.

Tuottohakuisuus voi vääristää hintoja

Erityisesti osakkeiden ja JVK-lainojen ja osin myös kiinteistöjen hintojen pelätään jo kohonneen kansainvälisillä rahoitusmarkkinoilla korkeammiksi kuin talouden perustekijät edellyttävät. Sijoittajien tuottohakuisuus on lisännyt suuririskisten sijoituskohteiden kysyntää. Tämä on luonut otollisen pohjan erilaisten rahoitusinnovaatioiden kehittymiselle. Innovaatiot jakavat riskejä uudelleen ja muodostavat uudenlaisia kytköksiä rahoitusjärjestelmän eri toimijoiden välille. Jotta epävarmuutta riskien kohdentumisesta häiriötilanteissa voitaisiin vähentää, on huolehdittava myös uusien innovaatioiden riittävästä läpinäkyvyydestä.

Vaikka markkinoilla pelätäänkin ylikuumenemista, yksiselitteisiä merkkejä varallisuushintojen yliarvostuksesta on vaikea saada. Kuitenkin esimerkiksi Yhdysvalloissa osakemarkkinoiden arvostusten on yleisesti pelätty olevan jo liian suuria talouden perustekijöihin nähden.

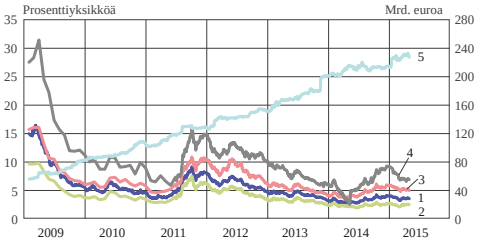
Osakkeiden hintojen arvostuksia voidaan tutkia erilaisilla ns. varhaisen varoituksen tunnusluvuilla. Näiden antamia signaaleja on kuitenkin aina syytä tulkita varovasti. On syytä tarkastella useita erilaisia välineitä, jotta osakkeiden hintojen yliarvostuksesta voisi puhua. Tällä hetkellä monet näistä mittareista jo varoittavat osakkeiden hintojen nousseen korkealle, myös suhteessa osakkeiden tuottamaan osinkovirtaan (kuviot 4 ja 5). Rahoitusmarkkinoiden vakauden

näkökulmasta onkin syytä tarkkailla, jatkuvatko signaalit hintojen ylikuumentumisesta edelleen.

Kuvio 4.

Yritysten liikkeeseen laskemat euromääräiset suuririskiset yrityslainat Euroopassa ja näiden JVK-lainojen optiokorjatut riskilisät luottoluokituksen mukaan

1. Eurooppa yhteensä (vasen asteikko)
2. BB (vasen asteikko)
3. B (vasen asteikko)
4. CCC (vasen asteikko)
5. Suuririskiset JVK-lainat, kanta (oikea asteikko)



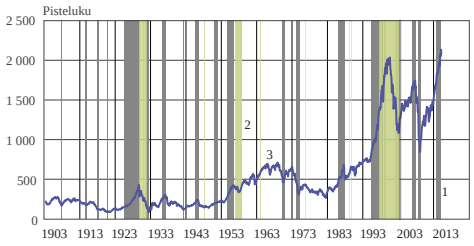
Suuririskiset yritysten JVK-lainat (pl. rahoituslaitokset).
Lähde: Barclays.

6.5.2015
eurojatalous.fi

Kuvio 5.

Ylikuumenemisen signaalit Yhdysvaltojen osakemarkkinoilla: osakkeiden hinnat 31.5.1903–31.3.2015

1. T-hintasignaali* liian korkeista hinnoista
2. PSY-hintasignaali** liian korkeista hinnoista
3. S & P 500 -indeksi



* T-signaalin muodostamisesta, ks. Taipalus, Katja (2012) Detecting asset price bubbles with time series methods. Suomen Pankki, E:47.
** PSY-signaalin muodostamisesta, ks. Phillips, Peter C. B. – Wu, Yangru– Yu, Jun (2009) Explosive behavior in the 1990s NASDAQ: When did exuberance escalate asset values? International Economic Review, 52:201.
Lähteet: Bloomberg ja Suomen Pankin laskelmat.

6.5.2015
eurojatalous.fi

Viitteet

1. Euroopan keskuspankin tasetilastot (BSI) 31.3.2015. ↑
2. Barclays. ↑

Asiasanat

korot, rahoituksen välitys, ylikuumeneminen