Analyysi

Euroalueen rahamarkkinat muutosten kourissa

Rahapolitiikka | 30.03.2017

Sääntely, finanssikriisin herättämä riskitietoisuus ja eurojärjestelmän elvyttävä rahapolitiikka ovat viime vuosina muuttaneet euroalueen rahamarkkinoita. Kaupankäynti on siirtynyt vakuudettomasta lainanannosta vakuudelliseen, ja eri instrumenttien korkoerot ovat kasvaneet. Rahapoliittisten korkojen muutokset välittyvät markkinakorkoihin rahamarkkinoiden kautta, joten eurojärjestelmän keskuspankeissa rahamarkkinoiden kehitystä seurataan tarkasti.



Rahamarkkinoilla tarkoitetaan juoksuajaltaan alle vuoden velkasitoumusten tukkumarkkinoita, joilla kauppaa käyvät etenkin pankit ja muut rahoituslaitokset. Useimmiten lainojen maturiteetit ovat erittäin lyhyitä: yhdestä yöstä viikkoon. Kauppaa käydään verrattain turvallisilla ja likvideillä instrumenteilla, kuten vakuudettomilla ja vakuudellisilla talletuksilla, takaisinostosopimuksilla (repurchase agreement, repo)[1] sekä valtioiden ja yritysten juoksuajaltaan lyhyillä velkapapereilla.

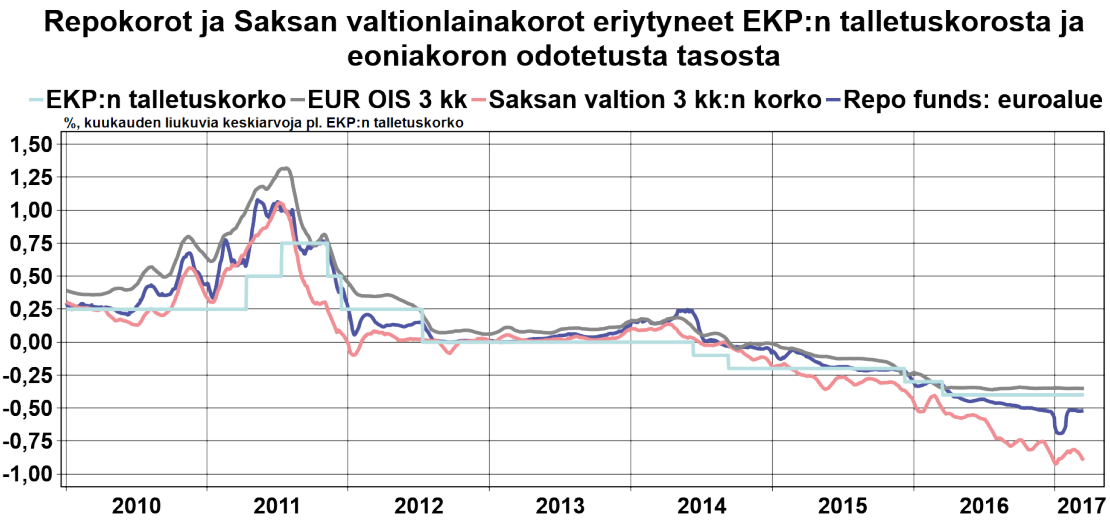
Rahamarkkinoiden toiminta vaikuttaa yksittäisten rahoituslaitosten varainhankintaan ja kassanhallintaan. Mahdolliset häiriöt rahamarkkinoilla heijastuvat myös laajemmin rahoitusmarkkinoille ja rahoituksenvälitykseen.[2]

Euroalueen rahamarkkinat vakautuivat finanssi- ja velkakriisin jälkeen, ja kaupankäynti on viime vuosina ollut aktiivista. Pelkästään vajaan 100 ns. paneelipankin rahamarkkinakauppojen volyymi oli EKP:n vuoden 2015 kyselyssä yli 1 000 mrd. euroa päivässä.[3] Rahamarkkinoiden rakenne on kuitenkin muuttunut merkittävästi verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan, sillä kaupankäynti vakuudettoman rahan markkinoilla on vähentynyt ja vastaavasti vakuudelliset kaupat ovat lisääntyneet voimakkaasti. Kehitystä selittävät mm. sääntelymuutokset, jotka eivät kannusta pankkeja lyhytaikaiseen – etenkään vakuudettomaan – varainhankintaan.[4] Samalla markkinatoimijoiden riskitietoisuus on kasvanut ja valtioiden luottoluokitukset ovat heikentyneet. Nämä tekijät ovat osaltaan johtaneet siihen, että rahamarkkinat ovat eriytyneet ns. ydin- ja periferiamaihin.[5]

Vakuudettomien rahamarkkinoiden riskimittarina on perinteisesti käytetty euribor- ja ns. OIS-korkojen (overnight index swap- eli yön yli -indeksiswapkorkojen)[6] välisiä eroja, jotka ovat pysyneet vakaina euroalueen velkakriisin jälkeen vuodesta 2013 alkaen (kuvio 1). Markkinatilanteen muutos näkyy kuitenkin tällä hetkellä muiden lyhyiden korkojen välisinä eroina.

Jos rahapolitiikka välittyy tehokkaasti, lyhyet markkinakorot reagoivat lähiajan rahapolitiikan mitoitusta koskeviin odotuksiin. Keskuspankki ohjaa politiikkakoroillaan lyhimpiä markkinakorkoja – esimerkiksi yön yli -korko eonia on kaksi viime vuotta ollut hyvin lähellä EKP:n talletuskorkoa, joka on nyt –0,40 %. Vastaavasti OIS-korot ovat paras keskuspankin korkopolitiikkaan kohdistuvia odotuksia kuvaava mittari ja ohjaavatkin yleensä tehokkaasti euroalueen rahamarkkinakorkoja ja eurovaltioiden lyhimpiä lainakorkoja (kuvio 2). Nämä korot ovat tyypillisesti erkaantuneet toisistaan vain kriisioloissa.

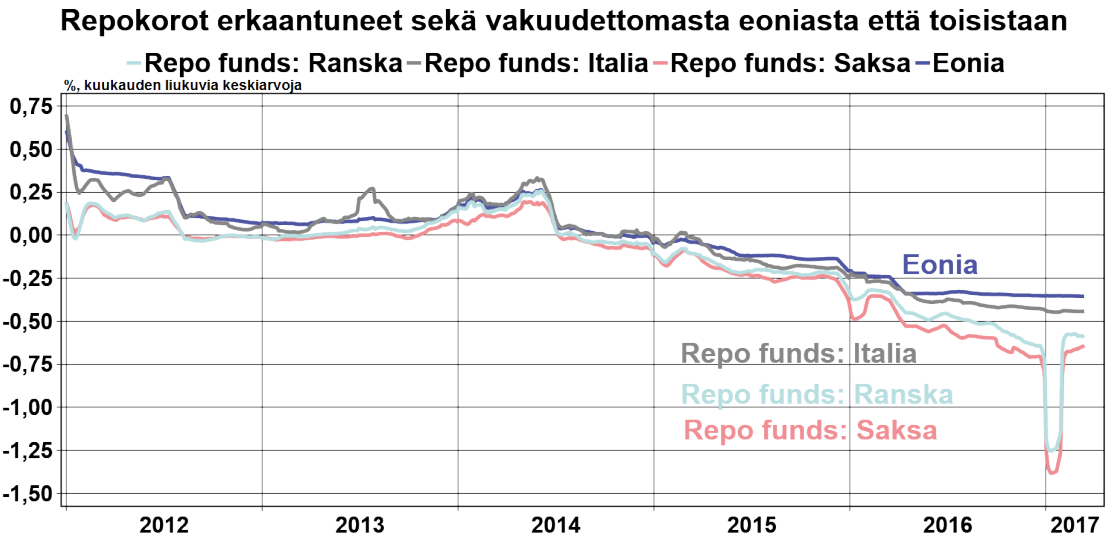
Kuvio 1.



OIS-korko kuvaa keskimääräiseen yön yli -korkoon eoniaan kohdistuvaa odotusta tietyllä aikavälillä.
Euroalueen repo funds -korko kertoo tietyillä kaupankäyntialustoilla euroalueen valtionlainoilla tehtyjen repokauppojen keskikoron.
Lähteet: Macrobond ja Bloomberg.

eurojatalous.fi
16.3.2017

Kuvio 2.



Maakohtaiset repo funds -korot kertovat korkotasoja repokaupoille, joissa on vakuutena tietyn maan valtionvelkakirja.
Lähde: Bloomberg.

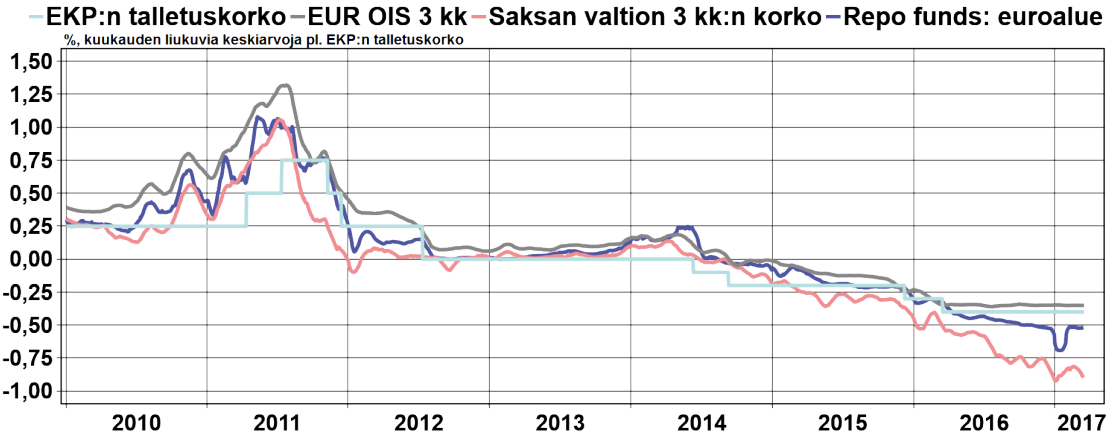
eurojatalous.fi
16.3.2017

Parin viime vuoden aikana repokorot ja Saksan lyhyet korot ovat kuitenkin painuneet selvästi EKP:n talletuskoron ja eonian alapuolelle. Jaottelemalla korot käytetyn vakuuden mukaan huomataan, että repokorot ovat lisäksi eriytyneet myös toisistaan (kuvio 3). Saadakseen lyhytaikaisen talletuksen vakuudeksi Saksan velkakirjan sijoittaja joutuu tekemään talletuksen

noin –0,70 prosentin korolla. Ranskan ja etenkin Italian velkakirjoja vastaan talletuskorot ovat korkeampia eli vähemmän negatiivisia. Vuodenvaihteessa pankkien optimoidessa taseitaan laadukkaat vakuuspaperit olivat erityisen kysyttyjä ja euroalueen ydinmaiden repokorot painuivat hetkellisesti jopa –5 prosenttiin. Kun ennen repomarkkinoilla ”myytiin talletuksia” vakuuksia vastaan, nyt ”ostetaan vakuuksia” talletuksia vastaan.

Kuvio 3.

Repokorot ja Saksan valtionlainakorot eriytyneet EKP:n talletuskorosta ja eoniakoron odotetusta tasosta



OIS-korko kuvaa keskimääräiseen yön yli -korkoon eoniaan kohdistuvaa odotusta tietyllä aikavälillä.
Euroalueen repo funds -korko kertoo tietyillä kaupankäyntialustoilla euroalueen valtionlainoilla tehtyjen repokauppojen keskikoron.
Lähteet: Macrobond ja Bloomberg.

eurojatalous.fi
16.3.2017

Syitä edellä kuvattuun korkojen kehitykseen ovat ainakin sijoittajien halu suojautua euroalueen poliittisilta riskeiltä ja yleinen laadukkaan vakuusmateriaalin puute.[7] Jo mainittujen sääntelymuutosten ja riskitietoisuuden lisäksi myös eurojärjestelmän laajennettu omaisuuserien osto-ohjelma vaikuttaa osaltaan vakuuksien puutteeseen. Ohjelma sekä lisää ylimääräistä likviditeettiä markkinoille että poistaa sieltä laadukkaita, vakuuskäyttöön kelpaavia arvopapereita. Repomarkkinoiden toiminnan helpottamiseksi eurojärjestelmä aloitti alkuvuodesta 2017 arvopaperiomistustensa lainaamiseen myös käteisvakuuksia vastaan.

Koska ainakin osa repomarkkinoiden muutosajureista on luonteeltaan rakenteellisia, rahamarkkinoiden murros tuskin jää vain väliaikaisiksi. Vakuuksien niukkuudesta huolimatta repomarkkinat kuitenkin toimivat kelvollisesti ja hinnat joustavat – esimerkiksi kaupankäyntivolyymit ovat säilyneet lähes ennallaan tai jopa kasvaneet. Repokorot ovat kuitenkin poikkeuksellisen alhaisia, ja markkinatoimijat vasta totuttelevat uudenlaiseen toimintaympäristöön, joten eurojärjestelmässä seurataan jatkossakin tarkasti tilanteen kehittymistä.[8]

Lähteet:

Baranova, Y. – Liu, Z. – Noss, J. (2016) The role of collateral in supporting liquidity. Staff Working Paper No. 609. Bank of England.

Doran, D. – Kierrane, C. – Masterson, M. (2014) Some Implications of new Regulatory Measures for Euro Area Money Markets. Quarterly Bulletin 1/ January 2014. Central Bank of Ireland.

Euroopan keskuspankki (2015) Euro Money Market Survey.

Heijmans, R. – Heuver, R. – Gorgi, Z. (2016) How to Monitor the Exit from the Eurosystem's unconventional monetary policy: Is EONIA dead and gone? DNB Working Paper No. 504/March 2016.

Koukkunen, J. (21.2.2017) Euriborien laskentaan kaavaillaan merkittävää muutosta. Blogikirjoitus.

Mersch, Y. (2017) Ructions in the repo market – monetary easing or regulatory squeezing? Puhe 26.1.2017.

Singh, M. (2016) Collateral and Financial Plumbing. Risk Books.

Viitteet

1. Takaisinostosopimukset eli tuttavallisemmin repot ovat yksi yleisimmistä rahamarkkinainstrumenteista. Repomarkkinoilla osapuoli A myy arvopaperin (esim. valtionvelkakirjan) osapuolelle B hintaan 99, ja lupaa ostaa sen takaisin esimerkiksi kolmen päivän kuluttua hintaan 100. Hintojen erotus määrää sopimuksen koron. Käytännössä repot ovat siis vakuudellisia talletuksia ja yksi turvallisimmista keinoista sijoittaa ylimääräisiä käteisvaroja. Tyypillisesti arvopaperin myyntihinta on hieman sen todellista markkina-arvoa alempi, eli vakuuspaperi aliarvostetaan (haircut). ↑
2. Rahamarkkinat ovat myös konkreettisesti osa monien suomalaisten elämää euriborkorkoihin sidottujen asuntolainojen kautta. Joonas Koukkusen blogikirjoitus (21.2.2017) valottaa euriborien laskentatapaa ja selventää, miksi euriborkorkoja ollaan uudistamassa osittain rahamarkkinoiden rakenteellisten muutosten vuoksi. ↑
3. Summasta noin lähes puolet on vakuudellisia ja pari prosenttia vakuudettomia kauppoja. Loppu koostuu korko- ja valuuttajohdannaisista. Ks. Euroopan keskuspankki (2015). ↑
4. Lähivuosien pankkijärjestelmän vakauteen tähtäävistä sääntelyuudistuksista sekä maksuvalmiusvaatimuksella (liquidity coverage ratio, LCR), pysyvän varainhankinnan vaatimuksella (net stable funding ratio, NSFR), velkaantuneisuusastella (leverage ratio, LR) että vakavaraisuussuhteella (capital ratio) on ainakin teoriassa rahamarkkinakaupankäyntiä ehkäiseviä vaikutuksia. Kaikki näistä eivät kuitenkaan ole vielä voimassa. Ks. Doran ym. (2014). ↑

5. Ks. Heijmans ym. (2016). ↑
6. OIS on johdannaissopimus, jossa kaupan toinen osapuoli maksaa kiinteää korkoa ja toinen keskimääräistä yli yön -korkoa sopimuksen juoksuajalta. Näin euromääräisten OIS-sopimusten hinnoista voi päätellä markkinoiden odottaman keskimääräisen eoniakoron tason sopimuksen juoksuaikana. ↑
7. Vakuuksia tarvitaan mm. rahoituksen hankkimiseen ja johdannaispositioiden kattamiseen. Vakuuskäytössä pitkätkin ”ketjut” ovat tyypillisiä, ja laadukas vakuuspaperi kiertää Baranova ym. (2016) mukaan keskimäärin noin neljän välittäjän kautta ennen päätymistään lopulliseen kohteeseensa. Esimerkiksi Singh (2016) korostaa vakuuksien merkitystä koko rahoitusjärjestelmän toiminnalle ja talouskasvun mahdollistamiselle. ↑
8. Ks. Mersch (2017). ↑

Asiasanat

likviditeetti, rahamarkkinat, repomarkkinat