

Uudistettu euribor tulikokeessa

10.7.2020 10:00 • BLOGI •



KIRJOITTAJA

Niko Herrala

Toimistopäällikkö

Rahamarkkinoilla määräytyvä euribor on monen suomalaisen talouden kannalta tärkeä muuttuja, sillä esimerkiksi valtaosa suomalaisten asuntolainojen koroista on sidottu siihen^[1]. Mutta mistä ja miten euribor tulee? Vastaus tähän kysymykseen muuttui viime vuoden lopulla, kun euriborin konepellin alle asennettiin uusi hybridi vanhan dieselin tilalle^[2].

Uudistettu euribor nojaa mahdollisimman pitkälti dataan

Euriborin tarkoitus on aina ollut mitata korkoja, joilla pankit lainaavat rahaa vakuudettomasti korkeintaan vuoden ajaksi. Tähän uudistus ei tuonut muutosta, vaikka määritelmää ja laskentamenetelmää viilattiin. Maailma ja rahoitusjärjestelmä ovat muuttuneet siitä, kun euribor ensi kertaa julkaistiin euron syntyessä vuoden 1999 alussa. Tarvetta uudistamiselle kiihdytti se, että osa pankeista oli syyllistynyt viitekorkojen manipulointiin. Uudistamista puolestaan vaikeutti se, että vakuudeton kaupankäynti pankkienvälisillä rahamarkkinoilla on finanssikriisin jälkeen kuihtunut. Vähäinen kaupankäynti vaikeuttaa viitekoron laskentaa.

Euribor-korkoja hallinnoi European Money Markets Institute (EMMI)^[3]. Se päivitti euriborin EU:n vuonna 2016 säätämän viitearvoasetuksen ja kansainvälisten suositusten mukaiseksi 28.11.2019^[4], jolloin kaikki euriborin laskentaan osallistuvat ns. paneelipankit olivat ottaneet uuden määritelmän käyttöön.

1. Katso Marja Nykäsen blogi: Asuntolainan korko kannattaa valita huolella <https://www.eurojalous.fi/fi/blogit/2019/asuntolainan-korko-kannattaa-valita-huolella/>. Euriboria käytetään toki myös paljon yritysten lainojen viitekorkona sekä rahoitusmarkkinoilla velkakirjoissa ja johdannaissopimuksissa.

2. Euribor-uudistuksen tausta käy laajemmin ilmi Joonas Koukkusen blogista: Euriborin uudelle laskentamenetelmälle haetaan hyväksyntää <https://www.eurojalous.fi/fi/blogit/2019/euriborin-uudelle-laskentamenetelmalle-haetaan-hyvaksyntaa/>.

3. Euribor-korot eivät siis ole Euroopan keskuspankin, eurojärjestelmän eivätkä siten myöskään Suomen Pankin hallinnoimia tai julkaisemia korkoja. Keskuspankit seuraavat korkoja tarkasti jo pelkästään siitä syystä, että euribor-korot ja niihin sidotut arvopaperit ovat tärkeitä rahapolitiikan välittymisen ja rahoitusvakauden kannalta. EMMI:n jäseniä ovat kansalliset finanssialojen etujärjestöt, Suomessa Finanssiala ry. EMMI:n toimintaa euriborin hallinnoijana valvoo Belgian rahoitusvalvoja.

4. Linkki EMMI:n tiedotteeseen: https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/Do417A-2019%20-%20EURIBOR_phase_in_completion.pdf.

Euriborin määräytyminen uudistettiin puhtaasti pankkien asiantuntija-arvioista kohti toteutuneisiin rahamarkkinakauppoihin pohjautuvaa laskentaa. Koska rahamarkkinakauppoja on kuitenkin varsin vähän ja euribor-korot pitää julkaista luotettavasti jokaisena kaupankäyntipäivänä, EMMI päätti, että paneelipankkien korkonoteerauksen tulee pohjautua ns. vesiputousmalliin.

Vesiputousmallissa on kolme tasoa, joiden pohjalta paneelipankki muodostaa korkonoteerauksensa. Vesiputouksen tapaan laskenta aloitetaan ensimmäiseltä tasolta. Laskennassa siirrytään alemmalle tasolle vain, jos se on tarpeen, eli mikäli riittävää määrää kauppoja ei ole luotettavan ja edustavan noteerauksen laskemiseksi:

1. Toteutuneet rahamarkkinakaupat, joissa pankki lainaa rahaa ilman vakuuksia kyseiselle juoksuaikalle toiselta pankilta, julkiselta sektorilta, vakuutusyhtiöltä, eläkerahastolta tai muulta rahoituslaitokselta.
2. Vastaavat toteutuneet rahamarkkinakaupat, jotka ovat aiemmilta päiviltä tai joiden juoksuaika poikkeaa noteerattavan euriborin juoksuajasta. Näihin kauppoihin sovelletaan muuntokaavaa, jolla niistä pyritään tekemään vertailukelpoisia tason 1 kauppojen kanssa.
3. Viimeisellä tasolla noteeraus perustuu joko muuhun markkinoilta saatuun euriborin kannalta olennaiseen dataan, pankin omaan laskentamalliin tai viimekädessä asiantuntija-arvioon.

Paneelipankkeja on tällä hetkellä 18.^[5] Euribor-korkoja lasketaan viidelle juoksuaikalle (1 vko, 1 kk, 3 kk, 6 kk ja 12 kk). Kukin paneelipankki tuottaa jokaisena kaupankäyntipäivänä noteerauksensa kaikille viidestä euriborista yllä olevan mallin mukaan.

Kun kaikki noteeraukset on kerätty, asetetaan kontribuutiot järjestykseen kullekin juoksuaikalle, otetaan niistä keskimmäiset 70 % ja lasketaan näiden painottamaton keskiarvo. Tästä muodostuvat euribor-korot julkaistaan Suomen aikaa klo 12.

Tätä uudistettua menetelmää EMMI kutsuu hybridimenetelmäksi, sillä se ensisijaisesti pohjautuu toteutuneisiin rahamarkkinakauppoihin sekä täydentävään markkinainformaatioon ja vasta viime kädessä pankkien omiin sisäisiin malleihin ja asiantuntija-arvioon. Olennaista on myös se, että näiden mallien ja asiantuntija-arvioiden tuottamisesta on tehty paljon aiempaa tarkemmat ohjeet laskennalle ja vaadittavalle hallinnolle, joita pankkien tulee noudattaa. Tällä pyritään pienentämään manipulaation riskiä ja samalla myös varmistamaan, että pankit pystyvät osoittamaan toimivansa puolueettomasti.^[6]

Kesällä 2018 EMMI vertasi tuolloin vasta suunnitteilla olevan hybridimenetelmän

5. Lista paneelipankeista: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/panel-banks.html>.

6. EMMI on julkaissut viitearvoasetuksen mukaisesti euriborin tarkan määritelmän: <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/DO246B-2019-EURIBOR%20Benchmark%20Statement%20-%20FINAL.pdf>. Laskentamenetelmä on kuvattu tarkasti oheisessa linkissä: <https://www.emmi-benchmarks.eu/assets/files/DO016A-2019%20Benchmark%20Determination%20Methodology%20for%20EURIBOR.pdf>.

antamia tuloksia silloin käytössä olevaan menetelmään. Testin tulosten mukaan euribor-korot olisivat olleet 1–5 korkopistettä matalampia verrattuna tuolloin käytössä olleeseen menetelmään. Korkojen päivävaihtelu myös kasvoi.

EMMI alkoi siirtää paneelipankkeja hiljalleen uuteen hybridimenetelmään 2019 toisella kvartaalilla. Koska vanha menetelmä ei ole enää käytössä, ei voida sanoa, laskiko euribor-korkojen taso muutamalla korkopisteellä, kuten kesän 2018 testissä. Euribor-korkojen päivävaihtelu on kuitenkin kasvanut jonkin verran uuden menetelmän käyttöönoton jälkeen.

Koronakriisi nosti euribor-korkoja tilapäisesti

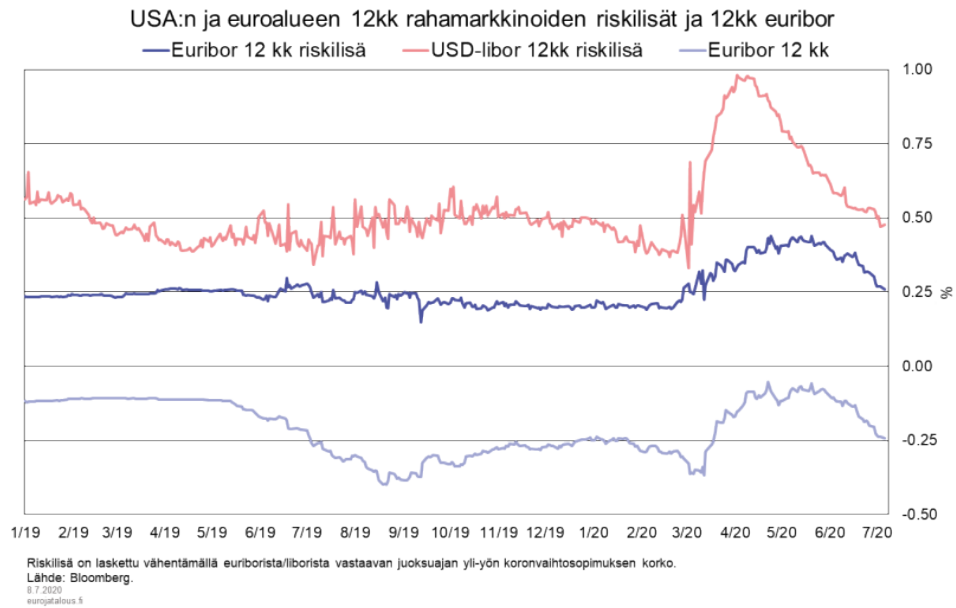
Uudistunut euribor joutui tulikokeeseen, kun koronakriisi aiheutti jännitteitä rahamarkkinoille. Viitearvoasetuksen mukaisesti EMMI julkaisee tilastoa euriborin laskentamallista^[7]. Koronakriisin myötä rahamarkkina-aktiiviteetti laski ja euriborin laskenta pohjautui entistä enemmän toteutuneiden kauppojen sijaan paneelipankkien omaan mallinnukseen ja arvioon. Esimerkiksi tammikuussa, eli ennen koronakriisiä, 12 kk euriborin laskenta pohjautui tason 3 kontribuutioihin 50-prosenttisesti. Huhtikuussa tason 3 kontribuutioiden osuus nousi peräti 94 prosenttiin.

Rahamarkkinajännitteiden myötä pankkien varainhankinnan kustannukset nousivat ja näin ollen myös euribor-korot. Tämä on luonnollista pankkien luottoriskin noustessa, mutta samalla epätoivottua, sillä nousevat euribor-korot kiristävät rahoitusoloja eikä EKP:n kevyt rahapolitiikka näin ollen välity talouteen tehokkaasti. Talouden elvyttämiseksi ja korkojen riskilisten laskemiseksi EKP käynnistikin paitsi mittavat arvopaperiostot niin myös laajat ja edulliset luotto-operaatiot pankeille.^[8] Luotto-operaatiot paransivat pankkien rahoitusasemaa, mikä näkyi euribor-korkojen kääntymisenä jälleen laskuun. Euribor-korkojen nousu jäikin lopulta pieneksi verrattuna USA:n vastaaviin libor-viitekorkoihin. USA:n rahamarkkinoilla jännitteet olivat paljon suuremmat Yhdysvaltojen keskuspankki Fedin toimista huolimatta ja libor-korkojen riskilisät nousivat euribor-korkojen riskilisiä merkittävästi enemmän (kuvio 1).

7. EMMI:n data löytyy oheisesta linkistä: <https://www.emmi-benchmarks.eu/euribor-org/transparency-indicators.html>.

8. Uusista luotto-operaatioista voi lukea lisää Jukka Lähdemäen blogista: EKP:n luotto-operaatiot pitävät rahapolitiikan kevyenä myös jatkossa <https://www.eurojatalous.fi/fi/blogit/2020/ekp-n-luotto-operaatiot-pitavat-rahapolitiikan-kevyena-myos-jatkossa/>.

Kuvio 1.



Vaikka uudistunut euribor selvisikin tulikokeestaan turvautumalla paneelipankkien malleihin ja arvioihin, on silti tarpeen varautua siihen, että euribor-korot joskus lakkaavat. Tämän vuoksi rahamarkkinoiden riskittömiä korkoja käsittelevä yksityisen sektorin työryhmä^[9] tulee vielä tämän vuoden aikana käynnistämään konsultaation siitä, minkälainen varakorko euriborille tulisi luoda ja missä tilanteessa se tulisi käyttöön.^[10] Työryhmä on jo suositellut, että varakorko pohjautuisi EKP:n julkaisemaan yön yli-korko €STR:iin.^[11] Varakoron laskentatavan tarkempi määrittely selviää kuitenkin vasta konsultaation jälkeen, sillä esillä on ollut useita vaihtoehtoisia tapoja. Riskittömän yön yli korko €STR:in pohjalta ei ole nimittäin aivan yksinkertaista laskea varakorkoa pidemmän juoksuajan omaavalle ja myös pankkien luottoriskiä kuvaavalle euriborille. Tämän lisäksi varakoron sisällyttäminen laina- ja johdannaisopimuksiin sisältää juridisia haasteita etenkin jo voimassa olevien sopimusten osalta.

Avainsanat

€STR-korko, euribor, korona, rahapolitiikka

9. Julkinen sektori on työryhmässä tarkkailijana ja EKP toimii sen sihteerinä. Työryhmän nettisivut ovat osoitteessa: https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/index.en.html.

10. Euriborin varakorkoon liittyvästä työstä voi lukea työryhmän sivuilta: https://www.ecb.europa.eu/paym/initiatives/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/html/fallbacks_euribor.en.html.

11. €STR-korosta voi lukea lisää Jukka Lähdemäen blogista: EKP:n uusi viitekorko otti paikkansa markkinoiden ytimessä <https://www.eurojalous.fi/fi/blogit/2020/ekp-n-uusi-viitekorko-otti-paikkansa-markkinoiden-ytimessa/>.