



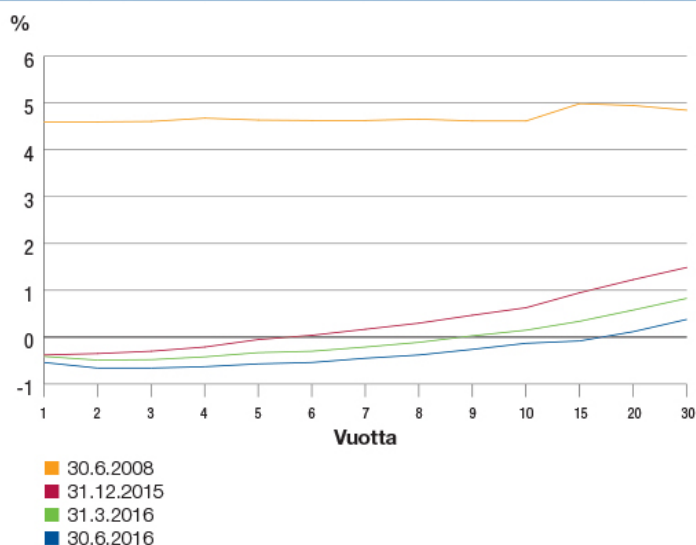
Matalan korkotason aiheuttamat haasteet vakuutusyhtiöille

Kirjoittaja: Mikko Sinersalo, riskiasiantuntija

- Vaikutukset vakuutusyhtiöille
- Vakuutusyhtiöiden toimintavaihtoedot

Korkotaso on laskenut suhteellisen tasaista vauhtia jo kesästä 2008 lähtien. Tuolloin riskittömän pitkän koron viitearvona yleisesti pidetty Saksan kymmenen vuoden korko oli yli 4 %. Tällä hetkellä samainen korko on negatiivinen, ja itse asiassa Saksan valtionlainojen korkokäyrä oli kesäkuun lopussa negatiivinen aina viiteentoista vuoteen saakka.

Saksan valtionlainojen korkokäyrä



Lähde: Bloomberg.

Korkojen lasku on ollut sijoittajalle kaksijakoinen asia. Se on tuonut arvostusvoittoja, joiden myötä saksalaisten valtionlainojen keskimääräinen vuotuinen tuotto on viimeisen kahdeksan vuoden aikana ollut peräti 5,6 %. Tästä 2,7 prosenttiyksikköä on tullut korkotason laskusta ja siitä seuranneesta velkakirjojen arvonnoususta, ja loput kertyneistä koroista. Korkojen laskiessa korkosijoitusten keskihankintatuotto on kuitenkin tullut reilusti alas. Tämän seurauksena saatava korkokertymä on pienentynyt ja pelkästään uusia, hyvän luottoluokituksen valtionlainoja ostavalle se on painunut jo monelta osin nollaan.



11.10.2016

Julkinen

AAA-valtionlainojen kuukausittainen korkokertymä, %



Lähde: Bloomberg.

Vaikka vuotuinen kokonaistuotto onkin viime vuosina ollut hyvä, alkaa vähitellen käsillä olla tilanne, jossa korkojen jatkuva lasku käy yhä epätodennäköisemmäksi. Koronlaskun pysähtyessä uuteen korkoinstrumenttiin sijoittanut ei saa enää tuottoa pääomalle tai tuotto kääntyy jopa negatiiviseksi.

Vaikutukset vakuutusyhtiöille

Vakuutusyhtiöitä koskeva Solvenssi II -sääntely tuli voimaan tämän vuoden alussa. Merkittävimpiä muutoksia uudessa sääntelyssä on koko taseen arvostaminen markkina-arvoon. Käytännössä tämä tarkoittaa, että sekä sijoitusomaisuus että vastuovelka arvostetaan käypään arvoon. Vastuuelvelkä käyttäytyy päivittäin kuin korkosijoitukset: koronlasku kasvattaa vastuuelvelän nykyarvoa, ja sitä kautta heikentää vakuutusyhtiön vakavaraisuutta. Olennaista vakuutusyhtiön kannalta on koko taseen yhteenlaskettu korkoriski: jos vastuuelvelän korkoriski (eli käytännössä vastuiden ajallinen pituus) ylittää sijoitusomaisuuden korkoriskin, vaikuttaa korkojen lasku negatiivisesti vakuutusyhtiön vakavaraisuuteen, ja toisinpäin. Keskimäärin tarkasteltuna vakuutusyhtiöiden vastuuelvelän pituus ylittää sijoitusomaisuuden korkoriskin. Tämän seurauksena korkojen lasku on heikentänyt sektorin vakavaraisuutta, vaikka sijoitusomaisuuden arvo onkin samalla noussut.

Vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminta on pitkään ollut varsin yksinkertaista: sijoitusten keskiössä ovat olleet matalariskiset yritys- ja valtionlainat, jotka on usein pidetty aina eräpäivään asti. Suomessa henki- ja erityisesti vahinkovakuutusyhtiöiden keskimääräiset sijoitusjakaumat ovat olleet mm. eläkelaitoksia vähäriskisempiä. Koska korkotasoa on aiemmin ylittänyt selvästi korkotuottoisen vastuuelvelän keskimääräisen tuottovaatimuksen (henkivakuutusyhtiöillä 2,3 % vuonna 2015), on vuosittain saatu korkokertymä ollut riittävä ilman, että sijoitusten riskitasoa on tarvinnut kasvattaa. Vielä ennen finanssikriisiä tuottovaatimuksen kattava korkotuotto olisi saatu sijoittamalla pelkästään AAA-luottoluokituksen eurooppalaiseen valtionlainoihin.

Korkojen laskun myötä tilanne on muuttunut. Hyvän luottoluokituksen valtionlainojen tarjoama korkotuotto on lähellä nolaa tai negatiivinen ja hyvän luottoluokituksen eurooppalaisten yrityslainojen korko on tällä hetkellä keskimäärin vain 0,65 %. Yrityslainoissa vain heikon luottoluokituksen lainoissa saavutetaan mainittu 2,3 prosentin korkotuotto. Tämän kaltainen riskitason nosto ei tule ilmaiseksi: koska luottoluokitusten konkurssitodennäköisyydet eivät ole lineaarisia, kasvattaa liikkeenleikkien luottoluokitusten lasku A:sta BB-luokkaan konkurssitodennäköisyyden noin kymmenkertaiseksi.

Vakuutusyhtiöiden toimintavaihtoedot

Uudessa sääntelykehikossa vakuutusyhtiöllä on mahdollisuus minimoida korkoriskin pääomavaade mukauttamalla sijoitusomaisuuden korkoriskiä (duraatio) vastaamaan vastuuelvelän korkoriskiä. Tällä hetkellä tämä toimintavaihtoehto on kannattavuuden osalta haasteellinen, koska sijoitusomaisuuden korkoriskiä kasvatettaessa lukitaan tuleva korkokertymä lähelle nolaa, tai jopa sen alle.

Toinen toimintamalli olisi sijoitusten riskitason kasvattaminen, mutta tätä ei ole toistaiseksi laajassa mittakaavassa havaittu. Päinvastoin, osa eurooppalaisista vakuutusyhtiöistä on lähtenyt pienentämään sijoitusriskejään kasvattamalla hyvän luottoluokituksen valtionlainojen painoa ja vähentämällä esimerkiksi osakesijoituksia. Myös infrastruktuurisijoitusten määrän odotetaan kasvavan, osin sääntelyssä tapahtuvien muutosten vuoksi.

Solvenssi II -kehikkoa luotaessa nykyisen kaltainen korkoskenaario ei ollut ennustettavissa. Sääntelyssä on kuitenkin mekanismeja, jotka lieventävät matalan korkotason vaikutuksia:



11.10.2016

Julkinen

1. Korkokäyrän päätearvo (UFR) määrittää sen pisteen, johon korkokäyrä alkaa ohjautumaan viimeisimmän likvidin markkinahavainnon jälkeen. Koska UFR on tällä hetkellä 4,2 %, on korkokäyrä varsin jyrkkä ja näin ollen pitkien vastuiden nykyarvo suhteessa matalampi.
2. Pitkäaikaisia takuita koskevat toimenpiteet kuten volatilitteettikorjaus ja vastaavuuskorjaus. Näiden tarkoituksena on lieventää omaisuuden jatkuvasta markkina-arvostamisesta syntyviä ongelmia erityisesti pitkän aikavälin sijoitusten osalta. Lisäksi tarve reagoida markkinan nopeisiin ja ajoittain yli meneviin liikkeisiin vähenee.
3. Vakuutusyhtiöt voivat tietyin osin soveltaa siirtymäsäännöksiä, joiden vaikutus ulottuu jopa kuudentoista vuoden päähän. Näiden seurauksena vastuovelkaa ei tänä aikana arvosteta täysimääräisen markkinaehtoisesti.

Kuvatut mekanismit ovat ainakin toistaiseksi mahdollistaneet vakuutusyhtiöiden sijoitustoiminnan jatkumisen ilman suuria mukautuksia. Vakuutustoimintaa sen sijaan on jo jonkin aikaa mukautettu ja takuutuottoisten tuotteiden tarjonta on vähentynyt merkittävästi. Euroopan vakuutus- ja lisäeläkeviranomainen EIOPA on stressitestien avulla pyrkinyt analysoimaan pitkään jatkuvan matalan korkotason vaikutuksia vakuutusyhtiöihin. Tälläkin hetkellä on menossa EIOPAn stressitesti, joka Suomessa kattaa kaikki henki- ja vahinkovakuutusyhtiöt. Näiden stressitestien tulokset julkaistaan marras-joulukuussa.