



## BLOGI

---

# Rahapolitiikka ja korkojen heilahtelu

3.7.2013 • BLOGI • TUOMAS VÄLIMÄKI

Viime viikkoina valtionlainojen korot ovat nousseet selvästi ympäri maailmaa, ja niiden heilahtelut ovat olleet poikkeuksellisen voimakkaita. Mistä tämä ns. volatiliteetin kasvu johtuu?

Keskuspankit toteuttavat rahapolitiikkaa tyypillisesti ohjaamalla lyhimpiä rahamarkkinakorkoja hintavakauden näkökulmasta sopivaksi katsomalleen tasolle. Tällöin pitkät korot heijastavat talouden toimijoiden odotuksia siitä, missä lyhyet korot tulevat jatkossa keskimäärin olemaan sekä tulevaan korkotasoon liittyvästä epävarmuudesta johtuvaa riskipreemiota. Markkinoiden korko-odotusten kannalta oleellista onkin muodostaa käsitys talouden tulevasta kehityksestä sekä tulevasta rahapolitiikasta erilaisissa tilanteissa.

Mitä ennakoidumpaa talouskehitys ja siihen liittyvät keskuspankin toimet ovat, sitä maltillisempina korkoliikkeet pysyvät. Pitkään tasaisena jatkuneeseen suhdannekehitykseen usein yhdistyy keskuspankin ohjauskoron tasaiset, toinen toistaan seuraavat nostot tai laskut pienin askelin, eli korkosykli. Tällöin rahapolitiikka on ennakoitua ja pitkien korkojen kehitys vakaata, eli korkovolatiliteetti on pientä, eikä korkoihin muodostu ylimääräisiä preemioita. Tällainen tilanne vallitsi esimerkiksi Yhdysvalloissa useiden vuosien ajan aina tämän vuoden kevääseen saakka. Taloudellisten toimijoiden odotuksia korkotason kehityksestä vakauttavat alhaiset korot ja maan keskuspankin (Fed) ennakoiva viestintä (forward guidance). Valtionlainojen volatiliteetti-indeksi (kuvio 1) pysyttelikin vuodesta 2010 viime toukokuuhun asti keskimääräistä matalammalla tasolla, ja erityisesti vuoden 2012 alusta lukien korkovolatiliteetti oli poikkeuksellisen alhaista.

Taloussuhdanteiden käännepestien ennustaminen on yleensä vaikeaa. Tällaisissa tilanteissa reaalityalouden näkymät saattavat muuttua hyvin nopeasti, eikä markkinoilla aina ole selvää kuvaa keskuspankin reaktioista. Markkinoille yllätyksenä tuleva keskuspankkikoron muutos voi aiheuttaa erittäin voimakkaita liikkeitä pitkissä koroissa, sillä sijoittajat vaativat suuremman

riskipreemion korkoihin liittyvän kasvaneen epävarmuuden takia. Näin erityisesti, mikäli toimen ennakoidaan kääntäneen aiemman korkosyklin.

Vuonna 1994 tapahtunutta käännettä Yhdysvaltain taloudessa ja erityisesti rahapolitiikassa pidetään malliesimerkkinä tilanteesta, jonka pitkään kestäneen talous-/korkosyklin käänne voi aiheuttaa. Osa sijoittajista oli vuosien 1992–1993 aikana ostanut huomattavat määrät pitkämatuuriteettisiä korkoinstrumentteja, ja ostot oli rahoitettu lyhyillä lainoilla. Tällainen positio voi olla erittäin kannattava pitkien korkojen laskiessa, sillä korkolasku nostaa sijoitusten arvoa. Positio olisi tuottanut hyvin myös korkojen vakiintuessa tai jopa noustessa maltillisesti, koska pitkien sijoitusten juokseva korkotuotto ylitti lainarahan kustannuksen tuottokäyrän jyrkkyyden vuoksi (pitkät korot olivat selvästi lyhyiden yläpuolella).

Fedin helmikuussa 1994 aloittama, markkinat yllättänyt koronnostojen sarja oli kuitenkin myrkyä lainarahasijoittajille (kuvio 2). Sijoittajien oli vastattava korkojen ja riskien nousuun pienentämällä positioitaan. Positioiden pienentäminen pitkiä velkakirjoja myymällä puolestaan ruokki kierrettä, jossa alenevat hinnat johtivat uusiin tappioihin ja yhä kasvaviin pakkomyynteihin. Lopulta vuoden 1994 kehitys ajoi riskisijoittajia suuriin vaikeuksiin, kuuluisimpina esimerkkeinä ehkä Orange Countyn konkurssi ja Procter & Gamblen mittavat sijoitustappiot.

Jotkut kommentoijat ovat rinnastaneet viime kuukausien kehityksen vuoden 1994 tapahtumiin. Onko jokin nyt toisin? Pitkään jatkunut matala korkotuototaso ja erityisen vähäinen korkovolatiliteetti on jälleen saanut sijoittajat hakeutumaan parempituottoisiin (ja riskipitoisempiin) kohteisiin: on sijoitettu pitempikestoisiin korkopapereihin, siirrytty sijoittamaan valtionlainoista yrityksiin jne. Lisäksi pankkien ja markkinatakaajien halu ja kyky ottaa sijoituskohteita edes väliaikaisesti omaan taseeseensa on finanssikriisin ja sääntelyhankkeiden johdosta pienentynyt voimakkaasti. Tämä kasvattaa entisestään markkinaliikkeitä tilanteissa, joissa riskilukujen kasvu pakottaa useampia sijoittajia yhtäaikaisiin myynteihin.

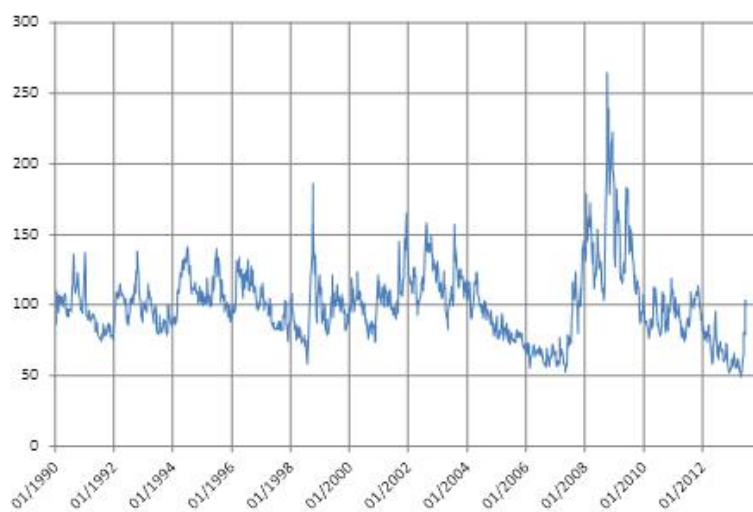
Toisaalta pitkien korkojen poikkeuksellisen alhaisen tason ja tuottokäyrän kohtuullisen pienen jyrkkyyden johdosta tuottokäyrällä otettavien carry -positioiden riski/tuotto -suhde ei ole noussut niin houkuttelevaksi kuin 1990-luvun alussa. Käteiseen verrattavat kohteet ovat olleet monelle toimijalle varteenotettava sijoitusvaihtoehto. Lisäksi nyt näköpiirissä olevan rahapolitiikkasyklin käänteen ei odoteta vastaavan vuoden 1994 tapahtumia. Siinä missä Fed tuolloin nosti rahapolitiikan ohjauskorkonsa vuodessa 3 prosentista 6

prosenttiin, ei sen odoteta vuoden kuluessa nostavan ohjauskorkoaan laisinkaan. Fed on toistaiseksi viestinyt ainoastaan supistavansa valtionlaina- ja asuntolainavakuudellisten arvopapereiden ostotahtia, mikäli talouskehitys on odotusten mukaista.

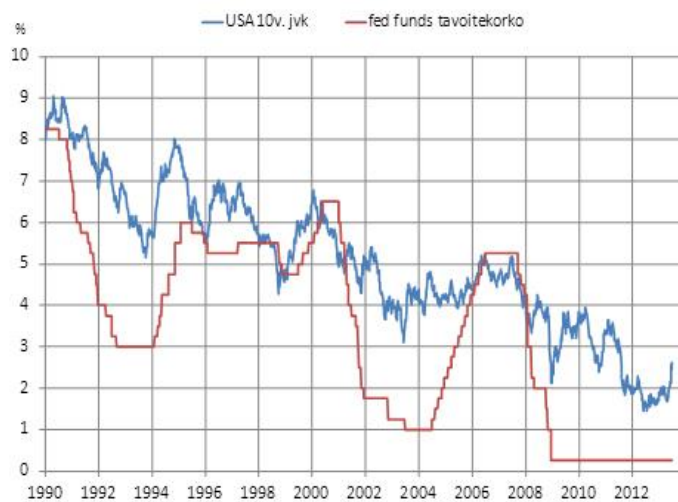
Onko korkojen ja korkovolatiliteetin selkeä nousu pahasta? Keskuspankit ovat globaalisti edistäneet talouskehitystä viime vuosina sekä viemällä lyhyet korot liki nolnaan että kasvattamalla liikkeessä olevan keskuspankkirahan määrää joko poikkeuksellisilla lainoilla tai arvopaperiostoilla. Ennakoiva viestintä tulevista rahapolitiikan muutoksista näissä oloissa saattaa johtaa ainakin hetkellisesti merkittäviin markkinareaktioihin, mutta vaiheittain toteutettu ja selkeästi viestitty siirtymä rahapolitiikkasyklistä toiseen on paras tapa hallita väistämättä edessä olevaa markkinaolojen muutosta ja ehkäistä epävarmuudesta aiheutuvaa riskipremioiden nousua.

Fedin ennakoiva viestintä tulevien politiikkamuutostensa ajoituksesta kasvatti markkinahintojen heilahteluja merkittävästi. Ennennäkemättömän laajan finanssikriisin jälkeen tapahtuvan rahapolitiikkasyklin käänne tulee aiheuttamaan markkinoilla hintojen vaihtelua myös jatkossa. Keskeiseksi muodostuu keskuspankkien kyky tehdä muutoksesta hallittu ja viestiä siitä siten, etteivät pitkiin korkoihin liittyvät riskipremiot kasva tarpeettomasti.

### **Kuvio 1. USA:n joukkolainojen volatiliteettia kuvaava MOVE-indeksi**



## Kuvio 2. USA:n 10 vuoden joukkolainan korko sekä fed funds -ta-voitekorko



Kuvien lähde: Bloomberg



KIRJOITTAJA

**Tuomas Välimäki**

Toimistopäällikkö, markkinaoperaatioiden toimisto, Pankkitoimintaosasto.  
EKPJ:n markkinaoperaatioiden komitean jäsen.

Tuomas.Valimaki (at) bof.fi

AVAINSANAT:

- Korot
- Rahapolitiikka