



**Vesa Engdahl**  
Päästrategi, S-Pankki-konserni

## **Euroopan keskuspankki lisää elvytystä - korot säilyvät alhaisina**

Oletettavaa on, että keskuspankkien elvyttävän politiikan seurauksena yleinen korkotaso maailmalla säilyy vielä pitkään erittäin alhaisena. Tämä pätee varsinkin euroalueeseen. Euroalueen vaatimattomat talouskasvunäkymät ja reippaasti alle keskuspankin tavoitetason painunut inflaatio pitävät Euroopan keskuspankin (EKP) rahapolitiikan poikkeuksellisen elvyttävänä vielä pitkään, mikä tarkoittaa ainakin vuosia 2015–2016. Rahapolitiikan normalisoimiseen voidaan odottaa ryhdyttävän vasta, kun euroalueen talouden toipuminen on vahvasti käynnissä ja deflaatiouhka hälvennyt. Samaan aikaan Yhdysvaltain keskuspankin (Fed) ennakoitaan normalisoivan rahapolitiikkaansa, jonka seurauksena korkoero USA:n ja euroalueen välillä kasvaa entisestään.

### **EKP ei yksin kykene pelastamaan euroalueen taloutta**

Keskeisistä länsitalouksista ainoastaan USA jaksaa puskea eteenpäin hyvää ja tasaista tahtia. Japanin talouskasvu on painunut pakkaselle ja meillä euroalueella kasvu on lähes pysähdyksissä. Kuluvana vuonna euroalueen kokonaistuotannon odotetaan kohoavan vain noin prosentin verran. Euroalueella on luotettu liikaa, että keskuspankki voisi tehdä ihmeitä ja nostaa talouden taantumasta kasvuun. Tähän keskuspankki ei yksin kykene. Jäsenvaltioiden hallitukset ovat jättäneet monin osin oman leiviskänsä hoitamatta. Jäsenvaltioiden täytyy myös lähteä toteuttamaan laajamittaisia talouden rakenneuudistuksia ja toimia, joilla kohennetaan euromaiden kilpailukykyä, parannetaan tehokkuutta ja tuottavuutta sekä parannetaan julkisen talouden tasapainoa. Pahimmillaan euroalueen vajoaminen takaisin taantumasta voisi herättää Euroopan velkakriisin haamut haudoistaan.

### **Keskuspankki lähdössä määrälliseen elvytykseen**

Euroopan keskuspankin politiikan kolmesta pilarista kaksi on viritetty vahvasti taloutta ja luotonannon kasvua tukeviksi. Poliitiikan ensimmäinen pilari, perinteinen korkopolitiikka, on äärimmäisen elvyttävää ja sen osalta liikkumavara on käytetty. Kvantitatiivisen politiikan saralla EKP on vasta lähdössä liikkeelle ja määrällinen elvytys on laajentumassa myös valtionlainoihin. EKP:n tavoitteena on kasvattaa taseensa tasolle, jolla se oli vuonna 2012. Suurimmillaan EKP:n tase oli vuoden 2012 kesä-heinäkuussa 3,1 biljoonaa euroa. Tällä hetkellä taseen koko on 2,1 biljoonaa euroa, jonka perusteella poikkeuksellisten toimien laajuuden voidaan odottaa olevan noin 1000 miljardia euroa. Keskuspankkipolitiikan kolmas pilari, regulatorinen politiikka, keskuspankkipolitiikan kolmas pilari, on sen sijaan kiristynyt jo pitkään syöden muun politiikan tuomaa tukea talouskasvulle ja luotonannon laajentumiselle.

**Rahapoliittinen elvytys nostaa varallisuuserien hintoja**

Euroalueella keskuspankin rahaperustan kasvaminen ei ole toistaiseksi muuntunut kasvaneeksi rahamääräksi taloudessa. Luotonannon kasvattamisen sijaan pankit ovat ennemminkin sijoittaneet ylimääräisen likviditeetin erilaisiin sijoitusinstrumentteihin. Hitaasta rahamäärän ja kokonaistuotannon kasvusta seurauksena on ollut alhainen kuluttajahintainflaatio. Viime aikoina inflaatiota on edelleen laskenut nopeasti halventunut öljyn hinta. Joulukuussa euroalueen vuotuinen kuluttajahintainflaatio painui 0,2 prosenttia pakkaselle ja se uskotaan säilyvän negatiivisena tai lähellä nolaa suuren osan vuotta. Jos elvyttävä rahapolitiikalla ei ole onnistuttu aikaansaamaan inflaatiota niin se on ainakin nostanut riskisten sijoituskohteiden hintoja. Se on generoinut varallisuuserien hintainflaatiota, kun rahaperustan laajenemisen myötä kasvanut likviditeetti markkinoilla on pakkautunut erilaisiin sijoitusinstrumentteihin. EKP:n määrällisen elvytyksen voidaankin jatkossa odottaa ruokkivan samaa ilmiötä lisää. Meillä Suomessa tosin varallisuuserien hintainflaation ei odoteta heijastuvan asuntoihin. Suomessa talouden heikkous on levinnyt myös asuntomarkkinoille ja matalista koroista huolimatta asuntojen kysyntä on vaimentunut ja hinnat polkevat paikoillaan tai laskevat. Kotitaloudet ja lainoittajat välttävät nyt selvästi riskinottoa. Matala korkotaso toimii meillä kotimaassa lähinnä jarruna asuntojen hintojen laskulle. Asuntokaupan voi odottaa vilkastuvan ja markkinoiden vahvistuvan vasta kun talous ja työmarkkinat alkavat elpyä.

**Lyhyet korot säilyvät erittäin alhaisina**

EKP laski viimeksi ohjauskorkoaan syyskuun korkokokouksessaan. Keskuspankki ilmoitti tuolloin, että koronlaskuja ei ole enää odotettavissa. Tällä hetkellä EKP:n perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko (main refinancing rate) on 0,05 prosenttia ja keskuspankin talletuskorko -0,20 prosenttia. Keskuspankin alhaiset ohjauskorot ja poikkeukselliset elvytystoimet ovat lukitsemassa euroalueen rahamarkkinakorot hyvin alhaiselle tasolle. Euroalueen likviditeetti on pysynyt hyvänä ja EKP:n toimesta rahaa on tarjolla rahoituslaitoksille käytännössä rajattomasti vielä useammaksi vuodeksi. Euroalueen alhaiset rahamarkkinakorot tarkoittavat käytännössä sitä, että lyhyestä korosta on alkaneena vuotena tarjolla mitätöntä, joskin positiivisen puolella olevaa tuottoa.

**Pitkät korot ydinmaissa erittäin matalia**

Euroalueen viimeaikaiset talousindikaattorit ovat olleet vaatimattomia. Talouskasvu on heikkoa ja inflaatiopaineet olemattomia. Euroalueella ydinmaiden, kuten Saksan pitkien korkojen lasku on ollut voimakasta viimeisen vuoden aikana ja velkaongelmaisten euroalueen laitamaiden joukkolainojen korkoero suhteessa Saksaan on kaventunut. Uskomme liikkeen alaspäin Saksan pitkissä koroissa olevan ohi, mutta odotamme edelleen euroalueen valtioiden joukkolainakorkojen jatkavan konvergoitumista lähemmäksi toisiaan. Tällä hetkellä Saksan 10 vuoden laina on jo 0,4 prosentin tasolla ja Suomessa 10 vuoden valtionlainan korko on laskenut selvästi alle 0,5 prosenttiin.

**Korkean luottoluokituksen yrityslainamarkkinat ovat pysyneet vakaina**

Euroalueen korkean laadun yrityslainojen riskilisät ovat pysyneet vakaina samalla, kun riskitön korko on laskenut. Emissiomarkkinat ovat toimineet hyvin. Tarjonnan lisäys on yrityslainamarkkinoilla positiivista, sillä yritykset hyödyntävät alhaista korkotasoa ja toimiva likviditeetti antaa potentiaalia riskilisien kaventumiselle. Matalan kasvun aika on suotuisa yrityslainoille. Yritykset ovat onnistuneesti keventäneet velkaisuuttaan ja fundamentit ovat kunnossa. Samalla tukea on tullut elvyttävästä keskuspankkipolitiikasta.

**Matalan luottoluokituksen yrityslainojen riskilisät nousseet**

Geopoliittiset riskit ja euroalueen talouden näkymien heikkeneminen ovat nostaneet korkean riskin lainojen riskilisiä viime kesästä lähtien. Euroalueen korkean riskin lainojen riskilisiä kävi alimmillaan noin 300 korkopisteessä viime kesänä, mutta on nyt liikkunut 400 pisteen tuntumassa, eli riskilisiä on kohonnut noin yhdellä prosenttiyksiköllä.

Vesa Engdahl, S-Pankki Oy

20.1.2015

Lähtökohtaisesti korkean riskin yrityslainojen fundamentit ovat kuitenkin edelleen kohdallaan, mutta riskisenä omaisuusluokkana, riskinottohalukkuudella on iso merkitys lyhyen tähtäimen tuottopotentiaaliin. Euroopassa korkean riskin emissiomarkkinat ovat jatkuneet hyvää vauhtia ja uudelleenrahoitustarpeista ei ole paineita. EKP:n verbaliikka ankkuroi lyhyen päään korkotasoa, mutta volatiliteettia on odotettavissa kasvaneiden makrotaloudellisten ja geopoliittisten riskien takia. Öljyn hinnan voimakkaan laskun seurauksena öljysektorin korkean riskin yrityslainojen riskilisät ovat nousseet voimakkaasti. Tämä on näkynyt erityisesti USA:ssa ja myös Norjassa nostaen kyseisen lainamarkkinan keskimääräistä riskilisätasoa. Alhaisena säilyvä öljyn hinta pitää myös jatkossa öljy-yhtiöiden korkean riskin lainojen riskilisät korkealla.

Taulukko 1: Korkoennuste

Muuttuja	Taso 19.1.2015	Ennustettu muutos			
		0-3kk	3-6kk	6-12kk	12-24kk
Euroalueen inflaatio	-0,2 %	↓	→	→	↑
EKP:n ohjaukorko	0,05 %	→	→	→	↑
3kk euribor	0,06 %	→	→	→	↑
12kk euribor	0,30 %	→	→	→	↑
10v Saksan laina	0,35 %	→	→	↑	↑
IG-riskilisä, euro	81bp	→	→	→	→
HY-riskilisä, euro	395bp	→	→	→	→
Fedin ohjaukorko	0,25 %	→	→	↑	↑
USA:n 10v korko	1,81 %	↓	→	↑	↑

Lähde: S-Pankki

### Mihin yksittäisen kansalaisen on hyvä varautua korko- ja inflaatioympäristön osalta vuonna 2015?

**Korkoympäristö.** Korkotaso säilyy hyvin matalana ainakin vuodet 2015-2016. Lainanottajalle tilanne on suotuisa. Pankkitili tai määräaikaistalletukset eivät sen sijaan tarjoa tallettajalle merkittävää tuottoa. Tällaisten sijoitusten reaalityttö on lähellä nollaa tai jopa negatiivinen, jolloin säästöjen ostovoima alenee. Inflaation ylittävää tuottoa hakiessaan säästäjän ja sijoittajan täytyykin olla valmis ottamaan jonkin verran riskiä ja hakea tuottoa joko riskisemmistä korkosegmenteistä, kuten yrityslainoista, osakemarkkinoilta tai vaikkapa kiinteistöistä.

**Inflaatio.** Suomen talouskehitys on heikkoa ja hintojen nousupaineet ovat vähäisiä kuluvana vuonna. Inflaatio ei siis ole ongelma. Suomessa hintojen kohoamista ruokkii lähinnä energiaveron ja liikenteen verotuksen kiristäminen.

Vesa Engdahl, S-Pankki Oy

20.1.2015

**Materiaalin laatija:**

- S-Pankki-konserniin kuuluva FIM Varainhoito Oy (Y-tunnus 0979133-9), päätoimiala: sijoitusrahastojen hallinnointi sekä omaisuudenhoito ja siihen läheisesti liittyvät palvelut (jäljempänä "FIM") Yhteystiedot: Pohjoisesplanadi 33 A, 00100 Helsinki, Asiakaspalvelu 09-61346250, [www.fim.com](http://www.fim.com).
- Yhtiö on merkitty Patentti- ja rekisterihallituksen ylläpitämään kaupparekisteriin ja yhtiöllä on sijoitusrahastolain mukainen toimilupa.
- Yhtiön toimintaa valvova viranomainen on Finanssivalvonta (Snellmaninkatu 6, PL 103, 00101 Helsinki, [www.finanssivalvonta.fi](http://www.finanssivalvonta.fi))

Tässä materiaalissa esitetyt tiedot ovat luonteeltaan informatiivisia eikä niitä tule pitää kehotuksena yksittäistä rahoitusvälinettä koskevien liiketoimien toteuttamiseen. FIM ei vastaa toimenpiteistä, jotka on tehty tämän materiaalin perusteella. Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellinen riski ja asiakas vastaa siten itse omien sijoituspäätöksensä taloudellisista tuloksista sekä näiden vaikutuksesta asiakkaan verotukseen. Tuotto voi jäädä saamatta ja sijoitetun pääoman voi jopa menettää. Rahoitusvälineen mennyt kehitys ei välttämättä ohjaa tulevaa kehitystä. Ennen sijoituspäätöksen tekemistä asiakkaan on syytä tutustua huolella sijoitusmarkkinoihin ja eri sijoitusvaihtoehtoihin. Asiakkaan tulee tarvittaessa kääntyä oman veroasiantuntijansa tai muun liiketoimintaa tai sijoituspalvelua konsultoivan asiantuntijan puoleen. Verotukseen liittyvistä asioista saa myös lisätietoa osoitteesta [www.vero.fi](http://www.vero.fi).

Tämä materiaali ei ole finanssimarkkinoita koskevan sääntelyn mukainen sijoitustutkimus, vaan FIMin valmistamaa markkinointiaineistoa, eikä tämän materiaalin valmistamiseen siten sovelleta sijoitustutkimuksen riippumattomuutta koskevia säännöksiä ja tähän sääntelyyn sisältyviä kaupankäyntirajoituksia. Tämän materiaalin mukaiset tiedot eivät ole myöskään sijoituspalvelulain mukaista sijoitusneuvontaa. Materiaalin valmistamisessa ei ole otettu huomioon vastaanottajan taloudellista tilannetta tai muita henkilökohtaiseen tilanteeseen liittyviä olosuhteita, vaan materiaalin tarkoituksena on antaa yleistä tietoa materiaalin kohteena olevista rahoitusvälineistä / markkinoista / sijoitustoiminnasta ja toimia siten materiaalin kohteena olevien rahoitusvälineiden /markkinoiden / sijoitustoimenpiteiden markkinointimateriaalina.

Finanssimarkkinoita koskevan sääntelyn edellyttämät tiedot palveluntarjoajasta, kuluttajansuojalain mukaiset etämyyntiä koskevat tiedot sekä rahoitusvälineisiin liittyviä riskejä koskevat kuvaukset ovat saatavilla osoitteessa [www.fim.com](http://www.fim.com). Asiakasta kehoitetaan tutustumaan näihin tietoihin ennen sijoituspäätöksen tekemistä.

Tämä katsaus on tarkoitettu ainoastaan nimetyn vastaanottajan käyttöön eikä vastaanottajalla ole oikeutta luovuttaa, kopioida, jäljentää tai muuten siirtää tätä ilman FIMin suostumusta kolmannelle osapuolelle. Tämän materiaalin tekijänoikeus © ja kaikki muut immateriaalioikeudet kuuluvat FIMille ja kaikki oikeudet on pidätetty kaikissa maissa. Tätä katsausta tai sen kopioita ei saa levittää Yhdysvaltoihin eikä yhdysvaltalaisille vastaanottajille vastoin Yhdysvaltain laissa asetettuja rajoituksia. Raportin levittäminen Yhdysvalloissa saatetaan katsoa rikkomukseksi näitä lakeja vastaan. FIMin edustajan kanssa käydyt puhelinkeskustelut voidaan tallentaa ja tallenteita voidaan käyttää apuna riitaisuuksien selvittämisessä