

Korkoriski

Miksi historia ei voi toistaa itseään?

21.5.2015

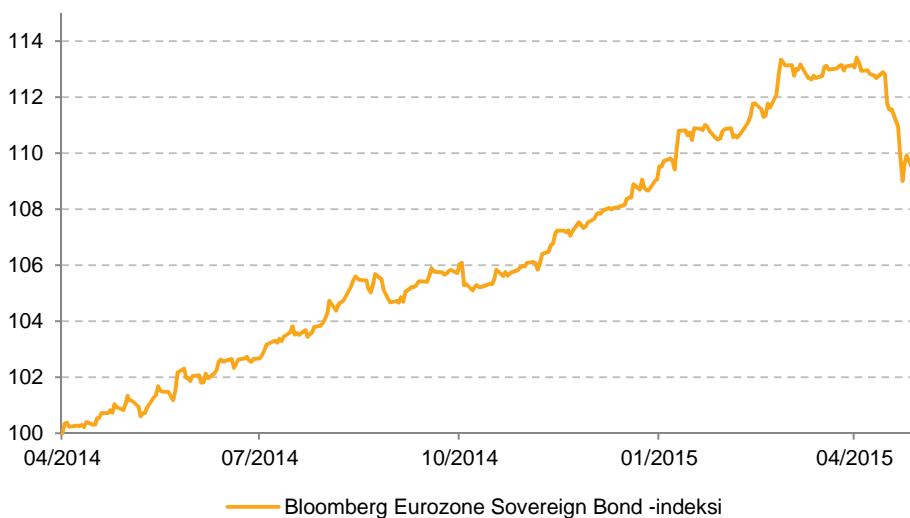
Olli Hemminki
Salkunhoitaja
Elite Varainhoito Oy

Historiallisen tuoton lumoissa

Huhtikuun puoliväliin mennessä eurooppalaiset valtionlainat olivat tuottaneet Bloombergin indeksin mukaan laskettuna keskimäärin 6,5 % vuodessa viimeisten viiden vuoden aikana. Viimeisten 12 kuukauden tuotto oli ollut jopa 13,0 %. Seuraavan kuukauden tuotto olikin yllättäen -3,8 %.

Miten perinteisesti vähäriskisenä pidetty sijoituskohte voi tuottaa kuukauden aikana näin paljon tappiota? Korkeiden pysyessä nykytasollaan kestää noin 4,5 vuotta ennen kuin indeksi saavuttaa huhtikuun puolivälin tasonsa korkotuottojen muodossa. Sijoittajan kulut huomioimalla venyy palautumisaika helposti jopa 13 vuoteen (suomalaisten valtionlainarahastojen keskimääräiset juoksevat kulut noin 0,55 %).

Kuva 1: Eurooppalaisten valtionlainojen indeksoitu tuotto



Lähteet: Bloomberg, Elite Varainhoito

Mitä siis tapahtui? Lyhyesti sanottuna korkoriski realisoitui. Siinä missä korkoriski on ollut sijoittajan ystävä viime vuosien ja jopa vuosikymmenten aikana, tilanteeseen on nyt tulossa huima muutos. Yleisen korkotason ollessa ennätysalhainen ei menneiden vuosien kaltaisia tuottoja tulla turvallisissa valtionlainoissa näkemään. Tämän perustelemiseksi käydään seuraavassa läpi korkosijoittamisen peruseriaatteita.

Korkotuoton muodostuminen

Velkakirjassa sijoittaja ja liikkeeseenlaskija (=velallinen) sopivat, että sijoittaja lainaa sovitun summan rahaa liikkeeseenlaskijalle, joka maksaa tämän summan takaisin sijoittajalle eräpäivänä. Liikkeeseenlaskijalle lainattu raha on sijoittajan käytettävissä vasta eräpäivänä. Toisaalta liikkeeseenlaskija voi joutua maksuvaikeuksiin eikä sijoittaja saakaan lainaamaansa rahaa takaisin. Velkakirjassa sovitaankin (kuponki)korko kompensoimaan nämä haitat sijoittajalle.

Kun siirrytään jälkimarkkinoille, muuttuu koron käsite hieman monimutkaisemmaksi. Yleisesti korkotasosta puhuttaessa tarkoitetaan sitä kokonaistuottoa, jonka sijoittaja vuositasolla saa pitämällä velkakirjan hallussaan eräpäivään olettaen, ettei liikkeeseenlaskija laiminlyö takaisinmaksuveloitettaan. Tähän kokonaistuottoon sisältyy kuponkikorkojen lisäksi velkakirjan

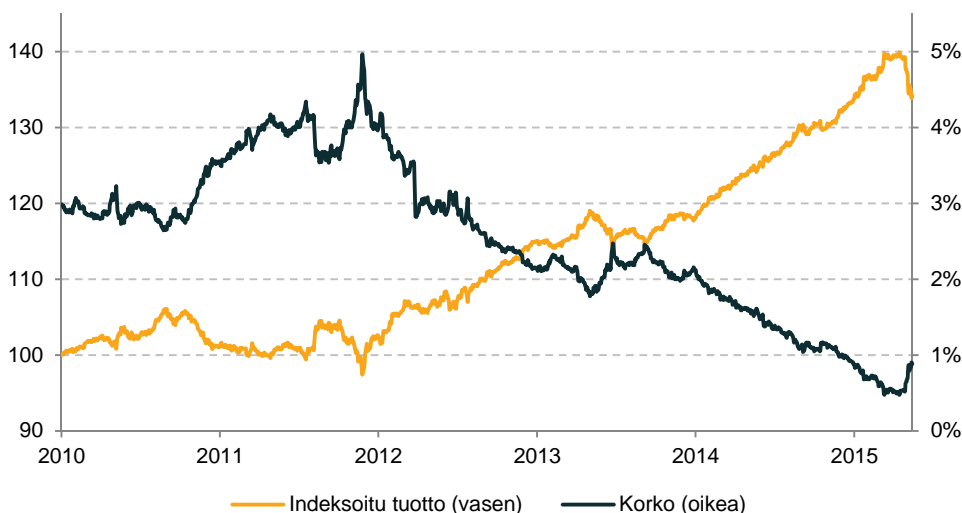
jälkimarkkina-arvon ja erääntymisarvon välisestä erosta johtuva pääoman arvonmuutos.

Eri liikkeeseenlaskijoiden velkakirjoihin liittyvät erilaiset korkotasot, sillä sijoittajat ennakoivat esimerkiksi Kreikan laiminlyöväen velkojensa takaisinmaksun todennäköisemmin kuin Saksan. Tästä syystä sijoittajat vaativat korkeamman koron Kreikan kuin Saksan lainoille. Jokaisen velkakirjan korko voidaan jakaa ns. riskittömään komponenttiin sekä velkakirjakohtaiseen riskilisään. Euroopassa riskittömänä korkona pidetään Saksan valtionlainojen korkoja. Esimerkiksi Suomen valtionlainojen riskilisä on pieni, mutta Kreikan hyvinkin merkittävä.

Korkotason ja velkakirjan arvon muutosten käänteinen yhteys

Tyypillisen kiinteäkorkoisen velkakirjan arvon ja siihen liittyvien korkotason muutosten välillä vallitsee käänteinen yhteys. Kun velkakirjan korkotaso laskee jälkimarkkinoilla, nousee velkakirjan arvo. Kun velkakirjan korkotaso puolestaan nousee, laskee velkakirjan arvo jälkimarkkinoilla. Tämä paradoksaaliselta tuntuva suhde perustuu kuitenkin loogiseen päättelyyn. Kun korkotaso markkinoilla laskee, tyytyvät sijoittajat tällöin aiempaa alhaisempaan tulevaan tuottoon. Tällöin myös jälkimarkkinoilla kaupankäynnin kohteena olevaan velkakirjaan kohdistuva tuottovaatimus laskee. Koska kyseessä on kiinteäkorkoinen laina (kuponkikorko pysyy muuttumattomana), ainoa tapa laskea kyseisen velkakirjan tuotto-odotetta vastaamaan markkinoiden yleistä näkemystä on sen arvon välitön nouseminen, jolloin tuleva tuotto alenee. Vastaava mekanismi toimii myös toisin päin, ja yleisen korkotason noustessa käytännössä kaikkien kiinteäkorkoisten velkakirjojen arvot laskevat. Jos näin ei tapahtuisi, olisi saman liikkeeseenlaskijan lainoissa jälkimarkkinoilla ja uusien liikkeeseenlaskujen kohdalla eri korkotasot. Asiaa havainnollistaa alla oleva kuva.

Kuva 2: Velkakirjojen arvon ja korkotason muutosten käänteinen suhde



Lähteet: Bloomberg, Bloomberg Eurozone Sovereign Bond Index, Elite Varainhoito

Kuvasta voi nähdä, että velkakirjojen tuottohistoria on käytännössä peilikuva niiden korkotason muutoksista.

Mitä pidempi on velkakirjan jäljellä oleva takaisinmaksuaika, sitä enemmän sen arvo muuttuu korkotason muuttuessa. Yleisesti sanotaankin, että pitkän takaisinmaksuajan lainoihin liittyy suurempi korkoriski kuin lyhyen takaisin-

maksuajan lainoihin. Jäljellä oleva takaisinmaksuaika ei teknisesti ottaen ole tarkka mittari velkakirjaan liittyvälle korkoriskille, mutta se on yksinkertainen tapa hahmottaa korkoriskiä ja antaa riittävän oikean kuvan asiasta.

Valhe, emävalhe, ...

Palataan huhtikuun puoliväliin. Miten todennäköiseltä nyt havaittu yhden kuukauden tuotto vaikutti etukäteen arvioituna tilastojen valossa? Viiden vuoden datasta laskettu todennäköisyys näin suurelle tappiolle oli vain noin 0,01 %. Tämä normaalijakauman mukainen todennäköisyys näyttää aika pieneltä, sillä osuahan todennäköisyyden valossa havaitun kaltainen kuukausi kohdalle keskimäärin vain kerran kymmenessä tuhannessa kuukaudessa, eli kerran 830 vuodessa. Tällaisten tilastojen valossa on ennenkin jätetty huomiotta täysin relevantteja riskejä, esimerkiksi yhdysvaltalaisen asuntoluottojen riskit ennen finanssikriisiä.

Korkotaso historiallisen alhaisella tasolla

Saksan 10 vuoden korko oli laskenut huhtikuun loppuun mennessä lähes nolnaan, vain 0,075 prosenttiin. Sijoittaja, joka omisti tuolloin Saksan 10 vuoden lainan, käytännössä lukitsi seuraavan kymmenen vuoden nimellisen tuottonsa 0,075 prosenttiin. Tätä suurempi tuotto edellyttäisi korkotason riittävän nopeaa laskua ja velkakirjan myyntiä juuri oikeaan aikaan ennen eräpäivää.

Edellisen viiden vuoden keskimääräinen 6,5 % vuotuinen tuotto eurooppalaisissa valtionlainoissa oli saavutettu aikana, jolloin kyseisten valtionlainojen korkotaso oli ylimmilläänkin vain 5,0 % ja keskimäärin 2,5 %. Upeat tuotot eivät selity korkotasolla, mutta eivät ne syntyneet tyhjästäkään. Nämä tuotot "lainattiin" tulevaisuuden tuotoista korkotason laskun muodossa. Korkoriski on toiminut sijoittajien eduksi erittäin hyvin. Voiko tämä kehitys sitten jatkua? Ei. Korko ei käytännössä voi enää laskea useita prosenttiyksiköitä sen ollessa lähes nollassa.

Kuva 3: Saksan valtion 10 vuoden korko



Lähteet: Bloomberg, Elite Varainhoito

Kukaan ei pidä huonoista uutisista, mutta tässä ne tulevat: valtionlainojen tuleva tuotto on merkittävästi heikompi kuin toteutunut tuotto. Toisaalta niihin liittyvä korkoriski on jopa suurentunut kompensaaion ollessa kuitenkin ennätysalhainen. Velkakirjan arvomuutosten herkkyys korkotason muutoksille kasvaa korkotason laskiessa.

Korkosijoittaminen Elitessä

Eliten varainhoitosalkuissa ei tällä hetkellä korkoriskiä juuri ole, eikä viimeisen kuukauden korkotason nousu ole menoamme juurikaan haitannut. Olemme varoitelleet korkoriskistä lukuisia kertoja jo ennen nyt nähtyä korkojen nousuakin, viimeksi 15.4.2015 julkaistussa markkinakatsauksessamme. Tuolloin Saksan valtionlainan korko oli pörssin sulkeuduttua 0,14 % sen ollessa nyt noin 0,65 %. Saksan ja muiden valtionlainten korkojen nousu tuskin on seurausta julkaisemastamme markkinakatsauksesta, mutta toivomme, että mahdollisimman monet asiakkaamme lukivat viime kuun varoittavan sanamme, tai jonkin monista aiemmista.

Korkovarainhoitosalkukimme koostuvat useista riskityypeistä, joissa näemme tällä hetkellä riittävän korvauksen riskille. Korkoriski ei nykyisen erittäin alhaisen korkotason vuoksi kuulu tähän suotuisten riskityyppeimme joukkoon. Olemmekin tehneet esimerkiksi seuraavista riskityypeistä riippuvia sijoituksia korkovarainhoidossamme:

- Luottoriski (Vaihtuvakorkoiset seniorilainat, High yield -lainat)
- Kehittyvien reunamaiden talouskehitys (Frontier-maiden lainat)
- Luonnonkatastrofit (Vakuutussidonnaiset lainat)
- Osakeriski (Vaihtovelkakirjalainat)
- Salkunhoitajien taito (Joustavat korkostrategiat)

Hyödyntämällä erityyppisiä riskin lähteitä olemme saavuttaneet kilpailukykyisen tuotto-odotteen verrattain alhaisella riskitasolla. Nähdäksemme keskeisintä on ymmärtää pintaa syvemmällä tasolla korkomarkkinoiden toimintaperiaatteet ja valita juuri kulloiseenkin markkinatilanteeseen soveltuvat ratkaisut. Nyt on nähdäksemme aika pysytellä visusti erossa korkoriskistä!

Elite Varainhoito on kannattava ja kasvava sijoituspalveluyhtiö, joka tarjoaa asiakkailleen yksilöllisiä ja monipuolisia varainhoito-, sijoitus- ja säästämispalveluja. Elite Varainhoito on Suomen vanhin rahastoasiantuntija, jonka kautta voi sijoittaa yli 3000 sijoitusrahastoon maailmanlaajuisesti. Elite-ryhmän hoidossa olevat asiakasvarat ovat n. 1,3 miljardia euroa ja jonka 100 asiantuntijaa palvelevat henkilökohtaisesti asiakkaitaan 12 eri paikkakunnalla.

Vastuuvapauslauseke

Tässä materiaalissa esitetyt tiedot ovat luonteeltaan informatiivisia eikä niitä tule pitää kehotuksena yksittäistä rahoitusvälinettä koskevien liiketoimien toteuttamiseen.

Elite ei vastaa toimenpiteistä, jotka on tehty tämän materiaalin perusteella. Sijoitustoimintaan liittyy aina taloudellinen riski ja asiakas vastaa siten itse omien sijoituspäätöstensä taloudellisista tuloksista sekä näiden vaikutuksesta asiakkaan verotukseen. Tuotto voi jäädä saamatta ja sijoitetun pääoman voi jopa menettää. Vaikka raportin/esityksen tekemisessä on noudatettu huolellisuutta ja pyritty varmistamaan käytetyn datan oikeellisuus, Elite ei vastaa siinä mahdollisesti olevista virheellisyyksistä tai puutteista.

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.

Tämä materiaali ei ole arvopaperimarkkinalain mukainen sijoitustutkimus, vaan Eliten valmistamaa markkinointiainestoa, 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.