

ASIANTUNTIJALAUSETUNTO

1. Asiantuntijalausunnon toimeksiantaja ja toimeksianto

Energiavirasto on pyytänyt minulta asiantuntijalausuntoa koskien sähkön jakeluverkkotoiminnan valvontamenetelmissä käytetyn riskittömän korkokannan määrittämisestä. Minua on pyydetty lausumaan näkemykseni seuraaviin yksilöityihin kysymyksiin:

- Soveltuuko maturiteetiltaan 10 vuoden valtion joukkolainan tuotto kuvaamaan riskitöntä korkokantaa?
- Voidaanko tuotto määrittää historiallisesta aikasarjasta siten, että käytetään tuottona valtion joukkolainan pitkän aikavälin päiväravojen keskiarvoa?
- Voidaanko tuotto määrittää yksittäisen ajanhetken perusteella siten, että käytetään riskittömän koron arvona jonkin tietyn yksittäisen päivän päiväravoa, kun otetaan huomioon valtion joukkolainojen tuoton volatilitteetti?
- Kumpaa valvontamenetelmän riskittömän korkokannan määrittämiseen käytettävää vaihtoehtoa pidätte rahoitusteoreettisesti parempana Rr1 vai Rr2?
- Miten kuvailisitte riskittömän koron markkinakehitystä viimeisten 5 vuoden ajalla ja mikä on näkemyksenne tämän hetkisestä todennäköisestä kehityksestä korkomarkkinoilla?

Otan seuraavassa kantaa erikseen kuhunkin näihin kysymyksiin.

2. Soveltuuko maturiteetiltaan 10 vuoden valtion joukkolainan tuotto kuvaamaan riskitöntä korkokantaa?

Riskitön korkokanta viittaa nimensä mukaisesti riskittömän sijoituskohteen tuottoon. Valtioiden liikkeelle laskemia joukkolainoja pidetään yleisesti riskittöminä sijoituskohteina, joten niiden tuotot kuvaavat riskitöntä korkoa. Eri maiden kyvyssä vastata lainojensa velvoitteista on eroja, mikä nähtiin ns. eurokriisin aikana Euroopassa kun esimerkiksi Kreikka ei kyennyt maksamaan kaikkia lainojaan takaisin sijoittajille. Suomen valtion luottoluokitus on korkea, joten Suomen valtion joukkolainoja voidaan hyvin pitää riskittöminä sijoituskohteina. Näkemykseni mukaan valtion 10 vuoden joukkolainan tuottoa voi käyttää kuvaamaan riskitöntä korkokantaa.

3. Voidaanko tuotto määrittää historiallisesta aikasarjasta siten, että käytetään tuottona valtion joukkolainan pitkän aikavälin päiväarvojen keskiarvoa?

Joukkolainojen tuotot vaihtelevat yli ajan ja esimerkiksi viimeisen 10 vuoden aikana ne ovat laskeneet huomattavasti. Liitteessä 1 on esitetty Suomen valtion 10 vuoden joukkolainan tuoton kehitys viimeisen kymmenen vuoden ajalta. Tuotto on laskenut voimakkaasti, ja on tällä hetkellä jopa negatiivinen. Historiatiedoista laskettu valtion joukkolainan keskimääräinen tuotto on siten selkeästi korkeampi kuin tämän hetken arvo. Historiallisista aikasarjoista laskettuja pitkän aikavälin keskimääräisiä tuottoja ei voi käyttää riskittömänä korkona, koska näin saadut arvot voivat poiketa huomattavasti tämän hetken arvosta.

4. Voidaanko tuotto määrittää yksittäisen ajanhetken perusteella siten, että käytetään riskittömän koron arvona jonkin tietyn yksittäisen päivän päiväarvoa, kun otetaan huomioon valtion joukkolainojen tuoton volatilitteetti?

Lähtökohtaisesti paras arvio riskittömästä korkokannasta on joukkolainan tuoton viimeisin arvo. Tuotot vaihtelevat päivittäin, joten yksittäisen päivän tuoton käyttö riskittömän koron kuvaamisessa sisältää jonkin verran satunnaisvaihtelua. Tätä vaihtelua voi pienentää laskemalla tuotto keskiarvona yksittäistä päivää pidemmältä ajalta kuten muutaman viikon jaksolta.

5. Kumpaa valvontamenetelmän riskittömän korkokannan määrittämiseen käytettävää vaihtoehtoa pidätte rahoitusteoreettisesti parempana Rr1 vai Rr2?

Energiavirasto kuvaa riskittömän koron määrittämisen menetelmiä Rr1 ja Rr2 valvontamallin kuvauksessaan seuraavasti:

”Vaihtoehdossa Rr1 riskittömän korkokannan arvo päivitetään vuosittain käyttäen Suomen valtion kymmenen vuoden obligaatioiden koron edellisen vuoden huhti-syyskuun toteutuneiden päiväärojen keskiarvoa. Esimerkiksi vuodelle 2016 arvo määräytyy vuoden 2015 huhti-syyskuun toteutuneiden päiväärojen keskiarvon perusteella.

Vaihtoehdossa Rr2 riskittömän korkokannan arvo päivitetään vuosittain käyttäen Suomen valtion kymmenen vuoden obligaatioiden koron kymmenen edellisen vuoden toteutuneiden päiväärojen keskiarvoa. Esimerkiksi vuodelle 2016 arvo määräytyy vuoden 2005 lokakuun – vuoden 2015 syyskuun toteutuneiden päiväärojen keskiarvon perusteella”

Näistä vaihtoehdoista menetelmä Rr1 on selkeästi parempi, sillä menetelmässä Rr2 on edellä kohdassa 3 kuvaamani ongelmat.

6. Miten kuvailisitte riskittömän koron markkinakehitystä viimeisten 5 vuoden ajalla ja mikä on näkemyksenne tämänhetkisestä todennäköisestä kehityksestä korkomarkkinoilla?

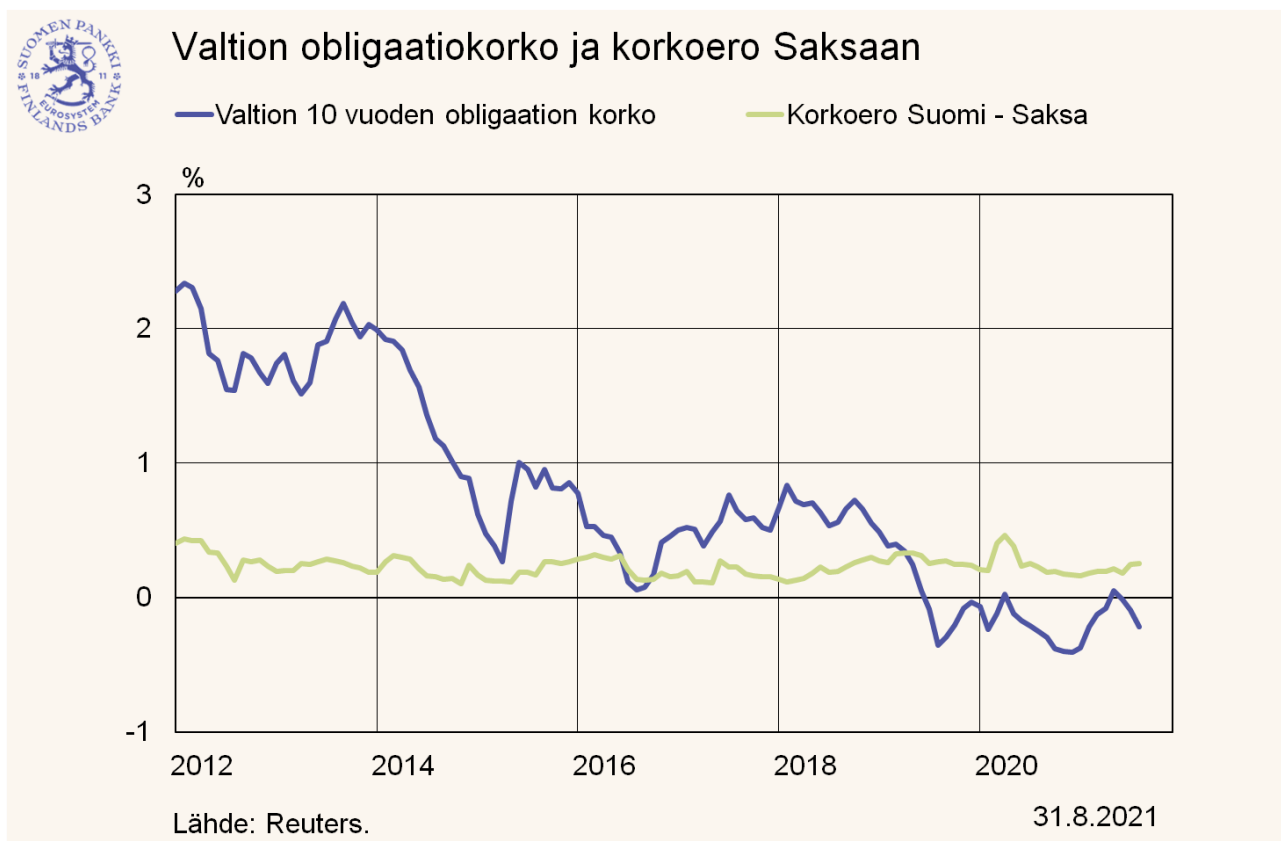
Liitteen 1 kuviosta nähdään riskittömän koron laskeneen viimeisen viiden vuoden aikana. Korkomarkkinoiden kehitystä on vaikea ennustaa. Keskuspankkien massiiviset joukkolainojen osto-ohjelmat ovat pitäneet korot matalalla tasolla. Tällä hetkellä arvioidaan yleisesti, että näiden osto-ohjelmien asteittainen alasajo sekä talouskasvun ja inflaation voimistuminen tulevat nostamaan korkoja jossain määrin. On kuitenkin epävarmaa, minkä verran ja kuinka pitkään korot mahdollisesti nousevat.

Oulussa, 6. päivänä syyskuuta 2021



Juha-Pekka Kallunki, KTT

Liite 1 Valtion viiden vuoden viitelainan tuottoaikasarja

Liite 1: Valtion 10 vuoden joukkolainan tuotto

Lähde: www.suomenpankki.fi/fi/Tilastot/kuviopankki/korot-ja-valuuttakurssit/korot/suomen_valtion_10_v_korko/