

Miten rahoitusmarkkinat ovat ennakoineet ohjauskoron julkistamista vuosina 2009–2013

Pia Nousiainen

Opinnäytetyö

Liiketalous

2014



Liiketalouden koulutusohjelma

<p>Tekijä tai tekijät Pia Nousiainen</p>	<p>Ryhmä tai aloitusvuosi 2010</p>
<p>Opinnäytetyön nimi Miten rahoitusmarkkinat ovat ennakoineet ohjauskoron julkistamista vuosina 2009–2013</p>	<p>Sivu- ja liitesivumäärä 42 + 8</p>
<p>Ohjaaja tai ohjaajat Arto Talmo</p>	
<p>Tämä opinnäytetyön tavoitteena on selvittää miten rahoitusmarkkinat ovat ennakoineet Euroopan keskuspankin asettaman ohjauskoron tasoa.</p> <p>Teoreettinen viitekehys pohjautuu alan kirjallisuuden lisäksi Internetistä löytyviin artikkeleihin alaan liittyviltä toimijoilta kuten esimerkiksi Suomen pankilta, Euroopan keskuspankilta ja Pörssisäätiöltä. Teoria osuus keskittyy kuvaamaan korkomarkkinoiden toimintaa, euriborkorkojen ja eonian muodostumista, Euroopan keskuspankin toimia ja ohjauskoron muodostumista, rahoitusmarkkinoilla jatkuvasti tapahtuvaa ennakointia ja siihen liittyviä teorioita.</p> <p>Tutkimuksessa on käytetty sekä kvantitatiivista että kvalitatiivista tutkimusmenetelmää. Tutkimus on toteutettu tarkastelemalla tiettyjen markkinakorkojen päivittäisiä muutosyksiköitä ennen jokaisen ohjauskoron julkistamista tutkitulla aikavälillä. Muutosyksiköiden tasoja kuvaavista kuvioista on päätelty tulokset eli ohjauskoron muutosten ennakointi. Tutkimuksen osiossa hyödynnetty aineisto, jota on manuaalisesti käsitelty tarkasteltavaan muotoon, on julkisesti saatavilla Suomen Pankin verkkosivuilta.</p> <p>Tulokset osoittavat, että rahoitusmarkkinat ovat selvästi ennakoineet julkistettavaa ohjauskoron tasoa, oli kyseessä ohjauskoron tason muutos tai sen tason ennallaan pitäminen. Ohjauskoron lisäksi tutkimuksessa käytettiin markkinakorkoja: 1 kuukauden euribor, 12 kuukauden euribor ja eonia. Tutkimuksen aikajänne oli 5 vuotta ja tutkittava aikaväli 2.1.2009 – 31.12.2013.</p>	
<p>Asiasanat ohjauskorko, ennakointi, Euroopan keskuspankki, markkinakorko</p>	

Degree programme in Business

<p>Author(s) Pia Nousiainen</p>	<p>Group or year of entry 2010</p>
<p>The title of thesis How Financial Markets Have Predicted the Level of the Interest Rate on the Main Refinancing Operation Over the Period 2009-2013</p>	<p>Number of report pages and attachment pages 42 + 8</p>
<p>Advisor(s) Arto Talmo</p>	
<p>The aim of the thesis is to determine how the financial markets have predicted the level of the interest rate on the main refinancing operations set by the European Central Bank.</p> <p>The theoretical framework of the research is based on literature published by respected writers of the industry and articles found from several Internet sites for example the Bank of Finland, European Central Bank, and Finnish foundation for share promotion. The theoretical part of the research focuses on describing financial market operations, the formulation of Euribor and Eonia rates, European central bank's actions, formulation of the interest rate on the main refinancing operations, anticipation towards acts in the financial markets, and theories related to this.</p> <p>Both quantitative and qualitative research methodologies were used in the research. The research was conducted by examining the daily fluctuations of certain interest rates prior to the publication of the interest rate on the main refinancing operations. The Material used in the research is public and available on the Bank of Finland's website.</p> <p>The results are presented in the second half of the thesis. The results show that the financial markets have clearly predicted the publication of the interest rate on the main refinancing operations, whether the level changed or remained unchanged. Interest rates used in the research have been the 1 month Euribor, 12 month Euribor and Eonia. The research period spanned 5 years, from 2.1.2009–31.12.2013.</p>	
<p>Key words interest rate on the main refinancing operations, anticipation, European central bank, market interest rate</p>	

Sisällys

1	Johdanto	1
1.1	Opinnäytetyön tavoitteet ja rajaukset	1
2	Rahoitusmarkkinat	4
2.1	Euriborkorot	5
2.2	Eonia	6
2.3	Erot ja yhtäläisyydet	7
3	Markkinakorkojen ennakointi.....	8
3.1	Välittymismekanismi.....	9
3.2	Korkojen aikarakenne ja odotushypoteesi	9
3.3	Taylorin sääntö	10
3.4	Ennakoimisen vaikutus.....	11
4	Rahapolitiikka	12
4.1	Euroopan keskuspankki	13
4.1.1	Rakenne	14
4.1.2	Tehtävät	15
4.2	Ohjauskorko	16
4.3	Vaikutukset talouteen	17
4.4	Ennakoiva viestintä.....	19
5	Empiirinen tutkimus.....	21
5.1	Tutkimusmenetelmät	21
5.2	Tutkimusaineisto	22
5.3	Tutkimustulokset.....	22
5.3.1	Ohjauskorko ja päivittäisten korkojen yhteistaulukko.....	23
5.3.2	Muutosyksiköt.....	24
5.3.3	Korkojen keskihajonta	31
5.3.4	Kehityksen analysointi	33
5.4	Tulosten arviointi	33
5.5	Tulosten yhteenveto.....	34
5.6	Tutkimuksen luotettavuus.....	35
5.7	Jatkotutkimusaiheet.....	36

6 Pohdinta	37
Lähteet.....	39
Liitteet.....	43
6.1 Liite 1. Euribor-paneeliin kuuluvat pankit	43
6.2 Liite 2. Kuviot korkojen muutosyksiköistä kuukautta ennen ohjauskoron julkistamista aikävälillä 2009-2013	44

1 Johdanto

Viime aikoina euriborkorot, kuten myös muutkin markkinakorot, ovat laskeneet poikkeuksellisen matalalle tasolle. Myös Euroopan keskuspankin julkaisema ohjauskorko on päätetty laskea 13.11.2013 alkaen ennätys alhaiselle tasolle 0,25 prosenttiin. Tutkimukseen valitun ajanjakson 2009–2013 tekee osaltaan mielenkiintoiseksi ja ajankohtaiseksi myös euroalueen finanssikriisi ja tämän vaikutukset korkojen liikehdintään markkinoilla. Ennakointia korkojen liikkeistä tapahtuu markkinoilla jatkuvasti rahoitusmarkkinoiden ja muiden toimijoiden toimesta. Ennakoinnissa tukena ovat erilaiset teorit, historialliset tapahtumat tai yleiset trendit markkinoiden liikehdinnän osalta ja muut talouden tekijät.

Työskentely korkojohdannaisten parissa on erityisesti herättänyt kiinnostuksen korkojen liikkeisiin markkinoilla sekä niiden ennakoimiseen kannattavuuteen tietyllä aikavälillä. Näin ollen opinnäytetyön aiheen valintaan on vaikuttanut sen ajankohtaisuuden lisäksi myös oma kiinnostus tutkimuksen aihealuetta ja tuloksia kohtaan.

Mielenkiintoista on tietää kuinka paljon rahoitusmarkkinat ovat ennakoineet Euroopan keskuspankin asettamaa ohjauskoron julkistamisen tasoa, ja ovatko rahoitusmarkkinat kyenneet tuomaan ohjauskoron oletetut muutokset euriborkorkoihin jo ennen ohjauskoron julkistamista. Eli onko korkomuutosten ennakointi rahoitusmarkkinoiden toimesta ollut suunnaltaan oikeaa, vai ovatko euriborkorkojen tasot muuttuneet vasta ohjauskoron julkistamisen jälkeen ohjauskoron suunnan mukaisesti, kuten yleisesti on tiedossa. Erityisesti muutokset ohjauskoron tasossa näkyvät lyhyissä markkinakoroissa. Korkojen kehitykseen vaikuttavat osaltaan Euroopan keskuspankin päätösten lisäksi useat muut talouden tekijät, kuten kysyntä ja tarjonta. Erityisesti nykyään markkinoiden ollessa hyvin kansainväliset myös muut korkotasot määrittävät osaltaan toisiaan.

1.1 Opinnäytetyön tavoitteet ja rajaukset

Tämän opinnäytetyön tavoitteena on tutkia miten keskimääräisesti rahoitusmarkkinat ovat ennakoineet ohjauskoron tason vaihteluita ennen ohjauskoron julkistamista vuosi-

en 2009–2013 aikana, apuna käyttäen eri markkinakorkojen kehittymistä ja muutoksia tällä ajanjaksolla.

Tutkimuksessa keskitytään tarkastelemaan Euroopan keskuspankin ohjauskoron eli eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskoron kehittymisen ennakoimista rahoitusmarkkinoiden toimesta aikavälillä 2009–2013. Koska markkinakorkojen tiedetään seuraavan asetettua ohjauskoron tasoa, on niiden tasoa ja muutoksia ennen ohjauskoron julkistamista käytetty tutkimuskysymyksen vastauksen selvittämiseen. Tutkimusongelmana työssä on rahoitusmarkkinoiden ohjauskoron tason ennakoiminen rahoitusmarkkinoiden toimesta aikavälillä 2009–2013.

Alaongelmina tutkimuksessa ovat:

Ovatko rahoitusmarkkinat onnistuneet ohjauskoron tason muutosten ennakoimisessa kuukautta ennen tai kuukauden aikana ohjauskoron julkistamisesta?

Ovatko markkinakorkojen muutosyksiköt olleet merkittäviä ennen ohjauskoron julkistamista?

Ovatko muutokset markkinakoroissa olleet keskimäärin suurempia ohjauskoron julkistamista ennen tilanteissa joissa ohjauskoron tasoa on muutettu?

Tutkimuksessa mukana olevat korot ovat eonia, euribor 1 kk ja euribor 12 kk. Tarkoituksena on tutkia näiden korkojen muutoksia kuukautta ennen ohjauskoron julkistamispäivän tasoa viiden vuoden ajanjaksolta, tutkittavaksi ajanjaksoksi on valittu vuodet 2009–2013. Tutkimukseen sisällytetään jokainen ohjauskoron julkistus kyseiseltä ajanjaksolta. Tutkimuksen aineistona käytetään luonnollista aineistoa, joka on julkisesti saatavilla Suomen Pankin verkkosivuilta.

Teoria osuus rajataan käsittämään korkomarkkinoiden toimintaa pähkinänkuoressa, euriborkorkojen ja eonian muodostumismekanismia, näihin kuuluvia organisaatioita sekä prosesseja, markkinoilla tapahtuvaa ennakoimista, Euroopan keskuspankin rahapoliittisia toimia ja tavoitteita ohjauskoron muodostamiseen liittyen sekä ohjauskoron

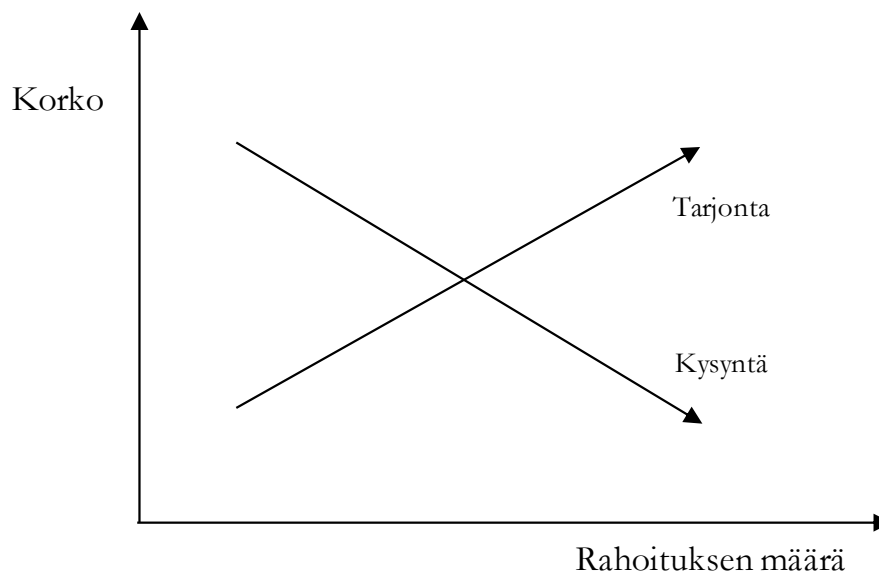
päätösmechanismia. Tutkimustulosten esittelyn jälkeen tehdään vielä yhteenveto ja esitellään omaa pohdintaa aiheesta ja tutkimuksesta sekä ideoita mahdollisille jatkotutkimusaiheille työn teemaan liittyen.

Koska on yleisesti tiedossa, että lyhyiden markkinakorkojen taso seuraa melko suorasti Euroopan keskuspankin asettamaa ohjauskoron tasoa, tutkimuksessa ei keskitytä tutkimaan euriborkorkojen muutosta ohjauskoron julkistamisen jälkeen vaan mielenkiintoista on tieto korkojen muutoksista ennen ohjauskoron julkistamista. Ohjauskoron ja muun talouden kehityksen ennakoimista tapahtuu rahoitusmarkkinoilla jatkuvasti ja osaltaan tunnettuja ovat esimerkiksi Euroopan keskuspankin toimet kuten ennakoiva viestintä ja yleiset periaatteet rahapolittisia päätöksiä tehtäessä. Näin ollen muutosten ennakoiminen voi osaltaan helpottua. Näiden lisäksi tulee myös huomioida muut talouden tekijät, jotka voivat muutoksillaan vaikuttaa rahoitusmarkkinoiden muodostumiseen ja juuri esimerkiksi ohjauskoron ja euriborkorkojen tasoon.

Euriborkorkoja hallinnoiva Euribor-EBF on ilmoittanut 23.9.2013 päätöksestä lopettaa vähemmän käytössä olevat 3 viikon ja 4, 5, 7, 8, 10 ja 11 kuukauden euriborkorot 1.11.2013 alkaen, tästä eteenpäin noteerataan vain suuremmassa käytössä olevat euriborkorot (Euribor-EBF 2013). Näin ollen myös tästä tutkimuksesta on rajattu ulos euriborkorot, joiden noteeraaminen on lopetettu. Myös 3 kuukauden ja 6 kuukauden euriborkorot on jätetty tutkimuksen ulkopuolelle.

2 Rahoitusmarkkinat

Rahoitusmarkkinat mahdollistavat rahoituksen välittämisen rahoitusylijämmäisiltä rahoitusalijämmäisille. Rahoitusylijämmäisiä tahoja voivat olla esimerkiksi valtio tai yritykset ja rahoitusalijämmäisiä tahoja sen sijaan esimerkiksi toiset yritykset tai kuluttajat. Rahoitus välittyy useimmiten arvopaperimarkkinoiden tai rahoituslaitosten, kuten pankkien, kautta. Rahoitusta voidaan välittää useissa eri muodoissa, muun muassa pankkirahoituksena tai obligaatioiden ja osakkeiden muodossa. Rahoituksen hintana markkinoilla toimii korko, joka näin ollen muodostaa hinnan rahalle ja toimii tasapainottajana rahoituksen kysynnälle ja tarjonnalle ja asettaa ne pitkällä aikavälillä tasapainotilaan. Korko on siis korvausta siitä, että rahat olisi vaihtoehtoisesti voitu sijoittaa johonkin muuhun tuottavaan sopimukseen, esimerkiksi arvopapereihin. Alla olevassa kuviossa 1 voidaan nähdä teorian tason rahoitusmarkkinoiden tasapainopisteen sijainti, tällöin korko asetuu tasolle, jossa kysyntä ja tarjonta ovat samalla tasolla. Kuvio ja teorian rahoitusmarkkinoiden tasapainopiste ei kuitenkaan huomioi kokonaistaloudellista toimintaa ja muita talouden muuttujia, kuten esimerkiksi työttömyyttä. (Pekkarinen & Sutela 2004, 80–82.)



Kuvio 1. Rahoitusmarkkinoiden kysynnän ja tarjonnan tasapaino (Pohjola 2008, 99.)

2.1 Euriborkorot

Markkinakoroista euroalueella tärkeimpiä ovat euriborkorot, jotka määräytyvät pääosin kysynnän ja tarjonnan periaatteiden mukaisesti markkinoilla. Ensimmäisen kerran Euriborkorot on julkaistu 30.12.1998 arvopäivälle 4.1.1999, koronlaskuna käytetään todelliset päivät/360 tai vaihtoehtoisesti todelliset päivät/365. Eri maturiteeteille noteeratut euriborkorot julkistetaan päivittäin kello 11.00 Brysselin aikaan. Markkinoille tultuaan euriborkorot syrjäyttivät monet aiemmat eurooppalaiset viitekorot, esimerkiksi Suomessa aiemmin käytetyn Helibor-koron. (Suomen Pankki 2013c.)

Käytännössä euriborkorot määrittyvät sen mukaan millä korolla toinen euroalueen ensiluokkainen pankki olisi valmis tarjoamaan toiselle samantasoiselle pankille pankkien välisiä määräaikaista eurotalletuksia. Euriborkorot eivät siis perustu todellisiin toteutuneisiin lainoihin, vaan arvioihin näistä tasoista. Euribor lyhenne tulee sanoista Euro Interbank Offered Rate. (Suomen Pankki 2013a.)

Euriborkorkojen tasojen määrittelyyn osallistuvat tietyt valitut pankit, jotka omaavat suurimman osan euroalueen kaupankäynnistä. Nämä pankit yhdessä muodostavat paneeliin, joka määrittelee euriborkorot eri pituuksille päivittäin. Kaikki paneeliin kuuluvat pankit omaavat korkean luotettavuuden tason ja ne ovat kykeneviä käymään kaupaa rahamarkkinoilla hyvin suurilla määrillä esimerkiksi euriboriin sidotuilla instrumenteilla. 15.10.2013 paneeliin kuuluvat esimerkiksi Suomesta Nordea ja Pohjola. Suurin osa paneeliin kuuluvista pankeista ovat Saksasta, Ranskasta, Espanjasta ja Italiasta. Liitteessä 1 on esitetty kaikki euribor-paneeliin kuuluvat pankit. Yhdeksästä kokeneesta markkinoilla toimijasta koostuva euriborin ohjauskomitea voi tahtoessaan vaatia paneeliin kuuluvia pankkeja todistamaan paneelin vaatimusten täyttyminen, milloin vain paneeliin liittymisen jälkeen, jotka vaaditaan pankeilta täytettäväksi paneeliin hyväksymistä ennen. Kyseinen komitea myös tutkii tasaisin väliajoin onko pankkien määrä paneelissa optimaalinen ja että kaikki paneeliin kuuluvat pankit täyttävät vaaditut ehdot osaltaan jatkuvasti. (Euribor-rates.eu 2013; Leppiniemi 2005, 96; Suomen Pankki 2013a.)

Paneelin pankit ovat noteeranneet euriborin yksi, kaksi ja kolme viikkoa sekä kuukausittaiset euriborit yhdestä kahteentoista kuukauteen 31.10.2013 saakka. Euriborkorkoja hallinnoiva Euribor-EBF kuitenkin ilmoitti 23.9.2013 päätöksestä lopettaa vähemmän markkinoilla käytössä olevat 3 viikon ja 4, 5, 7, 8, 10 ja 11 kuukauden euriborkorot 1.11.2013 alkaen eli näin ollen tämän jälkeen paneelin pankit ovat noteeranneet vain markkinoilla suuremmissa käytössä olevat euriborkorot.

Nämä euriborkorot muodostavien pankkien noteeraukset toimitetaan päivittäin Thomson Reutersille joka laskee 15 % korkeimmista ja alimmista noteerauksista laskennan ulkopuolelle. Tämän jälkeen muista noteerauksista lasketaan keskiarvo kolmen desimaalin tarkkuudella ja tästä muodostuu aina kyseinen euriborkorko, joka julkaistaan markkinoilla. (Euribor-EBF 2013; Leppiniemi 2005, 96.)

2.2 Eonia

Eoniakorko on paneelin pankkien keskinäisten jo markkinoilla toteutuneiden vakuudettomien euromääräisten lainojen yön yli-viitekorko. Korko lasketaan painotettuna keskiarvona kaikkien paneeliin kuuluvien pankkien välisten markkinoilla toteutuneiden yön yli lainojen tasosta. Eonia on saatavilla ainoastaan todelliset päivät/360 laskentaa säännöllä ja se päivitetään aina seuraavana pankkipäivänä kahdeksan aikaan aamulla, ensimmäisen kerran eonia on julkaistu 4.1.1999, eli se on ollut markkinoilla yhtä kauan kuin ensimmäiset noteeratut euriborkorot. Eonian lyhennys tulee koron englanninkielisestä nimestä Euro Overnight Index Average. (Tuhkanen 2006, 42–43.)

Eoniakorko on euriborkorkojen mukaan kehittynyt ohjauskoron tason mukaisesti ja pysynyt tasoltaan hyvin matalana ja ohjauskoron tason alapuolella. Viime aikoina eonia on kuitenkin noussut jopa Euroopan keskuspankin ohjauskoron tasoa korkeammaksi, esimerkiksi 28.4.2014 eonia oli tasoltaan 0,398 % kun ohjauskorko on 0,25 %. Eonian nousua selitetään pankkien likviditeetin vähenemisellä, kun ne joutuvat maksamaan takaisin Euroopan keskuspankille vuosina 2011–2012 finanssikriisin johdosta otettuja kolmen vuoden lainoja sekä myös pankkien välisen luottamuksen vähenemisellä. (Home Finance 2014; The Economist 2014.)

2.3 Erot ja yhtäläisyydet

Eonian ja euriborkorot määrittävät samat paneeliin kuuluvat pankit. Koroissa on kuitenkin yhtenä merkittävänä erona se, että Eonia on jo markkinoilla toteutuneiden vakuudettomien yön yli lainojen korko, kun taas euriborkorot ovat käytännössä arvioita, siitä millä tasolla ensiluokkainen pankki lainaisi toiselle ensiluokkaiselle pankille euromääräisiä tietyn maturiteetin lainoja. Euriborkorkojen noteeraukset eivät näin ollen kuvasta todellista toteutunutta tasoa kuten eonia. Euriborkorkoihin voi sisältyä helposti pankkien arvioima riskilisiä varsinkin epävarmuuden ja eri riskitekijöiden vallitessa markkinoilla. Osaksi tästä syystä eonia on sisällytetty tutkimukseen mukaan ja mielenkiintoista onkin nähdä, ovatko muutokset eoniassa ennakoineet ohjauskoron tason julkistamista kuukauden ajanjaksolla ennen ohjauskoron julkistamispäivämäärää. (Suomen Pankki 2013a; Tuhkanen 2006, 42–43.)

Euribor-EBF (European Banking Federation) eli Euroopan Pankkiyhdistyksen liitto vastaa yhdessä ACI-rahoitusmarkkinayhdistyksen kanssa euriborkorkojen ja eonian laskennan periaatteista ja päivittäisestä julkaisemisesta. Tämä kansainvälinen yhdistys, joka toimii Belgian lain alla, on perustettu tammikuussa 1998 ja voittoa tavoittelematon yhdistyksen tarkoituksena on korkojen kehittäminen ja niiden toimintojen tukeminen. (Euribor-EBF 2012.)

3 Markkinakorkojen ennakointi

Yleisesti on tiedossa, että Euroopan keskuspankin ohjauskorko määrää suurelta osalta euriborkorkojen suuntaa ja kehittymistä markkinoilla kysynnän ja tarjonnan periaatteet huomioiden. Erityisesti ohjauskoron muutosten vaikutukset näkyvät lyhyissä markkinakoroissa. Korkojen kehittymiseen vaikuttavat osaltaan myös Euroopan keskuspankin toimien lisäksi useat muut talouden tekijät. (Pohjola, Pekkarinen & Sutela 2006, 191–192; Pörssisäätiö 2013, 5-6.)

Muutamaa kuukautta pidemmissä koroissa näkyvät lisääntyvässä määrin markkinoiden odotukset ohjauskoron muutosten suunnasta sekä yleinen halukkuus lainanotolle ja säästämislle alkavat vaikuttamaan vallitsevaan korkotasoon. Nykyään markkinoiden ollessa hyvin kansainväliset myös muut korkotasot määrittävät osaltaan toisiaan. Sijoitukset on helposti siirrettävissä maiden välillä, mikäli tämä nähdään kannattavaksi markkinoilla. Pitkän aikavälin korkojen tasoon vaikuttavat myös yleiset inflaatio-odotukset, jonka osaltaan määrittävät ajatukset talouden yleisen kehittymisen trendistä tai muutoksista, muun muassa nousukausi tai suurempi talouden kasvu usein vaikuttavat korottavasti hintatasoon. (Pörssisäätiö 2012, 6; Pörssisäätiö 2013, 5-6.)

Erilaiset talouden shokit, joko positiiviset tai negatiiviset ovat mukana muokkaamassa yleisesti talouden kehittymistä. Osassa tekijöistä esiintyvä jäykkyys hidastaa markkinoiden reagoimista ja sen jälkeistä sopeutumista shokkien korjaamiseksi vaadittavissa toimissa, esimerkiksi palkkataso on osaltaan tällainen ja sen sopeutuminen shokkien vaikutuksiin voi realisoitua vasta kun alkuperäinen talouden shokkitila on jo osaltaan markkinoilla takanapäin. Kuitenkin erityisesti lyhyet korot ovat luonteeltaan sellaisia, että ne voivat reagoida talouden shokkeihin nopeallakin aikavälillä. Tämä osaltaan voi hankaloittaa markkinoilla korkojen tason muutosten ennakointia. (Pohjola ym. 2006, 191–192; Pohjola 2008, 196–197.)

3.1 Välittymismekanismi

Välittymismekanismi on prosessi, jolla rahapoliittisten päätösten seuraukset vaikuttavat talouteen ja erityisesti hintoihin. Koska keskuspankilla on yksinoikeus rahan liikkeenlaskuun, pystyy se näin ollen ohjaamaan lyhyitä markkinakorkoja asettamallaan ohjauskoron tasollaan. Käytännössä kun esimerkiksi ohjauskoron muutos siirtyy lyhyisiin markkinakorkoihin aiheuttaa yleinen markkinakorkojen nousu pienentyvän halukkuuden yleiseen kulutukseen ja investointeihin. Tämä taas välittyy eteenpäin esimerkiksi tuotannon mahdolliseen heikkenemiseen noin yhden tai kahden vuoden viiveellä. Välittymismekanismien vaikutukset eivät kuitenkaan ole suoraselkoisia tai useinkaan selkeästi laskettavissa ja ne näkyvät taloudessa kunnolla vasta pitkällä aikavälillä, lisäksi ne ovat usein melko vaikeasti ennakoitavissa. Välittymismekanismi vaatii toimiakseen markkinoiden tehokasta toimintaa, mikäli kaupankäynti pankkienvälisillä markkinoilla on tehotonta voi myös tavoiteltu välittymismekanismien vaikutuksen toiminta taloudessa jäädä heikommaksi. (Euroopan keskuspankki 2014c; Generation euro students award 2013.)

3.2 Korkojen aikarakenne ja odotushypoteesi

Korkojen aikarakenne eli tuottokäyrä on graafinen kuvaaja jolla kuvataan tietyn hetken korkorakennetta. Perusmuodot tuottokäyrälle ovat nouseva, laskeva ja tasainen. Markkinoiden normaali tuottokäyrä on nouseva ja tämä käytännössä tarkoittaa, että pitkän aikavälin korot ovat tasoltaan korkeammat kuin lyhyen aikavälin korot. (Koistinen 2011.)

Odotushypoteesi on yksi melko suosittu teoria selittämään korkokäyrän aikarannetta, se on niin sanotusti markkinoiden ennustus talouden tulevaisuuden muutoksista. Teorian mukaan pitkän aikavälin korot peilaavat tulevaisuuden lyhyen aikavälin korkoja, eli käytännössä mikäli korkokäyrä olisi esimerkiksi nouseva, niin tulevaisuudessa teorian mukaan tiedossa olisi nousukausi jolloin rahapolitiikka kiristyisi ja myös lyhyet korot lähtisivät nousemaan. Teorian mukaisesti tilanne on päinvastainen laskevan korkokäyrän tilanteessa. (Koistinen 2011.)

Tämän hetkisen tason mukaisesti odotushypoteesin perusteella lyhyet korot ovat tulevaisuudessa nousevia, sillä lyhyet markkinakorot ovat todella alhaisella tasolla, esimerkiksi 14.2.2014 3 kk euribor oli 0,287 % ja pitkät korot ovat pienellä variovinnilla noin kahden prosentin mailla esimerkiksi 13.2.2014 Suomen valtion obligaation korko, 10 vuotta 1,98 %. Yllämainittujen lukujen mukaan tuottokäyrän muoto on selkeästi siis nouseva. (Koistinen 2011; Suomen Pankki 2014c.)

3.3 Taylorin sääntö

John Taylorin rahapolitiikkasääntö on tullut kuuluisaksi vuonna 1993 ja sääntö on nykyään monien keskuspankkien käytössä. Taylorin säännön perusteella keskuspankki huomioi ohjauskorkoa asettaessaan inflaation tason ja tuotannon poikkeamat normaaleista tavoitteista. Koska maan keskuspankki kykenee vaikuttamaan yleiseen kulutukseen korkojen kautta, John Taylorin mukaan keskuspankin pitäisi ottaa huomioon suoraan korkotason valinta ennemminkin kuin rahan määrän kasvu. Taylorin korkosäännön toimivuutta on myös perusteltu sillä, että yleiseen hintatasoon ja reaaliiseen tuotantoon pohjautuvat rahapolitiikkasäännöt ovat aiemmin toimineet paremmin verrattuna sääntöihin, jotka nojaavat valuuttakursseihin taikka rahan tarjontaan. (Kansantaloudellinen aikauskirja 106. Vsk. – 2/2010, 165–169.)

Taylorin säännön mukaan keskuspankki päättää ohjauskoron tason sillä hetkellä kansantaloudessa vallitsevan taloustilanteen mukaisesti. Yksinkertaisesti säännön mukaan, keskuspankin tulee nostaa ohjauskorkoa talouskasvun kiihtyessä ja toimia päinvastoin tilanteessa jossa talouskasvu on yleisesti hiljentymään päin. (Kansantaloudellinen aikauskirja 106. Vsk. – 2/2010, 165–169.)

Taylorin sääntöä on saanut huomiota ja kehuja säännön yksinkertaisuudesta ja sen käytön selkeydestä. Tämä korkosääntö käytännön tasolla yhdistää rahapolitiikan muihin taloudellisiin muuttujiin inflaation ja tuotannon tasojen avulla. Myöskään ennustemallia ei tarvita, sillä inflaation tason ja tuotantoerojen huomioiminen ovat riittäviä säännön toteuttamiseen käytännössä. Ongelmalliseksi säännön kannalta voi kuitenkin muodostua se, että se ottaa huomioon luonnollisen työttömyyden tason ja kasvuasteen. Nämä

muuttujat ovat kuitenkin jatkuvasti vaihtuvia ja yleistä oletustasoa voi olla hyvinkin vaikea arvioida tarkasti säännön toteuttamiseen. Toinen kritiikin aihe on ollut säännön rajoittavuus, siinä huomioon otettavien muuttujien määrä on nähty liian pienenä. Myös alkuperäisen Taylorin säännön on sanottu johtavan yleisesti suurempaan korkojen vaihteluun kuin mitä käytännössä havaitaan. (Kansantaloudellinen aikauskirja 106. Vsk. – 2/2010, 165–169.)

Säännön ongelmista huolimatta, mikäli keskuspankin tiedetään noudattavan Taylorin sääntöä ohjauskoron määrittelyssä, on tätä mahdollista myös hyödyntää tulevien muutosten ennakoinnissa. Muutosten mahdollista suuntaa ennakoidessa tulee huomioida talouden muuttujien liikehdintä, erityisesti inflaation taso ja tuotannon erot yleisestä tavoitetasosta. Taylorin säännön suoraviivaisuuden johdosta sääntö on kätevä käyttää ja yksinkertaista ottaa huomioon ohjauskoron ennakointia tehdessä. (Kansantaloudellinen aikauskirja 106. Vsk. – 2/2010, 165–169.)

3.4 Ennakoimisen vaikutus

Rahoitusmarkkinat ennakoivat korkomuutoksia jatkuvasti. Oikean suuntainen ennakoiminen mahdollistaa esimerkiksi riskihinnoittelun pienentämisen markkinoilla sekä turhan epävarmuuden päätöksenteossa. Mikäli ennakointi on markkinoilla onnistunutta ja sitä kautta kannattavaa ja talouden muutoksiin sekä määritelyihin toteutustasoihin voidaan luottaa, ei hintoihin ole oleellista sisällyttää esimerkiksi yllämainittua riskilisää ja päätöksenteko monilla tahoilla voi oletettavasti hieman helpottua. Ennakoinnin apuna voidaan käyttää monia eri teorioita ja historian tapahtumia, joista vain muutamat tämän työn kannalta olennaisia esitelty yllä. Usein kuitenkin ennakoimista vaikeuttavat talouden hyvin monet muuttujat ja ennalta arvaamattomat shokit, näin ollen talouden liikehdinnän ja toteutumisen ennakoiminen on oletettavasti harvoin täysin oikeansuuntaista. (Pörssisäätiö 2013, 5-6.)

4 Rahapolitiikka

Rahapolitiikan keinoin keskuspankki säätelee rahan määrää taloudessa. Koko pankkijärjestelmä osaltaan vaikuttaa rahapolitiikan toimien tehokkuuteen, sillä suuri osa liikkeellä olevasta rahavarannosta on talletuksina liikepankeissa. Muuttamalla omia saataviaan ja velkojaan liikepankkeihin nähden on keskuspankin mahdollista vaikuttaa liikkeessä olevan rahan määrään, pankkien lainanantoon ja täten koko taloudessa olevaan rahan määrään. Yhteisen valuutan johdosta euroalueella rahapolitiikka on yhteistä ja siitä päättää ja on vastuussa Euroopan Keskuspankki. Näin ollen euromaat ovat siis luopuneet omasta rahapolitiikastaan. (Pohjola 2008, 177–178.)

Keskuspankilla on useita keinoja toteuttaa määriteltyä rahapolitiikkaa. Eurojärjestelmän myötä Euroopan keskuspankin (EKP) tärkein rahapolitiikan väline on perusrahoitusoperaatiot. Perusrahoitusoperaatiossa keskuspankki lainaa liikepankeille rahaa asetetulla ohjauskoron tasolla. Asetetulla ohjauskoron tasolla käytännössä ilmoitetaan toteutettavan rahapolitiikan suunnasta ja koron tason muutokset siirtyvätkin esimerkiksi melko suoraan lyhyisiin ja pidempiin markkinakorkoihin. Myös yksi keskeisimpiä rahapolitiikan keinoja nykyään ovat avomarkkinaoperaatiot, jotka tarkoittavat keskuspankin pääosin lyhytaikaisilla rahoitusvaateilla suorittamaa kauppaa. Keskuspankki kykenee supistamaan taloudessa liikkeellä olevaa rahan määrää myymällä rahastosijoituksiaan. Keskuspankin määräämä ohjauskoron taso määrittelee tason jolla myös avomarkkinaoperaatiot toteutetaan käytännössä. Muutokset ohjauskoron tasossa vaikuttavat siis lyhyiden markkinakorkojen lisäksi myös esimerkiksi pankkien yleiseen maksuvalmiuteen ja yleisesti muuhun talouteen. (Pohjola ym. 2006, 174–176; Suomen Pankki 2013c.)

Edellä mainittujen toimien lisäksi keskuspankin on mahdollista kerätä pankeille pakollisia kassavarantotalletuksia. Nostamalla niiden tasoa keskuspankki kykenee keräämään rahaa pois pankeista ja tätä kautta pienentämään niiden luotonantoa ja yleistä rahan määrää taloudessa. Muutokset kassavarannon tasossa ovat melko harvinaisia, joten näin ollen rahapolitiikan keinona se ei ole enää kovinkaan oleellinen. Vekseliluoton myöntäminen pankeille on ollut aiemmin hieman yleisempi rahapolitiikan keino keskuspank-

kien toimissa. Keskuspankki on ostanut pankkien omia tai niiden asiakkaiden vekseleitä kauppoihin sovelletulla diskonttokorolla. Kuten ohjauskoron tason kanssa myös diskonttokorkotasoa nostamalla keskuspankin on ollut mahdollista supistaa pankkien luotonantoa, sillä tämän toimen myötä vekseliluotto pankeille on kallistunut. Mutta kuten todettu, nykyään tämä ei kuitenkaan ole enää kovin tehokas rahapolitiikan keino ja diskonttokoron taso lähinnä vain seuraa keskuspankin muita rahapoliittisia toimia. (Pohjola ym. 2006, 174–176.)

Euroalueella on myös omia erityispiirteitä talouspolitiikan kannalta. Yleisesti ja ennen euroalueen muodostumista myös siihen kuuluvissa jäsenvaltioissa raha- ja finanssipolitiikan päätöksen teko on kuulunut yksinomaan kyseiselle kansanvaltiolle, esimerkiksi Suomessa Suomen Pankille. Euroalueella sen sijaan finanssipolitiikka on kansallista ja rahapolitiikka yhteistä. Rahapolitiikasta euroalueella päättää täysin riippumaton toimielin Euroopan keskuspankki ja rahapoliittiset päätökset tehdäänkin tämän myötä koko euroalueen taloudellisen tilanteen mukaisesti ja yksittäisten pienempien valtioiden, kuten Suomen, vaikutus rahapolitiikan päätöksiin on usein hyvin pieni. EKP:n harjoittama rahapolitiikka on periaatteessa tehokasta, koska euro on kelluva valuutta. Tämän seurauksena esimerkiksi ohjauskoron laskulla myös euro devalvoituu, eli sen ulkoinen arvo heikkenee ja vienti euroalueella näin ollen paranee. Ongelmaksi euroalueella voi muodostua, ja joidenkin valtioiden kohdalla onkin muodostunut, yhteiseen tilanteeseen sovitettujen rahapolitiikan sopimattomuus yhden tietyn kansantalouden taloudelliseen tilaan. Erityisesti pienempien reunavaltioiden taloudellinen tila voi poiketa merkittävästikin euroalueen muusta taloudellisesta tilasta ja näin ollen toteutettu rahapolitiikka ei ole näille valtioille sopiva. (Pekkarinen & Sutela 2004, 164–169.)

4.1 Euroopan keskuspankki

1.6.1998 perustettu Euroopan keskuspankki eli EKP on EU:n täysin riippumaton ja itsenäinen toimielin, joka toimii keskuspankkina euroalueella. EKP hallinnoi EU:n yhteistä valuuttaa euroa ja samalla vastaa sen tärkeimpänä tehtävänä euroalueen hintavakauden ylläpidosta määrittelemällä rahapolitiikan tason euroalueella. Yhteinen rahapolitiikka euroalueella on alkanut 1.1.1999. EKP:n tehtäviin kuuluu myös huolehtia

talous- ja rahaliiton toiminnasta johtamalla Euroopan keskuspankkijärjestelmää. Euroopan keskuspankin muodostavat johtokunta, neuvosto ja yleisneuvosto. (Euroopan unioni 2013; Europa 2011.)

4.1.1 Rakenne

Neuvosto on EKP:n ylin päätöksen tekijä ja sen muodostavat EKP:n johtokunnan kuusi jäsentä ja keskuspankkien johtajat niistä jäsenvaltioista joissa on otettu käyttöön euro, eli Suomen Pankki osallistuu päätöksentekoon neuvostossa vaikuttavan pääjohtajansa kautta. Neuvoston tehtäviin kuuluu määrittellä euroalueen rahapolitiikka eli esimerkiksi päättää ohjauskoron taso. Päätöksenteossa kullakin jäsenellä on yksi ääni, eli jokaisen merkitys neuvostossa ja päätöksenteossa on yhtä suuri. Neuvostolle kuuluvat kaikki päätökset, jotka liittyvät rahapolitiikkaan. (Euroopan keskuspankki 2014a; Euroopan unioni 2013.)

Johtokunnan tehtäviin kuuluu toteuttaa EKP: neuvoston tekemiä päätöksiä ja ohjeistuksia eli käytännössä huolehtia ja hoitaa niin sanotusti juoksevia asioita. EKP:n johtokuntaan kuuluvat pääjohtajat, varapääjohtaja ja neljä muuta jäsentä, jotka valitaan jäsenvaltioiden toimesta aina kahdeksan vuoden pituiselle toimikaudelle kerrallaan. (Euroopan unioni 2013.)

Yleisneuvoston tehtäviin kuuluu osallistuminen EKP:n neuvoa-antavien tehtävien suorittamiseen, koordinoituihin töihin, tilitietojen kerääminen, EKP:n vuosikertomusten valmistelu ja yleinen valmistelu uusien jäsenmaiden liittymisestä euroalueeseen. Yleisneuvosto koostuu EKP:n pääjohtajasta, varapääjohtajasta ja kaikkien EU:n jäsenvaltioiden omien keskuspankkien pääjohtajista. EKP toimii myös yhteistyössä EU-maiden omien kansallisten keskuspankkien kanssa, näiden yhteistoiminta muodostaa Euroopan keskuspankkijärjestelmän eli EKPJ:n. EKPJ:hin kuuluvat siis kaikkien EU:n jäsenvaltioiden keskuspankit, myös niiden valtioiden joissa ei ole otettu euroa käyttöön, kuten esimerkiksi Tanskan ja Ruotsin keskuspankit. (Euroopan unioni 2013; Euroopan keskuspankki 2014b.)

EKP:n harjoittaman rahapolitiikan uskottavuuden vuoksi EKP:n itsenäisyys ja riippumattomuus luovat osaltaan sen toiminnalle ja yleiselle raportoinnille merkittäviä vaatimuksia. EKP:n tulee raportoida toiminnastaan valtiovarainministereille EU:n neuvostossa, EU:n komissiolle ja myös Euroopan parlamentille. Säännönmukaisen raportoinnin lisäksi yleinen läpinäkyvyys toiminnassa lisää markkinoiden luottamusta sen toimintaa kohtaan. (Pohjola 2008, 177–178.)

4.1.2 Tehtävät

Euroopan keskuspankin pääasiallinen ja tärkein tehtävä on ylläpitää erityisesti euroalueen hintavakautta, eli käytännössä huolehtia inflaation tasosta euroalueella. Tämä on määritelty jo EU:n toiminnasta tehdyn sopimuksen eli Maastrichtin sopimuksen rahapolitiikkaa koskevassa luvussa. Hintataso on myös ainoita talouden osa-alueita, joihin pystytään todellisuudessa keskipitkällä aikavälillä vaikuttamaan, muihin reaalityöelämän tekijöihin voidaan vaikuttaa pitkälti ainoastaan myönteisen hintavakauden kautta.

EKP:n tavoitteen mukaisesti inflaation tason tulisi pitkällä aikavälillä pysyä lähellä mutta alle kahden prosentin tason. Tulee myös huomioda, että koska EKP:n tehtävä on huolehtia koko euroalueen inflaation tasosta, voi näin ollen tavoiteltu inflaation taso poiketa yksittäisen jäsenmaan inflaatiosta joskus merkittävästikin. Pienempien jäsenmaiden, joiden kansantaloudellinen tilanne poikkeaa muiden euroalueen valtioiden tilanteesta mahdollisuudet vaikuttaa yleiseen ohjaukseen tasoon ja muihin rahapolitiisiin päätöksiin ovat melko mitättömät. Euroopan unionin toiminnasta tehdyn sopimuksen perusteella eurojärjestelmän perustehtäviin kuuluvat yleisesti rahapolitiikan hallinta, valuuttamarkkinatoimien toteuttaminen, varainhallinta ja maksujärjestelmien toiminnan tarkkailu. (Euroopan keskuspankki 2013b, 1; Euroopan keskuspankki 2013c; Pekkarinen & Sutela 2004, 164.)

Toinen tärkeä tehtävä EKP:llä on rahoitusjärjestelmän vakauden edistäminen, joka on hyvin olennainen tekijä koko talouden toiminnan kannalta. Rahoitusjärjestelmällä tarkoitetaan rahoitusmarkkinoita, rahoituksenvälittäjiä ja rahoitusinfrastruktuuria. Käytännössä tämä tarkoittaa rahoitusjärjestelmän vakauden seurantaa ja arviointia, neuvontaa, yhteistyön edistämistä ja markkinainfrastruktuurin yleisvalvontaa. EKP seuraa

osaltaan jatkuvasti sekä suhdannekehitystä että rakenteellista kehitystä euroalueella ja muilla oleellisilla alueilla. Itse rahoitusjärjestelmän vakauden arviointi ja seuranta tapahtuu käytännössä yhteistyössä kansallisten keskuspankkien kanssa rahoitusvakauskomiteassa. Myös koska EKP tekee yhteistyötä kaikkien EU-maiden kansallisten keskuspankkien ja valvonnasta vastaavien muiden viranomaisten kanssa kuuluu sen tehtäviin myös huolehtia tämän yhteistyön koordinoinnista käytännön tasolla. (Euroopan keskuspankki 2013a.)

4.2 Ohjaukorko

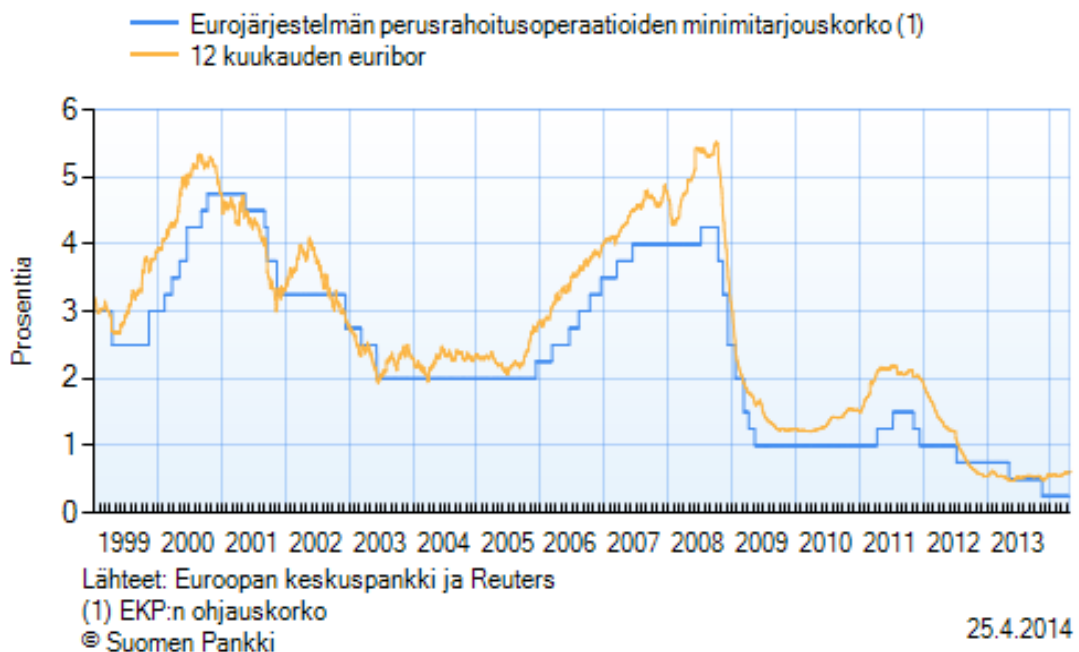
Ohjaukorko eli Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko on EKP:n määrittämä korkotaso, joka määrittää rahan hinnan liikepankkien lainanotolle keskuspankista. Näin ollen rahapolitiikan välineenä ohjaukorko on yksi oleellisimpia ja sen muutosten vaikutukset ovat euroalueella sekä suoria että välillisiä. (Pohjola ym. 2006, 191–192.)

Ohjaukoron tason määrittäminen tapahtuu EKP:n neuvoston paikalla olevien jäsenten enemmistön äänillä. Koron taso määritellään ja julkaistaan nykyisen toimintamallin mukaisesti kerran kuukaudessa, yleensä kuukauden kahdesta kokouksesta ensimmäisessä, mutta päätöksiä ohjaukoron tasosta voidaan tehdä tarvittaessa myös useammin, kuukauden toisessa kokouksessa tai tarpeen vaatiessa myös ennalta sovittujen kokousten ulkopuolella. Mahdolliset muutokset ohjaukoron tasossa ilmoitetaan aina peruspisteinä, eli käytännössä 10 peruspistettä on sama kuin 0,10 prosenttiyksikköä. Ohjaukoron tason määrittämisen vuoksi oleellista on huomioida halutut tavoitteet, eli tärkeimpänä näistä EKP:llä hintavakauden ylläpitäminen. Tulevaisuuden inflaationäkymien kattava arviointi onkin keskiössä korkopäätöksiä tehtäessä. (Suomen pankki 2013b; Svea 2014.)

Suomen Pankin verkkosivuilta saatu alla oleva kuvio osoittaa ohjaukoron eli Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskoron ja 12 kuukauden euriborkoron kehityksen ajanjaksolla 1999–2013. EKP:n ohjaukorko on viime aikoina laskenut historiallisen alhaiselle tasolle vain 0,25 prosenttiin. Alhainen korkotaso on ollut EKP:n

selkeää reagoimista finanssikriisiin ja sen vaikutusten minimointiin pyrkimistä eli rahapolitiikka on euroalueella tällä hetkellä elvyttävää. Kuten kuvio 2 osoittaa nykyiset alhaiset korkotasot eivät vastaa normaalitilaa, ajalla ennen finanssikriisiä ohjauskorko on pysytellyt pääosin 2 % ja 4 % välimaastossa, lukuun ottamatta 2000-luvun alun nousua yli 4 % tasolle. Kuvio osoittaa myös selkeästi 12 kuukauden euriborkoron kehittymisen ohjauskoron tason mukaisesti koko tarkasteltavalla ajanjaksolla. Myös muut markkinakorot ovat reagoineet tällä aikavälillä ohjauskoron muutoksiin ja kehittyneet sen mukaisesti. (Suomen Pankki 2014a.)

Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor



Kuvio 2. Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor aikavälillä 1999–2013. (Suomen Pankki 2014a.)

4.3 Vaikutukset talouteen

Ohjauskoron tasolla on merkittäviä suoria ja välillisiä vaikutuksia talouden moniin eri tekijöihin. Sillä on esimerkiksi suora vaikutus liikepankkien rahoituskustannuksiin ja rahamarkkinakorkoihin, mikäli ohjauskorkoa korotetaan, nousevat pankkien rahoitus-

kustannukset. Tätä kautta saadaan myös välillinen vaikutus pankkien antolainaus- ja talletuskorkoihin eli lopulta kuluttajiin. (Pohjola ym. 2006, 191–192.)

Koska ohjauskorko on korkotaso, jolla EKP on valmis myöntämään lainaa pankeille, siirtyy tämä vaikutus myös suoraan pankkien välisiin markkinakorkoihin eli esimerkiksi euriborkorkoihin. Tätä kautta ohjauskoron tasolla on suora vaikutus talouteen, sillä voidaan muun muassa laajentaa tai supistaa lainanantoa, yleistä kulutusta tai investointihalukkuutta. Eli yksinkertaisesti korkokannan noustessa valuutan määrä taloudessa supistuu. Esimerkiksi ohjauskoron laskulla saadaan suora laskeva vaikutus lyhyisiin markkinakorkoihin, näin ollen korkotason ollessa matalampi myös investoinneista tulee mahdollisesti kannattavampia laskeneiden pääomakustannusten myötä. Matalampaa korkotasoa käytetäänkin taloudellisesti heikkona aikana talouden piristämiseksi, kuten nykytilanteessa on havaittavissa. Tätä kautta houkutus investoinneille ja kulutukselle yleisesti kasvaa ja taloudellinen toiminta piristyy. (Pekkarinen & Sutela 2004, 153; Sijoittajan korko-opas 2013.)

Inflaation tasoon voidaan myös vaikuttaa valitulla ohjauskoron tasolla. Rahan kvantiteettiteorian mukaisesti rahan määrän muutos taloudessa on verrannollinen inflaation muutokseen. Näin ollen vallitsevaa inflaatiota voidaan hillitä supistamalla liikkeellä olevan rahan määrää, eli käytännössä korkotasoa nostamalla. Kvantiteettiteorian mukaisesti raha on neutraalia, eli muutokset sen määrässä vaikuttaisivat ainoastaan rahan arvoon eli inflaatioon. Euroalueen inflaatio on kuitenkin pääsääntöisesti kehittynyt elvyttävistä toimenpiteistä huolimatta päinvastoin kuin rahankvantiteettiteoria osoittaa. Näin ollen voidaan päätellä, että myös muissa hintoihin vaikuttavissa tekijöissä on tapahtunut muutoksia, kuten esimerkiksi rahan kiertonopeudessa. (Pekkarinen & Sutela 2004, 178.)

Myös valuutan arvoon ohjauskorolla on vaikutuksensa. Ohjauskorkoa korotettaessa nousee valuutan arvo suhteessa muihin valuuttoihin ja päinvastoin ohjauskoron tason madaltuessa, mikäli muut keskuspankit pitävät ohjauskorkonsa ennallaan. Valuuttakurssi muutokset vaikuttavat usein suoraan viennin ja teollisuuden tasoon ja tätä kautta koko kansantalouden tilaan. Finanssikriisin aikaiset ohjauskoron tason muutokset tuke-

vat myös tätä seikkaa, korkoja on laskettu hyvinkin alhaiselle tasolle ja tätä kautta on yritetty saada piristystä euroalueen talouteen. (Jan Hurri 2011.)

4.4 Ennakoiva viestintä

EKP:n neuvosto ilmoitti 4.7.2013 pidetyn kokouksensa jälkeen aloittavansa ennakoivan viestinnän. Kyseisessä ilmoituksessa ilmoitettiin, että EKP odottaa ohjauskoron pysyvän samalla tasolla tai mahdollisesti tätä tasoa alempana pidemmän aikavälin, johtuen inflaatio-odotuksista, jotka oletettiin keskipitkällä aikavälillä kohtuullisiksi. Edellä mainitun ilmoituksen jälkeen ennakoivaa viestintää on jatkettu samanmuotoisena vuoden 2013 loppuun asti ja vuoden lopussa myös vahvistettu tulevaisuudessa tapahtuva ennakoiva viestintä ja myös samalla ohjauskoron alhainen tason jatkuminen lähitulevaisuudessa. (Euroopan keskuspankki 2013d, 14–16.)

Ilmoitusta aiemmin rahamarkkinakorot olivat olleet nousussa ja myös muutokset korkojen tasossa ovat olleet suurempia. Näin ollen kehitys päättyi sellaiseen tilanteeseen, jossa rahapoliittiset kasvua tukevat vaikutukset heikkenivät melko merkittävästi ja odotukset reagoivat muihin markkinoiden häiriöihin, esimerkiksi euroalueen ulkopuolisen alueen kehitykseen, joilla ei ollut erityisesti tekemistä euroalueen talouden taikka rahamarkkinoiden tilan kanssa. Ennakoivalla viestinnällä onkin pyritty pienentämään heilahdeluja rahamarkkinakoroissa ja tukemaan odotuksia ohjauskoron tasosta eli poistamaan turhia pelkoja sekä pienentämään arvioitua riskilisää ja sen mahdollisesti tuomaa hinnoittelua markkinakoroissa. (Euroopan keskuspankki 2013d, 14–16.)

Ennakoiva viestintä on ollut EKP:n tehtävien ja rahapolitiikan mukaista ja se on rakennettu tiettyjen periaatteiden mukaisesti. Koska EKP:n ensisijainen tavoite on hintavakauden ylläpitäminen, ei viestinnässä ole määritelty ennalta mihin asti päätetyt toimet ulottuvat ja odotukset sekä päätökset on tehty sen hetkisten tietojen perusteella, joita on ollut saatavilla keskipitkän aikavälin hintavakausodotuksista. Viestinnässä ei näin ollen suljeta pois mahdollisuuksia koron laskusta tai vaihtoehtoisesti myöskään mahdollisesti noususta ennalta määrittelemättömän aikavälin jälkeen. (Euroopan keskuspankki 2013d, 14–16.)

Ennakoivan viestinnän aloittamisen jälkeen epävarmuus markkinoilla lyhyiden korkojen kehityksestä on vähentynyt, käsitys EKP:n rahapolitiikan suunnasta on vahvistunut ja rahamarkkinat ovat yleisesti vakaantuneet. Näin ollen voidaan nähdä, että ennakoivan viestinnän toteuttaminen on ollut EKP:lle kannattavaa ja se on osaltaan avustanut EKP:tä sen tavoitteessaan ylläpitää hintavakautta. (Euroopan keskuspankki 2013d, 14–16.)

5 Empiirinen tutkimus

Seuraavissa kappaleissa on tarkemmin esitelty käytetyt tutkimusmenetelmät ja siinä käytetty aineisto, tutkimustulosten käsittely, tuloksia tukevat kuviot ja niihin pohjautuvat johtopäätökset. Lopuksi on esitetty yhteenveto ja ajatukset jatkotutkimuksiin sopivista aiheista sekä pohdinta.

5.1 Tutkimusmenetelmät

Empiirinen tutkimus on toteutettu käyttäen sekä kvantitatiivista että kvalitatiivista tutkimusmenetelmää. Valitut tutkimusmenetelmät on päädytty valitsemaan suuren aineiston ja muutosyksiköiden käytön mielekkyyden johdosta. Koska tutkimuksen fokus on korkojen muutoksessa tietyllä aikavälillä, prosentteista prosentuaalisen muutoksen laskemisen sijaan on käytetty muutosyksiköitä kuvaamaan muutosten tasoa. Tutkimuksessa käytetyt muutosyksiköt kuvaavat aina kyseessä olevan koron päivämootosta. Korkoprosenttien muutoksia on siis tutkittu muutosyksiköiden avulla, jotka on laskettu Suomen Pankin verkkosivuilta saadusta aineistosta tutkittavien korkojen erotuksena peräkkäisten päivien arvoista, ja näin on selvitetty suunta johon korot ovat kehittyneet ja mitä suuruusluokkaa muutokset ovat edustaneet.

Ohjauskoron julkaisuja on mahtunut tutkimusajanjaksolle kuusikymmentä ja niiden suuresta määrästä johtuen kuviot muutosyksiköiden tasosta jokaiselta ohjauskoron julkistamista edeltävältä kuukaudelta on esitelty liitteestä 2 löytyvissä kuvioissa. Kaikkia kuvioita ei ole upotettu itse työhön, vaan vain muutamia suurempia arvoja omaavat tai muuten merkittävämmät kuviot on nostettu vertailun ja analyysin mahdollistamiseksi esille tutkimustuloksissa.

Tutkimuksessa käytettävät mittarit on valittu markkinoiden käytön volyymin ja niiden erojen nojalla. Alun perin tutkimukseen mukaan ajatellut kolmen ja kuuden kuukauden euriborkorot ovat käyttäytyneet tutkimusajanjaksolla hyvin samantlaisesti 12 kuukauden euriborkoron kanssa, joten niiden sisällyttäminen tutkimukseen ei ollut mielekäästä ja tilalle valittiin suurempia muutoksia ja erilaisen muodostumismekanismien omaava eo-

nia. Eonia lisää osaltaan tutkimukseen myös hieman erilaista näkökulmaa, ja mielenkiintoista onkin katsoa voidaanko eonian tason muutoksista päätellä onko ohjauskoron julkistamisen tasoa ennakoitu rahoitusmarkkinoiden toimesta.

Tutkimuksessa mukana olevat korot ja tutkimuksessa jatkossa käytetyt lyhenteet koroille ovat:

Eonia

1 kuukauden euriborkorko = 1 kk

12 kuukauden euriborkorko = 12 kk

Eurojärjestelmän perusrahoitusoperaatioiden minimitarjouskorko = Ohjauskorko

Tutkimuksen aikaväliksi valittu viisi vuotta ja tällä aikavälillä mahtuu kuusikymmentä ohjauskoron tason julkistamista, joista yksitoista julkistamista on omannut ohjauskoron tason muutoksen. Tutkimuksen aikaväli on todettu riittävän pitkäksi, jotta johtopäätöksiä voidaan tehdä tulosten selvittämiseksi.

5.2 Tutkimusaineisto

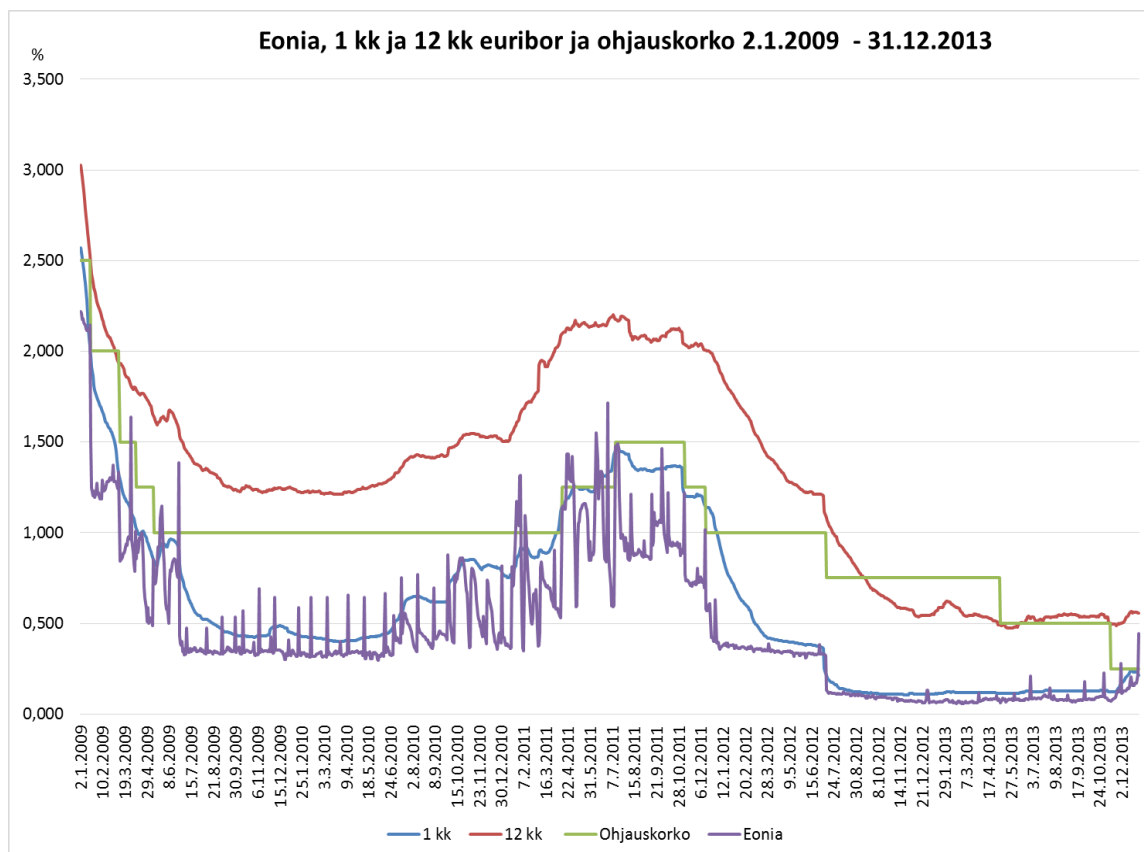
Tutkimuksen aineistona on käytetty luonnollista aineistoa, joka löytyy Suomen Pankin verkkosivuilta. Aineisto on siirretty Microsoft Officen Excel ohjelmaan jonka jälkeen sitä on muokattu käsiteltävissä olevaan muotoon manuaalisesti ja jokainen arvo on manuaalisen käsittelyn jälkeen tarkistettu alkuperäisestä Suomen Pankin verkkosivuilta saadusta aineistosta. Aineiston määrällisen tutkimuksen keinoin hyödyntämisen jälkeen tuloksia on lähinnä laadullisen tutkimuksen keinoin analysoitu lopullisten johtopäätösten ja tulosten selvittämiseksi. Lähdekriittisyys huomioiden aineisto on otettu vain Suomen Pankin verkkosivuilta, jonka luotettavuuden taso on hyvin korkea ja arvojen todenperäisyydestä voidaan olla varmoja.

5.3 Tutkimustulokset

Tutkimustuloksista on nostettu esille tutkittavien korkojen muutosten yleinen trendi, muutosyksiköt vuositasolla, suurimmat muutosyksiköt ja ohjauskoron julkistukset, jois-

sa EKP on päättänyt muuttaa ohjauskoron tasoa sekä korkojen keskihajonta tutkimusajanjaksolla.

5.3.1 Ohjauskorko ja päivittäisten korkojen yhteistaulukko



Kuvio 3. Eonia, 1 kuukauden, 12 kuukauden ja ohjauskoron kehitys aikavälillä 2.1.2009–31.12.2013 (Suomen Pankki 2014a; Suomen Pankki 2014b.)

Kuten yllä oleva kuvio 3 osoittaa on ohjauskorko ja tutkimuksessa mukana olevat Eonia, 1 kk ja 12 kk euriborkorot kehittyneet tutkimuksen ajanjaksolla ohjauskoron tason mukaisesti lyhyemmälläkin ajanjaksolla. EKP:n neuvosto päätti laskea ohjauskoron kokouksessaan 7.11.2013 tasolle 0,25 %. Kuviosta voidaan muun muassa nähdä, että ohjauskoron ja muiden korkojen taso on tällä hetkellä hyvin alhainen verrattuna näiden tasoon tutkimusajanjakson alkupuoliskoon. Tutkimus ajanjaksolla ohjauskorko on ollut korkeimmillaan tammikuussa 2009, tasoltaan 2,50 %. Euribor korot ovat olleet myös lähempänä normaalitasoaan aivan tutkimus ajanjakson alkupuolella eli noin 2,5 % - 3 % mailla, mutta pudonneet ohjauskoron mukaisesti historiallisen alhaiselle tasolle tämän

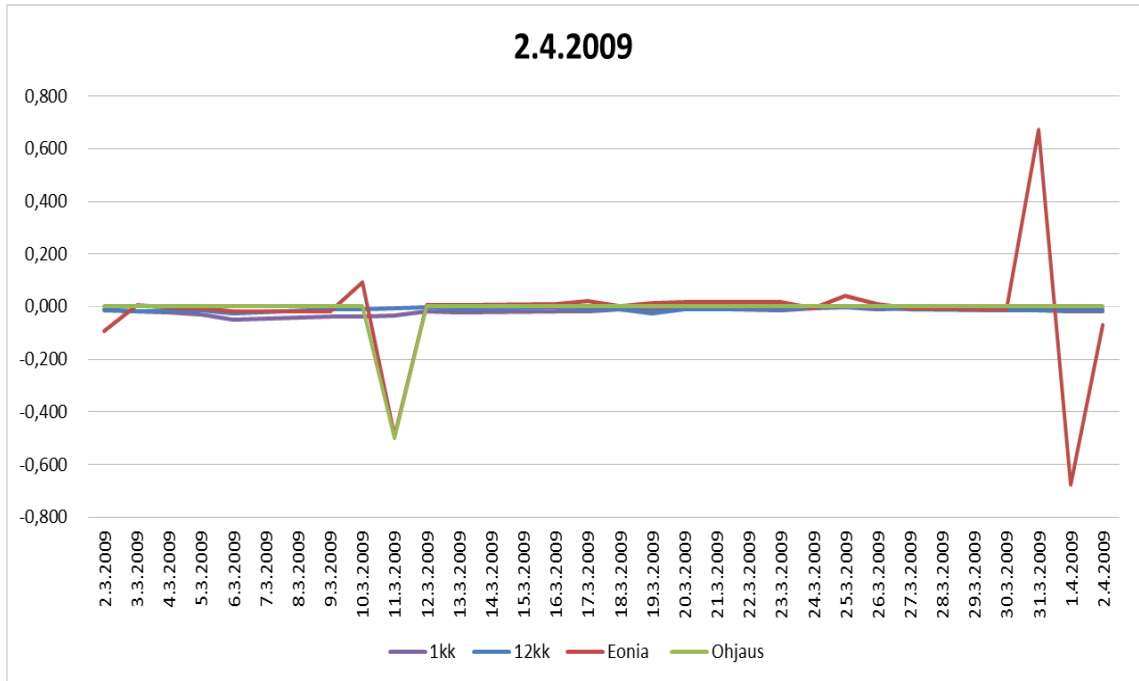
jälkeen ja erityisesti vuoden 2012 aikana sekä jatkaneet kehitystään samantasoisina myös vuonna 2013. Tiheimmät muutokset tutkimusajanjaksolla ja myös historiallisesti omaa eonia, sen kehitys on pitkälti kulkenut samansuuntaisesti 1 kk euriborkoron kehityksen kanssa omaten vain suuremman muutostiheyden.

Vuoden 2009 loppupuolisko ja vuosi 2010 ovat olleet ohjauskoron tason muutosten osalta hyvin rauhallista aikaa. 7.5.2009 julkaistun ohjauskoron muutoksen jälkeen EKP:n neuvosto on muuttanut ohjauskoron tasoa seuraavan kerran vasta 7.4.2011. Muuten ohjauskoron muutoksia on ollut melko tasaisesti tutkimusajanjaksolla. Ohjauskoron tasoa on päätetty muuttaa pääsääntöisesti matalammalle tasolle tutkimusajanjaksolla 15.1.2009, 5.3.2009, 2.4.2009, 7.5.2009, 7.4.2011, 7.7.2011, 3.11.2011, 8.12.2011, 5.7.2012, 2.5.2013 ja 7.11.2013.

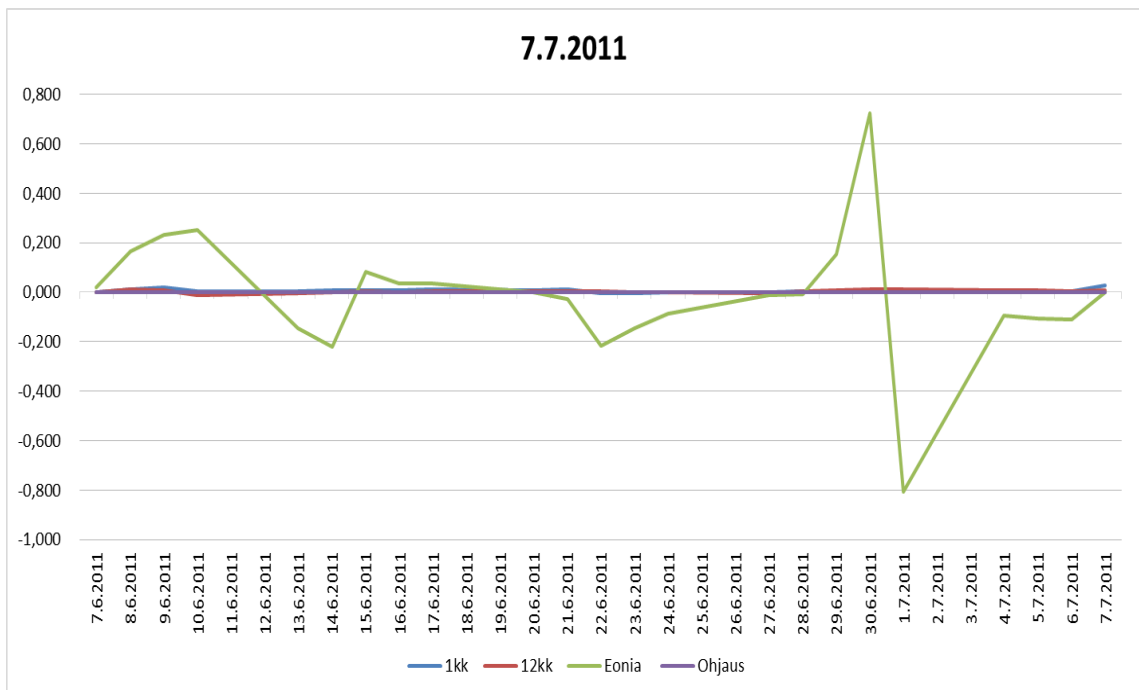
5.3.2 Muutosyksiköt

Liitteessä 2 on esitelty kuukautta edeltävä aika jokaisesta ohjauskoron julkistamisesta vuosilta 2009–2013. Kuvioissa kuvataan tutkittujen korkojenprosenttien päivittäisiä muutoksia muutosyksiköillä, muutosyksiköt on laskettu kyseessä olevan koron päiväm muutoksella. Kuvioiden suuren määrän johdosta niitä ei ole kaikkia sisällytetty itse tutkimuksen osioon, vaan ne ovat löydettävissä ja tarkistettavissa liitteistä.

Liitteessä 2 olevat sekä alla esitetyt kuviot osoittavat, että muutokset ovat olleet pääsääntöisesti hyvin pieniä läpi koko tarkasteluajanjakson. Eonia on omannut suurimman vaihtelun muutosyksiköissä, mutta nekin ovat pysyneet suhteellisen matalina. Suurimmat muutokset muutosyksiköissä ovat löydettävissä kuukauden ajanjaksoilta ennen 2.4.2009 ja 7.7.2011 ohjauskoron julkaisuja, jolloin muutokset ovat olleet -1 ja 0,8 muutosyksikön välillä. Alla olevissa kuvioissa 4 ja 5 on esitelty muutosyksiköt kuukautta edeltävältä ajalta ennen ohjauskoron julkistuksia 2.4.2009 ja 7.7.2011. Näissä tapauksissa tulee kuitenkin huomioida, että lähinnä eoniassa on tapahtunut kyseisten ajanjaksojen sisäisesti aineistoon suhteutettuna suurempaa muutosta, euriborkoroissa muutokset ovat olleet todella matalia ja hyvin lähellä nollassa. Yleisesti muutosyksiköt ovat näissäkin taulukoissa tasoiltaan matalia.



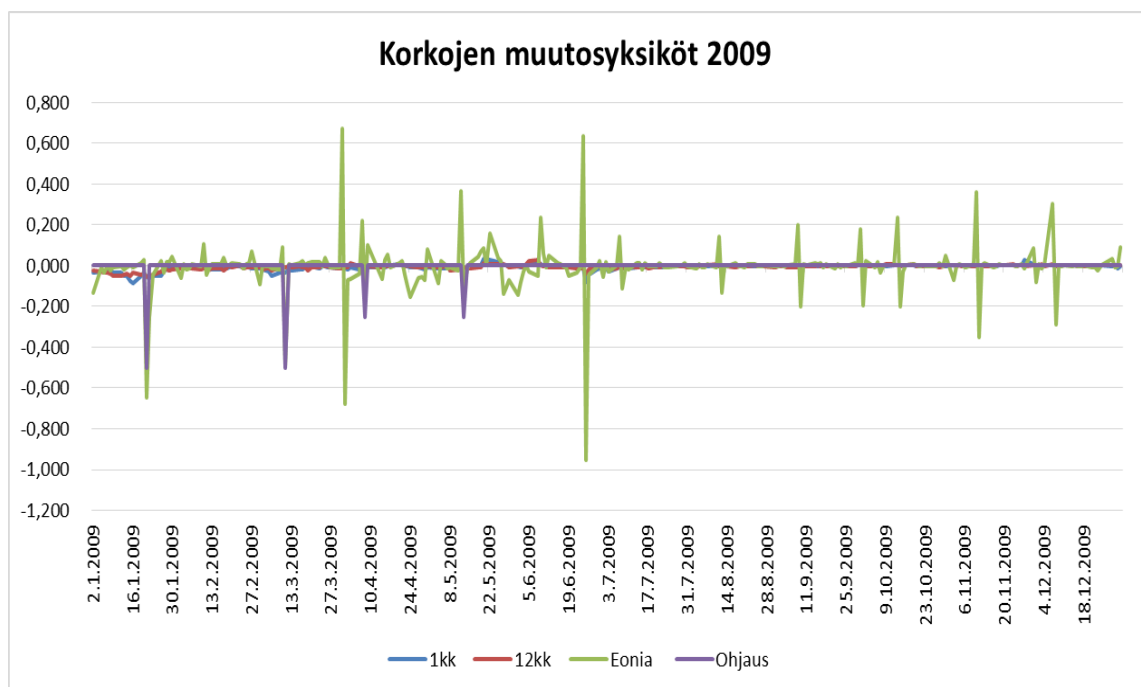
Kuvio 4. 1kk, 12kk, eonian ja ohjaukko-
muutosyksiköt kuukautta ennen ohjaukko-
muutoksen julkistamista 2.4.2009



Kuvio 5. 1kk, 12kk, eonian ja ohjaukko-
muutosyksiköt kuukautta ennen ohjaukko-
muutoksen julkistamista 7.7.2011

Kuudestakymmenestä ohjaukko-
muutoksen päätöksestä Euroopan keskuspankki on yh-
dessätoista niistä päättänyt muuttaa ohjaukko-
muutoksen tasoa. Kuvioissa, joissa ohjaukko-

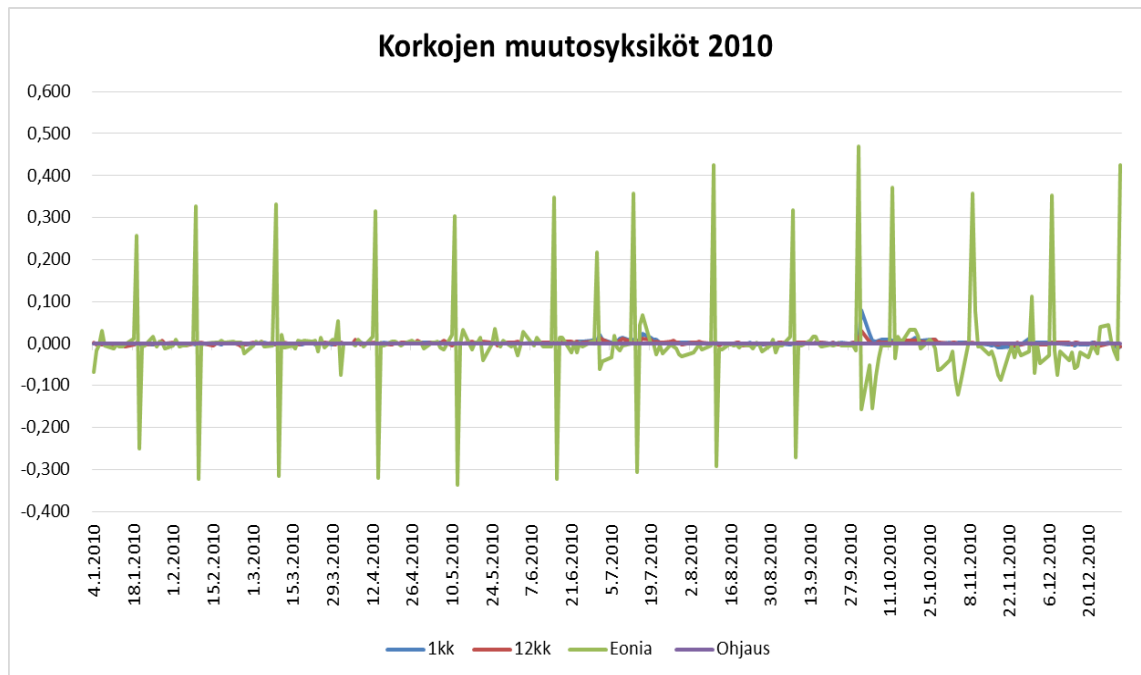
tasoa on muutettu, ei muutosyksiköiden tasossa kuitenkaan ole tapahtunut merkittäviä muutoksia läheskään jokaisessa kuviossa koko tutkimusajanjaksoa tarkasteltaessa. Edellä mainitut ja esitetyt ohjauskoron julkaisut 2.4.2009 ja 7.7.2011 ovat olleet tilanteita, joissa ohjauskoron tasoa on päätetty muuttaa ja ne omanneet suurimman muutosyksiköt tutkimusajanjaksolta, mutta muuten ohjauskoron tason muutosta kuvaavat luvut ovat olleet linjassa muiden julkistusten kanssa, jolloin taso ei ole muutettu. Alla on esitelty muutosyksiköt vuosittaisilla tasoilla. Kuviot havainnollistavat muutosyksiköiden matalaa tasoa ja eroja tutkittavien vuosien välillä.



Kuvio 6. 1kk, 12kk, eonian ja ohjauskoron muutosyksiköt vuodelta 2009

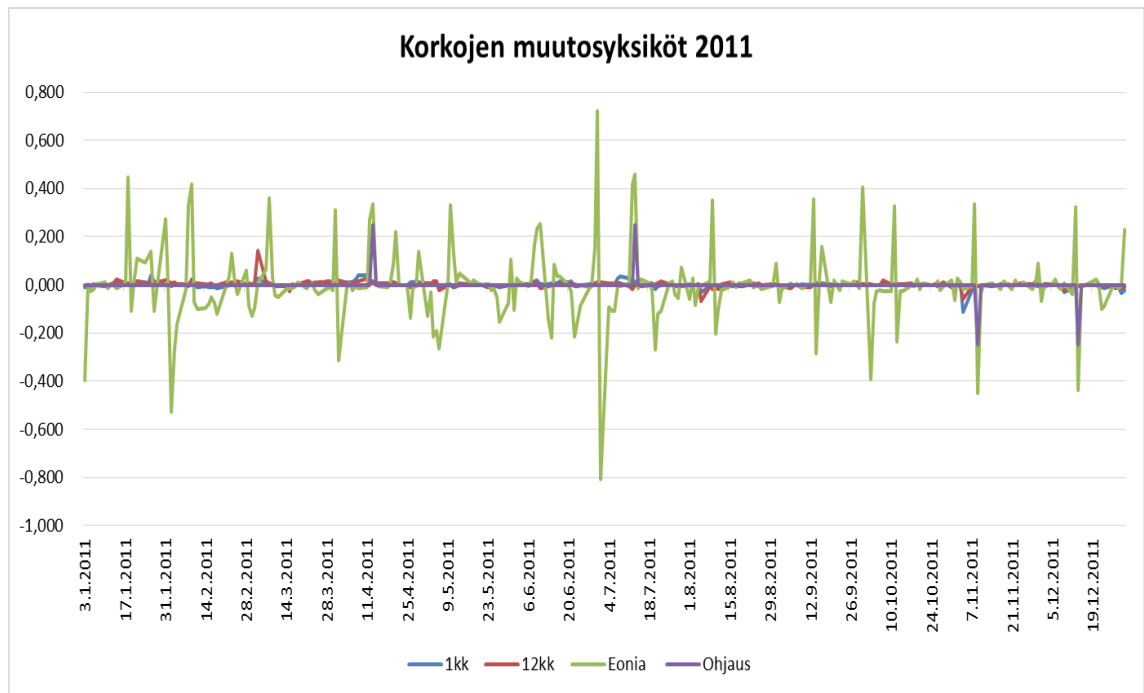
Vuonna 2009 tarkasteltuja muutosyksiköt ovat olleet hyvin pieniä erityisesti euriborkorkojen kohdalla, muutosyksiköt ovat pysyneet nollan lähetyillä. Suurin muutos on tapahtunut eonian tasossa taulukossa, joka esittää 2.4.2009 tilannetta, suurempi muutosyksikkö eoniassa on ollut juuri ennen ohjauskoron tason laskun julkistamista. Tämä julkistus toisaalta on osunut myös kuunvaihteeseen, jolloin eonia tapansa mukaisesti muuttuu voimakkaimmin. Vuoden 2009 alkupuoliskolla ohjauskoron tasoa muutettiin kuitenkin neljä kertaa ja muissa kolmessa ohjauskoron muutoksessa myöskään eonia ei ole reagoanut merkittävästi ennen muutoksen julkistamista, muutosyksiköt ovat olleet pääosin -0,15 ja 0,2 välillä. Kummankaan euriborkoron kohdalla muutosyksiköiden

suuruus ei eroa oli kyseessä ohjauskoron julkistaminen, jolloin koron tasoa on päätetty muuttaa tai pitää aiemmalla tasolla. Yllä oleva kuvio 6 osoittaa 1kk, 12kk ja eonian sekä ohjauskoron muutosyksiköiden tasot vaihtelun vuoden 2009 aikana. Kuten kuvio osoittaa vuonna 2009 muutosyksiköt ovat tasoltaan vaihdelleet arvojen 0,8 ja -1,2 välillä.



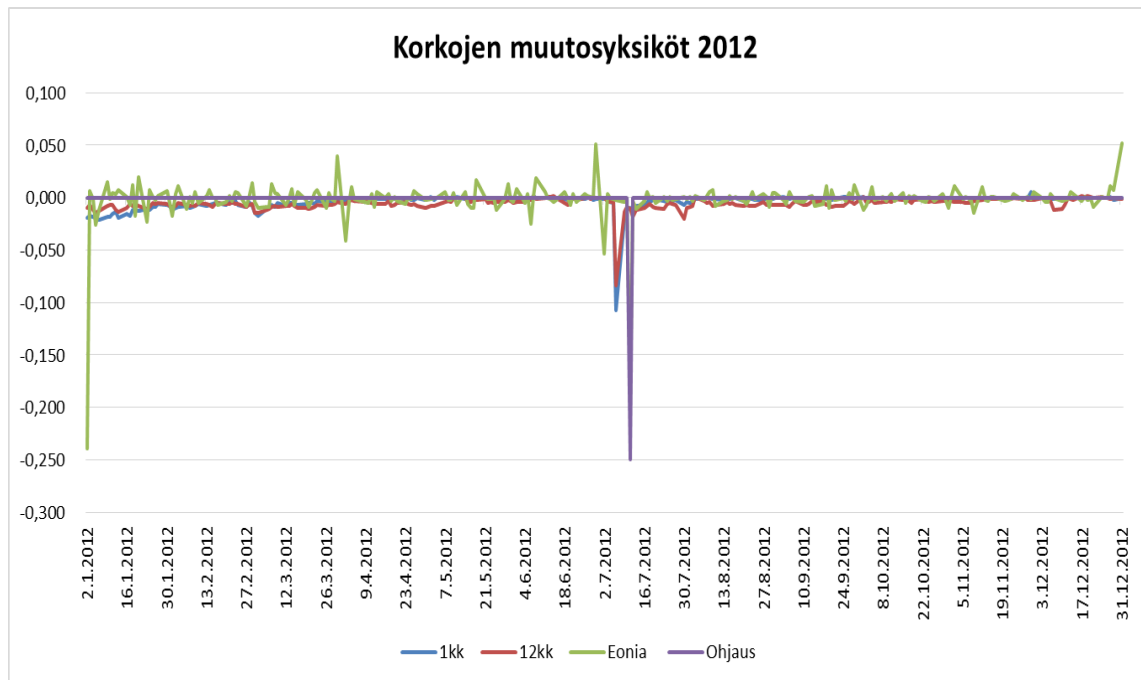
Kuvio 7. 1kk, 12kk, eonian ja ohjauskoron muutosyksiköt vuodelta 2010

Vuonna 2010 ohjauskorko EKP on pitänyt ohjauskoron samalla yhden prosentin tasolla vuoden ympäri. Muutosyksiköissä ei ole ollut merkittäviä eroja kuvioita tarkisteltaessa, ne ovat pysyneet 0,6 ja -0,4 muutosyksikön välillä läpi vuoden 2010. Euriborkorkojen muutosyksiköt ovat pysytelleet vuoden läpi ohjauskoron tason mukaisesti nollan tietämillä. Myös vuonna 2010 eonia on omannut suurimmat muutosyksiköt, mutta verrattuna esimerkiksi vuoden 2009 tilanteeseen muutokset myös eonian tasossa ovat olleet harvemmassa. Muutosyksiköiden matalaan tasoon on vaikuttanut ohjauskoron tason ennallaan pysyminen. Yllä oleva kuvio 7 osoittaa 1kk, 12kk ja eonian sekä ohjauskoron muutosyksiköt vuoden 2010 aikana.



Kuvio 8. 1kk, 12kk, eonian ja ohjauskoron muutosyksiköt vuodelta 2011

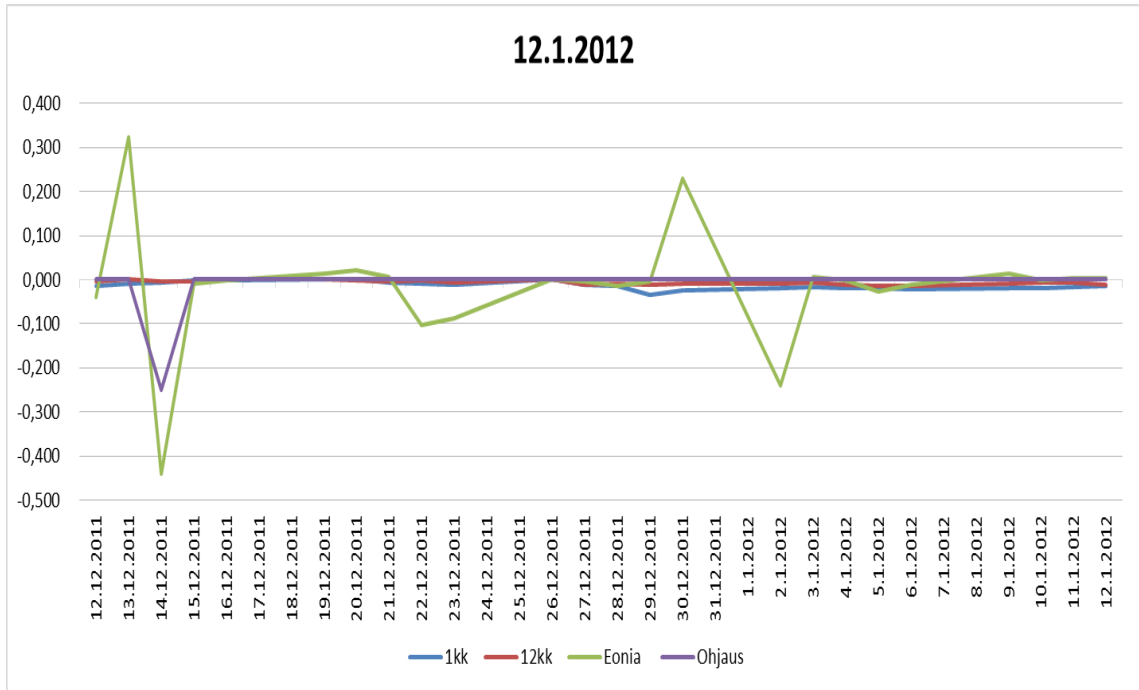
Vuonna 2011 muutosyksiköt ovat olleet myös hyvin pieniä ja jopa edellisvuotta matalampia, ne ovat ympäri vuoden pysytelleet 0,50 ja -0,6 muutosyksikön välillä, lukuun ottamatta 7.7.2011 julkistettua ohjauskoron tason muutosta, jolloin muutosyksiköt ovat olleet tasoltaan 0,8 ja -1,0 välillä. Vuoteen 2011 on sisältynyt kuitenkin kolme ohjauskoron tason muutosta ja koska, kuten kahdessa muussa muutoksen julkistuksessa, myös 7.7.2011 muutosyksiköt ovat olleet tasoltaan hyvin pieniä eli tämä ei vielä indikoi merkittävästi eroa vuoden 2011 aikana verrattuna tilanteisiin kun EKP:n neuvosto on päättänyt pitää ohjauskoron tason ennallaan. Suurimmat muutosyksiköt on edellisvuosien tapaan omannut eonia. Yllä oleva kuvio 8 osoittaa 1kk, 12kk ja eonian sekä ohjauskoron muutosyksiköt vuoden 2011 aikana.



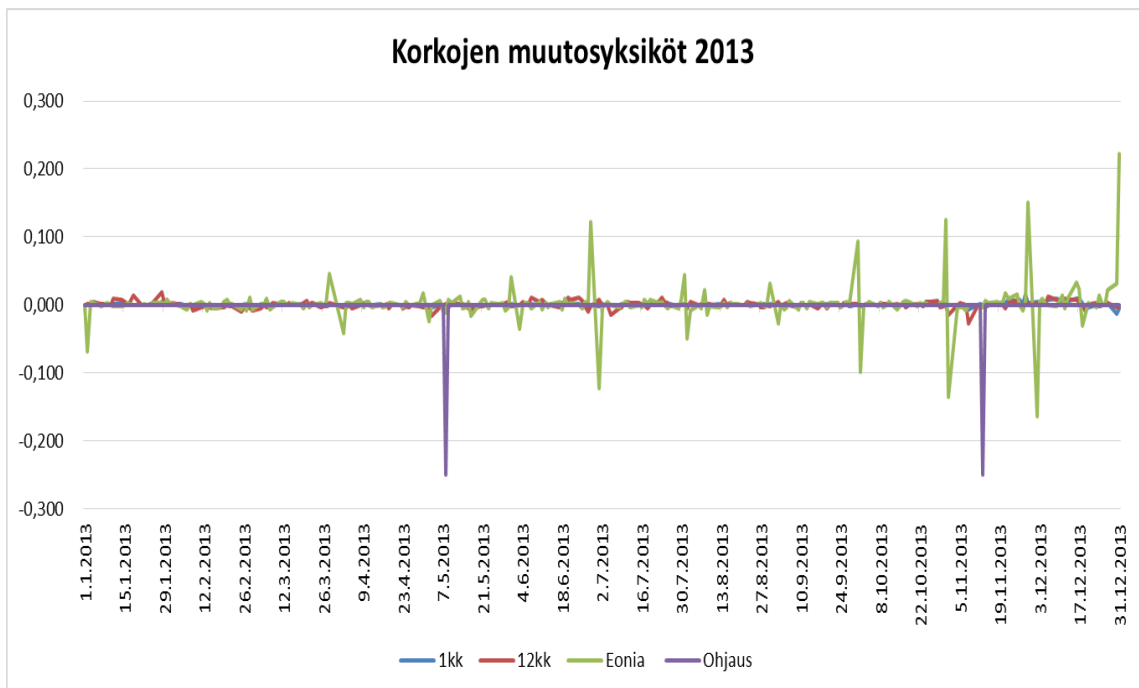
Kuvio 9. 1kk, 12kk, eonian ja ohjauksen muutosyksiköt vuodelta 2012

Lukuun ottamatta alla olevassa kuviossa 10 esitettyä ohjauksen tason muutosta 12.1.2012 vuonna 2012 muutosyksiköt ovat olleet jopa pienempiä kuin aiempina vuosina tasoltaan 0,06 ja -0,3 muutosyksikön välillä, eli todella alhaisia. Vaikka myös eonian muutosyksiköt ovat olleet hyvin matalia, ovat ne silti trendinsä mukaan olleet yhä tasoltaan korkeampia kuin euriborkorkojen muutosyksiköt. Yllä oleva kuvio 9 osoittaa 1kk, 12kk ja eonian sekä ohjauksen muutosyksiköt vuoden 2012 aikana.

Vuonna 2012 ohjauksen tasoa on muutettu vain kerran 5.7.2012. Päinvastoin kuin aiempina tutkituina vuosina muutosyksiköt eivät kuitenkaan ole olleet suurimmat tämän julkistuksen yhteydessä, vaan aivan vuoden alussa 12.1.2012 julkistetussa päätöksessä, jossa päätettiin pitää ohjauksen korko ennallaan, muutosyksiköiltään 0,4 ja -0,6 välillä.



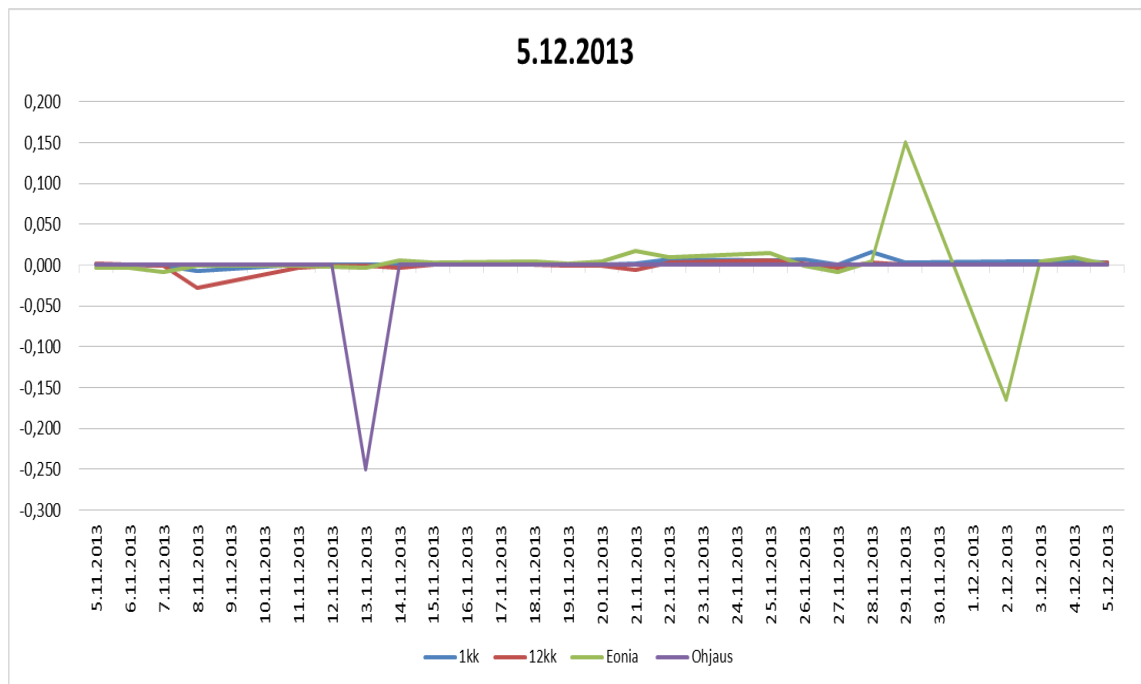
Kuvio 10. 1kk, 12kk, eonian ja ohjauskoron muutosyksiköt kuukautta ennen ohjauksen julkistamista 5.7.2012



Kuvio 11. 1kk, 12kk, eonian ja ohjauskoron muutosyksiköt vuodelta 2013

Vuonna 2013 muutosyksiköt ovat olleet tasoltaan hyvin matalia 0,2 ja -0,3 välillä. Kuten aiemmin todettu, myös vuonna 2013 eonia on omannut vuoden suurimmat muutosyksiköt, mutta pysyen kuitenkin alhaisempina kuin tarkasteluajanjakson alkuvaihees-

sa. Yllä oleva kuvio 11 osoittaa 1kk, 12kk ja eonian sekä ohjauskoron muutosyksiköt vuoden 2013 aikana. Koko tarkasteluajanjaksoa vertailtaessa matalimmat muutosyksiköt on ollut selkeästi vuonna 2013. Kyseisenä vuonna ohjauskoron tasoa on muutettu kaksi kertaa, eivätkä näissä tapauksissa vuoden suurimmat muutokset ole muodostuneet ohjauskoron muutosten julkistamista edeltävänä aikana vaan ennen aivan vuoden lopussa olevaa ohjauskoron päätöksen julkistamista 5.12.2013 tasoltaan 0,2 ja -0,3 muutosyksikön välillä, kuten alla oleva kuvio 12 osoittaa.



Kuvio 12. 1kk, 12kk, eonian ja ohjauskoron muutosyksiköt kuukautta ennen ohjauskoron julkistamista 5.12.2013

5.3.3 Korkojen keskihajonta

Kuvioiden vertailun vuoksi alla olevassa taulukossa 1 on laskettu ja eritelty tutkimuksessa mukana olevien korkojen keskihajonta ajoilta kuukautta ennen ohjauskoron tason muutosta, kuukautta ennen korkopäätöksen julkistamista jolloin ohjauskorko on päätetty pitää ennallaan ja koko tutkimusajalta erikseen.

Keskihajonnalla pyritään mittaamaan tutkittavien arvojen vaihtelua keskiarvon molemmin puolin. Se ilmaisee tutkimuksessa mukana olevien havaintojen keskimääräisen

poikkeavuuden keskiarvosta. Keskihajonnan mielekkääseen tulkintaan tarvitaan usein verrattavissa olevia arvoja, ainoastaan lukuarvon perusteella voi olla vaikeaa muodostaa tarkempaa päätelmää arvojen vaihtelusta. (Taanila, A. 2014.)

Keskihajonnan lukuarvo on ollut suurempi kaikissa tutkittavissa koroissa ajalla kuukautta ennen ohjauskoron tason muutosta verrattuna koko tutkimusaikaan tai kuukautta edeltävään aikaan jolloin ohjauskoron taso on päätetty pitää samana. Lukuarvot ovat olleet tasoiltaan samanlaisia tutkittavissa koroissa, 12 kk euribor on omannut suurimman lukuarvon 0,717, 1 kk euribor 0,691 ja eonia 0,59. Pienimmät lukuarvot ovat olleet kaikkien korkojen keskihajonnassa kuukautta edeltävällä ajalla kun ohjauskoron taso on päätetty pitää samana. Lukuarvoiltaan ne ovat olleet eonia 0,334, 1 kk euribor 0,406 ja 12 kk euribor 0,517. Koko tutkimusajanjakson keskihajonnan lukuarvot ovat olleet eonia 0,392, 1 kk euribor 0,472 ja 12 kk euribor 0,57.

Taulukko 1. Eonian, 1 kk euriborin ja 12 kk euriborin keskihajonta kuukautta ennen ohjauskoron muutosta, ohjauskoron pysyessä samana ja koko tutkimusajalta

<u>Keskihajonta</u>	
<u>Korkojen keskihajonta kuukautta ennen ohjauskoron tason muutosta</u>	
Eonia	0,590
1kk	0,691
12kk	0,717
<u>Korkojen keskihajonta kuukautta ennen ohjauskoron pysyessä samana</u>	
Eonia	0,334
1kk	0,406
12kk	0,517
<u>Korkojen keskihajonta koko tutkimusajalla</u>	
Eonia	0,392
1kk	0,472
12kk	0,570

Erot korkojen keskihajonnan lukuarvoissa ovat kuitenkin melko pieniä, joten päätelmää ennakoinnin epäonnistumisesta ei voida näin ollen tehdä. Erot lähinnä osoittavat, että korot ovat pikemminkin asettuneet tasolle ennen ohjauskoron tason muutoksen

julkistamista ja myös, että epävarmuutta on ollut vain hieman enemmän korkopäätöksen julkistamisen suhteen. Keskihajonnan lukuarvot ja niiden vertailu sekä erojen matala taso tukevat päätelmää, että rahoitusmarkkinat ovat ennakoineet ohjauskoron tason muutoksia.

Tarkempia päätelmiä ei keskihajonnan osalta ole kuitenkaan mielekästä tehdä, sillä pelkkien lukuarvojen tarkastelu ei välttämättä tuota täysin päteviä tuloksia. Päätelmiin on päädytty siis lähinnä lukuarvoista löytyvien erojen pienuuden johdosta verrattuna ohjauskoron julkistamisen eri tilanteita, tarkempien tulosten toteamiseen mielekästä olisi omata vertailu kelpoisia lukuja.

5.3.4 Kehityksen analysointi

Kuten jo teoriaosuudessa on kuvattu, markkinakorkojen tasoon vaikuttavat kysynnän ja tarjonnan lisäksi merkittävästi myös muut taloudelliset tekijät esimerkiksi inflaation taso ja talouskasvu sekä erilaiset taloudessa esiintyvät shokit. Esimerkiksi Euroopan finanssikriisin vaikutukset ovat nähtävissä tutkimuksessa käytetyissä koroissa ja niiden tasojen muutoksissa, EKP:n rahapolitiikka on ollut luonteeltaan elvyttävää pitkälti koko tutkimusjakson läpi ja myös markkinakorot ovat kehittyneet tämän mukaisesti ja myös ennakoineet näitä muutoksia. Ohjauskorko ja markkinakorot ovat pääosin laskeneet tarkasteluajanjaksolla, lukuun ottamatta 7.4.2011 ja 7.7.2011 tehtyjä ohjauskoron korotuspäätöksiä, joiden jälkeen korot ovat jälleen kääntyneet laskusuuntaan.

5.4 Tulosten arviointi

Muutosyksiköiden ollessa hyvin pieniä koko tutkimusajanjakson läpi voidaan todeta, että rahoitusmarkkinat ovat ennakoineet ohjauskoron muutoksia. Korot eivät siis ole muuttuneet merkittävästi ohjauskoron julkistamisen jälkeen tai sitä ennen vaan kehitys on ollut tasapainoista eivätkä ohjauskoron muutokset eli EKP:n neuvoston rahapolitiittiset päätökset ole tulleet täysinä yllätyksinä rahoitusmarkkinoilla.

Tarkasteltaessa ylläesitettyjä kuvioita suurimmista muutosyksiköistä tutkimusajanjaksolla, voidaan nähdä myös näiden ajanjaksojen hyvin matalaa taso korkojen muutosyksi-

köissä, ne eivät ole tasoltaan merkittävästi suurempia kuin muutosyksiköt yleisellä tasolla tutkimusajanjaksolla. Tästä voidaan päätellä ennakoinnin olleen suunnaltaan oikeanlaista rahoitusmarkkinoiden toimesta ajanjaksolla 2009–2013.

Muutosyksiköt ovat myös muuttuneet pienemmiksi tarkasteluajanjakson loppua kohden. Osaltaan tähän on vaikuttanut finanssikriisin ja sen kehittymisen lisäksi EKP:n aloittama ennakoiva viestintä, jonka johdosta ohjauskoron tason kehityksestä on annettu selkeitä viestejä markkinoille ja näin ollen myös markkinakorkojen kehitys on ollut tasaisempaa kuin aiemmin, turhien arvailujen ja väärin johtopäätösten riski on pienentynyt. Ennakoivaa viestintää on epävirallisemmin myös käytetty ennen kuin EKP ilmoitti siitä tiedotteessaan, muun muassa EKP:n pääjohtajana 1.11.2003–1.11.2011 toiminut Jean-Claude Trichet on aiemmin antanut puheissaan vihjeitä EKP:n rahapolitiikan suunnasta, näin ollen melko suorilla vihjeillä ohjauskoron tasosta on ollut esillä myös aiemmin. Muutosyksiköiden pienentymisestä tutkimusajanjakson loppua kohden voidaan päätellä ohjauskoron tason ennakoinnin olleen hieman varmempaa ja suunnaltaan täsmällisempää tutkimusajanjakson lopussa verrattuna tutkimusajanjakson alkuun.

5.5 Tulosten yhteenveto

Muutosyksiköiden matala taso läpi koko tutkimusajan kertoo ohjauskoron tason selkeästä ennakoimisesta rahoitusmarkkinoiden toimesta. Markkinakorot eivät ole hakeneet tasoaan ja muuttuneet suuremmin kuukautta ennen ohjauskoron julkistamista vaan kehitys on ollut selkeää ja johdonmukaista liitteessä 2 esitettyjen kuvioiden ja tutkimuksessa mukana olevien korkojen eri keskihajonnan lukuarvojen erojen perusteella. Kuviot tuovat esille myös aina edellisen ohjauskoron julkistamisen jälkeisen ajan ja muutosyksiköiden kehittymisen sen jälkeen. Muutosyksiköiden matala taso läpi tutkimusajanjakson kertoo näin ollen myös, että markkinakorot eivät ole omanneet suurempia muutosyksiköitä myöskään ohjauskoron julkistamisen jälkeen.

Eonia on omannut suuremmat muutosyksiköt kuin kumpikaan tutkimuksessa mukana olleista euriborkoroista. Tarkasteltaessa korkojen keskihajonnan lukuarvoja voidaan kuitenkin todeta eonian, 1 kuukauden ja 12 kuukauden euriborin keskihajonnan olleen

samaa luokkaa kaikissa tarkasteltavissa tilanteissa. Erojen ollessa tasoiltaan hyvin pieniä, ei voida todeta, että eonia olisi omannut suuremman hajonnan verrattuna tutkittuihin euriborkorkoihin ja tarkempia päätelmiä tuloksien valossa ei voida tehdä eonian muutosyksiköiden tai keskihajonnan avulla ohjauskoron ennakoinnista. Tuloksiin on päädytty lähinnä lukuarvojen erojen pienuuden johdosta verrattuna näitä ohjauskoron julkistamisen eri tilanteisiin.

5.6 Tutkimuksen luotettavuus

Tutkimuksessa käytetty aineisto kerättiin hyvin luotettavana pidetystä lähteestä Suomen Pankin verkkosivuilta julkisesti saatavilla olevista tilastoista. Tilastoaineisto siirrettiin Excel-ohjelmaan ja kuvioiden ja muutosyksiköiden laskemisen vuoksi sitä jouduttiin käsittelemään manuaalisesti. Manuaalisen käsittelyn jälkeen virheiden varalta käsitelty aineisto tarkistettiin huolellisesti Suomen Pankin aineistoa vastaan. Suomen Pankin verkkosivuilta tarkistettiin myös päivämäärät, jolloin ohjauskorko on julkaistu ja kyseiset päivämäärät liitettiin aineistoon manuaalisesti.

Tutkimusmenetelmän valinta osoittautui ennalta ajateltua haasteellisemmaksi ja lopullisen menetelmän valintaan päädyttiin eri keinojen läpi käymisen jälkeen. Valitun tutkimusmenetelmän on todettu antavan luotettavimmat sekä selkeimmät tulokset saatavilla olevan tiedon ja menetelmien osalta. Toisaalta vielä tarkemmat ja hieman erilaiset laskelmat olisivat voineet tuoda uutta näkökulmaa ja vertailupohjaa tutkimukseen, mikäli laskelmat olisi suoritettu hyödyntäen monipuolisempia aineiston käsittelyohjelmia, kuin opinnäytetyön tasoon ja tutkimukseen luonteeseen parhaiten soveltunut ja tässä työssä valittu Microsoft Officen Excel-ohjelma.

Muutosyksiköiden valinta ennakoinnin mittausvälineeksi on osaltaan voinut vaikuttaa tulosten suuntaan. Päivämuutoksella laskettuna muutosyksiköt voivat mahdollisesti jäädä lukuarvoiltaan yleisesti pieniksi. Tutkimustuloksen vahvistukseksi mielekästä voisi olla vertailu eri aikojen ja alueiden muutosyksiköiden välillä, näin voitaisiin tarkemmin päätellä ennakoinnin eroja ja saada vertailupohjaa muutosyksiköiden suuruusluokasta,

eikä ainoastaan tehdä johtopäätöksiä tietyn ajanjakson lukuarvojen ja niiden erojen pohjalta.

Teorian lähteiden valinnassa pyrittiin suosimaan kirjallisia lähteitä alan arvostetuilta asiantuntijoilta. Internet-lähteissä on suosittu vain luotettavia lähteitä, kuten esimerkiksi Pörssisäätiötä, Euroopan keskuspankkia ja Suomen pankkia. Uutisartikkeleita on pyritty käyttämään lähteinä mahdollisimman vähän, niiden markkinointihenkisyyden ja viiheteellisuuden vuoksi. Lähteitä joiden tietojen oikeellisuudesta ei ole varmuutta ei ole opinnäytetyössä käytetty.

5.7 Jatkotutkimusaiheet

Koska korot ja rahoitusmarkkinat ovat alati muuttuvia ja alttiita hyvinkin laajalle mää-
rälle erilaisia vaikuttavia tekijöitä mielenkiintoista voisi olla tutkia ohjauskoron enna-
koimisen onnistumista ja oikeasuuntaisuutta euriborkorkojen noteeraamisen alkuaajoista
verrattuna nykypäivän tilanteeseen ja tutkia onko esimerkiksi ennakoivalla viestinnällä
tai finanssikriisillä ollut kuinka suuria vaikutuksia muutosyksiköiden tasojen eroihin.
Tutkimukseen voisi myös sisällyttää erot eri EKP:n pääjohtajien kausien välillä, onko
esimerkiksi ennakoiminen ollut selkeämpää Jean-Claude Trichetin strongly vigilant
kommenttien jälkeen.

Mielekästä voisi olla myös tutkia eroja Yhdysvaltojen ja Euroalueen välillä. Jatkotutki-
muksen voisi toteuttaa, tutkimalla kummalla alueella rahoitusmarkkinat ovat ennakoii-
neet ohjauskoron muutoksia paremmin, eli voisiko alueiden väliltä olla löydettävissä
merkittäviä eroja.

6 Pohdinta

Rahoitusmarkkinoiden toiminta ja siihen vaikuttavat tekijät ovat hyvin monimuotoiset, kuten teoria osuudessa on kuvattu. Muuttuneet ja kansainväliset markkinat vaativat toimiakseen osapuolten välistä luottamusta ja eri toimien sekä markkinoilla toimijoiden läpinäkyvyyttä esimerkiksi EKP:n toimien osalta. EKP:n toimissa yleisen raportoinnin lisäksi ennakoiva viestintä on osaltaan vaikuttanut tulevien muutosten ennakoimisen kannattavuuden ja luottamuksen lisäämiseen ja muutosten pienentymiseen. Vaikka ohjauksen tason kehittymisen ja rahapolitiikan suunnasta on myös aiemmin annettu melko suoriakin vihjeitä ja suuntaviivoja julkisuudessa on ennakoiva viestintä mahdollistanut luottamuksen lisäämisen markkinoilla.

Ennakointia ohjauksen tason julkistamisesta rahoitusmarkkinoiden toimesta on ollut huomattavasti ajanjaksolla 2009–2013. Muutosyksiköiden matala taso kertoo ennakkoinnin olleen kannattavaa tutkimusajanjaksolla. Nykyinen talouden tilanne ennakoivan viestinnän ja muiden merkkien lisäksi ovat osaltaan varmasti helpottaneet ohjauksen tason ennakoimista. Nykyisen finanssikriisin aikana EKP:lle on ollut ensiarvoisen tärkeää toteuttaa elvyttävää rahapolitiikkaa ja tämän johdosta myös korkopäätökset ovat olleet suuressa osassa tapauksia melko selkeitä ja osin ennakoitavissa jo teorian pohjalta pääteltynä. Finanssikriisin aikana taloudessa on myös epävarmuustekijöitä normaalia enemmän, tämä on osaltaan vaatinut EKP:ltä selkeämpää viestintää, jotta turhat epävarmuudesta ja riskilisästä johtuvat heilahtelut markkinakoroissa on saatu tasoittumaan. Ennätyksellisen alhainen ohjauksen taso on osaltaan voinut tuoda pientä epävarmuutta markkinoille.

Tutkimusta on ollut hyvin mielenkiintoista tehdä. Tulokset osoittivat ennakkoinnin olevan markkinoilla selkeämpää kuin mitä tutkimuksen alussa uskottiin. Talouden nykytilanne on vaikuttanut myös osaltaan tutkimuksen tekemisen mielekkyyteen, finanssikriisin vaikutukset ovat osittain selkeästäkin nähtävissä korkojen tasoista ja niiden muutoksista valitulla ajanjaksolla. Nykytilanne on tuonut myös tutkimusajanjaksolle omia erityispiirteitään, muun muassa jatkuvasti laskevat korot. Euroopan keskuspankin rahapolitiikan suunta on ollut yleisesti selkeää tutkimusajanjaksolla.

Opinnäytetyön toteutuksen osalta merkittävämmäksi haasteeksi muodostui tutkimusmenetelmän valinta ja hyvin suuren aineiston manuaalinen hallinta. Suomen pankin verkkosivuilta saatu luotettava aineisto ei lähtötasoltaan ollut mielekkäässä muodossa tutkimuksen toteutuksen kannalta, vaan lähes jokaista arvoa tuli manuaalisesti muokata laskelmien ja tulosten aikaansaamiseksi. Tutkimusmenetelmän valinnan kannalta selviä vaihtoehtoja tutkimusongelman selvittämiseksi oli tarjolla melko rajallisesti, jotta ennakointi pystyttiin ottamaan huomioon laskelmissa. Erilaisten mahdollisten vaihtoehtojen läpikäyminen toteutettiin käytännön läpikäymisellä, eli parhaan mahdollisen tutkimustavan valintaa ennen suljettiin vähemmän pätevät keinot pohdinnan ja toteutuksen ulkopuolelle. Lopulliseen menetelmään päädyttiin sen toteutettavuuden, tulkittavuuden ja vertailtavuuden johdosta.

Tutkimuksen luotettavuuden ja pätevyyden varmistaminen tapahtuvat lähdekriittisyydellä. Aineistona on käytetty vain luotettavia ja mahdollisimman puolueettomia lähteitä. Myös virhemarginaali on huomioitu ja näin ollen tarkasteluajaksi on valittu tarpeeksi pitkä aika ja jokainen ohjauskoron julkistaminen, jolloin otoksia saadaan hyvinkin useita, sisältäen useamman ohjauskoron julkistamisen jossa koron taso on muutettu tai vaihtoehtoisesti päätetty pitää ennallaan.

Lähteet

Euribor-EBF 2012. About us. Luettavissa: <http://www.euribor-ebf.eu/euribor-ebf-eu/about-us.html>. Luettu: 20.10.2013

Euribor-EBF 2013. Reduction in the number of Euribor tenors as of 1 November 2013. Luettavissa: <http://www.euribor-ebf.eu/assets/files/D2832A-2013-Euribor%20tenors%20to%20be%20reduced%20as%20of%201%20November%202013.pdf>. Luettu: 10.10.2013

Euribor-rates.eu 2013. Euribor Panelbanks. Luettavissa: <http://www.euribor-rates.eu/panelbanks.asp>. Luettu: 23.11.2013

Euroopan keskuspankki 2013a. Rahoitusjärjestelmän vakaus. Luettavissa: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>. Luettu: 23.11.2013

Euroopan keskuspankki 2013b. Rahapolitiikka. Luettavissa: http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_001.fi.html. Luettu: 20.11.2013

Euroopan keskuspankki 2013c. Tehtävät. Luettavissa: <http://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.fi.html>. Luettu: 18.11.2013

Euroopan keskuspankki 2013d. Vuosikertomus 2013. Luettavissa: <http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013fi.pdf>. Luettu: 7.4.2014

Euroopan keskuspankki 2014a. EKP:n neuvosto. Luettavissa: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/govc/html/index.fi.html>. Luettu: 1.5.2014

Euroopan keskuspankki 2014b. Yleisneuvosto. Luettavissa:
<https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/decisions/genc/html/index.fi.html>. Luettu:
4.3.2014

Euroopan keskuspankki 2014c. Välittymismekanismi – korkopäätösten välittyminen hintoihin. Luettavissa:
http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_007.fi.html.
Luettu: 5.4.2014

Euroopan unioni 2013. Euroopan keskuspankki. Luettavissa: <http://europa.eu/about-eu/institutions-bodies/ecb/index.fi.htm>. Luettu: 19.11.2013

Europa 2011. Euroopan keskuspankki (EKP). Luettavissa:
http://europa.eu/legislation_summaries/economic_and_monetary_affairs/institutional_and_economic_framework/o10001.fi.htm. Luettu: 2.5.2014

Generation euro students award 2013. Hintakehitykseen vaikuttavat tekijät. Luettavissa:
http://www.generationeuro.eu/files/Factors_price_development_FI_FI.pdf. Luettu:
10.11.2013

Home Finance 2014. Eonia interest rate. Luettavissa:
<http://www.homefinance.nl/english/international-interest-rates/eonia-interest-rate.asp>. Luettu 2.5.2014

J. Koistinen 2011. Investori. Korkokäyrä antaa tärkeää tietoa sijoittajalle. Luettavissa:
<http://www.investori.com/j/artikkelit/yleistae-sijoittamisesta/140-korkokayra-suhdannelukkinna>. Luettu: 15.11.2013

Kansantaloudellinen aikauskirja 106. Vsk. – 2/2010. Lyhyt johdanto Taylorin sääntöön. Luettavissa: https://tuhat.halvi.helsinki.fi/portal/files/23107943/Taylorin_saanto.pdf.
Luettu: 25.10.2013

Leppiniemi, J. 2005. Rahoitus. 4. uudistettu painos. WSOY. Helsinki.

Pekkarinen, J. & Sutela P. 2004. Avain kansantaloustieteeseen. WSOY. Helsinki.

Pohjola, M. 2008. Taloustieteen oppikirja. WSOY. Helsinki.

Pohjola, M., Pekkarinen, J. & Sutela, P. 2006. Taloustiede. WSOY. Helsinki.

Pörssisäätiö 2012. Sijoittajan korko-opas 2012. Luettavissa:

<http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2011/12/sijoittajan-korko-opas-2012.pdf>. Luettu: 24.11.2013

Pörssisäätiö 2013. Sijoittajan korko-opas 2013. Luettavissa:

http://www.porssisaatio.fi/wp-content/uploads/2011/12/korko_opas_2013_final_perus_KORJ.pdf. Luettu: 10.10.2013.

Suomen Pankki 2013a. Kuvaus. Luettavissa:

<http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/kuvaus.aspx>. Luettu: 25.10.2013

Suomen pankki 2013b. Rahapoliittinen päätöksenteko. Luettavissa:

http://www.suomenpankki.fi/fi/rahopoliitikka/rahopoliitikan_paatoksenteko/Pages/default.aspx. Luettu: 25.10.2013

Suomen Pankki 2013c. Rahapoliitikan välineet. Luettavissa.

http://www.suomenpankki.fi/fi/rahopoliitikka/rahopoliitikan_valineet/Pages/default.aspx. Luettu: 23.11.2013

Suomen Pankki 2014a. Euribor*-korot ja Eonia*-korko, päivittäiset arvot. Luettavissa:

http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/tilastot_markkina-_ja_hallinnolliset_korot_euribor_korot_long_fi.aspx. Luettu: 4.1.2014

Suomen Pankki 2014b. Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor. Luettavissa: http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot_markkina_ ja_hallinnolliset_korot_euribor_ekpohj_kk_chrt_fi.aspx#P721f468aa0054bae923f00a ae7637827_75_45iT1R0R0x0. Luettu: 4.1.2014

Suomen Pankki 2014c. Suomen valtion viitelainojen korot. Luettavissa: http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/pages/tilastot_arvopaperimarkkinat_v elkapaperit_viitelainojen_korot_fi.aspx. Luettu: 10.3.2014

Svea 2014. Ohjauskorko. Luettavissa: http://www.svealaina.fi/lainasanasto_ohjauskorko.html. Luettu: 5.5.2014

Taanila, A. 23.3.2014. Akin menetelmäblogi. Luettavissa: <http://tilastoapu.wordpress.com/tag/keskihajonta/>. Luettu: 6.7.2014

Jan Hurri 2011. Taloussanomat. Taluttaako EKP inflaation vai talouskasvun. Luettavissa: <http://www.taloussanomat.fi/kansantalous/2011/04/06/taluttaako-ekp-inflaation-vai-talouskasvun/20114785/12>. Luettu: 24.4.2014

The Economist 2014. An unwelcome spike. Luettavissa: <http://www.economist.com/blogs/freeexchange/2014/01/euro-area-money-markets>. Luettu 2.5.2014

Tuhkanen J. 2006. Korkokäsikirja sijoittajalle ja lainanottajalle. Edita Publishing Oy. Helsinki.

Liitteet

6.1 Liite 1. Euribor-paneeliin kuuluvat pankit

Belgium:	Belfius
Finland:	Nordea Pohjola
France:	BNP – Paribas Crédit Agricole s.a. HSBC France Natixis / BPCE Société Générale
Germany:	Commerzbank Deutsche Bank DZ Bank Deutsche Genossenschaftsbank
Greece:	National Bank of Greece
Italy:	Intesa Sanpaolo Monte dei Paschi di Siena Unicredit
Luxembourg:	Banque et Caisse d'Épargne de l'État
Netherlands:	ING Bank
Portugal:	Caixa Geral De Depósitos (CGD)
Spain:	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria Banco Santander Central Hispano CECABANK CaixaBank S.A.
Other EU Banks:	Barclays Capital Den Danske Bank
International Banks:	Bank of Tokyo - Mitsubishi J.P. Morgan Chase & Co.

(Euribor-rates.eu 2013.)

6.2 Liite 2. Kuviot korkojen muutosyksiköistä kuukautta ennen ohjauskoron julkistamista aikävälillä 2009-2013

