



Turun yliopisto  
University of Turku

## **Matala korkotaso sijoitusympäristönä varainhoidon näkökulmasta**

Laskentatoimen ja rahoituksen pro gradu-  
tutkielma

Laatija:

Juha Heikonen

Ohjaajat:

Kirsi-Mari Kallio

Apulaisprofessori

Kirsi Kari

DI, KTM

23.5.2018

Pori



Turun kauppakorkeakoulu • Turku School of Economics

Turun yliopiston laatujärjestelmän mukaisesti tämän julkaisun alkuperäisyys on tarkastettu Turnitin OriginalityCheck -järjestelmällä.

The originality of this thesis has been checked in accordance with the University of Turku quality assurance system using the Turnitin OriginalityCheck service.

# SISÄLLYS

1	JOHDANTO.....	6
1.1	Johdatus tutkielman aihepiiriin.....	6
1.2	Tutkimuksen tavoite ja rajaus.....	7
1.3	Metodologia ja metodiset valinnat.....	9
1.4	Aineiston kerääminen ja analysointi.....	10
1.5	Tutkielman rakenne.....	11
2	KESKUSPANKKIEN RAHAPOLITIIKKA.....	13
2.1	Keskuspankkien rooli.....	13
2.1.1	Euroopan keskuspankin ja Yhdysvaltain keskuspankin esittely.....	14
2.2	Taylorin sääntö.....	17
2.2.1	Tutkimustuloksia Taylorin säännöstä.....	20
2.3	Rahapolitiikan välittymismekanismi.....	22
2.4	Epätavanomainen rahapolitiikka.....	25
2.5	Finanssikriisin jälkeisen matalan korkotason syntyminen.....	27
3	OSAKESIJOITTAMINEN MATALASSA KORKOYMPÄRISTÖSSÄ.....	29
3.1	Osakkeen arvonmääritys.....	29
3.2	Tuotto-odotus osakesijoittamisessa.....	31
3.2.1	Tutkimustuloksia osakeriskipremioista.....	34
3.3	Ohjaukorko ja osakemarkkinat.....	36
3.4	Sijoittajapsykologinen näkökulma.....	40
4	KORKOSIJOITTAMINEN MATALASSA KORKOYMPÄRISTÖSSÄ.....	43
4.1	Korkosijoittamisen perusteet.....	43
4.2	Joukkovelkakirjalainan arvonmääritys.....	45
4.3	Riskitön korko turvasatamasijoituksena.....	46
5	SALKUNHOITO MATALASSA KORKOYMPÄRISTÖSSÄ.....	49
5.1	Haastateltavien esittely.....	49
5.2	Salkunhoidon ja sijoitusympäristön muuttuminen yleisesti.....	50
5.3	Keskuspankkien rahapolitiikasta keskustelu.....	53
5.4	Keskustelu osakesijoittamisesta.....	55
5.5	Keskustelu korkosijoittamisesta.....	58
5.6	Haastatteluiden analysointi.....	61

6	LOPUKSI.....	63
6.1	Yhteenveto ja johtopäätökset.....	63
6.2	Jatkotutkimusmahdollisuudet.....	65

LÄHTEET.....	67
--------------	----

#### LIITTEET

LIITE 1 TEEMAHAASTATTELURUNKO.....	73
------------------------------------	----

#### KUVIOT

Kuvio 1 Euroopan keskuspankin hintavakauteen tähtäävä strategia.....	15
Kuvio 2 Yhdysvaltain keskuspankin tavoitteet.....	16
Kuvio 3 Rahapolitiikan välittymismekanismi.....	23
Kuvio 4 Yhdysvaltain 10-vuoden valtionlainan tuotto 1955-2018.....	44
Kuvio 5 Saksan 10-vuoden valtionlainan tuotto 1992-2018.....	44



## 1 JOHDANTO

### 1.1 Johdatus tutkielman aihepiiriin

Yleinen sijoitusympäristö on muuttunut viimeisen 10 vuoden aikana verrattuna aikaisempaan. Yksi syy muutokselle on vuoden 2008 finanssikriisin seurauksena yleisen korkotason lasku globaalisti hyvin alhaiselle tasolle. Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve System (FED) nosti ohjauskorkoaan joulukuussa 2015 ensimmäistä kertaa kahdeksaan vuoteen, mikä kertoo finanssikriisin aiheuttamista laajamittaisista häiriöistä markkinoilla. Tämän jälkeen FED on nostanut ohjauskorkoaan kolme kertaa. Viimeisin koronnosto tapahtui kesäkuussa 2017 tasolle 1,00 – 1,25 % (Open Market Operations, 2017). Euroopan keskuspankki (EKP) sen sijaan ei ole nostanut vielä ohjauskorkoaan kertaakaan vuoden 2011 jälkeen. Euroopan keskuspankin ohjauskorko on tällä hetkellä 0,00 % (10.4.2018) (Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor, 2018).

Uusi matalan koron ympäristö on merkinnyt samalla sijoitusympäristön muuttumista, kun korkosijoituksista ei ole saanut enää samanlaista tuottoa kuin aikaisemmin ja sijoittajien varat ovat tämän seurauksena hakeutuneet osakkeisiin. Esimerkiksi Yhdysvaltojen Standard & Poor's 500- indeksi on viimeisen viiden vuoden aikana noussut yhteensä 71,73 % (Morningstar, 2017). Mikäli sijoittaja olisi sijoittanut samalle ajanjaksolle Yhdysvaltojen viiden vuoden korkoon, olisi vuosituottoa tullut samalta jaksolta 0,63 % verrattuna osakeindeksin keskimääräiseen 11,3 % vuosituottoon. (Daily Treasury Yield Curve Rates, 2017).

Keskuspankin ohjauskorko on rahapolitiikan tärkein väline. Keskuspankkirahoitus toimii rahamarkkinoilta hankittavan rahoituksen vaihtoehtona, joten ohjauskorko vaikuttaa markkinoilla määräytyviin korkoihin. Ohjauskorko vaikuttaa rahan määrään pankkien luottopäätösten myötä. Kun ohjauskorko laskee, pankit lisäävät luotonantoaan yleisölle. Vastaavasti ohjauskoron noustessa pankkien lainanotto keskuspankista tai rahamarkkinoilta tulee kalliimmaksi, jolloin pankit vähentävät luotonantoaan yleisölle (Pohjola 2012, 189–190).

Muutokset ohjauskoroissa vaikuttavat sijoitusympäristön lisäksi myös kulutukseen, säästämiseen ja investointeihin. Näin ollen rahapolitiikka vaikuttaa esimerkiksi kotitalouksien kulutukseen monien kanavien kautta. Korkojen nousu vaikuttaa lainarahan hintaan ja siten nostaa niiden tuotteiden hintoja, joita ostetaan luotolla. Korkojen nousu kuitenkin alentaa arvopapereiden hintoja, jolloin niiden kysyntä kasvaa. Yritysten kannalta taas arvopapereiden hinnan lasku vaikuttaa suoraan yrityksen markkina-arvoon negatiivisesti. Investoinneissa koron nousu heijastuu diskonttotekijään, jolloin investointien nettonykyarvo pienenee. Yritysten on myös vaikea tehdä investointeja, jos lainaraha on kallista. Korkotason muutos heijastuu myös valuuttakursseihin siten, että kotimaisen korkotason

nousu vahvistaa valuuttaa suhteessa muihin valuuttoihin, jolloin vientiyritykset kärsivät (Howells & Bain 2008, 274–275).

Syy tämän tutkielman tekemiselle on aiheen ajankohtaisuus ja tutkielmaa voi pitää ajan-kuvana vallitsevasta sijoitusympäristöstä. Vuonna 2007 puhjennun finanssikriisin seurauksena keskuspankit ovat painaneet korot ennätysalhaisiksi elvytystä tehostaakseen. Esimerkiksi vuoden 2014 aikana Euroopan keskuspankki tehosti rahapolitiikkaa monilla toimilla samalla kun ohjauskorot laskettiin alimmilleen euroalueen historiassa. Tällöin ohjauskorko saavutti nimelliskorkojen nolla-alarajan ja talletuskorko laskettiin negatiiviseksi (Suomen Pankki, 2015).

Kun ohjauskorko on alhaalla, ovat myös pankin talletuskorot alhaiset. Howells ja Bain (2008, 259) kirjoittavat, että nousu virallisissa ohjauskoroissa aiheuttaa myös nousun kaikkiin lyhytaikaisiin korkoihin. He jatkavat, että mikäli talletuskorot pysyvät kuitenkin alhaalla, varallisuus hakeutuu pois makuutettavasta muodosta eli toisin sanoen osakkeisiin. Eli kääntäen, mikäli korot ovat korkeat, pankkitalletuksista ja korkosijoituksista tulee houkuttelevia. Tämän voi helposti todentaa vertailemalla Yhdysvaltojen 5-vuoden koron tuottoa saman aikajakson osakesijoittamisen tuottoon, kun korkotasoa on ollut hyvin matala.

## 1.2 Tutkimuksen tavoite ja rajaus

Tutkielmassa tutkitaan matalaa korkotasoa sijoitusympäristönä varainhoidon näkökulmasta. Tutkielma toteutetaan case-tutkimuksena haastatteleamalla kokeneita pankkiireja Pankin X varainhoidon yksikössä. Tällä tavoin on tarkoitus saada selville, miten matalan koron ympäristö ja siitä seurannut uusi sijoitusympäristö on käytännössä vaikuttanut esimerkiksi asiakkaille annettavaan sijoitusneuvontaan ja vertailla haastatteleamalla saatua empiriaa kirjallisuudessa ja tieteellisissä artikkeleissa esiintyvään aineistoon matalan koron merkityksestä osake- ja korkosijoittamiselle.

Tutkielmassa tarkastellaan aiheeseen liittyvän kirjallisuuden ja tutkimusten avulla, mitä keskuspankkien (FED ja EKP) harjoittama elvyttävä rahapolitiikka ja matala korkotasoa ovat merkinneet sijoitusympäristön kannalta. Rahapolitiikan muutoksilla on vaikutusta osakemarkkinoihin, mikäli muutos vaikuttaa tulevaisuuden kassavirtoihin tai pääoman diskonttokoron odotustasoon. Koska rahapolitiikka vaikuttaa ohjauskoron tasoon, on sillä vaikutus yhtiöiden pääoman kustannukseen. Tämä taas vaikuttaa suoraan osakkeiden tuottoon. (Harun 2002, 1). Tutkielmassa pyritään selvittämään kirjallisuuden ja tutkimusten avulla, miten matala korkotasoa vaikuttaa teoreettisesti osake- ja korkosijoittamiseen. Teemahaastatteluiden avulla pyritään saamaan selville, miten asiakkaille tarjottava sijoitusneuvonta ja varainhoito ovat muuttuneet ajoista, jolloin korkotasoa oli korkeampi. Tutkielman avulla on tarkoitus vastata seuraaviin kysymyksiin:

- Miten matala korkoympäristö vaikuttaa tutkimusten valossa osake- ja korkosijoittamiseen?
- Miten varainhoito ja sijoitusneuvonta ovat muuttuneet sijoitusympäristön muutoksen johdosta?

Tutkielmassa tarkastellaan päätutkimusongelman lisäksi alatutkimuskysymyksinä, miten yleinen matala korkotaso on syntynyt sekä pohditaan, mitä mahdollinen tulevaisuudessa tapahtuva koronnosto tarkoittaa sijoitusmarkkinoille. Korkotason nousun merkitystä on tarkoitus lähestyä osittain sijoittajapsykologian näkökulmasta, sillä koronnosto tarkoittaa matemaattisesti osakkeiden tulevaisuuden kassavirtojen heikentymistä. Samalla korkotason nousu on kuitenkin signaali talouden vahvistumisesta, jonka pitäisi heijastua myös osakemarkkinoiden kehitykseen positiivisesti.

Tutkielma on rajattu koskemaan osake- ja korkosijoittamista matalan korkotason ympäristössä sijoittajan ja pankin varainhoidon näkökulmasta. Tutkielman tarkoituksena ei ole kuitenkaan tutkia instituutionaalisten sijoittajien sijoitustoimintaa. Tutkimus on myös rajattu koskemaan ainoastaan osake- ja korkosijoittamista eikä sijoittamista esimerkiksi kiinteistöihin, metsään, raaka-aineisiin tai valuuttaan. Sijoittamalla osake- ja korkomarkkinoille, sijoittaja pystyy kuitenkin välillisesti sijoittaman edellä mainittuihin omaisuusluokkiin esimerkiksi omistamalla metsäyhtiön osakkeita tai joukkolainaa.

Tutkielmassa tullaan myös tarkastelemaan Euroopan keskuspankin sekä Yhdysvaltain keskuspankin Fedin rahapolitiikkaa. Edellä mainitut keskuspankit ovat tutkimuksessa tarkastelussa niiden valtavan globaalien vaikutuksen vuoksi. Tarkastelua voisi tehdä laajemmasta näkökulmasta ottamalla huomioon esimerkiksi Japanin tai Englannin keskuspankin toimet, mutta tutkimuskysymyksiin vastausten kannalta sillä ei ole juurikaan merkitystä, sillä globaaleihin rahamarkkinoihin Fedillä ja Euroopan keskuspankilla on suurin merkitys. Keskuspankit vaikuttavat kuitenkin rahapolitiikallaan yleiseen korkotasoon ja tätä kautta sijoitusympäristöön, joten keskuspankkien rahapolitiikkaa on tarkasteltava kansantaloudellisesta näkökulmasta.

Empiiristä aineistoa tullaan keräämään kohdeyrityksen asiantuntijoilta. Haastateltavat henkilöt ovat valittu, niin että saataisiin tutkielman kannalta paras käsitys tutkittavasta aiheesta ja sen yhteydestä käytäntöön. Haastateltavilla henkilöillä on siis pitkä kokemus työskentelystä finanssialalta, jotta vertailua finanssikriisiä edeltävään aikaan pystytään toteuttamaan.

Tutkimuksen ajallinen tarkastelujakso on pääasiassa vuonna 2008 puhjenneen finanssikriisin jälkeinen aika. Jotta tutkimusongelmaan sekä pankin varainhoidon ja sijoitusneuvonnan muutokseen verrattuna aikaisempaan saataisiin vastaus, niin tutkielman teorettisessa kuin empiirisessä osiossa tullaan tarkastelemaan myös finanssikriisiä edeltävää aikaa, jolloin globaali korkotaso oli korkeampi kuin kriisin jälkeen.



### 1.3 Metodologia ja metodiset valinnat

Tutkimusote tässä tutkielmassa on metodologialtaan laadullinen. Laadullinen ja määrällinen tutkimus voidaan erottaa toisistaan, mutta niitä voidaan hyvin soveltaa samassa tutkimuksessa ja saman tutkimusaineiston analysoinnissa. Kvalitatiivista ja kvantitatiivista tutkimusotetta voidaan pitää jatkumona eikä vastakohtina tai toisensa poissulkevinä vaihtoehtoina (Alasuutari 2011, 32). Esimerkiksi haastattelua voidaan käyttää sekä laadullisesti että määrällisesti. Myös haastattelun avulla kerättyä aineistoa voidaan analysoida sekä kvalitatiivisesti että kvantitatiivisesti. Laadullinen tutkimus eli kvalitatiivinen tutkimus tarkoittaa yksinkertaisimmillaan aineiston ja analyysin kuvausta. Laadulliselle tutkimukselle on ominaista, että aineistoa tarkastellaan usein kokonaisuutena sekä analysointivaiheen aikana ilmenevät haasteet. Laadulliselle tutkimukselle on lisäksi tyypillistä tutkittavan kohteen parempi ymmärtäminen sekä syvällisemmän tiedon kerryttäminen. Vaikka laadullinen tutkimus sallii hypoteesien testaamisen, se ei kuitenkaan ole päätarkoitus vaan nimenomaan tutkittavan kohteen syvälinen ymmärtäminen, selitysten tai teorian rakentaminen. (Ghuri & Gronhaug 2010, 86; Eskola & Suoranta 2001, 13) Tässä tutkielmassa on tarkoituksena perehtyä aiheesta saatavilla olevaan teoreettiseen aineistoon ja tämän jälkeen verrata tätä kirjallisuudessa ja tieteellisissä artikkeleissa esiintyvää teoriaa haastatteluilla aikaansaatuun empiiriseen aineistoon. Tämä tarkoittaa deduktiivista lähestymistapaa, mikä on yleistä laadullisille tutkimuksille.

Kun tutkimuksessa on tavoitteena ymmärtää tutkittavaa ilmiötä paremmin, tutkijalla on usein oletuksia kriittisistä tekijöistä ja asioiden välisistä suhteista. Teoreettisten oletusten tulisi kuitenkin ohjata eikä sanella tutkimuksen tekemistä (Ghuri & Gronhaug 2010, 205–206). Eskolan ja Suorannan (2001, 81) mukaan laadullisessa tutkimuksessa tarvitaan taustateoria, jota vasten aineistoa tutkitaan. Tässä tutkimuksessa laadullinen tutkimusote on valittu sen takia pääasialliseksi tutkimusotteeksi, että tarkoituksena on tutkimusongelmien syvälinen ja kokonaisvaltainen ymmärtäminen.

Tämän tutkimuksen metodi on toiminta-analyttinen tutkimusote. Toiminta-analyttisen tutkimusotteen keskeinen tavoite on asioiden syvälinen ymmärtäminen. Toiminta-analyttisessä tutkimuksessa tutkitaan empirian avulla muutamien harvojen kohdeyksiköiden kautta tutkimusmenetelmien ollessa suhteellisen ei-sidottuja, mutta monipuolisia. Tällöin tuloksena kehittyy usein eri tasojen käsitejärjestelmiä tutkittavasta kohteesta. Toiminta-analyttisen tutkimusotteen tehtävänä ei ole yleistettävien tekijöiden löytäminen, vaan sellaisten käsitteiden kehittäminen, jolla yritys-elämää pyritään ymmärtämään (Neilimo & Näsi 1980, 31 & 67).

Tämä tutkielma tullaan toteuttamaan tapaustutkimuksena eli case-tutkimuksena. Case-tutkimus liitetään usein kuvailevaan tai tutkivaan tutkimukseen. Liiketaloustieteissä case-tutkimus on hyödyllinen lähestymistapa erityisesti silloin, kun tutkittavan ilmiön muuttujia tai konsepteja on vaikea muuttaa määrällisiksi tekijöiksi. Case-tutkimus on suosittu

lähestymistapa tutkimuksen tekemiseen, kun tutkimuksessa täytyy saada vastaus kysymyksiin ”miten?” ja ”miksi?”, tutkijalla on vähäinen kontrolli tapahtumiin tai kun tutkitavan ilmiönä on jokin ajankohtainen ilmiö. Case-tutkimuksessa aineisto kerätään eri lähteistä, kuten suullisista raporteista, haastatteluista tai muista sekundääridatan lähteistä. (Ghuri & Gronhaug 2010, 109–110).

#### **1.4 Aineiston kerääminen ja analysointi**

Tutkimuksiin voidaan pääasiallisesti kerätä aineistoa kahdenlaisesta eri lähteestä. Jako voidaan tehdä primaaridataan ja sekundaaridataan. Primaaridata tarkoittaa aineistoa, jonka tutkija on itse kerännyt tutkimusongelmien ratkaisemiseksi. Primaaridatan etuna voidaan pitää sitä, että kerätty aineisto on kerätty juuri tutkittavaa ongelmaa varten. Tämä tarkoittaa, että kerätty aineisto on linjassa tutkimusongelmien kanssa. Primaaridatan haittapuolena voidaan pitää, että aineiston keräämisen voi mennä paljon aikaa ja se saattaa olla kallista. Sekundaaridata tarkoittaa muiden keräämää dataa tutkittavasta aiheesta. Sekundaaridatan etu on ajan ja rahan säästö tutkimusprosessissa. Haittapuolena sekundaaridatassa on datan sopivuus omaan tutkimukseen sekä datan luotettavuus. (Ghuri & Gronhaug 2010, 90–100). Tässä tutkimuksessa tullaan käyttämään molempia aineistojen keruun muotoja, jotta tutkimusongelmiin saataisiin kattavat vastaukset. Tutkielmassa sekundääridataa kerätään tutkielman aihealuetta käsittelevän kirjallisuuden sekä aikaisempien tutkimusten avulla. Sekundääridataa ja sen paikkaansa pitävyyttä analysoidaan ja peilataan haastatteluista kerätyn empiirisen aineiston kanssa.

Primaaridataa tullaan tässä tutkimuksessa keräämään teemahaastatteluiden avulla. Empiirinen osuus tulee koostumaan matalan koron ympäristön merkityksestä sijoitustoimintaan Pankin X pankkiirien näkökulmasta. Haastatteluista saatua dataa tullaan analysoimaan tutkielmassa myöhemmin.

Yleisin tapa kerätä laadullista aineistoa on haastattelu. Haastattelutyyppejä on useita; strukturoituja, puolistrukturoituja, teemahaastatteluita, avoimia haastatteluita ja syvähaastatteluita. (Eskola & Suoranta 2001, 85–86). Tässä tutkimuksessa haastattelumuotona tullaan käyttämään teemahaastattelua.

Teemahaastattelussa haastatteluna aihepiiri eli teema-alueet on määritelty etukäteen. Lisäksi teemahaastattelussa määritellään etukäteen haastateltavien henkilöiden lukumäärä sekä haastateltavat henkilöt. Verrattuna strukturoituun eli lomakehaastatteluun kysymyksillä ei ole tarkkaa muotoa eikä järjestystä. Teemahaastattelu luo haastattelutilanteelle tiukemmat rajat verrattuna avoimeen haastatteluun. Haastattelijan tulee kuitenkin etukäteen varmistaa, että kaikki teema-alueet käydään läpi haastateltavan kanssa. Teema-alueiden laajuus ja järjestys saattavat kuitenkin vaihdella eri haastatteluissa. Teemahaastattelussa haastattelijalla on voi olla käytössä tukilista käsiteltävistä asioista, mutta ei valmiita ky-

symyksiä. Teemahaastattelu on muodoltaan avoin, joten haastateltavaa pääsee puhuttamaan vapaa- muotoisesti. Teemahaastattelun avulla on mahdollista saada strukturoitua haastattelua paremmin selville haastateltavan asenteita tai arvoja tutkittavaa asiaa kohtaan. Tällöin kerätty materiaali edustaa vastaajien puhetta itsessään. Teemahaastattelussa käsiteltävät teemat takaavat, että jokaisen haastateltavan kanssa käydään läpi edes jossain määrin samoja asioita. Teemahaastattelu mahdollistaa haastateltavalle strukturoitua haastattelua paremmin mahdollisuuden yksilöllisten tulkintojen tekemiselle. Käsiteltävät teemat muodostavat myös konkreettisen kehikon, jolloin haastatteluaineiston purkamista voidaan lähestyä jäsenytyneesti. (Eskola & Suoranta 2001, 86–88; Ghauri & Gronhaug 2010, 125).

Tässä tutkielmassa teemahaastattelua tullaan käyttämään, jotta haastattelutilanteessa päästäisiin tarpeeksi syvälle käsiteltäviin aihepiireihin. Teemahaastattelu mahdollistaa aiheen laajemman käsittelyn haastattelutilanteessa sekä haastatteluaineiston analysointivaiheessa. Tämä ei olisi mahdollista strukturoidussa haastattelussa, koska tarkoituksena on käsitellä matalan korkotason merkitystä sijoitustoiminnalle, myöskään avoin haastattelu ei sovi tämän tutkielman aineistonkeruu menetelmäksi. Tällöin tutkittava aihealue ei tulisi välttämättä tarpeeksi laajasti käsiteltyä ja kaikki tutkimuksen kannalta oleelliset teemat eivät välttämättä tulisi käsitellyiksi.

Tutkielmassa tullaan lähestymään empiiristä aineistoa teemoittelun avulla. Aineistosta nostetaan tällöin tutkimusongelmaa valaisevia teemoja. Tällä tavalla tullaan vertailemaan teemojen ilmenemistä ja esiintymistä kerätyssä aineistossa. Teemoittelu on hyvä tapa analysoida kerättyä aineistoa käytännöllisen tutkimusongelman ratkaisemisessa. Tällöin aineistosta voidaan poimia tutkimusongelman kannalta olennaista tietoa. Teemoittelu auttaa saamaan aineistosta esille kokoelman erilaisista vastauksista sekä tuloksia, jotka mahdollistavat tutkimusongelmien laadukkaan käsittelyn. (Eskola & Suoranta 2001, 174–180). Tässä tutkimuksessa haastattelun teemoiksi valitaan tutkimuksen pää- ja alaongelmiin parhaiten sopivat teemat, joiden ympärille haastattelurungot tullaan muodostamaan.

## **1.5 Tutkielman rakenne**

Tutkielma tulee rakentumaan kuudesta pääluvusta. Ensimmäisen pääluvun tarkoituksena on johdatella tutkimuksen aihepiiriin esittelemällä tutkielma aihepiiriä sekä motiivia tutkimuksen tekemiselle kyseisestä aiheesta. Ensimmäisessä pääluvussa esitellään myös tutkimusongelma, tutkimuksen rajaus. Lisäksi luvussa käsitellään metodologiset valinnat sekä aineiston keruu- ja analysointimenetelmiä. Toisessa pääluvussa tullaan esittelemään ja käsittelemään Yhdysvaltain ja Euroopan keskuspankin rahapolitiikkaa sekä niiden rahapolitiikan keinoja. Kolmannessa pääluvussa käsitellään osakesijoittamista sekä yleisen korkotason vaikutusta siihen. Luvussa tullaan myös esittelemään tutkimustuloksia siitä, miten osakkeet ovat reagoineet keskuspankkien ohjauskoron nostoihin ja laskuihin sekä

sijoittajapsykologista näkökulmaa. Neljännessä pääluvussa tullaan käsittelemään korko-  
sijoittamisen perusteita. Viidennessä pääluvussa kerätään empiriaa Pankin X pankkii-  
reilta teemahaastattelun avulla. Kuudennessa pääluvussa tehdään tutkielman johtopäätök-  
set, yhteenveto sekä käsitellään mahdollisia jatkotutkimusmahdollisuuksia.

## 2 KESKUSPANKKIEN RAHAPOLITIikka

Tässä luvussa käsitellään Euroopan keskuspankin (EKP) sekä Yhdysvaltain keskuspankin (FED) rahapolitiikkaa pääsääntöisesti finanssikriisin jälkeen. Luvussa tullaan lyhyesti esittelemään edellä mainittujen keskuspankkien toimintaa, jotta lukija ymmärtää miksi keskuspankeilla on niin suuri merkitys rahoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta. Lisäksi luvussa tullaan käsittelemään tekijöitä, joiden seurauksena yleinen korkotasoa on globaalisti tällä hetkellä alhainen sekä nykyistä rahapoliittista tilannetta. Luvussa tullaan myös esittelemään keskuspankkien rahapolitiikan tärkeimpiä keinoja, joilla keskuspankit vaikuttavat muun muassa yleiseen korkotasoon. Vaikka rahapolitiikka kuuluu kansantalouden tutkimuskenttään, siitä kertominen tässä tutkielmassa on välttämätöntä. Keskuspankkien rahapolitiikasta kertomalla lukija ymmärtää sen merkityksen talouteen, rahamarkkinaolosuhteisiin sekä nykyiseen sijoitusympäristöön.

### 2.1 Keskuspankkien rooli

Keskuspankit ovat hallituksien valtuuttamia toimijoita, jotka vastaavat rahapolitiikasta. Tämän seurauksena keskuspankit toimivat tärkeässä roolissa finanssimarkkinoilla. Rahapolitiikan vaikutus talouteen perustuu siihen, että keskuspankilla on yksinoikeus rahaperustan luomiseen. Tämä tarkoittaa sitä, että keskuspankki laskee liikkeelle seteleitä ja tarjoaa pankeille keskuspankkirahoitusta. Rahan neutraalius on empiirisesti ja yleisesti hyväksytty oletus taloustieteissä ja se tarkoittaa sitä, että pitkällä aikavälillä muiden tekijöiden pysyessä ennallaan, rahan määrän muutos vaikuttaa ainoastaan yleiseen hintatasoon. Se ei siis aiheuta muutoksia reaalitalouden muuttujissa tai työllisyydessä. Keskuspankki pystyy monopoliasemansa johdosta vaikuttamaan markkinaolosuhteisiin ja ohjaamaan lyhyitä korkoja. Inflaatio on näin ollen rahataloudellinen ilmiö ja pitkäaikaiseen nopeaan inflaatioon liittyy yleensä rahan määrän voimakas kasvu. Kokonaiskysynnän vaihtelu, tekniikan kehitys tai raaka-aineiden hintasokit voivat lyhyellä aikavälillä vaikuttaa hintakehitykseen, mutta niiden vaikutusta voidaan tasata vaikuttamalla rahan määrään eli käytännössä korkotasoon. (Mishkin ym. 2013, 273–280; EKP:n rahapolitiikka 2011, 55–57).

Keskuspankit vaikuttavat ohjauskorkoihin, luoton määrään ja rahan tarjontaan. Kaikilla näillä tekijöillä keskuspankit pystyvät suoraan vaikuttamaan rahoitusmarkkinoihin, mutta myös kokonaistuotantoon ja inflaatioon. Keskuspankkien tärkeimpänä tavoitteena pidetään hintavakauden ylläpitämistä, joka tarkoittaa matalaa ja tasaista inflaatiota. Hintavakaus on tärkeä, koska hintatason yleisen tason nousu lisää epävarmuutta markkinoilla, jonka seurauksena kasvava epävarmuus saattaa häiritä talouden kasvamista. Keskuspankki pystyy siis pitkällä aikavälillä vaikuttamaan inflaatiokehitykseen. Kun luotonantajat voivat luottaa hintavakauden säilyvän tulevaisuudessa, he eivät vaadi niin suuria in-

flaatoriskipreemioita. Uskottava rahapolitiikka pienentää reaalikorkoihin sisältyvää riskipreemiota, mikä tehostaa rahojen kohdentumista pääomamarkkinoilla ja näin ollen kannustaa investoimaan. Uskottava hintavakauspolitiikka vähentää myös todennäköisyyttä, että yksityishenkilöt ja yritykset siirtäisivät omaisuuttaan pois tuottavista kohteista suojautuakseen inflaatiolta. Kun inflaatio on nopeaa, ihmiset pyrkivät keräämään reaaliomaisuutta, sillä se säilyttää arvonsa paremmin nopean inflaation vallitessa. Reaaliomaisuuden kerääminen ei kuitenkaan ole tehokasta investoimista ja näin ollen se heikentää talouskasvua. (Mishkin ym. 2013, 273–280; EKP:n rahapolitiikka 2011, 55–57).

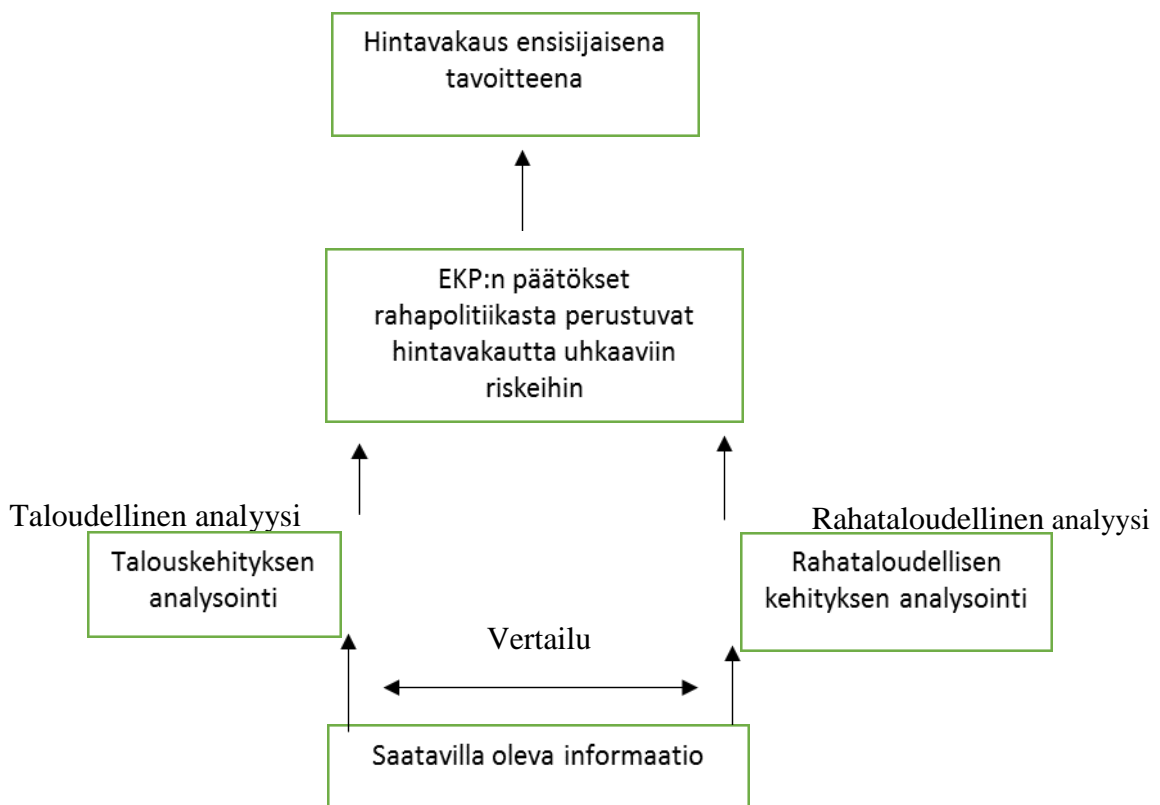
Tärkeä tekijä onnistuneessa rahapolitiikassa on nimellisen ankkurin käyttö. Tämä tarkoittaa jotain nimellistä tekijää, kuten valuuttakurssia, palkka ja hintakontrollia tai rahan tarjontaa. Näillä tekijöillä keskuspankit pyrkivät pitämään hintatason tasaisena saavuttaakseen tavoitteensa hintavakauden ylläpitämisessä. Nimellisen ankkurin käyttö rahapolitiikassa on tärkeää, koska tällä tavalla keskuspankit toimivat johdonmukaisesti pitkällä aikavälillä. Hintavakauden lisäksi keskuspankeilla on rahapolitiikassaan viisi muuta tavoitetta. Nämä tavoitteet ovat korkea työllisyys, talouden kasvu, finanssimarkkinoiden vakaus, ohjauskorkojen vakaus sekä valuuttamarkkinoiden vakaus. Vakaus yleisessä korkotasossa on tärkeää, koska muutokset korkotasossa luovat epävarmuutta markkinoille ja tekevät tulevaisuuden suunnittelusta hankalaa. Keskuspankit eivät myöskään halua äkillisiä ohjauskoronnostoja, koska se luo epävarmuutta toimijoille finanssimarkkinoilla. Nousu ohjauskoroissa aiheuttaa tappioita pitkän juoksuajan obligaatioille sekä asuntolainoihin. Nämä tappiot saattavat aiheuttaa rahoitusinstituutioiden kaatumisia, jotka omistavat niitä. (Mishkin ym. 2013, 273–280).

Keskuspankeilla on käytössään kolme rahapoliittista välinettä, joilla ne pyrkivät vaikuttamaan rahan tarjontaan ja ohjauskorkoon. Näitä keinoja ovat avomarkkinaoperaatiot, kassavarantomääräykset sekä keskuspankin ohjauskorko, joka on rahapolitiikan tärkein väline. Vuonna 2007 alkaneen finanssikriisin seurauksena, keskuspankit ovat ottaneet käyttöönsä myös epätavallisia rahapolitiikan keinoja. Epätavallisia rahapolitiikan keinoja keskuspankit ovat käyttäneet vakauttaakseen finanssimarkkinoita sekä stimuloidakseen taloutta sekä estääkseen deflaatiota. Keskuspankit ovat siis käyttäneet epätavallisia rahapolitiikan keinoja täydentääkseen perinteisiä rahapolitiikan keinoja. (Mishkin ym. 2013, 326; Pohjola 2012, 188–189).

### **2.1.1 Euroopan keskuspankin ja Yhdysvaltain keskuspankin esittely**

Euroopan keskuspankki aloitti toimintansa vuonna 1998. Eurojärjestelmän rahapolitiikan päätavoite on hintavakauden ylläpitäminen euroalueella eli deflaation estäminen. EKP:n neuvosto on määritellyt tämän tavoitteen tarkoittavan käytännössä, että kuluttajahintojen vuotuisen nousun tulee olla alle 2 % mutta lähellä sitä keskipitkällä aikavälillä. Euroopan keskuspankki on myös vastuussa vakaan rahoitusjärjestelmän ylläpidosta sekä pankki-

sektorin valvonnasta. Rahapolitiikka on väline, jolla kansalliset hallitukset ja keskuspankit pyrkivät vaikuttamaan talouteen, kontrolloimaan rahan tarjontaa sekä vaikuttamaan talouden muihin indikaattoreihin. Euroopan keskuspankin toissijainen tavoite on siis makrotaloudellisen vakauden saavuttaminen, joka hintavakauden avulla pyritään saavuttamaan, kunhan hintavakauden tavoite ei vaarannu. Euroopan keskuspankin keskeisin ominaisuus on autonomisuus päätöksenteossa, jolla pyritään takaamaan päätavoitteen eli hintavakauden saavuttaminen. (Gasinski & Misztal 2010, 1– 3; Mishkin ym. 2013, 286–289). Euroopan keskuspankin tehdessä rahapoliittisia päätöksiä, se vertailee taloudellisesta analyysistä saatavia lyhyen aikavälin signaaleita sekä rahataloudellisen analyysin avulla pitkän aikavälin signaaleita. Näillä analyyseilla Euroopan keskuspankki pyrkii varmistamaan, että hintavakauden kannalta mitään olennaista tietoa ei jätetä käsittelemättä. (EKP:n rahapolitiikka 2011, 80). Alla oleva kuvio selventää Euroopan keskuspankin hintavakauteen tähtäävää rahapolitiikan strategiaa.

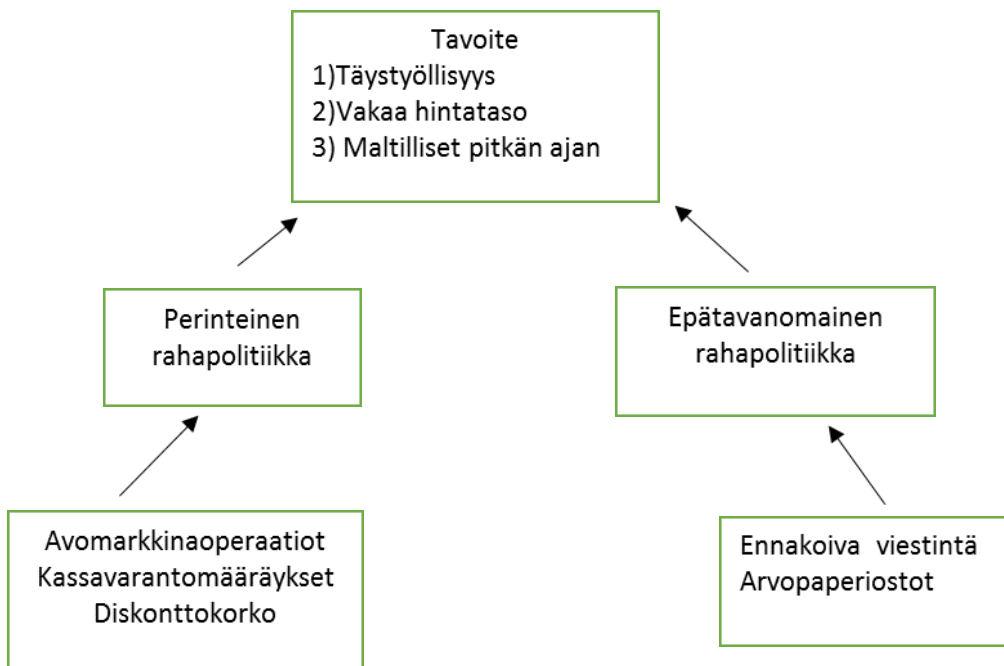


Kuvio 1 Euroopan keskuspankin hintavakauteen tähtäävä strategia (EKP:n rahapolitiikka 2011, 81)

Kun analyysissä tutkitaan ja vertaillaan taloudellista ja rahataloudellista analyysiä, virheiden määrää rahapoliittisessa päätöksenteossa pienenee. Koska Euroopan keskuspankki toimii epävarmassa toimintaympäristössä, tutkitaan taloudellista tilaa kahdesta eri näkökulmasta. (EKP:n rahapolitiikka 2011, 80)

Yhdysvaltain keskuspankki perustettiin vuonna 1913. Yhdysvaltain keskuspankki koostuu 12 alueellisesta keskuspankista, keskuspankin johtokunnasta sekä avomarkkinakomiteasta. Alueelliset keskuspankit toimivat itsenäisesti, mutta johtokunta valvoo niiden toimintaa. Avomarkkinakomitea kokoontuu kahdeksan kertaa vuodessa ja se vastaa avomarkkinaoperaatioista, jotka vaikuttavat rahan tarjontaan ja korkotasoon. Avomarkkinaoperaatiot ovat Yhdysvaltain keskuspankin tärkein väline rahapolitiikassa. (Mishkin ym. 2013, 282–285).

Yhdysvaltain keskuspankki noudattaa Yhdysvaltain kongressilta saamaansa mandaattia rahapolitiikassaan. Kongressi on määritellyt Yhdysvaltain keskuspankille kolme tavoitetta, jotka ovat täystyöllisyys, vakaa hintataso sekä maltillinen ohjauskoron taso pitkällä aikavälillä. Alla oleva kuvio selventää Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikan tavoitteita ja välineitä



Kuvio 2 Yhdysvaltain keskuspankin tavoitteet (Conducting Monetary Policy, 2016)

Vaikka Yhdysvaltain keskuspankin tavoitteet rahapolitiikassa eivät ole muuttuneet pitkään aikaan, sen rahapolitiikan keinot sekä rahapolitiikan implementointiprosessi ovat



muuttuneet. Ennen vuoden 2007 finanssikriisiä Yhdysvaltain keskuspankki osti ja myi Yhdysvaltain hallinnon liikkeelle laskemia ja takaamia arvopapereita avoimilla markkinoilla pitääkseen lyhyen ajan markkinakorot lähellä Yhdysvaltain avomarkkinakomitean määrittelemää ohjauskorkoa. Finanssikriisin jälkeen Yhdysvaltain keskuspankki on joutunut turvautumaan epätavallisiin rahapolitiikan keinoihin alentaakseen pitkän ajan korkoja ennakoivan viestinnän ja laajojen arvopaperiostojen muodossa. Yhdysvaltain keskuspankki tavoittelee matalaa ja vakaata inflaatiota, jotta talous toimisi tehokkaasti. Yhdysvaltain keskuspankin tavoitteena on pitää inflaatio pitkällä aikavälillä kahdessa prosentissa. (Conducting Monetary Policy, 2016). Yhdysvaltain keskuspankilla ei siis ole samanlaista määriteltyä inflaatiotavoitetta kuin Euroopan keskuspankilla, jolloin se voi tehdä rahapoliittisia päätöksiään hieman eri perusteilla kuin Euroopan keskuspankki.

## 2.2 Taylorin sääntö

Taylorin sääntö on sen kehittäjän John Taylorin mukaan nimetty rahapolitiikkasääntö, jolla on ollut merkittävä vaikutus rahapolitiikan kehittämiseen ja tutkimukseen. Taylorin sääntö kuvaa, kuinka keskuspankin tulisi asettaa ohjauskorko inflaatiosta ja taloudellisesta aktiviteetista riippuen. Sääntö on saavuttanut suosiota keskuspankkipolitiikassa, koska se tarjoaa yksinkertaisimman vastauksen yhteen rahapolitiikan keskeisimpään kysymykseen: mikä on sopiva ohjauskoron taso vallitsevassa taloustilanteessa. Rahapolitiikassa on ollut jatkuvana mielenkiinnon kohteena se, miten keskuspankin tulisi tehdä ja toteuttaa rahapoliittiset päätökset, jotta ne edistäisivät parhaiten rahapolitiikan tavoitteita kuten hintavakauden ja täystyöllisyyden saavuttamista. Vaikka rahapolitiikan käytännön toteutuksesta vallitsee eri näkemyksiä, modernin makrotaloudellisen tutkimuksen mukaan yksinkertaiseen sääntöön perustuvalla rahapolitiikalla on huomattavia etuja verrattuna harkinnanvaraiseen rahapoliittiseen päätöksentekoon. Rahapolitiikkasääntöön sitoutumalla keskuspankki voi välttää epäjohdonmukaisuudesta aiheutuvan tehottomuuden. Sitoutuminen parantaa myös keskuspankin vastuullisuutta sekä tulevaisuudessa tapahtuvien rahapoliittisten päätösten uskottavuutta. (Tervala 2010, 162–163).

Taylorin sääntö voidaan kirjoittaa seuraavaan muotoon:

*Keskuspankin ohjauskorko* = nykyinen inflaatio+ reaalin korkotasoa tasapinotilassa+ 0,5(inflaatiokuilu)+0,5(tuotantokuilu)

Taylorin sääntö koostuu neljästä komponentista. Kun nykyisen inflaatiotason ja reaalin korotason summaa, saadaan vertailuarvo ohjauskorkotasolle. Kaavassa reaalin korkotasoa tarkoittaa reaalikorkotasoa, joka on johdonmukainen täystyöllisyyden tavoitteen

kanssa pitkällä aikavälillä. Säännön kehittäjän John Taylorin mukaan reaalisen korkotasoon tasapainotilassa oletetaan olevan 2 % inflaatiotavoitteen ollessa myös 2 %. Taylorin säännössä pyritään siis selittämään, miten rahapoliittisia päätöksiä tehtiin menneisyydessä, mutta samalla säännön avulla voidaan tarkastella, miten sitä pitäisi tehdä tulevaisuudessa. Lisäksi kaavassa on mukana painotettu keskiarvo inflaatio- sekä tuotantokuilusta. Inflaatiokuilu tarkoittaa nykyisen inflaation ja inflaatiotavoitteen erotusta. Inflaatiokuilu suosittelee nostamaan ohjauskorkoa yli vertailuarvon, jos inflaatio on korkeammalla tasolla kuin inflaatiotavoite. Vastaavasti ohjauskorkoa tulisi laskea, mikäli inflaatio on alhaisemmalla tasolla kuin inflaatiotavoite. Tuotantokuilulla tarkoitetaan bruttokansantuotteen todellista prosentuaalista hajontaa verrattuna sen arvioituun tasoon täystyöllisyyden vallitessa. Tuotantokuilulla on säännössä sama rooli kuin inflaatiokuilulla. Mikäli tuotantokuilu on positiivinen, ohjauskorkoa tulisi nostaa ja sen ollessa negatiivinen ohjauskorkoa tulisi laskea. Taylorin säännössä ensimmäisen ja toisen tekijän summa antaa siis vastauksen ohjauskoron tasoon, jolla inflaatio pysyy nykyisellä tasollaan. Säännössä reaalin korkotaso tasapainotilassa kuvaa sitä, että reaalin korkotaso on merkittävässä roolissa rahapoliittisessa päätöksenteossa. Vaikka rahapoliittisten päätöstentekijät vaikuttavat päätöksillään nimelliseen korkotasoon, on reaalin korkotaso se, joka merkitsee taloudellisen aktiviteetin kannalta. Säännön perusteella reaalista korkotasoa on nostettava yli tasapainotilan mikäli inflaatio tai tuotanto ovat yli niiden tavoitetason. Kolmas ja neljäs tekijä Taylorin säännössä tiivistää kaksi rahapolitiikan keskeisintä tavoitetta. Vakaan ja matalan inflaation saavuttaminen yhdessä maksimaalisen tuotannon kasvun kanssa. Nämä edellä mainitut tekijät voidaan myös nähdä yhdistävänä tekijänä keskuspankin lyhyen ja pitkän aikavälin tavoitteille. Inflaatiokuilu sisältää keskuspankin pitkän aikavälin inflaatiotavoitteen ja tuotantokuilu sisältää tavoitteen, että keskuspankin lyhyen aikavälin rahapolitiikan tulisi seurata talouden syklejä. (Sawhney, Kulkarney & Cachanosky 2017, 88–91; Kozicki 1999, 6).

Keskuspankit eivät kuitenkaan voi tukeutua ainoastaan tietokoneen laskelmiin ohjauskorkopäätöksiä tehdessään. Tämä johtuu siitä, että muutokset rahapolitiikassa näkyvät viiveellä taloudessa. Tämän takia rahapolitiikan on oltava tulevaisuusorientoitunutta. Keskuspankkien onnistuneeseen rahapolitiikkaan kuuluu inflaation ja taloudellisen tilan ennustamista. Tällöin keskuspankit tarkastelevat laajempaa informaatiota kuin nykyistä inflaatiotasoa tai tuotantokuilua, kuten Taylorin sääntö ehdottaa. Talous on myös jatkuvasti muuttuva toimintaympäristö, jolloin rahapoliittisten päätösten tekijät joutuvat käyttämään paljon omaa arvioitaan tekemissään päätöksissään. Lisäksi erilaiset talouskriisit, kuten subprime-kriisi, saattavat vaativat erilaisia rahapoliittisia toimenpiteitä, jolloin Taylorin säännön noudattaminen suoraan on haastavaa. Edellä mainittujen syiden takia keskuspankit eivät voi automaattisesti turvautua rahapolitiikkaan ja ohjauskorkopäätök-

sissään Taylorin säännön antamaan vastaukseen. Taylorin sääntö ei selitä kaikkia muutoksia ohjauskoroissa, mutta se on hyödyllinen työkalu keskuspankeille rahapoliittisessa päätöksenteossa. (Mishkin ym. 2013, 371–372).

Tervalan (2010, 168) mukaan Taylorin sääntöä voidaan tulkita eri tavoilla. Säännön kapea tulkinta tarkoittaa, että sääntöä voidaan käyttää hyväksi yhtenä apuvälineenä keskuspankin tehdessä ohjauskorko päätöksiä. Kapea tulkinta tarkoittaa, että keskuspankin luottaessa siihen, että sääntö tarjoaa onnistuneen kuvauksen keskuspankin ohjauskorko-päätöksestä, sääntö on silloin hyödyllinen. Väljä tulkinta tarkoittaa, että Taylorin säännön noudattamisen lisäksi keskuspankki noudattaa myös harkintaa tehdessään päätöksiä. Pelkkä mekaaninen rahapolitiikka sääntö ei ota huomioon kaikkia tekijöitä, jotka keskuspankin tulee ottaa huomioon korkopäätöksiä tehdessään. Keskuspankit tekevät korkopäätöksiään perustuen tulevaisuuden inflaatio-odotuksiin sekä erilaisiin tulkintoihin potentiaalisesta tuotannon tasosta, talouden kasvusta sekä tulevaisuuden talousnäkymistä. Väljä tulkinta Taylorin säännöstä on myös hyödyllinen kuvailevana apukeinona. Väljä tulkinta antaa mahdollisuuden keskuspankille käyttää omaa harkintaa. Se antaa lisäksi mahdollisuuden käyttää ennusteita ja sopeutuu paremmin rahapoliittisten päätöksentekijöiden halun tehdä tulevaisuuteen suuntautuneita rahapolitiikan päätöksiä. Taylorin sääntö on siis enemmän rahapolitiikan käytännön toiminnan kuvaus sekä ohje rahapolitiikan toteuttamisesta.

Kozickin (1999, 5) mukaan Taylorin sääntö on yksinkertaisuutensa vuoksi herättänyt mielenkiintoa analyytikkojen, poliittisten päätöksentekijöiden, ja talousmedian keskuudessa. Mikäli sääntö olisi hyödyllinen päätöksentekijöille, säännön tulee tarjota selkeä vastaus riippumatta pienistä muutoksista säännön osatekijöissä. Vaikka monet analyytikot ja päätöksentekijät hyväksyvät säännön ja ovat samaa mieltä Taylorin säännön perusteista, säännön yksityiskohdista on oltu eri mieltä. Kozickin (1999, 5- 6) mukaan Taylorin säännön haaste on siinä, että sääntö perustuu lukuisiin olettamuksiin. Säännön tarjoama suositus ohjauskoron tasosta tulisi olla sama, vaikka nämä olettamukset korvattaisiin muilla vastaavilla vaihtoehdoilla. Tämä tarkoittaa sitä, että sääntö ei tarjoa yhdenmukaista ohjauskoron tasoa, jos esimerkiksi inflaatiota mitataan eri tavoin. Esimerkiksi mikäli inflaation mittaamisessa käytetään eri mittareita, sääntö ei tarjoa hyödyllistä vastausta ohjauskoron tasoon. Taylorin säännön tulisi myös olla luotettava. Luotettavan säännön voisi olettaa seuraavan ohjauskoron tasoa, kun rahapoliittisten päätösten on katsottu onnistuvan. Mikäli aikaisempia ohjauskoron tasoa koskevia päätöksiä on pidetty onnistuneina, rahapoliittisten päätösten tekijät saattavat olla halukkaita noudattamaan ja tekemään nykyiset päätöksensä perustuen aikaisempaan strategiaan. Mikäli päätöksiä ohjauskoron tasosta on tehty menneisyyden perusteella, on syytä tarkastella Taylorin säännön luotettavuutta myös sen perusteella, mitkä taloudelliset tekijät ja tilanteet ovat vaikuttaneet sen hetkiseen ohjauskorkopäätökseen. Vaikka Taylorin sääntö ei aina tarjoaisikaan oikeaa vastausta ohjauskoron tasoon, voi sääntö olla kuitenkin hyödyllinen muilla tavoilla.

Koska Taylorin säännön osatekijät sisältävät yleisesti hyväksytyt rahapolitiikan tärkeimmät osatekijät, voi Taylorin sääntö voi toimia hyvänä pohjana rahapoliittisten päätösten tekijöiden keskusteluille. Taylorin sääntö on myös isossa roolissa monissa rahapoliittisissa ennustemalleissa.

Seuraavassa alaluvussa tullaan tarkastelemaan tutkimustuloksia Taylorin säännön noudattamisesta Yhdysvalloissa ja Euroopassa vuoden 2007 jälkeen. Tutkimustuloksia analysoimalla pyritään selvittämään, miten Euroopan keskuspankki ja Yhdysvaltain keskuspankki ovat noudattaneet Taylorin sääntöä ja onko niiden ylläpitämä korkotaso ollut Taylorin säännön suositusten mukainen.

### **2.2.1 Tutkimustuloksia Taylorin säännöstä**

Taylorin säännön noudattamista keskuspankkien ohjauskorkopäätöksissä on tutkittu laajalti. Suurin osa tutkimuksista on tehty Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikasta ja siitä, kuinka se on noudattanut ohjauskorkopäätöksissään Taylorin sääntöä. Viime vuosina myös euroaluetta ja Euroopan keskuspankin ohjauskorkopäätöksiä Taylorin säännön näkökulmasta koskevia tutkimuksia on julkaistu yhä enemmän.

Sawhneyn ym. (2017, 92 –93) mukaan finanssikriisiä edeltävinä vuosina 2003- 2006 Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskorko oli liian alhaisella tasolla verrattuna Taylorin säännön ehdottamaan korkotasoon. Heidän tutkimuksensa mukaan vuosina 2008- 2009 finanssikriisin ollessa pahimmillaan Taylorin säännön mukainen korkotaso Yhdysvalloissa olisi pitänyt olla tasolla -5 %. Heidän mukaansa vuonna 2011 ohjauskorkotason Yhdysvalloissa olisi säännön mukaan pitänyt olla 1- 2 %-yksikön tasolla, joten Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikka oli liian elvyttävää. Finanssikriisin aikana Yhdysvaltain keskuspankin päätöksentekijät olisivat suosineet negatiivista ohjauskoron tasoa, mutta ohjauskoron teknisen nollarajan takia Yhdysvaltain keskuspankki aloitti määrällisen elvyttämisen. Nollakorkorajoite paljasti Taylorin säännön heikkouden eikä sääntö ole tutkimuksen mukaan helposti implementoitavissa rahapoliittisen päätöksenteon monimutkaisuuden takia.

Kumar (2013, 9) osoittaa tutkimuksessaan, että ennen finanssikriisin alkua vuonna 2007 Yhdysvaltain keskuspankki antoi Taylorin säännön perusteella enemmän painoarvoa inflaatiolle kuin tuotantokuilulle. Yhdysvaltain keskuspankin suhtautuminen inflaatioon on säilynyt samanlaisena pitkällä aikavälillä. Kumar jatkaa, että finanssikriisin seurauksena Yhdysvaltain keskuspankki on kuitenkin ryhtynyt painottamaan tuotantokuilun roolia toteuttaessaan ohjauskorkopäätöksiään perustuen Taylorin sääntöön. Tuotantokuilun painotuksen nostaminen säännössä ilman inflaation painotuksen nostamista kasvattaa mahdollisuutta korkojen laskemiselle lähelle nollassa.

Asson, Khanin ja Leesonin (2007, 34) tutkimustulokset ovat yhtäläisiä Sawhneyn ym. tutkimustulosten kanssa. Heidän tutkimuksensa mukaan Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikka oli liian löysää vuosina 2003- 2006 verrattuna Taylorin säännön suosittelemaan ohjauskoron tasoon, jolla Yhdysvaltain keskuspankki pyrki lievittämään deflaatiopelkoja. Löysä rahapolitiikka oli heidän tutkimuksensa mukaan yksi osatekijä Yhdysvalloissa asuntojen kasvaneeseen kysyntään sekä niiden hintojen nousuun. Mikäli Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikka olisi seurannut enemmän Taylorin säännön suositusta ohjauskoron tasosta, olisi mahdollisesti asuntokupla ja sen seurauksena aiheutunut finanssikriisi ollut vältettävissä.

Sawhney ym. (2017, 93) kyseenlaistavat tutkimuksessaan Taylorin säännön olemassaolon, kun ohjauskorko on nollassa. Heidän mukaansa rahan määrän kasvu määrällisen elvytyksen takia on luonut monia omituisia seurauksia. Määrällisestä elvytyksestä huolimatta inflaatio ei Yhdysvalloissa ole lähtenyt odotettuun kasvuun ja heidän mukaansa hintatason ja rahan tarjonnan välinen yhteys on kadonnut.

Alcidin, Bussen & Grosin (2016, 6) tutkimuksen mukaan rahapolitiikka euroalueella on ollut liian kireää vuoteen 2014 saakka. Tutkimustulos on saatu aikaan modifioimalla alkuperäistä Taylorin sääntöä, missä reaalin korkotaso tasapainotilassa on 2 %. Alcidin, Bussen & Grosin tutkimuksessa reaalin korkotaso tasapainotilassa 0 %, sillä BKT:n kasvu euroalueella ei ole ollut 2 % vuodessa. Heidän tutkimuksensa mukaan vuosina 2016 ja 2017 Taylorin säännön mukaan ohjauskoron pitäisi euroalueella nousta saavuttaen vuonna 2017 tason 1,1 %. Alcidin ym. (2016, 6) mukaan tämä on kuitenkin voimakkaassa ristiriidassa nykyisen tilanteen kanssa, jossa Euroopan keskuspankki pohtii keinoja varmistukseen nykyisten kevyiden rahoitusolojen säilymisen. Heidän mukaansa rajut heilahdukset raaka-aineiden hinnoissa sekä Euroopan keskuspankin ”pakkomielle” inflaatiotavoitteen suhteen aiheuttivat väärää päätöksiä ohjauskoron asettamisessa. Rahapolitiikan olisi vuoteen 2014 saakka pitänyt olla kevyempää ja sen jälkeen sitä olisi pitänyt kiristää eli ohjauskoron tasoa olisi pitänyt nostaa. Vuodesta 2015 lähtien Euroopan keskuspankin ohjauskorko on poikennut Taylorin säännön suosittelemasta tasosta ja sen nostaminen asteittain olisi pitänyt aloittaa.

Taylor (2008, 5–6) nostaa esille omassa tutkimuksessaan teeman siitä, kuinka keskuspankit seuraavat toisiaan tehdessään ohjauskorkopäätöksiä. Taylorin mukaan myös muiden maiden kuin Yhdysvaltojen ohjauskorko poikkesi Taylorin säännön suosittelemasta tasosta ennen finanssikriisiä. Hänen mukaansa asuntokuplat olivat suurimmat niissä maissa, joissa keskuspankin ohjauskorko poikkesi eniten Taylorin säännön suosittelemasta tasosta. Euroalueella poikkeamat Taylorin säännöstä johtuvat osaksi siitä, että jokaisen maan inflaatio- sekä tuotantotasot poikkeavat toisistaan. Tämä luo haasteita Euroopan keskuspankille mitoittaa ohjauskorkopäätöksensä oikeaksi. Taylorin mukaan Yhdysvaltain keskuspankin asettaman matalan korkotason seurauksena myös muiden maiden keskuspankit joutuivat asettamaan omat ohjauskorkonsa alemmalle tasolle. Hänen

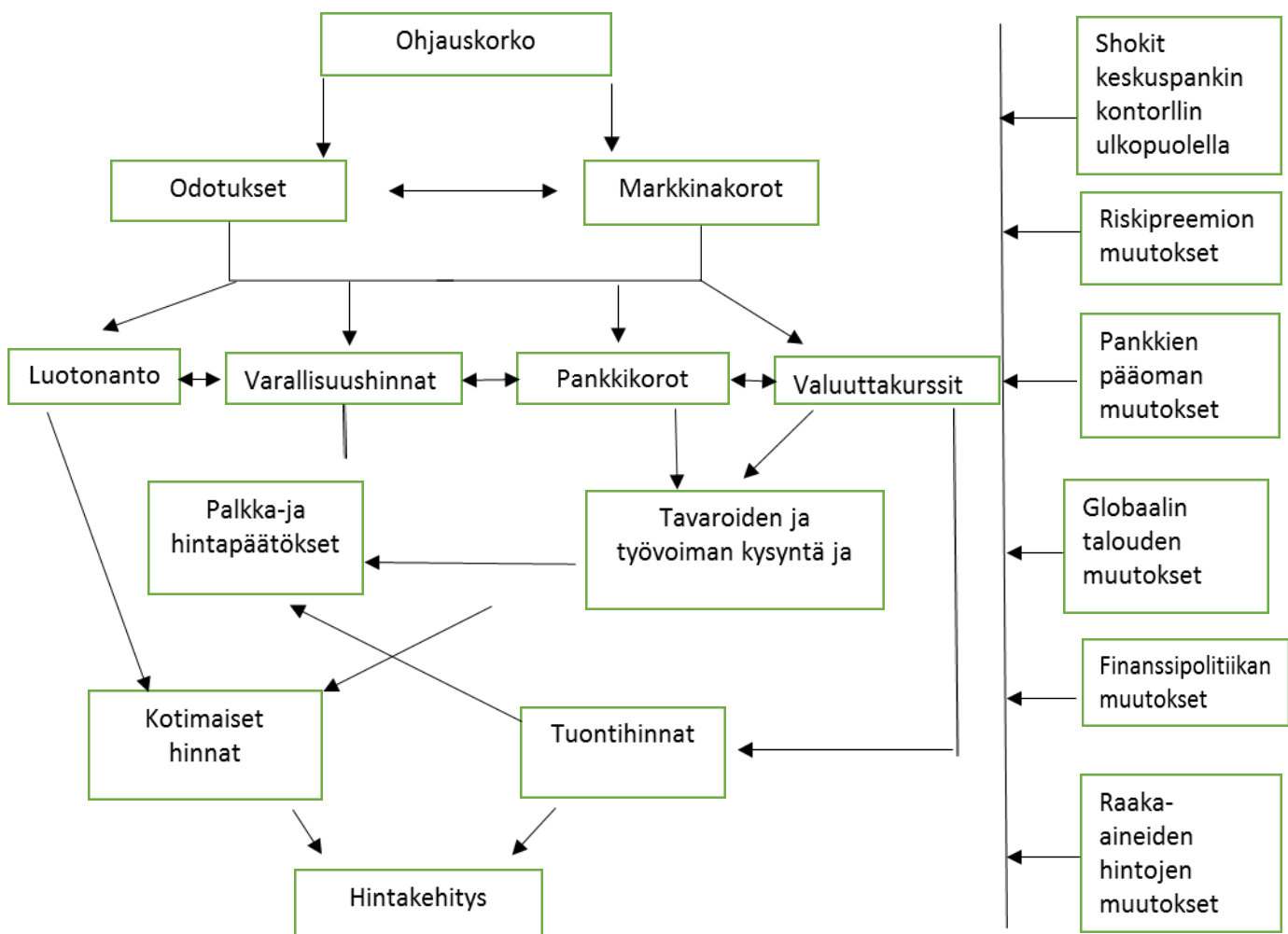
tutkimuksensa mukaan korkotaso euroalueella oli alle säännön suositteleman tason ennen finanssikriisiä, mutta alhainen korkotaso euroalueella oli myös osittain seurausta alhaisesta korkotasosta Yhdysvalloissa. Taylorin mukaan ohjauskorko euroalueella oli vuosien 2000- 2006 välisenä aikana noin 2 % - yksikköä liian alhainen verrattuna säännön suosittelemaan tasoon. Taylorin mukaan Euroopan keskuspankki on mahdollisesti seurannut Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskorkopäätöksiä valuuttakursseista tai inflaatioon liittyvistä syistä.

Tutkimustulokset Yhdysvaltain ja Euroopan keskuspankin ohjauskorkopäätöksistä verrattuna Taylorin säännön antamaan suositukseen ovat mielenkiintoisia. Tutkimusten mukaan ennen finanssikriisiä ohjauskorko oli liian alhaisella tasolla, joka osittain saattoi olla syynä finanssikriisiin. Finanssikriisin alkuvaiheessa keskuspankkien olisi pitänyt laskea ohjauskorkoaan negatiiviseksi ja viime vuosina keskuspankkien olisi pitänyt ruveta nostamaan ohjauskorkoaan nopeammin. Kuten edellä on kirjoitettu, Taylorin sääntö on matemaattinen kaava, joten keskuspankit joutuvat käyttämään laajempaa harkintaa analysoidessaan rahapolitiikkaansa. Se on kuitenkin hyödyllinen apuväline keskuspankeille ohjauskorkopäätöksiä mietittäessä. Lisäksi keskuspankit eivät voi käyttää nykypäivänä Taylorin sääntöä sellaisenaan, vaan sitä on muokattava vastaamaan tämän hetken talousympäristöä, jossa reaalin korkokanta ja inflaatio ovat hyvin alhaisia.

### **2.3 Rahapolitiikan välittymismekanismi**

Rahapoliittiset päätökset vaikuttavat talouteen ja hintatasoon niin sanotun rahapolitiikan välittymismekanismien kautta. Välittymismekanismi on monimutkainen verkosto, joka muodostuu taloudellisista riippuvuussuhteista. Välittymismekanismien yleiset piirteet ovat hyväksytyjä ja ymmärrettyjä, mutta sen kaikista piirteistä ei ole vallitsevaa yksimielisyyttä. Välittymismekanismissa on useita eri vaiheita, jolloin vaikutukset hintatasoon ilmenevät hyvin hitaasti pitkällä aikavälillä. Keskuspankki joutuu siis varautumaan pitkiin ja vaihteleviin viiveisiin, joita ei ole voitu ennakoida tarkasti. Välittymismekanismien arviointia vaikeuttaa, että talouden kehitykseen vaikuttavat myös ulkopuoliset sokit. Esimerkiksi öljyn ja raaka-aineiden hintojen muutoksilla saattaa olla lyhyellä aikavälillä vaikutuksia inflaatioon. Rahapolitiikassa on siis tarkkailtava, etteivät ulkopuoliset sokit pääse häiritsemään rahapolitiikan impulssien välittämistä. Kun keskuspankki muuttaa ohjauskorkoa, käynnistää se pitkän välittymismekanismien, jota kautta se pyrkii vaikuttamaan hintatasoon. Ohjauskoron muutos vaikuttaa vähitellen markkinakorkoihin ja sitä kautta pankkien antolainaus- ja talletuskorkoihin. Ohjauskoron muutoksella tapahtuvaa välittymismekanismia kutsutaan perinteiseksi ohjauskorkokanavaksi. Tärkeä tekijä ohjauskorkokanavassa on reaalin korkokanta, joka vaikuttaa kuluttajien sekä liiketoimintaa tekevien toimijoiden päätöksiin. Reaalisen korkokannan suurempi vaikutus kulutukseen tarjoaa tärkeää tietoa, siitä kuinka rahapolitiikan välittymismekanismi toimii, vaikka

nominalinen korkokanta olisi nollassa. Nominalisen korkotason ollessa teknisellä nolllarajalla, sitoutuminen tulevaisuuden rahapolitiikan keventämiseen saattaa nostaa odotettua hintatasoa ja näin ollen nostaa inflaatiota. Tämä laskee reaalista korkotasoa ja kiihdyttää kulutusta, vaikka nominalinen korkotaso olisi nollassa. Rahapolitiikan välittymismekanismi toimii myös nollakorkoympäristössä. (EKP:n rahapolitiikka 2011, 58–59; Mishkin ym. 2013, 537- 539). Kuvio 3 selventää rahapolitiikan välittymismekanismeja.



Kuvio 3 Rahapolitiikan välittymismekanismi (EKP:n rahapolitiikka, 2011)

Kuvio 3 havainnollistaa rahapolitiikan välityskanavia talouteen ja hintatasoon. Aikajänne näille tapahtumille on kuitenkin pitkä ja tarkkoja ennustuksia vaikutuksista on hankalaa tehdä. Koska keskuspankilla on monopoliasema rahapolitiikassa, he pystyvät itsenäisesti määrittämään ohjauskoron tason. Howellsin ja Bainin (2008, 276) mukaan rahapolitiikan välittymismekanismi kestää noin 12 kuukautta, ennen kuin sillä on täysi vaikutus kysyntään ja tuotantoon.

Kuviosta 3 voidaan myös huomata, että keskuspankin rahapolitiikan välittymismekanismilla on myös vaikutus varallisuushintoihin. Tässä tutkielmassa on nimenomaan tarkoituksena tutkia matalaa korkotasoa sijoitusympäristönä, joten keskuspankin ohjauskoron vaikutus varallisuushintoihin on mielenkiinnon kohteena. Rahapolitiikan välittymismekanismi vaikuttaa varallisuushintoihin myös valuuttakurssikanavan kautta, koska sillä on merkitystä kotimaan talouden kannalta, joka taas heijastuu osakekursseihin. Korkotason merkitys valuuttakurssikanavassa on kasvanut talouden globalisoitumisen myötä. Ohjauskoron tason merkitys valuuttakurssien kannalta on näin ollen kasvanut. Kotimaisen reaalisen korkotason tippuessa, kotimaisten arvopapereiden kysyntä laskee verrattuna ulkomaisiin arvopapereihin. Tämän seurauksena kotimaisen arvopapereiden arvo suhteessa toisen valuutan arvopaperiin laskee, jonka seurauksena kotimainen valuutta heikentyy. Kotimaisen valuutan heikentyminen tekee kotimaisista tuotteista halvempia kuin ulkomaisista, jonka seurauksena nettovienti ja kokonaiskysyntä kasvavat. (Mishkin ym. 2013, 542).

Matala korkoympäristö mahdollistaa myös teoriassa mahdollisen osakekuplan syntyisen. Välillä osakkeiden hinnat voivat nousta tuntuvasti verrattuna niiden todelliseen arvoon. Tällöin muodostuu niin sanottu hintakupla, joka tarkoittaa hyvin nopeaa nousua ja mahdollista rajua laskua nousun päätteeksi. Hintakuplan aikana odotukset osakkeiden tuottopotentialista nousevat hyvin optimistisiksi, joten hintakuplan muodostuminen voi olla vaaraksi taloudelle. Hintakuplan puhkeaminen merkitsee, että odotukset osakkeiden hinnoista palautuvat normaalille tasolle. Hintakuplien puhkaisu rahapolitiikan keinoin ei ole varteenotettava vaihtoehto, sillä tällöin rahapolitiikkaa olisi kiristettävä ja korkoja nostettava, joka taas heikentäisi kasvunäkymiä. Euroopan keskuspankki ei ole määritellyt strategiaa varallisuushintojen kehitykselle, mutta se seuraa tarkasti esimerkiksi rahan määrän kasvua ja luotonannon liiallista kasvua, joka yhdessä markkinakehityksen kanssa saattaa aiheuttaa tarpeen puuttua tilanteeseen rahapolitiikan keinoin (EKP:n rahapolitiikka 2011, 82–83).

Borio ja Hofmann (2017, 4–6) kirjoittavat artikkelissaan, että rahapolitiikan välittymismekanismi saattaa olla heikompi, kun yleinen korkotaso on alhainen. Matala korkotaso aiheuttaa yleisen velkaantumistasoon kasvamista, joka on yksi tekijä finanssikriisien synnyssä. Velan määrän kasvu saattaa heikentää kysyntää sekä laskee arvopapereiden suhteellista tuottoa ja näin ollen vähentää markkina-arvoa. Rahapolitiikan välittymisme-



kanismin toimivuus riippuu siis taloudellisesta tilanteesta, jossa sitä käytetään. Mahdollisen taantumän alkuvaiheessa korkotason laskeminen poistaa epävarmuutta sekä finanssi- ja talouskriisin syntymisen todennäköisyyttä.

## 2.4 Epätavanomainen rahapolitiikka

Euroopan keskuspankki ja Yhdysvaltain keskuspankki ovat finanssikriisin jälkeen joutuneet turvautumaan niin sanottuihin epätavanomaisiin rahapolitiikan keinoihin nimellisten korkojen laskettua tekniselle nollarajalle. Finanssikriisi aiheutti uudenlaisia haasteita keskuspankeille. Tavanomaisen rahapolitiikan avulla oli mahdollista saavuttaa vakaa ja matala inflaatio, mutta se ei estänyt varallisuushintakuplan syntymistä. Finanssikriisin jälkeen keskuspankit ovat tavoitelleet enemmän vakautta finanssimarkkinoille kuin inflaatiotavoitteiden saavuttamista. Tavanomainen rahapolitiikka ei myöskään ole ollut tarpeeksi tehokasta finanssikriisin jälkeen, jotta se olisi stimuloinut talouskasvua tarpeeksi tehokkaasti. Koska keskuspankit eivät pysty laskemaan nimellistä korkoa nollarajan alle, täytyy niiden miettiä muita rahapolitiikan keinoja. Epätavanomaisella rahapolitiikalla on monta muotoa ja se voi esimerkiksi tarkoittaa ohjauskoron laskua negatiiviseksi tai keskuspankin inflaatiotavoitteen muuttamista. Yleisin muoto epätavanomaisessa rahapolitiikassa on keskuspankkien taseen kasvattaminen. Esimerkiksi Yhdysvaltain keskuspankki implementoi rahapoliittisen keinon, joka oli nimeltään luottoelvytys. Yhdysvaltain keskuspankki harjoitti luottoelvytystä ostamalla arvopaperistettuja asuntolainoja. Niiden ostamisen avulla Yhdysvaltain keskuspankki omisti enemmän arvopapereita, jolloin sen tase kasvoi. Arvopapereiden osto tarjosi myös likviditeettiä markkinoille, joka oli heikentynyt kriisin seurauksena. Arvopapereiden oston seurauksena asuntolainojen korot saatiin alhaisemmiksi, joka auttoi talouden elpymisessä. Yhdysvaltain keskuspankki pyrki vaikuttamaan myös ei-standardoituihin ohjauskorkoihin myymällä valtion lyhyen ajan joukkovelkakirjalainoja ja ostamalla pitkän maturiteetin joukkovelkakirjalainoja tilalle. Koska ostot ja myynnit olivat yhtä suuria, Yhdysvaltain keskuspankin tase ei muuttunut, mutta ostaessaan pitkän maturiteetin joukkovelkakirjalainoja se nostaa niiden hintaa ja laskee pitkän ajan korkoja. (Joyce, Miles, Scott & Vayanos 2012, 271–272).

Yleisin epätavanomaisen rahapolitiikan keinoista on määrällinen elvytys eli QE (Quantitative Easing). Perinteisellä rahapolitiikalla pyritään vaikuttamaan lyhyen ajan korkoihin avomarkkinaoperaatioiden avulla. Ostamalla tai myymällä arvopapereita pankkijärjestelmältä, keskuspankki pystyy vaikuttamaan pankkien kassareserveihin. Normaaleina aikoina kassareservien volyymi on sivutuote rahapolitiikassa ja niiden merkitys rahapoliittisten tavoitteiden kannalta ei ole suuri. ”Määrällinen elvytys”- termi esiteltiin antaakseen signaalin rahapoliittisten tavoitteiden painopisteen muuttumisesta kohti määrällisiä muuttujia. Määrällinen elvytys keskuspankin rahapolitiikan keinona on alkujaan Japanista, missä sillä pyrittiin puhkaisemaan asuntokuplaa ja lievittämään deflaatiopaineita

1990-luvulla. Keskuspankit ovat Japanin mallin mukaisesti harjoittaneet määrällistä elvytystä, mutta se on erilaista riippuen keskuspankista. Yhdysvaltain keskuspankki on harjoittanut määrällistä elvytystä ostamalla valtion sekä valtion eri virastojen liikkeelle laskemia joukkolainoja. Euroopan keskuspankin taseen laajennus ja määrällinen elvytys on pääasiassa tehty jälleen osto-ohjelmien avulla. Osto-ohjelma tarkoittaa, että Euroopan keskuspankki ostaa julkisen sektorin velkakirjoja, pankkien katettuja joukkolainoja ja yksityisiä omaisuusvakuudellisia arvopapereita. Euroopan keskuspankin toimet poikkeavat aiemmin kirjallisuudessa esiintyvistä määrällisen elvytyksen teoriasta. Tämä johtuu siitä, että ongelmat euroalueella ovat osittain olleet erilaisia kuin Yhdysvalloissa. Ongelmat euroalueella vuosina 2011 ja 2012 aiheuttivat rahan virtaamista pois euroalueen ongelmamaista, joka aiheutti epätasapainotilanteen Euroopan pankkisektorilla. Yhdysvalloissa määrällisen elvytyksen tavoitteena ei ole ollut likviditeettiongelman ratkaiseminen pankkisektorilla. Yhdysvalloissa määrällisen elvytyksen tavoitteena on ollut vaikuttaa laajaan määrään eri arvopapereiden tuottoja, erityisesti joukkolainavelkakirjojen tuottoon. Määrällisen elvytyksen avulla taloutta pyritään siis stimuloimaan nostamalla joukkolainavelkakirjojen hintaa sekä laskemalla niiden tuottoa. Tämä lisää yritysten ja kotitalouksien luotonottoa vähentäen lainanottamisen kustannuksia. Tämän takia yritykset ja kotitaloudet pystyvät investoimaan enemmän. Määrällisen elvytyksen käyttöönotolla keskuspankki pyrkii viestittämään, että korkotasoa pysyy myös jatkossa alhaisella tasolla. Odotukset tulevaisuuden matalasta korkotasosta laskevat nykyhetkellä mitattavia pitkän ajan korkoja, joka stimuloi taloudellista aktiviteettia, nostavat inflaatio-odotuksia ja laskevat reaalikorkotasoa. Odotusten hallinta tulevaisuuden matalasta korkotasosta on myös yksi keskuspankkien epätavanomaisen rahapolitiikan keinosta. Esimerkiksi Yhdysvaltain keskuspankki on rahapoliittisia päätöksiään viestiessään käyttänyt retoriikkaa ja sanavalintoja, joilla on viestitetty tulevaisuuden matalasta korkotasosta (Joyce ym. 2012, 274; Mishkin ym. 2013, 336 & 343).

Euroopan keskuspankki ilmoitti tammikuussa 2015 aloittavansa omaisuuserien osto-ohjelman vastatakseen alentuneisiin inflaatio-odotuksiin. Osto-ohjelman koko oli vuoden 2015 maaliskuusta vuoden 2016 syyskuuhun 60 miljardia euroa kuukaudessa. Osto-ohjelmaa on kuitenkin laajennettu ja jatkettu. Vuoden 2017 maaliskuuhun asti omaisuuserien osto-ohjelmaa kuukausittaisia ostoja nostettiin 80 miljardiin euroon. Vuoden 2017 maaliskuusta vuoden 2017 joulukuuhun omaisuuserien osto-ohjelmaa on tarkoitus jatkaa 60 miljardilla eurolla kuukaudessa. (Koijen, Koulischer, Nguyen & Yogo 2017, 621).

Epätavanomaisen rahapolitiikan tehokkuus on saanut paljon huomiota keskuspankkien keskuudessa. Tämä johtuu siitä, että perinteinen rahapolitiikka on perustunut vakiintuneisiin teorioihin. Epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutuksesta talouteen ei ole olemassa selkeää viitekehystä, koska se on otettu käyttöön käytännön syistä eikä tieteellisen pohdinnan seurauksena. Tavanomainen rahapolitiikka perustui myös tietoon siitä, kuinka lyhyen ajan korot vaikuttivat talouteen. Rahapolitiikan välittymismekanismin avulla oli

tarkka tieto siitä, miten ohjauskorko vaikuttaa talouteen. Koska epätavanomainen rahapolitiikka on uusi tapa harjoittaa, rahapolitiikkaa keskuspankkien toimesta, sen merkityksestä ja vaikutuksesta ei ole olemassa tarkkoja historiaan perustuvia tietoja.

Keskuspankit joutuvat siis tarkastelemaan epätavanomaisen rahapolitiikan vaikutuksia, jotta sen implementoinnista ja optimaalisesta koosta saataisiin lisäinformaatiota. (Joyce ym. 2012, 275).

## **2.5 Finanssikriisin jälkeisen matalan korkotason syntyminen**

Vuoden 2007 elokuussa Yhdysvalloissa alkanut asuntoluottojen Subprime-kriisi levisi nopeasti finanssimarkkinoille. Vuonna 2008 kriisi syveni entisestään ja sen vaikutukset levisivät laajemmalle. Investointipankki Lehman Brothersin konkurssi syyskuussa 2008 sekä luottovakuutusmarkkinoilla suuressa asemassa toimineen American International Groupin vaikeudet laukaisivat paniikin rahoitusmarkkinoilla. Rahoitusmarkkinoiden toimijat eivät enää luottaneet toisiinsa, ja osa rahoitusmarkkinoista lakkasi toimimasta. Rahoitusmarkkinoiden vakavalla häiriötilalla oli vakavia seurauksia reaalitytalouteen, jolloin finanssikriisistä seurasi täysimittainen talouskriisi. Finanssikriisin seurauksena Yhdysvaltain keskuspankki laski joulukuussa 2008 ohjauskorkonsa lähelle nolaa vastatakseen alentuneisiin inflaatio-odotuksiin sekä työllisyyslukujen alenemiseen. Samaan aikaan FED toimeenpani laajoja likviditeettiä lisääviä toimenpiteitä markkinoilla, jotta luotonanto kasvaisi. Euroopan keskuspankki reagoi hiukan myöhemmin, mutta melkein yhtä aggressiivisesti kuin FED. Euroopan keskuspankki pudotti ohjauskorkoaan vuonna 2008 4,25 % -yksiköstä vajaan 1 % -yksikköön. Epävarmuus markkinoilla kasvoi niin suureksi, että pankit eivät lainanneet enää likviditeettiä toisilleen, jonka seurauksena rahamarkkinakorot nousivat merkittävästi ohjauskorkoja korkeammiksi. Tämän seurauksena keskuspankit joutuivat turvautumaan epätavallisiin toimenpiteisiin. (Mishkin ym. 2013, 176, 274; Haavisto ym. 2009, 324; Williams 2013.)

Finanssikriisin seurauksena kansainvälisessä rahapolitiikassa on siis ajaututtu tilanteeseen, missä rahapoliittiset korot saavuttivat nollarajan. Globaalin talouden huonon tilanteen johdosta normaalin rahapolitiikan mitoitusta kuvaavien sääntöjen perusteella korot olisi pitänyt laskea edelleen. Nimelliskoroilla on kuitenkin nollarajoite, jonka vuoksi reaalikorkojen laskeminen keskuspankkien antolainauskorkoa laskemalla ei ollut mahdollista. Keskuspankit eivät käytännössä voi laskea antolainauskorkoaan alle nollan, koska tällöin käteisestä tulisi riskitöntä tuottoa tarjoava sijoituskohde. Nollakorkoympäristössä keskuspankit ovat joutuneet kehittämään uusia välineitä, joilla rahapolitiikkaa voidaan kehittää. Näitä poikkeuksellisia keinoja ovat arvopaperiostot, juoksuajaltaan pitkäkestoiset luotto-operaatiot, pankkien omaisuuserien aiempaa laajempi hyväksyntä keskuspankkirahoituksen vakuudeksi, rahapolitiikan ennakoivampi viestintä sekä sitoutuminen kevyen rahapolitiikan käyttöön. (Kontulainen & Välimäki 2015, 3 - 5).

Euroalueella tämän hetkinen matala korkotaso on osittain seurausta Yhdysvalloista alkaneesta finanssikriisistä, mutta myös euroalueen omasta talouskriisistä. Euroalueen talouskriisi alkoi rahoitusmarkkinoiden oireilulla vuonna 2007. Lehman Brothersin konkurssista alkanut rahoituskriisi alkoi vuoden 2008 syyskuussa jatkuen toukokuuhun 2010. Vaiheelle tyypillisiä piirteitä olivat tuotannon raju lasku sekä rahoitusmarkkinoiden vakavat ongelmat. Euroalueen talouskriisin kolmas vaihe oli velkakriisi, joka alkoi 2010, kun julkisen talouden alijäämät nousivat huomion kohteeksi. Euroalueen talous- ja velkakriisin seurauksena osakemarkkinat menettivät miljardeja euroja markkina-arvoistaan finanssisektorin osakkeiden kärsiessä eniten. Talousongelmat euroalueella johtuvat pitkälti 2000 -luvun luottoekspansioista sekä suurista eroista euromaiden talouksien välillä. Euroalueen olemassaolon ensimmäisen vuosikymmenen aikana finanssimarkkinat hinnoittelivat eri euromaiden valtionlainat liki yhdenmukaisesti. Velkakriisin aikana maiden väliset erot talouskehityksessä, julkisen talouden kestävyys- ja velkaantuneisuusnäkymissä alkoivat korostua. Tämän seurauksena valtioiden väliset riskipreemiot nousivat, jonka johdosta euroalueen rahoitusolosuhteet kiristyivät tilanteessa, jossa talous ei ollut valmis kiristymään. EKP:n rahapoliittisten suorien kauppajen ohjelma, kriisimaiden toiminta sekä euromaiden myöntämä rahoitustuki onnistuivat pienentämään euroalueen maiden rahoitusolojen eroja. Edellä mainittujen toimien seurauksena rahoitusolot euroalueen pankkijärjestelmässä vakiintuivat ja euroalueen pitkät korot laskivat erittäin mataliksi. (Tervala 2012, 459; Mishkin ym. 176, 196; Kontulainen & Välimäki 2015, 5.)

Sekä Euroopan keskuspankki sekä Yhdysvaltain keskuspankki ovat puuttuneet rahoitusmarkkinoiden toimintaan finanssikriisin ja euroalueen velka- ja talouskriisin seurauksena. Turvatakseen finanssimarkkinoiden toiminnan, keskuspankit ovat lisänneet voimakkaasti halpakorkoista luotonantoon pankeille. Tällöin pankkien ei tarvitse lainata rahaa toisiltaan, jos ne voivat lainata sitä keskuspankilta. Tällä tavalla keskuspankit ottavat pankkitoiminnan riskejä kantaakseen. (Pohjola 2012,105).

### 3 OSAKESIJOITTAMINEN MATALASSA KORKOYMPÄRISTÖSSÄ

Tämän luvun tarkoituksena on kertoa osakesijoittamista matalan korkotason vallitessa. Osake- ja korkomarkkinat ovat jatkuvasti suuren huomion keskipisteenä taloudessa. Koska yksityiset ja institutionaaliset sijoittajat toimivat osake- ja korkomarkkinoilla, on niillä suuri merkitys yleisen taloudellisen kehityksen kannalta.

Yleisellä korkotasolla on merkitystä sijoittajien tuotto-odotuksille, joten tässä luvussa tullaan osakesijoittamista koskevissa kappaleissa ja alaluvuissa pääsääntöisesti keskittymään tuotto-odotuksien teoreettiseen viitekehukseen. Luvussa tullaan myös käsittelemään osakkeen arvonmäärityksen perusteet, koska korkotasolla on siihen merkitystä. Luvussa tullaan myös tarkastelemaan tutkimustuloksia keskuspankkien ohjauskorkopäätösten vaikutuksista osakekursseihin. Tutkimustuloksia tullaan vertailemaan kirjallisuudessa esiintyviin teorioihin, joiden mukaan korkotason nousu laskee osakkeiden arvoa ja korkotason lasku taas vastaavasti nostaa osakkeiden arvoa. Yleisen korkotason nousu tekee korkosijoituksista houkuttelevampia, jolloin sijoittajien varallisuus saattaa hakeutua osakkeista korkosijoituksiin. Luvussa tarkastellaan myös sijoittajapsykologista näkökulmaa, sillä sijoittajapsykologialla on merkitystä osakesijoittamisessa.

#### 3.1 Osakkeen arvonmääritys

Jotta ymmärrettäisiin, mikä merkitys korkotasolla on osakkeiden arvon kannalta, täytyy ensiksi esitellä keinot, joilla osakkeiden arvot määritellään. Osakkeiden arvonmääritysmenetelmät ovat matemaattisia kaavoja, joissa sijoittajan tuotto-odotuksella on merkitystä.

Osakkeiden liikkeellelasku on yritysten pääasiallinen keino kerätä pääomaa ja yhtiön osakkeenomistaja omistaa osuuden yhtiöstä. Osakkeenomistajalla on oikeuksia, joista tärkeimmät ovat äänioikeus ja oikeus kaikkeen jäljelle jäävään rahavirtaan velkojen maksun jälkeen. Osakkeenomistajat saavat myös osinkoa, jota yritys jakaa nettotuloksestaan. Osingon maksu tapahtuu yleensä säännöllisesti riippuen yhtiöstä. On kuitenkin yhtiökohtaista, kuinka monta kertaa vuodessa se jakaa osinkoa. Yrityksen hallitus päättää jaettavan osingon määrän, joka perustuu yrityksen johtoryhmän tekemään ehdotukseen. Osakkeen arvonmääritys perustuu rahoituksen perusteeseen, jonka mukaan investoinnin arvo on tulevaisuuden rahavirran nykyarvo. Osakkeiden arvot eivät kuitenkaan nouse sattumanvaraisesti, vaan osakkeen arvonnousulle löytyy aina peruste. Yhtiön kassaan tulee tai odotetaan tulevan rahavirtaa niin, että sen määrä ylittää yhtiön kasvun edellyttämän rahoitustarpeen sekä oman pääoman tuottovaatimuksen. Sijoitusmarkkinat määrittelevät, että yhtiön arvo on sen oman pääoman tasearvo lisättynä tulevien vuosien lisäarvojen perusteella lasketusta nykyarvosta. Mitä kauemmaksi tulevaisuuteen yhtiön tulevia rahavirtoja enustetaan, sitä pienempi on korkotekijän vuoksi niiden nykyarvo. Kun korkotasoa kohoa,

matemaattisesti tulevaisuuden tuottojen nykyarvo putoaa. (Mishkin ym. 2013, 130–131; Saario 1999,96–97).

Sama määritelmä pätee osakkeisiin, jolloin osakkeen tulevaisuuden rahavirta diskontataan nykyhetkeen. Osakkeen tuottamia rahavirtoja voivat olla osinko tai osakkeen myynnistä syntynyt tulo. Yleisimmät tavat määrittää osakkeen arvo ovat yhden periodin arvonmääritys malli, osinkoperusteinen arvonmääritysmalli tai Gordonin kasvumalli. (Mishkin ym. 2013, 130–131).

Yhden-periodin arvonmääritysmallissa osakkeen arvo määritetään yhden osingon maksun ja osakkeen myynnistä syntyvän rahavirran avulla. Niiden summa diskontataan nykyhetkeen, jolloin diskonttotekijänä on osakkeen tuottovaatimus. Kun rahavirta diskontataan takaisin nykyhetkeen, saadaan vastaukseksi osakkeen arvo. Osakkeen arvo voi siis vaihdella sijoittajan tuottovaatimuksesta riippuen, jolloin osakkeen arvo on subjektiivinen. Osinkoperusteisessa mallissa arvonmäärityksen periaate on sama kuin yhden periodin mallissa, mutta siinä rahavirtaa voi tulla sijoittajalle ennalta määräämättömän aikajakson ajan. Rahavirtaa, jonka sijoittaja saa, koostuvat osingoista ja osakkeen myyntihinnasta tiettyinä ajankohtana. Myös osinkoperusteisessa arvonmääritysmallissa tulevat rahavirrat diskontataan nykyhetkeen sijoittajan tuottovaatimuksella. Kolmas arvonmääritysmalli on Gordonin kasvumalli. Gordonin kasvumalli on logiikaltaan samankaltainen kuin kaksi edellistä mallia, mutta siinä osinkovirran odotetaan kasvavan eikä pysyvän samana. Myös Gordonin kasvumallissa tulevaisuuden rahavirrat diskontataan nykyhetkeen sijoittajan tuottovaatimuksella. Gordonin kasvumallin käyttö osakkeen arvonmäärityksessä perustuu kolmeen olettamukseen. Ensimmäinen oletamus on, että yritys maksaa osinkoa. Varsinkin kasvuvaiheessa olevat yritykset pyrkivät käyttämään kaiken ylimääräisen rahavirran kasvuun eivätkä näin ollen jaa sitä osinkona yrityksen osakkeenomistajille. Mikäli yritys ei maksa osinkoa, tulee osakkeen arvoksi mallin mukaan nolla. Toinen oletamus on, että osingot kasvavat tasaisella vauhdilla ikuisesti. Kun osinkojen oletetaan kasvavan tasaisella vauhdilla, mallin pitäisi antaa melko luotettava tulos osakkeen arvosta. Tämän oletuksen ongelma kuitenkin liittyy siihen, että osingot eivät todennäköisesti kasva tasaisella vauhdilla. Kolmas oletamus on, että osingon kasvuvauhdin oletetaan olevan pienempi kuin tuottovaatimus. Mikäli osingon kasvuvauhti on suurempi kuin sijoittajien tuottovaatimus, pitkällä aikavälillä yritys kasvaisi liian suureksi. Riippumatta mallista on sijoittajan tuottovaatimus aina sijoittajasta riippuvaista. Sijoittajilla on erilaiset riskinsietokyvyt, jonka vuoksi osakkeen arvoa on vaikea määrittää täsmällisesti. Tämän vuoksi osakkeilla on markkinahinta, jolloin osakkeen hinta määräytyy kysynnän ja tarjonnan mukaan. Markkinahintaan vaikuttavat yrityksestä tarjolla oleva informaatio ja odotukset. Koska markkinoilla on jatkuvasti tarjolla uutta tietoa yrityksestä, myös osakkeiden hinnat muuttuvat jatkuvasti. (Mishkin ym. 2013, 131–134).

### 3.2 Tuotto-odotus osakesijoittamisessa

Sijoittajan tuotto-odotus on yksi keskeisimmistä tekijöistä, kun osakkeelle määritetään arvoa. Koska yleisellä korkotasolla on vaikutus tuotto-odotuksen muodostumiseen, on tärkeä selittää, miten tuotto-odotusta lasketaan. Jokaisen sijoituksen odotettu tuotto voidaan kirjoittaa muotoon: *Tuotto-odotus = riskitön korko + riskipremio*. Modernin rahoituksen tutkimuksen viitekehyksessä sijoituksen riskillä on merkitystä, koska korkeamman riskin sijoituksen pitäisi tuottaa paremmin kuin turvallisen sijoituksen. Teoriassa ja käytännössä on kuitenkin eroja siinä, miten riskiä mitataan ja miten riski muunnetaan odotettuun tuottoon, joka kompensoi riskiä. Osakeriskipremion avulla pystytään siis määrittelemään, kuinka paljon riskiä sijoittaja näkee taloudessa ja markkinoilla. Lisäksi osakeriskipremion avulla nähdään, kuinka suureksi sijoittaja hinnoittelee edellä mainitut riskitekijät. Osakeriskipremiolla on siis vaikutus siihen, miten sijoittajat allokoivat varallisuuttaan eri omaisuusluokkien välillä. Akateemisessa rahoituksen kirjallisuudessa on kirjoitettu paljon omaisuuslajiallokoinnista ja CAP-mallista, mutta osakeriskipremioon on kiinnitetty suhteellisen vähän huomiota, vaikka se on keskeinen tekijä edellä mainituissa malleissa. (Damodaran 2008a, 1–2; Welch 2000, 501).

Osakeriskipremio on yksi keskeisimmistä komponenteista jokaisessa tuotto- ja riskimallissa rahoituksen tutkimuskentässä. Vaikka tuotto- ja riskimalleja on useita erilaisia, kaikissa niissä on sama näkökulma riskin määrittelyyn. Kaikki mallit määrittelevät riskin varsinaisen tuoton varianssina verrattuna odotettuun tuottoon. Näin ollen sijoitus on riskitön, mikäli todellinen tuotto on aina yhtä suuri kuin odotettu tuotto. Toinen yhtäläinen tekijä malleissa on, että riskiä pitää mitata marginaalisijoittajan perspektiivistä, joka on hajauttanut sijoituksiaan. Näin ollen ainoa riski on se, jota sijoitus lisää sijoitusportfolioon, jota pitää mitata ja kompensoida. Tämän näkökulman avulla riskin pystyy jakamaan kahteen osatekijään eli yrityskohtaiseen riskiin ja markkinakohtaiseen riskiin. Markkinariski ei ole hajauttavissa olevaa riskiä ja näin ollen sen tuoton pitäisi olla korkeampi. Kaikissa tuotto- ja riskimalleissa on siis sama periaate tuoton ja riskin väliseen suhteeseen, mutta mallien välillä on eroavaisuuksia siinä, miten markkinariskiä mitataan. CAP-mallissa (Capital Asset Pricing Model) markkinariskiä mitataan betalla. Beta kerrotaan osakeriskipremiolla, joka antaa arvoksi kokonaisriskipremion osakkeelle. Arbitraasi- ja multifactor-mallissa, beta-kerrointa arvioidaan yksittäisiä markkinariskitekijöitä vastaan ja jokaisella tekijällä on oma riskipremionsa. Kaikilla kolmella mallilla on näin ollen kolme yhteistä tekijää. Ensimmäinen tekijä on riskitön korko, toinen on hajauttavissa oleva riski ja kolmas tekijä on riskipremio. Kaikissa kolmessa mallissa on kuitenkin myös syytä ottaa huomioon, että osakeriskipremio on markkinakohtainen eikä yritys- tai osakekohtainen, jolloin sillä on vaikutus odotettuun tuottoon. Käyttämällä suurempaa osakeriskipremiota, nostaa se tuotto-odotusta, mutta samalla vähentää sijoituksen arvoa. (Damodaran 2008a, 2–3).

Osakeriskipreemiota voidaan käyttää sekä yritysrahoituksessa että arvonmäärityksessä. Kun osakeriskipreemiota arvioidaan, käytetään yleensä historiallisia arvoja hyväksi. Historiallinen osakeriskipremio lasketaan vuosittaisen osaketuottojen ja pitkän maturiteetin (yleensä valtion liikkeelle laskeman) joukkovelkakirjalainan tuoton erotuksena. Historiallisessa lähestymistavassa on kuitenkin rajoituksia, vaikka esimerkiksi Yhdysvaltain osakemarkkinoilta on saatavissa markkinadataa pitkältä ajalta. Osakeriskipreemion laskennassa voidaan käyttää myös kahta muuta vaihtoehtoista mallia. Toinen malli perustuu kyselytutkimukseen, jossa sijoittajilta ja yritysjohtajilta kysytään, millaista riskipreemiota he vaativat oman pääoman sijoituksilleen verrattuna riskittömään korkoon. Kolmannessa osakeriskipremio saadaan laskettua markkinoiden tämän hetkisistä hinnoista, jolloin puhutaan epäsuorasta riskipreemiosta. (Damodaran 2008, 2–3a).

Vaikka sijoittaminen on tulevaisuuteen suuntautuvaa, käytetään siinä hyväksi usein historiallisia tietoja. Yleisin osakeriskipreemion arviointimalli on historiaan perustuva malli ja rahoituksen tutkimuskentässä vallitsee konsensus, että historiaan perustuva malli antaa tarkimman ennusteen tulevaisuuden osakeriskipreemiosta. Historiallisen osakeriskipreemion määrittämisessä on kuitenkin suuria eroja, vaikka preemio määritetään samasta aiheistosta. Syitä eroille osakeriskipreemion koossa ovat aikaperiodi, jolloin tarkastelua tehdään, riskittömän koron eroavaisuudet, markkinaindeksin valinta sekä tapa, jolla vuosittaiset tuotot keskiarvotetaan. Historiallisen osakeriskipreemion määrittelyssä rajoittavana tekijänä on, että viimeaikaiset tavallista korkeammat tuotot osakemarkkinoilta yleensä indikoivat alhaisempia tuottoja tulevaisuudessa. (Damodaran 2008a, 18–20; Welch 2000, 504–505).

Damodaranin (2008a, 15) mukaan määriteltäessä osakeriskipreemiota kyselytutkimuksen avulla, kysely teetetään yksityisille sijoittajille ja instituutionaalisille sijoittajille. Kyselytutkimuksen heikkous tutkimusten mukaan on, että osakeriskipremio on liian herkkä markkinoiden tämän hetkisille hintojen muutoksille. Tutkimusten mukaan myös se keneitä kysytään ja miten kysymys asetallaan vaikuttaa lopputulokseen. Yksityisillä sijoittajilla on korkeammat tuotto-odotukset kuin instituutionaalisilla sijoittajilla, mikä heijastuu osakeriskipreemion suuruuteen. Kyselytutkimuksen avulla saatua osakeriskipreemiota pidetään yleisesti ennustavuudeltaan heikkona, koska sijoittajien liian optimistinen ajattelu kasvattaa osakeriskipreemiota. Sijoittajien liika optimismi on yleensä ennusmerkki markkinoiden huonommasta tuotosta tulevaisuudessa. Welchin (2000, 509) mukaan kyselytutkimuksen ongelma on se, että kyselyyn osallistuvilla sijoittajilla ei aina ole tarpeeksi suurta kannustinta yrittää ennustaa parasta mahdollista lopputulosta. Lisäksi kyselytutkimuksessa annetaan yleensä historialliset osakeriskipreemiot, jotka saattavat vaikuttaa siihen, että kyselyyn osallistuvat henkilöt antavat arvioikseen samoja osakeriskipreemioita, mitä historiassa on esiintynyt.



Historiallisen osakeriskipreemion heikkous on, että sen antama arvo perustuu menneisyyteen. Koska osakeriskipreemion avulla pyritään arvioimaan tulevaisuuden riskipreemiota, on ongelmallista asettaa liiallista painoarvoa historiaan perustuville arvoille. Epäsuoran osakeriskipreemion avulla osakeriskipreemiota pyritään arvioimaan tulevaisuuden perusteella. Epäsuora osakeriskipreemio pystytään laskemaan kolmella tavalla; diskontatun kassavirran menetelmällä, luottoriskipreemion tai option hinnoitteluun perustuvan mallin avulla. (Damodaran 2008a, 49).

Epäsuoran osakeriskipreemion yksinkertaisin malli on osinkoon perustuva diskonttomalli. Osakkeen arvo määritetään samalla tavalla kuin Gordonin kasvumallissa. Mallissa kolme tekijää neljästä pystytään arvioimaan tai ennustamaan eli osingon määrä, odotettu kasvu ja nykyinen markkina-arvo. Tällä tavalla mallin neljäs tekijä eli osakkeen tuotto-odotus pysytään määrittämään yhtälöstä, jolloin se kuvaa epäsuoraa osakeriskipreemiota. Mikäli tasaisen osingonkasvun malli hyväksytään perusmalliksi osakkeiden arvonmäärittäykseen ja tehdään oletus, että osinkojen oletettu kasvuvauhti on sama kuin riskitön korko pitkällä aikavälillä, osinkoprosentista tulee osakeriskipreemion mittari. Vaikka edellä mainittu kaava on yksinkertainen, se ei päde, mikäli yhtiöt eivät maksa osinkoa tai odotettu osingonkasvuprosentti vaihtelee jatkuvasti lyhyellä aikavälillä. Luottoriskipreemion avulla pyritään määrittämään yrityslainojen ja valtion joukkovelkakirjalainojen välistä erotusta. Luottoriskipreemio on kaikista yksinkertaisin tapa määrittää epäsuoraa osakeriskipreemiota ja siitä on eniten dataa saatavissa. Viimeinen epäsuoran osakeriskipreemion malli perustuu optioiden hinnoitteluun. Osakkeiden optiohintoja hyväksikäyttäen voidaan osakkeiden volatilitteetti-indeksistä laskea epäsuorasti riskipreemiota. Koska osakeriskipreemio on tulevaisuuden riskin hinnoittelukeino, on volatilitteetin ja osakeriskipreemion välillä yhteys. Eri mallit tuottavat eri lopputuloksia osakeriskipreemion arvoksi ja näin ”oikean” osakeriskipreemion valintaan on syytä kiinnittää huomiota. Mallien välisissä ennustearvojen paikkaansa pitävyydessä on eroja sekä siinä, uskooko markkinoiden olevan tehokkaita vai ei. Mikäli markkinoiden uskoo olevan tehokkaita, on tämän hetkinen epäsuora osakeriskipreemio loogisin valinta, koska se määrittää preemion markkinoiden tämän hetkisistä hinnoista. Myös osakeriskipreemion käyttötarkoituksella on merkitystä riippuen siitä, käytetäänkö riskipreemiota yksittäisen sijoittajan tuotto-odotuksen määrittämiseen vai esimerkiksi yrityksen arvonmäärittäykseen yritysoston yhteydessä. (Damodaran 2008a, 60–70)

Seuraavassa alaluvussa tullaan tarkastelemaan tutkimustuloksia osakeriskipreemioista Euroopassa ja Yhdysvalloissa. Tutkimustulosten avulla pyritään selvittämään, onko osakeriskipreemioissa tapahtunut muutoksia, kun riskitön korko on laskenut nykyiselle tasolle ja millaisia arvoja eri mallit antavat.

### 3.2.1 Tutkimustuloksia osakeriskipreemioista

Historiallisen osakeriskipreemion aineistoa on helppo tulkita ja siitä pystytään havaitsemaan markkinakehitystä. Historiallisen osakeriskipreemion aineisto on paremmin saatavissa Yhdysvalloista kuin Euroopasta. Euroopan kohdalla voidaan tulkita maakohtaisia lukuja, kuten Saksan ja Ranskan, mutta historiallisen osakeriskipreemion tasosta ei voi tehdä samanlaista yleistystä kuin Yhdysvaltain historiallisista osakeriskipreemioista euroalueen erilaisten osake- ja joukkovelkakirjalainamarkkinoiden johdosta. Yhdysvalloista osakeriskipreemiota koskevaa aineistoa on saatavilla lähes 100 vuoden ajalta, mutta tutkielman rajauksen johdosta historiallisen riskipreemion tarkasteluajaväli on noin viimeiset 10 vuotta.

Vuonna 2017 Yhdysvaltain S&P 500-indeksi tuotti osingot mukaan lukien 21,64 % ja Yhdysvaltain 10-vuoden valtionlaina tarjosi 2,80 % vuosittaisen tuoton. Historiallinen osakeriskipreemio vuonna 2017 oli siten 18,84 %. Vuonna 2016 historiallinen osakeriskipreemio oli 11,08 %, joten tarkastelemalla vain ja ainoastaan historiallista osakeriskipreemiota voidaan todeta osakemarkkinoiden riskisyyden kasvaneen. Ennen finanssi-kriisiä vuonna 2007 S&P-indeksi tuotti 5,48 % ja 10-vuoden valtionlaina 10,21 %. Tällöin historialliseksi osakeriskipreemioksi muodostui -4,73 %. Vuonna 2008 osakemarkkinat romahtivat ja S&P-500 tuotto oli -36,55 %. Samaan aikaan 10-vuoden valtionlainan tuotto kohosi markkinahäiriöiden seurauksena 20,10 %, jolloin osakeriskipreemio oli -56,65 %. Keskiarvoinen historiallinen osakeriskipreemio on vuosina 2008–2017 Yhdysvalloissa ollut 5,98 %. Historiallista osakeriskipreemiota tarkasteltaessa voidaan havaita, että yksittäisenä vuotena riskipreemio voi olla huomattavan negatiivinen osakemarkkinoiden negatiivisen kehityksen ja korkotason vaihtelun johdosta. Nykyisessä matalan koron ympäristössä on kuitenkin havaittavissa, että osakeriskipreemiot ovat nousussa, sillä sijoittajien varallisuus on hakeutunut osakkeisiin korkosijoitusten sijaan. Jotta laajempaa yleistystä historiallisen riskipreemion tasosta voitaisiin tehdä, tulisi aineistoa tulkita pidemmällä aikavälillä. Aineistosta voidaan kuitenkin huomata, että Yhdysvalloissa historiallisen osakeriskipreemion noustessa riskitön korko on puolestaan laskenut. Näin ollen osakesijoittaminen on matalan koron ympäristössä vain riskipreemiota tarkastelemalla teoreettisesti riskisempää kuin korkeammassa korkoympäristössä. Muita osakemarkkinoiden riskisyyttä kuvaavia mittareita on myös käytössä, mutta tässä tutkielmassa ei niihin perehdytä aiheen rajauksen johdosta. Sijoittajien tuottovaatimusta tarkastelemalla voitaisiin havaita, miten tuottovaatimus on muuttunut. Tässä tutkielmassa sijoittajien tuottovaatimusta tullaan tarkastelemaan jäljempänä salkunhoitajien haastatte- luista kerätyllä empiirisellä aineistolla. (Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current, 2018).

Euroopan maiden kohdalla ei ole saatavilla samanlaista aineistoa historiallisesta osakeriskipreemiosta kuin Yhdysvalloissa. Euroopan maiden kohdalla historiallista osakeriskipreemiota on laskettu kunkin maan luottoluokituksen ja luottoriskin perusteella. Saksassa historiallinen osakeriskipremio edellä mainittujen komponenttien perustella oli vuonna 2017 5,08 %. Italiassa vastaava luku vuonna 2017 oli 7,27 %, joka kertoo selkeästi Italian heikommasta taloudesta ja ongelmista euroalueen velkakriisin yhteydessä. (Country Default Spreads and Risk Premiums, 2018).

Epäsuoran osakeriskipreemion aineistoa Yhdysvalloista oli ainoastaan saatavilla vuodelta 2016 ja sitä edeltäviltä vuosilta. Vuonna 2016 epäsuora osakeriskipremio Yhdysvalloissa oli 5,69 % ja finanssikriisin aikana vuonna 2008 6,43 %. Saksassa vuoden 2017 luvut vaihtelivat aineistosta riippuen 5,69 % - 8,72 % välillä (Historical Implied Equity Risk Premiums, 2018; Implied Equity Risk Premium for Germany in January 2017)

Fernandezin, Pershinin ja Acinin (2017) joka toinen vuosi teettämässä osakeriskipreemion kyselytutkimuksessa on kerätty aineistoa 41 maasta. Tutkimus toteutettiin siten, että tutkimuksen tekijät lähettivät 20.000 sähköpostiosoitteeseen kyselyn, jossa pyydettiin arvioimaan osakeriskipreemiota ja riskittömän koron tasoa. Riskittömänä korkona tutkimuksessa pidettiin valtioiden liikkeelle laskemaa 10-vuoden joukkovelkakirjalainaa. Kysely suunnattiin rahoituksen ja kansantaloustieteen professoreille, analyytikoille sekä yritysjohtajille. Tutkimuksen tekijöiden mukaan riskittömän koron keskiarvotaso oli laskenut vuoden 2015 tutkimukseen verrattuna 12 maassa. Kymmenessä maassa riskittömän koron keskiarvotaso oli puolestaan noussut kahdessa vuodessa. Keskimääräinen osakeriskipremio oli puolestaan noussut vuoteen 2015 verrattuna 11 maassa. Tutkimuksessa havaittiin myös, että määrällisen elvytyksen johdosta euroalueella riskittömän koron ja osakeriskipreemion välillä on negatiivinen korrelaatio. Tutkimuksessa Yhdysvaltojen keskiarvoiseksi osakeriskipreemioksi vuonna 2017 saatiin 5,7 %. Euroalueelle ei ole määritetty omaa erillistä riskipreemiota, vaan riskipremio on määritelty maakohtaisesti. Saksan keskiarvoiseksi osakeriskipreemioksi arvioitiin 5,7 % eli sama kuin Yhdysvalloissa. Euroalueen velkakriisimaissa, kuten Portugalissa ja Italiassa arvioitiin keskiarvoinen osakeriskipremio kyselyssä 7,6 % ja 6,4 % eli selkeästi korkeammiksi kuin Saksan riskipremio.

Jotta ymmärrettäisiin, miten finanssikriisi on muuttanut osakeriskipreemiota, on syytä tarkastella samojen henkilöiden teettämää tutkimusta vuodelta 2008. Vuoden 2008 tutkimuksessa osakeriskipreemiota oli kysytty vain rahoituksen ja kansantaloustieteen professoreilta. Yhdysvalloissa keskimääräiseksi riskipreemioksi saatiin 6,3 % ja Euroopassa vastaava luku 5,3%. Vuoden 2008 tutkimuksessa oli myös havaittavissa, että kyselyyn osallistuneet suhtautuivat melko epäilevästi osakeriskipreemioon pörssin rajun laskun vuoksi. (Fernández, 2008).

Kyselytutkimuksen haittapuolet näkyvät melko selkeästi, jos tutkimus teetetään vuonna, jolloin pörssillä on mennyt huonosti. Kyselyyn osallistuvat suhtautuvat liian optimistisesti tulevaisuuteen, joka vääristää monissa tapauksissa riskipreemiota. Lisäksi vuoden 2008 kysely oli suunnattu vain akateemisessa maailmassa työskenteleville, jolla saattaa olla vaikutusta verrattuna siihen, jos kysely suunnattaisiin myös yritysjohdossa työskenteleville henkilöille ja markkinoita aktiivisesti seuraaville analyytikoille. Paremman käsityksen osakeriskipreemiosta saa siis tarkastelemalla historiallista tai epäsuoraa riskipreemiota.

Osakeriskipreemioiden tutkimustuloksia on mielenkiintoista analysoida. Sijoittajalle ei ole olemassa vain yhtä lukua, jolla osakkeen arvon määrittystä voitaisiin tehdä. Osakeriskipreemioiden teoriassa läpikäytyt hyvät ja huonot puolet pitävät hyvin paikkaansa. Historiallista aineistoa on helppo tulkita jälkikäteen, kun taas kyselytutkimuksella ja epäsuoralla osakeriskipreemiolla tulokset saattavat olla liian optimistisia. Matala korkotasoa vaikuttaa tietenkin osakeriskipreemioon nostavasti, mutta kuten tutkimustuloksista nähdään, osakeriskipreemiot eivät ole merkittävästi muuttuneet lukuun ottamatta vuosia, jolloin on ollut voimakkaita markkinahäiriöitä. Osakeriskipreemioon ja sen suuruuteen vaikuttavat monet ajurit, jotka myös vaikuttavat yleiseen korkotasoon. Matemaattisesti osakeriskipreemio on nykyisessä matalan koron ympäristössä melko suuri, jolloin sen perusteella osakesijoittaminen olisi riskialttiimpaa kuin korkeamman koron ympäristössä. Rationaalinen sijoittaja pyrkii kuitenkin maksimoimaan hyötyään ja näin ollen pyrkii sijoittamaan parhaiten tuottavaan kohteeseen. Seuraavassa alaluvussa tullaan lyhyesti käsittelemään tutkimustuloksia siitä, miten keskuspankkien ohjauskoron nosto tai lasku vaikuttaa osakemarkkinoihin.

### 3.3 Ohjauskorko ja osakemarkkinat

Teoreettisten mallien mukaan osakkeiden hinnat heijastelevat saatavilla olevaa informaatiota. Epävarmuus taloudellisesta tilasta aiheuttaa osakesijoittajien ylireagointia huonoihin uutisiin, kun taloudessa menee hyvin ja huonoina taloudellisina aikoina alireagointia. Osakkeiden hintojen kannalta tärkeimpiä makrotaloudellisia uutisia ovat yleiset korkomuutokset, osakeriskipreemio ja yritysten tulevaisuuden tuloksiin sekä osinkoihin liittyvät uutiset. Hyvät taloudelliset uutiset antavat signaalin hyvästä taloudesta, jotka heijastuvat suoraan yritysten tuloksiin ja tätä kautta yksittäisiin osakkeisiin ja osakemarkkinoihin. Tällä on myös epäsuora vaikutus yleiseen ohjauskoron tasoon, jonka pitäisi nousta hyvän taloudellisen kehityksen aikana ja osakeriskipreemion kaventumiseen kiristyneen rahapolitiikan seurauksena. Korkean rahapoliittisen epävarmuuden aikana, taloudellisilla uutisilla on suurempi vaikutus tulevaisuuden rahapolitiikan odotuksiin. Koska nykyistä korkoympäristöä voidaan pitää korkean rahapoliittisen epävarmuuden tilana, ohjausko-

ron taso ja osakeriskipreemiot ovat herkkiä huonoille talousuutisille. Nykyisessä tilanteessa voidaan siis olettaa, että osakkeet ovat myös siten herkkiä huonoille talousuutisille. Osakemarkkinoilla yksi huolenaihe on myös ohjauskoron nosto nykyisestä nollakorkotasosta ja tutkimustulosten mukaan rahapoliittinen epävarmuus heikentää osakkeiden reaktiota makrotaloudellisille uutisille. Rahapolitiikan ja ohjauskoron tason ymmärtäminen on tärkeää sijoittajalle, koska se auttaa ennakoimaan markkinareaktioita seurauksena esimerkiksi uutisointiin ohjauskoron tasosta. (Kurov & Stan 2018, 127–142).

Jotta ohjauskoron muutoksen vaikutusta osakkeisiin ymmärrettäisiin paremmin, on syytä tehdä katsaus tutkimustuloksiin kyseisestä aihepiiristä. Varsinkin Yhdysvalloissa ohjauskoron muutoksen vaikutusta pörssiin on tutkittu laajalti. Tutkimusten avulla pyritään ymmärtämään, miten osakkeet reagoivat ohjauskoron nostoihin ja laskuihin sekä pystyykö pörssin suuntaa ennustamaan perustuen aikaisempiin ohjauskoron muutoksiin. Nykyisessä matalan koron ympäristössä huomio on syytä kiinnittää tulevaisuudessa tapahtuvaan koron nostoon.

Flanneryn ja Jamesin (1984, 1142) tutkimuksessa tutkittiin ohjauskoron muutoksen vaikutusta rahoitusalan osakkeisiin. Tutkimuksen mukaan yleisen korkotason nosto johtaa indeksituottojen laskuun. Kontonikas, Macdonald ja Saggun (2013, 4025–4026) tutkimuksessa tutkittiin Yhdysvaltalaisen osakkeiden reaktioita Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskoron muutoksiin vuosien 1989–2012 välillä. Tutkimuksen mukaan osakkeiden hinnat nousivat, kun Yhdysvaltain keskuspankki laski ohjauskorkoaan eli toisin sanoen ekspanstiivisella rahapolitiikalla on ollut positiivinen vaikutus osakemarkkinoihin. Finanssikriisin aikana osakkeet eivät kuitenkaan reagoineet positiivisesti koronlaskuun, koska sitä pidettiin signaalina huonosta taloudellisesta tilanteesta. Tutkijoiden mukaan finanssikriisin kaltaisessa tilanteessa vallitsevat eri lainalaisuudet kuin normaaleissa talousolosuhteissa. Finanssikriisin aikana ei ollut tiedossa, kuinka sijoittajat osakemarkkinoilla reagoivat ohjauskoron leikkaukseen makrotaloudellisen tilanteen ylikuumentuessa ja nollakorkotason lähestyessä. Vuonna 2009 Yhdysvaltain osakemarkkinat laskivat voimakkaasti samaan aikaan, kun Yhdysvaltain keskuspankki laski ohjauskorkoaan, joka ei vastannut aikaisempaa teoriaa korkotason laskun vaikutuksesta osakemarkkinoihin. Tutkimuksessa havaittiin, että finanssikriisin ulkopuolisella ajalla Yhdysvaltain keskuspankin ohjauskoron lasku yhdellä prosenttiyksiköllä nosti S&P 500-indeksiä lähes 4 %. Tämä tulos on samassa linjassa aiempien tutkimusten kanssa. Ennen finanssikriisiä osakemarkkinat ovat nousseet ohjauskoron laskun seurauksena, vaikka yleinen taloudellinen tilanne on edellyttänyt Yhdysvaltain keskuspankilta ohjauskoron laskua. Finanssikriisin aikana 2007–2009 aiempi oletettu negatiivinen korrelaatio koron laskun ja osakemarkkinoiden positiivisen kehityksen välillä ei siis pätenyt, johtuen osaksi nollakorkorajan lähestymisestä, sillä nollakorkotaso viestitti markkinoille erittäin heikosta taloudellisesta tilanteesta.

Bernanke & Kuttnerin (2005, 1221–1222) tutkimuksessa tutkittiin osakemarkkinoiden reaktiota Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikkaan. Tutkimuksessa huomattiin, että 0,25 % - yksikön lasku ohjauskorossa merkitsi 1 % nousua osakeindekseissä. Tutkijat kuitenkin muistuttavat, että muutokset ohjauskoroissa selittävät vain murto-osan osakkeiden hintojen vaihteluista. Osakkeiden hinnat eivät siten ole suoraan riippuvaisia reaalisen korkotason muutoksista. Rahapolitiikka vaikuttaa tutkimuksen mukaan osakkeiden hintoihin lähinnä tulevaisuuden tuotto-odotuksen tai tulevan osinko-odotuksen kautta. Kurovin (2012, 175) mukaan osakemarkkinat reagoivat talouden sen hetkisen syklisyyden mukaan eri tavoin keskuspankin rahapolitiikan viestintään. Kun talous kasvaa, osakkeet reagoivat tutkimuksen tekijän mukaan negatiivisesti tulevaisuudessa tapahtuvaan koronnostoon. Taantumassa rahapolitiikalla on voimakkaampi vaikutus osakemarkkinoihin kuin noususuhdanteessa ja keskuspankin viestintä koronnostosta taas nostaa osakkeiden hintoja ja pörssien yleisindeksejä. Toimijat sijoitusmarkkinoilla analysoivat tarkkaan keskuspankkien viestintää tulevaisuuden rahapolitiikasta, koska sillä on vaikutus osakemarkkinoihin ja näin ollen keskuspankkien on syytä olla tietoisia, miten uutisointi tulevaisuuden rahapolitiikasta vaikuttaa osakemarkkinoihin.

Kurov ja Gun (2016, 1211–1215) mukaan tutkimukset, joissa osakemarkkinoiden ja ohjauskorkopäätösten välistä yhteyttä tutkitaan regressioanalyysin avulla tuottavat harhaisen lopputuloksen. Tämä johtuu tutkimuksen tekijöiden mukaan siitä, että raha- ja korkopolitiikka on sisäistä, mikä reagoi osakemarkkinoihin. Toiseksi rahapolitiikka ja osakemarkkinat reagoivat samalla tavalla uutisiin taloudellisesta tilanteesta. Varsinkin taantumassa markkinareaktiot rahapoliittisiin päätöksiin ja toimenpiteisiin on voimakasta, mikä vaikuttaa tutkimuksien lopputuloksiin rahapolitiikan ja osakemarkkinoiden välisestä yhteydestä.

Gu ja Gao (2013, 139–140) tutkivat myös Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikan, talouskasvun ja Yhdysvaltain osakemarkkinoiden välistä yhteyttä. Heidän mukaansa pitkällä aikavälillä keskuspankin ohjauskorko ja pörssin yleisindeksi korreloivat positiivisesti keskenään. Yhdysvaltain keskuspankki on yleensä nostanut ohjauskorkoaan, kun taloudellinen kasvu on ollut voimakasta ja osakemarkkinat ovat olleet nousussa. Ohjauskoron laskua Yhdysvaltain keskuspankki on puolestaan tehnyt taloudellisen laskusuhdanteen aikana, jolloin myös osakemarkkinat ovat laskeneet. Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikan ja osakemarkkinoiden välinen yhteys ei kuitenkaan ole vakaa keskuspankin muista rahapoliittisista tavoitteista johtuen, jolloin keskuspankin rahapoliittisilla päätöksillä on viiveellinen vaikutus osakemarkkinoihin. Viiveellinen vaikutus tarkoittaa, että osakemarkkinat rupeavat laskemaan vasta 2–3 vuotta ohjauskoron noston jälkeen. Osakemarkkinat puolestaan nousevat kaksi vuotta ohjauskoron laskun jälkeen.

Euroopasta vastaavia keskuspankin rahapolitiikan ja pörssien välistä suhdetta tutkivia tutkimuksia ei ole yhtä runsaasti saatavilla kuin Yhdysvalloista. Fernando, Ferrer ja Jareno (2017, 212–214) tutkivat Espanjan osakemarkkinoiden herkkyyttä ohjauskoron

muutoksiin nähden. Tutkimuksessa havaittiin, että osakemarkkinat ovat herkkiä korkomuutoksille, mutta herkkyys riippuu myös toimialasta. Empiiristen tulosten perusteella havaittiin, että Espanjan osakemarkkinat ovat todella herkkiä ohjauskoron vaihtelulle. Lisäksi poikkeukselliset markkinaolosuhteet, kuten erilaiset kriisit tai kuplat lisäävät vaihtelua. Tutkimuksessa todetaan, että Espanjassa erityisen herkkiä toimialoja korkotason vaihtelulle ovat säädellyt toimialat, kuten raaka-aineisiin nojaavat toimialat, teollisuus toimialat, velkaantuneet toimialat sekä rahoitustoimiala. Korkotason muutokset eivät vaikuta voimakkaasti telekommunikaatio toimialaan, öljy- ja kaasutoimialaan sekä asiakaspalvelutoimialahoin. Tutkimuksessa havaittiin myös, että huonoina taloudellisina aikoina sijoittajat kiinnittävät enemmän huomiota rahapoliittiseen uutisointiin kuin hyvinä aikoina.

Jareno, Ferrer ja Miroslava (2016, 2469) tekivät samankaltaisen tutkimuksen Yhdysvalloista vuosien 2003-2013 välillä eli tutkivat osakemarkkinoiden herkkyyttä ohjauskoron vaihtelulle. Yhdysvalloissa herkimpiä toimialoja korkotason vaihtelulle ovat tutkimuksen mukaan ICT- ala, terveydenhuolto, teollisuus ja telekommunikaatio. Korkotason vaihtelu ei puolestaan Yhdysvalloissa vaikuta seuraaviin toimialoihin; energia, rahoitus sekä päivittäis- ja kulutuspalvelut. Tutkimuksessa mielenkiintoista on se, että verrattaessa Espanjaan tehdyssä tutkimuksessa rahoitus- ja telekommunikaatio toimialasta tulokset korkoherkkyydelle olivat päinvastaisia.

Tutkimustulokset keskuspankin ohjauskoron ja osakemarkkinoiden välisestä suhteesta ovat mielenkiintoisia. Tutkimustuloksista voidaan havaita, että osakemarkkinoiden korkoherkkyys riippuu talouden sen hetkisestä tilasta. Ennen finanssikriisiä ohjauskorko ja pörssi ovat pääsääntöisesti korreloineet negatiivisesti keskenään, jolloin esimerkiksi ohjauskoron nosto on laskenut osakkeiden hintoja sekä päinvastoin, joka vastaa aikaisempaa teoriaa. Finanssikriisi on kuitenkin muuttanut toimintaympäristöä ja ohjauskoron lasku finanssikriisin aikana laski osakkeiden hintoja, mihin ei aikaisemmin oltu totuttu. Tutkimusten mukaan osakemarkkinat ovat herkempiä ohjauskoron muutoksille laskusuhdanteen aikana. Tulevaisuudessa on mielenkiintoista seurata, miten nollakorkoympäristöstä tapahtuva koronnosto tulee vaikuttamaan osakemarkkinoihin. Nollakorkoympäristö antaa signaalin heikosta talouden tilanteesta, jolloin koronnoston vaikutus saattaa olla epäselvä. Tämän tutkielman haastatteluosuudessa salkunhoitajilta tullaan keräämään empiiristä aineistoa siitä, miten asiakkaiden kanssa keskustellaan keskuspankkien rahapolitiikan vaikutuksesta osakemarkkinoihin sekä siitä, mielletäänkö tulevaisuudessa tapahtuva ohjauskoron nosto merkiksi vahvistuneesta taloudesta ja sitä kautta parantuneista osaketuotoista vai matemaattisena ilmiönä, jolloin yritysten tulevaisuuden rahavirrat pienenevät ja osakkeiden hinnat laskevat.

### 3.4 Sijoittajapsykologinen näkökulma

Tämän alaluvun tarkoituksena on perehtyä sijoittajapsykologiseen näkökulmaan erityisesti matalan koron ympäristössä. Korkotason nousu nykyisestä tasosta merkitsee osakkeiden kannalta yritysten tulevaisuuden rahavirtojen ja näin ollen teoriassa osakkeiden hintojen laskua. Tämä taas merkitsee sijoittajien varallisuuden hakeutumista korkosijoituksiin. Korkotason nousu on kuitenkin myös merkki elpyvästä taloudesta, jonka pitäisi nostaa osakekurseja, jolloin kyse on osittain myös psykologisista tekijöistä. Sijoittajapsykologisen näkökulman käsittely tässä tutkielmassa on relevanttia, sillä sijoittajien käyttäytymisellä on merkitystä markkinoiden toimintaan. Kuten edellä on huomattu, finanssikriisi ja siitä seurannut matala korkotaso on muuttanut sijoitusympäristöä, esimerkiksi ohjauksen vaikutusta osakkeisiin. Tämän alaluvun tarkoituksena on käsitellä perustekijöitä sijoittajapsykologiasta ja sijoittajien markkinakäyttäytymisestä. Tässä luvussa käsiteltäviä teorioita tullaan vertaamaan haastatteluosuudessa saatuun empiiriseen aineistoon.

Sijoittajapsykologista näkökulmaa voidaan lähestyä tarkastelemalla käyttäytymistaloustiedettä. Käyttäytymistaloustiede voidaan määritellä psykologian sovellukselle, jonka avulla pyritään tutkimaan poikkeuksia rahoitusmarkkinoilla. Historiallisesti rahoituksessa ja sen tutkimisessa on tehty olettamus, että yksittäinen sijoittaja tekee hyviä sijoituspäätöksiä. Käyttäytymistaloustieteellisessä viitekehityksessä on hyväksytty, että sijoittaja tekee kognitiivisia virheitä sijoittamisessa ja arvonmäärityksissä Viimeisen 30 vuoden aikana rahoituksen mallit ovat perustuneet tietyille olettamuksille. Ensimmäinen olettamus on, että sijoittajat tekevät rationaalisia päätöksiä maksimoidakseen hyötynsä ja toinen olettamus on, että sijoittajilla ei ole ennakkoluuloja tulevaisuuden ennustuksista. Lisäksi arvopaperin markkina-arvon tulee perustua sen fundamentaaliseen arvoon, rahoitusmarkkinat reagoivat nopeasti uuteen informaatioon ja sijoittajat eivät voi saada jatkuvasti poikkeavan korkeaa tuottoa ilman korkeampaa riskiä. Kyseisten olettamusten avulla, rahoituksen tutkimuskenttä on pystynyt kehittämään erilaisia teoreettisia malleja sijoittajien käyttöön esimerkiksi osakkeiden arvonmääritykseen. Psykologisesta näkökulmasta nämä olettamukset ovat kuitenkin huonoja olettamuksia, koska sijoittajien on havaittu toimivan irrationaalisesti ja tekevän huomattavia virheitä tulevaisuuden ennustuksissa. Esimerkiksi perinteisen rahoitusteorian mukaan sijoittajat ovat riskin karttajia. On kuitenkin havaittu, että sijoittajat ovat halukkaita ottamaan riskiä, mikäli tuotto on riittävä. Sijoittajien riskin karttamistason tulisi olla vakio, mutta todellisuudessa sijoittajat rutiininomaisesti rikkovat edellä mainittuja olettamuksia. Rahoituksen tutkimuskentässä on kuitenkin ruvettu hyväksymään, että sijoittajien päätökset ovat harhaisia, koska tutkimuksissa on huomattu, että psykologia ja tunteet vaikuttavat sijoittajien päätöksentekoon. Sijoittajien päätöksenteon virheet saattavat vaikuttaa siten esimerkiksi yritysten ja tätä



kautta osakemarkkinoiden toimintaan kokonaisuutena. Sijoittajien käyttäytymistä tutkitaan usein dokumentoimalla sijoittajien käytöstä ja vertailemalla sitä aikaisempaan teoriaan, jossa sijoittajien käyttäytyminen otetaan rationaalisenä tekijänä. Tämän jälkeen uusista käyttäytymismalleista johdetaan uusia teorioita. Sijoittajien päätöksentekoprosessissa sijoittajat pyrkivät saamaan nykyisestä vallitsevasta tilanteesta kokonaiskuvan, jonka jälkeen pyritään arvioimaan todennäköisyyksiä mahdollisista tulevaisuuden riskitekijöistä. Tämän hetkinen tunnetila markkinoista sekä odotukset tulevaisuudesta vaikuttavat päätöksentekoon. Kun tunteet tulevat mukaan sijoittajien päätöksentekoprosessiin, syntyy usein harhaisia lopputuloksia. Kun päätöksentekoprosessin seurauksena syntyy harhainen lopputulos sijoittamisesta, aiheuttaa se taloudellisia tappioita sijoittajalle. (Nofsinger 2016, 2 – 5; Ramiah, Xu & Moosa 2015, 89–90).

Alaluvussa 3.3 käsiteltiin tutkimustuloksia keskuspankkien ohjauskoron ja osakkeiden hintojen välisestä yhteydestä. Tutkimustuloksista pystyttiin havaitsemaan, että normaaleissa talousolosuhteissa ohjauskoron muutos vaikuttaa osakkeiden hintoihin aikaisemman teorian mukaisesti. Laskusuhdanteessa ja markkinaturbulenssin aikana teoriat ohjauskoron ja osakkeiden hintojen välisestä yhteydestä eivät kuitenkaan pitäneet paikkaansa. Sijoittajat siis reagoivat eri taloustilanteissa eri tavalla ohjauskoron muutoksiin. Ramiah et.al (2015, 93) käsittelevät artikkelissaan ylireagointia. Heidän mukaansa ylireagointia esiintyy, kun antavat liikaa painoarvoa nykyiselle informaatiolle ja liian vähän painoarvoa menneelle informaatiolle. Varsinkin piensijoittajien on havaittu ylireagoivan enemmän kuin esimerkiksi institutionaalisten sijoittajien. Ylireagointiin liittyy myös, että yliluottavaiset sijoittajat luottavat liikaa omiin kykyihinsä sijoitusmarkkinoilla. Tämän seurauksena sijoittajat uskovat olevansa viisaampia kuin muut markkinoilla toimijat. Kun sijoittajat uskovat, että markkinat eivät hinnoittele osakkeita oikein, sijoittaminen tapahtuu tunteiden perusteella, eikä faktojen. Tämä teoria osittain selittää sen, miksi osakemarkkinoilla on suuret kaupankäyntivolyymit. Sijoittajilla on myös tapana ylireagoida hyviin uutisiin ja alireagoida huonoihin uutisiin, kun sijoitusmarkkinoilla menee hyvin.

Piccolo ja Chaudhury (2017, 115–116) toteavat artikkelissaan, että osakkeiden hintojen ylireagointia poikkeuksellisiin tapahtumiin ei voida selittää rahoitusteoreettisilla näkökulmilla kuten systemaattisella riskillä. Poikkeuksellinen markkinatapahtuma tarkoittaa tässä yhteydessä pienellä todennäköisyydellä tapahtuvia tapahtumia, jolloin se merkitsee muutosta verrattuna yleiseen odotustasoon, joka aiheuttaa yllätyksen sijoittajien keskuudessa. Yksittäisillä osakkeilla on tapana ylireagoida, ja reagointi on tilastollisesti ja taloudellisesti voimakkaampaa kun sijoittajien tunnelmat ovat alhaiset. Kun sijoittajien tunnelmat ovat laskussa, sijoittajat pitävät poikkeuksellista markkinaolosuhdetta isompana muutoksena verrattuna tilanteeseen, jolloin tunnelma sijoittajien keskuudessa on positiivinen. Tämän johdosta ylireagointi huonoina aikoina on voimakkaampaa. Toisin sanoen

sijoittajien ollessa pessimistisiä, he ovat enemmän huolestuneita isoista markkinaheilahduksista, uskoen että aikaisempi tieto on ollut väärää. Näin saattaa käydä tilanteessa, kun sijoittajat ovat vähemmän luottavaisia huonon markkinatunnelman vallitessa.

Sijoittajien reaktioita esimerkiksi yleisen korkotason nostoon nykyisestä nollakorkotasosta on hankala ennustaa. Suuntaa antavaa informaatiota saatiin helmikuussa 2018, kun Yhdysvalloissa julkaistiin palkkojen odotettua nopeammasta nousutahdistä ja tätä kautta inflaation noususta. S&P- 500 indeksi tippui päivässä yli 4 % sijoittajien pelästyttyä mahdollista koronnostoa. Tämä on yksi esimerkki, miten sijoittajat mahdollisesti reagoivat mahdolliseen koron nostoon tulevaisuudessa. Vaikka tunnelmat sijoittajien keskuudessa olisivatkin positiivisia, matala korkotaso on ainakin aikaisemmin merkinnyt taloudellista häiriötilaa.

## 4 KORKOSIJOITTAMINEN MATALASSA KORKOYMPÄRISTÖSSÄ

Tässä tutkielmassa korkosijoittamista tullaan käsittelemään vaihtoehtona osakesijoittamiselle erityisesti matalan koron ympäristön tarjoamassa viitekehyksessä. Koska korkosijoittaminen on käsitteenä laaja, tutkielman ja aiheen rajauksen takia tässä luvussa korkosijoittamista lähestytään korkosijoittamisen perusfundamenttien kautta ja erityisesti siitä näkökulmasta, mitä yleisen korkotason vaihtelu tarkoittaa korkosijoittamiselle. Lisäksi tullaan käsittelemään myös riskitöntä korkoa, joka liittyy osakesijoittamisen ja korkosijoittamisen yhteen. Sijoittamista riskittömään korkoon voidaan pitää myös niin kutsuttuna turvasatamasijoituksena, jota tullaan käsittelemään tässä luvussa sekä tutkielman empiirisessä osuudessa. Turvasatamasijoituksista puhuttaessa tarkoitetaan usein muun muassa Yhdysvaltain ja Saksan valtionlainoja. Sijoittamalla korkoinstrumentteihin, sijoittaja pystyy hajauttamaan omistustaan ja tämän tutkielman empiirisessä osiossa pyritään selvittämään haastatteluiden avulla, miten korkosijoittaminen on muuttunut matalan koron ympäristössä ja millainen vaihtoehto korkosijoittaminen on verrattuna osakesijoittamiseen erityisesti matalan koron ympäristössä.

### 4.1 Korkosijoittamisen perusteet

Korkosijoitus eli joukkovelkakirjalaina on velkainstrumentti, jolla sen liikkeellelaskija sitoutuu maksamaan siihen sijoittavalle sijoitetun pääoman sekä kuponkikorkoa. Tyypillinen korkosijoitus määrittää päivän, jolloin sijoituksen pääoma erääntyy sekä kuponnikoron, jota sijoittaja saa tyypillisesti puolivuositain. Päivää, jolloin korkosijoituksen pääoma maksetaan takaisin, kutsutaan maturiteettipäiväksi. Mikäli korkosijoituksen liikkeellelaskija ei ajaudu maksukyvyttömäksi ennen pääoman takaisinmaksupäivää, sijoittaja tulee saamaan maturiteettipäivään asti tarkasti ennustettavissa olevaa rahavirtaa. Yhdysvaltojen joukkovelkakirjalainamarkkina on maailman suurin ja sen voi jakaa useisiin sektoreihin. Tässä tutkielmassa tullaan pääsääntöisesti käsittelemään teoriatasolla vain valtion liikkeelle laskemia joukkovelkakirjalainoja, joista esimerkiksi 10-vuoden valtionlainan korkoa voidaan pitää riskittömän koron kuvaajana. Eri joukkovelkakirjalainoilla on eri tuottoasteet, jotka riippuvat lukuisista tekijöistä. Näitä tekijöitä ovat muun muassa liikkeellelaskija, joukkovelkakirjalainan omat erikoisominaisuudet ja talouden sen hetkinen tila. Esimerkiksi Yhdysvaltain valtion takaamat arvopaperit ja liikkeelle laskemat joukkovelkakirjalainat ovat turvallisia sijoituksia, koska niihin ei liity ollenkaan luottoriskiä. Luottoriski tarkoittaa, että lainan liikkeelle laskija ei pysty maksamaan lainan pääomaa takaisin. Valtion liikkeelle laskemiin joukkovelkakirjalainoihin ei liity luottoriskiä, koska valtio ei periaatteessa voi ajautua konkurssiin. Täten valtion liikkeelle laskemat joukkovelkakirjalainat tarjoavat tärkeää informaatiota yleisestä korkotasosta. Koska esimerkiksi Yhdysvalloissa joukkovelkakirjalainamarkkinat ovat aktiivisia sekä sijoittajia

on runsaasti, ovat Yhdysvaltain joukkovelkakirjalainamarkkina maailman likvidein markkina. (Fabozzi 2004, 1–2, 7, 92–94).

Alla olevat kuviot havainnollistavat, millaista tuottoa Yhdysvalloissa ja Saksassa 10-vuoden valtionlaina ovat tarjonneet sijoittajalle. Koska tässä tutkielmassa on tutkittu sekä Yhdysvaltain sekä Euroopan keskuspankin rahapolitiikkaa, on havainnollistaminen kuvien avulla perusteltua.



Kuvio 4. Yhdysvaltain 10-vuoden valtionlainan tuotto 1955- 2018 (CNBC 2018)



Kuvio 5. Saksan 10-vuoden valtionlainan tuotto 1992- 2018 (CNBC 2018)

Kuvioista huomataan, että valtionlainojen tuotto on laskenut alhaiseksi yleisen korkotason laskun vuoksi. Saksasta dataa oli saatavilla vain viimeiseltä 25 vuodelta, mutta Saksan valtionlainan korkoa käytetään usein Euroalueella kuvaamaan riskittömän koron tasoa maan vahvan markkina-aseman johdosta ja suuren taloudellisen vaikutuksen vuoksi. Mikäli tarkasteltaisiin euroalueen riskisempiä maita, olisi 10-vuoden valtionlainan tuotto korkeampi mitä Saksassa. Tässä kappaleessa riskitöntä korkoa tullaan käsittelemään vielä myöhemmin teoreettisesta näkökulmasta.

## 4.2 Joukkovelkakirjalainan arvonmääritys

Tässä alaluvussa käsitellään joukkovelkakirjalainan arvonmääritystä. Tarkoituksena on selittää, miten yleisen korkotason vaihtelu ja erityisesti nousu nykyisestä nollakorkotasta vaikuttaa teoreettisesti joukkovelkakirjalainan arvoon.

Rahoitusinstrumenttien peruseriaatteisiin kuuluu rahan aika-arvo. Rahalla on aika-arvoa, koska se on mahdollista sijoittaa kasvamaan korkoa. Rahan aika-arvoa voidaan käyttää hyödyksi, kun halutaan tietää jonkin sijoituksen nykyarvo. Minkä tahansa rahoitusinstrumentin arvo perustuu oletettujen tulevaisuuden rahavirtojen nykyarvoon. Korkosijoituksen arvonmääritys vaatii kahta tekijää, jotta arvonmääritys voidaan suorittaa.

- 1) Arvio tulevaisuuden rahavirroista
- 2) Arvio tuotto-odotuksesta

Esimerkiksi osakkeille tulevaisuuden rahavirtojen arviointi ei aina ole kovin helppoa, mutta yksinkertaisille korkosijoituksille, kuten valtionlainoille, rahavirtojen arviointi on yksinkertaista. Tuotto-aste pyritään määrittelemään muiden rahoitusinstrumenttien kanssa, jonka riskitaso on sama tai vaihtoehtoisesta sijoituksesta saatavasta tuotosta. Korkosijoituksen ensimmäinen vaihe arvonmäärityksessä on tulevaisuuden rahavirtojen arviointi. Tavalliselle korkosijoitukselle, joka erääntyy maturiteettipäivänä, tulevaisuuden rahavirrat koostuvat säännöllisistä kuponkikoron maksuista sekä sijoitetun pääoman takaisinmaksusta sijoituksen erääntymispäivänä. Korkosijoituksen hinta voi vaihdella eri syistä. Sijoituksen tuotto voi muuttua, mikäli liikkeelle laskijan luottoluokitus muuttuu. Bondin hinta saattaa myös vaihdella riippuen siitä ostetaanko joukkovelkakirjalaina yli par tai alle par hinnalla, vaikka tuotto-aste ei muuttuisi. Tämä johtuu siitä, että joukkovelkakirjalainan maturiteettipäivä lähestyy. Kolmas syy korkosijoituksen hinnan muutokselle saattaa olla, että jonkin toisen vastaavan riskitason omaavan joukkovelkakirjalainan riskitaso muuttuu. Tällä on suora seuraus myös muihin saman riskitason korkosijoituksiin. Korkosijoituksessa on tärkeää myös ymmärtää, että maksettava kuponkikorko ja tuotto eivät ole sama asia. Kun korkosijoituksen tuotto vaihtelee markkinatilanteen mukaan, korkosijoituksen hinta muuttuu kompensoidakseen sijoittajan vaatimaa tuottoa. Kun joukkovelkakirjalainasta maksettava kuponkikorko ja odotettu tuotto ovat samoja,

joukkovelkakirjalainan hinta on sama kuin sen niin kutsuttu par-arvo eli 100 % sijoituksen nimellisarvon verran. Joukkovelkakirjalainan hinta ja tuotto korreloivat keskenään negatiivisesti, koska korkeampi tuottovaatimus pienentää tulevaisuuden kassavirtaa. Kun tuottokorko nousee, velkakirjan hinta laskee, ja kun tuottokorko laskee, kun velkakirjan hinta nousee. Koska joukkovelkakirjalainan kassavirta on kiinteä, hinnan muutos muuttaa tuottoa. Tuottovaatimuksen muuttuessa markkinoilla hinta muuttuu tuottovaatimuksen mukaiseksi. Kun yleinen korkotaso markkinoilla nousee ja ylittää kuponkikoron määrän, joukkovelkakirjalainan hinta laskee alle sen nimellisarvon. Kun taas yleinen korkotaso laskee ja on alempi kuin kuponkikorko, joukkovelkakirjalainan hinta on korkeampi kuin sen nimellisarvo. Yleisen korkotason ja joukkovelkakirjalainan hinnan välillä on selvä yhteys. Kun korkotaso nousee, joukkovelkakirjalainan tarjoaman kassavirran nykyarvo pienenee ja joukkovelkakirjalainan hinta laskee ja korkotason laskiessa taas tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvo kasvaa ja joukkovelkakirjalainan hinta nousee. Joukkovelkakirjalainan hinta on siis altis korkoriskille, josta sijoittajan täytyy olla tietoinen. (Fabozzi 2004, 20–25; Tuhkanen 2006, 29–31). Teoreettisesti joukkovelkakirjalainan hinta siis laskee tuotto-asteen noustessa. Koska tuotto-asteeseen vaikuttaa nykyinen yleinen korkotaso, sijoittaminen joukkovelkakirjalainoihin ei siten teoreettisesti ole houkuttelevaa nousevien korkojen ympäristössä. Korkosijoittamista ja sen muuttumista matalan koron ympäristössä tullaan käsittelemään enemmän tämän tutkielman empiirisessä osuudessa salkunhoitajilta kerättävän haastatteluaineiston avulla

### **4.3 Riskitön korko turvasatamasijoituksena**

Riskitön korko liittyy yleisen korkotason, sijoittamisen valtionlainoihin ja osakesijoittamisen yhteen. Aikaisemmin tässä tutkielmassa esiteltiin kuvaajat, jotka kuvasivat Yhdysvaltain ja Saksan 10-vuoden valtionlainan tuottoja. Kyseisiä tuottoja voidaan pitää riskittömän koron mittareina. Yritysrahoituksessa ja arvonmäärityksessä riskitön korko otetaan yleensä annettuna tekijänä, jolloin huomiota kiinnitetään enemmän muihin riskiparametreihin ja yrityskohtaisiin riskipreemioihin. Akateemisessa kirjallisuudessa on yleensä käytetty valtionlainan tarjoamaa tuottoa riskittömänä korkona, mutta erimielisyyttä on esiintynyt siitä, pitäisikö riskittömänä korkona käyttää lyhyitä vai pitkiä korkoja. Riskitön korko voidaan määritellä sijoituksena, jonka tuotto on varmasti tiedossa ennakkoon, olosuhteista riippumatta. Riskittömän koron määrittelyyn pätee kaksi peruspiirrettä. Ensimmäinen piirre riskittömässä korossa on, että ei ole olemassa konkurssiriskiä. Tämä kriteerin perusteella jokaisella yrityksellä, joka laskee liikkeelle arvopapereita, on konkurssiriski. Ainoastaan valtiolla ei ole olemassa konkurssiriskiä, koska valtiot vastaavat itse valuutan painamisesta. Valtioiden tulisi siis periaatetasolla pystyä maksamaan valtionlainaan sijoittaville pääoma takaisin ja kuponkikorot sovittuina aikoina. Aina tämä ei päde, mikäli nykyinen hallinto ei suostu maksamaan edellisen hallinnon liikkeelle laskemalle

arvopaperille sille kuuluvia saatavia tai mikäli hallinto on lainannut rahaa muulla valuutalla. Toinen ehto riskittömän koron määrittelylle on, että riskittömän koron sijoituksella ei ole jälleensijoitusriskiä. Tämä ehto ei kuitenkaan yleensä päde täydellisesti, sillä esimerkiksi 5-vuoden valtion joukkolainan kuponkikorot tullaan sijoittamaan korkotasolla, jota ei etukäteen pysty arvioimaan. Kuitenkin mikäli nämä kaksi edellä mainittua ehtoa hyväksytään annettuina tekijöinä, riskittömän koron taso tulee vaihtelevaan riippuen aikahorisontista, jolla sitä tarkastellaan. Riskittömän korkoa tarkasteltaessa on syytä muistaa, että riskitön korko muuttuu ja elää yleisen markkinatilanteen mukaan, jolloin se on volatiili ja herkkä muutoksille, kuten inflaatio-odotusten muuttumiselle. Valtionlainan volatiliiteettia pysytään havaitsemaan kuvioista 4 ja 5. (Damodaran 2008b, 1–7).

Valtionlainan tarjoamaa riskittömän korkoa ja tuottoa voidaan pitää myös niin kutsuttuna turvasatamasijoituksena, mikäli osakemarkkinat laskevat voimakkaasti. Kun valtionlainojen kysyntä kasvaa osakemarkkinoiden laskiessa, niiden markkinahinta nousee ja tuottoprosentti laskee. Turvasatamasijoitus voidaan määritellä matalan riskin sijoitukseksi, jolla on korkea likviditeetti. Turvasatamasijoitus hajauttaa ja pienentää portfolion riskiä, erityisesti voimakkaan markkinaturbulenssin aikana ja sillä tulisi olla negatiivinen korrelaatio riskiä sisältävän portfolion kanssa, kun osakemarkkinoiden kehitys on negatiivinen. Markkinaturbulenssi ei tarkoita pelkästään osakemarkkinoiden laskua vaan epänormaalia volatiliiteettia ja korkeampaa epävarmuutta sijoittajien keskuudessa. Akateemisessa kirjallisuudessa on yleensä keskitytty osakkeiden ja bondien väliseen suhteeseen. Pitkän maturiteetin (10-vuotta) omaavaa vakaan valtion liikkeelle laskemaa valtionlainaa voidaan pitää turvasatamana, sillä tutkimusten mukaan sen avulla on mahdollista vähentää korrelaatiota markkinaturbulenssin aikana ja sen korrelaatio on aina negatiivinen osakemarkkinoihin verrattuna. Turvasatamasijoituksina voidaan pitää myös kultaa ja esimerkiksi Sveitsin frangia, mutta aiheen rajauksen vuoksi niitä ei tässä tutkielmassa käsitellä tarkemmin. (Flavin, Morley & Panopoulou 2014, 137–138 ; Kopyl et.al 2016, 460 ).

Kopyl ja Lee (2016, 453–457) käsittelevät tutkimuksessaan Yhdysvaltain osakemarkkinoita ja turvasatamia, erityisesti siitä näkökulmasta, mikä suojaa parhaiten sijoittajan portfoliota markkinakriisin aikana. Kyseistä tutkimusta analysoitaessa on kuitenkin muistettava, että tutkimustulokset euroalueelta saattavat poiketa tämän tutkimuksen tuloksista. Tutkijoiden mukaan Yhdysvaltain valtionlainat tarjoavat parhaan suojan portfolioon, kun osakemarkkinoiden markkina-arvo laskee voimakkaasti useiden kuukausien ajan ja yleinen volatiliiteetti kasvaa. Vuoden 2008 finanssikriisi on lisännyt rahoitusmarkkinoiden epävakautta, jolloin turvasatamasijoitukset ovat nousseet mielenkiinnon kohteeksi akateemisissa tutkimuksissa. Vaikka turvasatamasijoituksella pyritään vähentämään sijoitusportfolion volatiliiteettia markkinaturbulenssin aikana, on se syytä erottaa perinteisestä suojaamisesta eli hedgauksesta. Hedgauksella tarkoitetaan sijoitusportfolion suojaamista pitkällä aikavälillä. Omaisuuslajit, joilla pyritään pienentämään riskiä suhteessa osake-

markkinoihin, saattavat markkinaturbulenssin aikana korreloida positiivisesti osakemarkkinoiden kehityksen kanssa. Turvasatamasijoitukset saattavat tavallisina markkina-aikoina korreloida positiivisesti muiden omaisuuslajien kanssa. Markkinaturbulenssin aikana sijoittajien varallisuus hakeutuu turvasatamiin, jolloin niiden kysyntä ja hinta nousevat. Tutkimustuloksista voidaan havaita, että Yhdysvaltain valtion joukkolainat toimivat voimakkaana turvasatamana Yhdysvaltain osakemarkkinoille. Yhdysvaltain valtion joukkolainat korreloivat positiivisesti S&P- 500 indeksin kanssa, mutta voimakkaan markkinalaskun aikana ne tarjoavat turvasataman sijoittajalle pienentäen sijoitusportfolion volatiliteettia. Tutkijoiden mukaan sijoittaminen turvasatamiin liittyy voimakkaasti myös sijoittajien käyttäytymiseen. Esimerkiksi voimakkaiden markkinaturbulenssien jälkeen sijoittajien on havaittu siirtävän varallisuuttaan osakkeista valtion joukkolainoihin.

Vuoden 2008 finanssikriisin jälkeen euroalueen maiden pitkän maturiteetin obligaatioiden tuotto prosentit nousivat suhteessa Saksan valtionlainan tuottoon, joka voidaan pitää turvasatamasijoituksena. Finanssikriisin seurauksena Saksan valtionlainan korko laski voimakkaasti, koska sen kysyntä kasvoi. Erot valtionlainojen koroissa finanssikriisin jälkeen euroalueella ovat selitettävissä alueellisilla riskitekijöillä, maakohtaisilla luottoriskitekijöillä ja efektillä, jonka Kreikan velkakriisi synnytti. Maakohtaisiin luottoriskitekijöihin vaikuttavat myös luottoluokituksia antavat yritykset, jolloin luottoluokituksen heikentyessä heikompien luottoriskin omaavien maiden valtionlainojen korot nousevat suhteessa esimerkiksi Saksan valtionlainan tarjoamaan korkoon. (Santis 2012, 1–3).

Dajcman (2012, 1655–1656) käsitteli tutkimuksessaan osakemarkkinoiden ja valtionlainojen välistä yhteyttä euroalueella ja erityisesti Saksassa euroalueen velkakriisin aikana vuosina 2010–2011. Tutkimustulosten mukaan Saksan valtionlainan ja Saksan osakemarkkinoiden kehitys korreloi positiivisesti euroalueen velkakriisin aikana, mutta esimerkiksi maat, joissa velkakriisi konkretisoitui, korrelaatio oli negatiivinen. Yleisesti osakkeiden ja valtionlainojen markkinahintojen tulisi liikkua samaan suuntaan rahan aika-arvon ja diskonttokoron muutoksen seurauksena. Tutkimuksissa on kuitenkin huomattu, että ennen finanssikriisiä myös osakemarkkinoiden ja valtionlainan tuottojen välillä on positiivista korrelaatiota. Positiivista korrelaatiota on mahdollista selittää esimerkiksi inflaatio-odotuksilla, sillä odotukset inflaatiosta ovat vaikuttaneet negatiivisesti valtionlainojen tuotto prosenttiin, mutta eivät osakkeisiin.



## 5 VARAINHOITO MATALASSA KORKOYMPÄRISTÖSSÄ

Tässä luvussa perehdytään empiirisen aineiston kautta Pankin X pankkiirien toteuttamaan varainhoitoon matalan koron ympäristössä sekä sen muuttumiseen viimeisen 10 vuoden aikana. Valittujen pankkiirien asiakaslähtöiseen toimintaan ja asiakasviestintään tutustutaan haastatteluiden avulla. Tässä tutkielmassa käsiteltyjä teemoja tullaan käsittelemään yhdessä pankkiirien kanssa sekä keskustelemaan siitä, miten sijoitusympäristö on muuttunut ja miten asiakkaiden sijoitustoiminta on muuttunut matalan koron ympäristössä. Haastattelut kestivät noin tunnin ja ne toteutettiin maaliskuun ja huhtikuun aikana 2018.

Varainhoito tarkoittaa liiketoimintaa, jossa sijoituspalveluita tarjoava yritys hallinnoi ja hoitaa asiakkaiden sijoitettavaa omaisuutta räätälöidysti. Varainhoidon tarkoituksena on tarjota asiakkaille palveluvalikoimaa, jonka tarkoituksena on auttaa ja tukea asiakkaan sijoitussuunnitelman toteuttamista asiakkaan riskiprofiili huomioon ottaen. Varainhoito perustuu korkeasti koulutettujen salkunhoitajien tietotaitoon, jonka avulla asiakkaille pyritään tarjoamaan lisäarvoa. Varainhoito liiketoimintana on jo pitkään ollut mielenkiintoinen rahoitus- ja pankkitoimialan liiketoiminta-alue, koska se on ollut hyvin kannattavaa verrattuna perinteiseen pankkiliiketoimintaan. Varainhoidon perusfilosofia lisäarvon tuottamisesta asiakkaalle on pysynyt pitkälti samana kuin ennenkin, mutta itse varainhoitoprosessia tukevat menetelmät ja tiedot ovat muuttuneet valtavasti viime vuosina. Uudet teknologiat, kuten verkkopalveluiden kehittyminen ja jatkuva tavoitettavuus, ovat muokanneet asiakkaiden suhtautumista pankkeihin. Tämä on muokannut käsitystä siitä, mitä nykyaikaiselta pankilta vaaditaan. (Dubosson ym. 2009, 48; Euro & Talous 2017, 3–5)

### 5.1 Haastateltavien esittely

Tämän tutkielman empiirinen aineisto on kerätty teemahaastatteluiden avulla. Haastateltavat valittiin tutkielmaan sillä perusteella, että heillä on kokemusta varainhoidosta pitkältä ajalta ja erityisesti ajalta, jolloin sijoitusympäristö oli korkeamman korkotason johdosta erilainen verrattuna nykyhetkeen. Haastateltavien valinnassa on kiinnitetty huomiota siihen, että haastateltavilla on erilaiset työurat ja asiakaskunnat sekä eri suuruinen AuM (asset under management) asiakassalkussaan. Näiden tekijöiden avulla haastatteluissa saadaan erilaisia näkökulmia muuttuneeseen toimintaympäristöön, vaikka haastateltavat toimivat samassa varainhoidon yksikössä. Näin ollen haastateltavat pystyvät vertaamaan sijoitusympäristön muutosta sekä itse varainhoidon muutosta verrattuna finanssikriisiä edeltävään aikaan. Haastateltavat esiintyvät tutkielmassa anonymisti, sillä haastateltavien nimien julkaisu ei antaisi tutkielmalle lisäarvoa, jonka takia haastateltavien anonymisyys on perusteltua. Haastateltavia henkilöitä käsitellään tässä tutkielmassa pankkiiri A:na, pankkiiri B:nä ja pankkiiri C:nä. Seuraavaksi tullaan käsittelemään

haastateltavien pankkiirien koulutusta ja aikaisempaa työuraa sekä tämän hetkistä asemaa kohdeyrityksessä ennen kuin siirrytään haastatteluteemojen käsittelyyn.

Pankkiiri A on koulutukseltaan valtiotieteiden maisteri ja pääaineena hän lukenut yliopistossa taloustiedettä. Hän on toiminut ennen nykyistä työtehtäväänsä toisessa pankissa sijoitusneuvojana sekä ekonomistina 2000-luvun alkupuolella. Ekonomistina hän teki tyypillisiä ekonomistin tehtäviä, kuten bruttokansantuotteen ennustamista, korko-, valuutta, sekä inflaatioennusteita yhdessä pohjoismaisen ekonomistitiimin kanssa. Taus-tansa ja koulutuksensa johdosta pankkiiri A oli luonnollinen valinta haastateltavaksi tähän tutkielmaan. Tällä hetkellä hän toimii vanhempana pankkiirina Pankin X varainhoidon yksikössä vastuullaan 150 kpl asiakaskokonaisuuksia ja hallittavaa varallisuutta 241 miljoonaa euroa. Pankkiiri B on koulutukseltaan MBA ja BBA. Hän on toiminut kohdeyrityksessä useissa eri työtehtävissä työskennellen yritysasiakkaiden ja henkilöasiakkaiden kanssa 15 vuoden ajan omaten laajan kokemuksen kohdeyrityksen toiminnasta ja asiakaskäyttäytymisestä eri sijoitusympäristöissä. Pankkiiri B: eellä on asiakaskokonaisuuksia 109 kpl ja varallisuutta hallittavanaan 176 miljoonaa euroa. Pankkiiri C: eellä on ekonomin tutkinto Lundin yliopistosta. Hän on toiminut pankissa 33 vuotta ja viimeiset 19 vuotta varainhoidon yksikössä monipuolissa tehtävissä. Asiakaskokonaisuuksia hänellä on 110 ja varallisuutta hallittavana 170 miljoonaa euroa

Seuraavaksi tullaan paneutumaan teemahaastattelussa läpikäytyihin aihealueisiin ja haastateltavien ajatuksiin sijoitusympäristön muutoksesta.

## **5.2 Salkunhoidon ja sijoitusympäristön muuttuminen yleisesti**

Haastattelut aloitettiin käymällä läpi salkunhoitoa ja sijoitusympäristöä yleisesti ja miten se on muuttunut noin viimeisen 10 vuoden aikana. Tätä teemaa oli tärkeä käsitellä, jotta voitiin selvittää, miten pankkiirien työ ja sijoitusneuvonta ovat muuttuneet korkotason mataluuden johdosta ja onko joitain muita tekijöitä, jotka vaikuttavat sijoitusneuvontaan ja asiakassuhteiden ylläpitoon. Haastattelussa käytiin myös läpi, miten pankkiirit uskovat varainhoidon muuttuvan tulevaisuudessa.

Haastatteluissa kävi ilmi, että sijoitusympäristö on haastateltavien mukaan muuttunut radikaalisti viimeisen 10 vuoden aikana pelkästään yleisen korkotason laskun seurauksena. Finanssikriisi koetaan vedenjakajana, jonka seurauksena toimintaympäristö on muuttunut. Pankkiiri A nosti esille, että finanssikriisin seurauksen niin kutsutun varman tuoton käsite on poistunut, sillä kriisin jälkeen ymmärrettiin, että valtionlainoissa ja pankkitalletuksissakin on olemassa konkurssiriski, johon ei aikaisemmin oltu varauduttu. Pankkiiri C:n mukaan aikaisemmin päteeneet yleiset kansantalouden teorit esimerkiksi korkojen ja osakkeiden välisestä suhteesta on poistunut, mikä on lisännyt haasteita sijoitusmarkkinoilla toimimisessa. Haastateltavat kokivat, että niin kutsutun varman tuoton poistuminen markkinoilta on vaikuttanut sijoitusympäristöön pysyvästi. Pankkiiri B totesi, että

pankit ja muut sijoituspalveluita tarjoavat yritykset ovat kuitenkin pyrkineet luomaan erilaisten tuoteinnovaatioiden myötä varman tuoton tilituotteiden tilalle muita korkea korkoisia sijoitustuotteita, joilla on pyritty paikkaamaan korkean koron tilituotteiden puuttumista. Haastateltavat korostivat, että nykyinen sijoitusympäristö on melko haastavaa varsinkin piensijoittajan näkökulmasta, koska matalan korkotason myötä sijoittajan täytyy sietää riskiä enemmän kuin aikaisemmin. Pankkiiri A ja B myös totesivat, että sijoitushorisontin on oltava nykyään melko pitkä ja esimerkiksi asuntokaupasta saatua varallisuutta ei nykyisessä korkoympäristössä pysty sijoittamaan varmallalla tuotolla mihinkään sijoituskohteeseen.

*Sijoitusympäristö on siinä mielessä haastavampi mitä se on aiemmin ollut, erityisesti monen piensijoittajan näkökulmasta. Eli ei ole enää helppoa tapaa saada viiden prosentin tuottoa ja nykyään viiden prosentin tavoittelu on aika vaikeeta. Sijoittajan täytyy nykyään hyväksyä tietynlaista riskien ja hintojen vaihtelua ja volatiliteettia eli markkina-arvot vaihtelee ja tässä tullaan semmosen sijoitusympäristön muuttumiseen, että nykyään läh-  
tökohtaisesti sijoittamisen pitäis olla pitkäjänteisempää, kun se on joskus aikaisemmin ollut. Eli lyhyen tähtäimen riskit on nykyään kohtuullisen suuret kun aikaisemmin pysty lyhyelläkin tähtäimellä tekemään tuottoisia sijoituksia vaikka korko- tai tilisijoituksilla.*  
– Pankkiiri B.

Haastateltavat totesivat myös, että 10 vuotta sitten suurin osa salkunhoidosta oli ns. konsultatiivista salkunhoitoa eikä niin kutsuttuja täyden valtakirjan salkkuja ollut. Kontaktointi asiakkaisiin oli haastateltavien mukaan paljon aktiivisempaa mitä se on nykyään. Suurimpana syynä tähän nähtiin sääntelyn ja regulaation lisääntyminen, joka on johtanut siihen, että salkunhoito on passiivisempaa kuin aikaisemmin ja yhteydenpito asiakkaisiin lisääntyneen regulaation johdosta on vähentynyt.

*Jos mieltii miten ennen on tehty, niin ollaan soitettu asiakkaalle ja kysytty että tehdäänkö kauppa. Ennen pankkiirin homma on ollu myyntityötä positiivisessa mielessä. Ennen aidosti on voinut tarjota tuotteita ja olla aktiivinen. Tänä päivänä regulaatio johtaa siihen että salkunhoito on passiivisempaa mitä aiemmin. Aktiivisimmat asiakkaat, ja ne kenellä on isompia salkkuja, ovat varmaan huomanneet sen muutoksen ettei pankkiiri aina yhtä herkästi soita. Ei vaan ole aikaa soittaa yhtä aktiivisesti kuin ennen.*– Pankkiiri B

Pankkiiri A:lla ja C:eellä oli samankaltaiset havainnot. Regulaation lisääntyminen on selkeästi laskenut asiakasaktiiviteettia ja varsinkin konsultatiivinen salkunhoito on muuttunut raskaammaksi ja vaativammaksi, jonka seurauksena täyden valtakirjan salkunhoito on lisääntynyt. Pankkiiri A ja B:n mukaan asiakkaat eivät todennäköisesti ymmärrä, mi-

ten lisääntynyt regulaatio on vaikuttanut pankkiirien työhön, jonka seurauksena yhteydenpito asiakkaisiin on vähentynyt. Pankkiiri C totesi, että asiakkaat eivät välttämättä ymmärrä, kuinka paljon regulaatio on lisännyt työmäärää, mutta hänen mukaansa asiakkaat pääsääntöisesti pitävät tärkeänä, että pankki on tarkka asiakkaidensa suhteen. Varainhoidon tulevaisuudesta keskusteltaessa lisääntynyt regulaatio toistui haastateltavien puheissa, koska sen uskotaan lisääntyvän entisestään ja vaikuttavan varainhoidon päivittäiseen työhön. Pankkiiri B mainitsi myös, että lisääntynyt regulaatio voi lisätä varainhoitajien työssä kokemaa stressiä, koska asiakastapaamisten valmistelu ja jälkityöt vievät nykyisessä toimintaympäristössä jopa enemmän aikaa kuin itse asiakastapaaminen.

*Regulaation ja MIFID 2 direktiivin takia varainhoito tulee olemaan varmasti paljon haastavampaa. Asiakkaalle pitää kertoa tarkemmin ja perusteellisemmin riskit, kulut ja vaikutukset kokonaissalkkuun. Tämä aiheuttaa sen, että varsinkin konsultatiivinen varainhoito paljon on työläämpää. Osittain nämä kaikki ovat seurausta finanssikriisistä ja MIFID 2 sääntelyllä pyritään parantamaan sijoittajansuojaa. – Pankkiiri A*

Pankkiiri C nosti haastattelussa esille varainhoidon tulevaisuudesta automatisoidun varainhoidon, sillä asiakkaat eivät ole valmiita maksamaan henkilökohtaisesta neuvonnasta, mikäli robotti pystyy hoitamaan saman. Henkilökohtainen varainhoito tulee keskittymään tulevaisuudessa niin kutsuttuihin Ultra High Net Worth asiakkaisiin, jolloin henkilökohtaisesta varainhoidosta kannattaa maksaa.

Haastattelussa käytiin läpi myös sitä, miten asiakkaiden toiminta on muuttunut viimeisen 10 vuoden kuluessa. Kaikkien pankkiirien mukaan asiakkaiden toiminnan perusidea ei ole muuttunut mihinkään eli sijoittamalla arvopaperimarkkinoille pyritään hakemaan tuoton ja riskin hajauttamista. Sijoitustuotteita, kuten strukturoituja tuotteita tai pörssinoteerattuja rahastoja, on tullut markkinoille lisää, mutta varsinkin iäkkäämmät asiakkaat sijoittavat samalla lailla kuin ennenkin.

*Tyypillisesti kokenut ja ikääntynyt sijoittaja sijoittaa osakemarkkinoille, suoriin joukkolainoihin, määräaikaistilille tai rahastoihin, koska niin hän on aina tehnyt. Seuraava ikäluokkakategoria on hyödyntänyt monipuolisemmin erilaisia sijoitustuotteita ja ovat edelleenkin kiinnostuneita vaihtoehtoisista sijoitustuotteista ja niitä mietitään, että missä tilanteissa ne sopii salkkuun ja mille osalle, mutta yleisesti ottaen asiakkaiden tietotaito on lisääntynyt. Ja siihen varmasti vaikutti suurelta osin finanssikriisi, jolla testattiin sitten, että onko se sijoitusprofiili todella oikea. – Pankkiiri A*

Haastateltaessa pankkiireja sijoitusympäristön muuttumisesta, pankkiirit nostivat myös esiin informaation määrän lisääntymisen. Saatavilla olevan informaation määrän kasvu

nähtiin positiivisena ja negatiivisena asiana. Asiakkaat ovat aiempaa tietoisia sijoitusmarkkinoiden toiminnasta, mutta samaan aikaan rajaton informaation määrä saattaa vaikuttaa asiakkaisiin lisäten levottomuutta sijoituspäätöksiä tehdessä. Haastatteluissa korostettiin, että ennen sijoituksiin liittyvä informaatio tuli enemmän pankilta, mutta nykyään esimerkiksi sosiaalisessa mediassa on paljon sijoituksiin liittyvää informaatiota tarjolla, jonka todenmukaisuutta olisi hyvä tarkastella ennen kuin tekee sijoituspäätöksiä. Pankkiiri C kuitenkin totesi, että hänen asiakaskunnassaan on paljon asiakkaita, jotka eivät lähtökohtaisesti tiedä sijoittamisesta paljoa, vaan he haluavat sijoitustietoa pankista.

### 5.3 Keskuspankkien rahapolitiikasta keskustelu

Nykyisessä matalassa korkoympäristössä haastatteluissa oli luontevaa käydä läpi, miten pankkiirit keskustelevat asiakkaidensa kanssa keskuspankkien rahapolitiikasta, koska yleisellä korkotilanteella on suuri merkitys sijoitusmarkkinoiden toiminnan kannalta. Lisäksi pohdittiin, onko keskustelu lisääntynyt matalan korkotason seurauksena.

Haastateltavien vastaukset erosivat toisistaan. Pankkiiri A:n mukaan keskuspankkien rahapolitiikasta ei juurikaan keskustella asiakkaiden kanssa, sillä keskuspankit ovat niin kaukaisia toimijoita, joiden toimintaan ja rahapoliittiseen päätöksentekoon on asiakkaiden vaikea saada kosketuspintaa. Keskustelu on lähinnä pintapuolista ”nice-to-know” tyylistä keskustelua, jossa käydään läpi lähinnä inflaation nousuvauhtia Yhdysvalloissa ja Euroopassa ja miten inflaatio vaikuttaa korkotasoon kyseisillä markkinoilla.

*Lähinnä mietitään allokaatiota eli siitä kuinka paljon kannattaa olla pitkissä koroissa, lyhyissä koroissa ja kuinka paljon sit taas muissa omaisuuslajiluokissa. Mutta voi sanoa, että todella harvan asiakkaan kanssa siitä (rahopolitiikasta) keskustellaan.* – Pankkiiri A

Pankkiiri A kertoi lisäksi keskustelevansa asiakkaiden korkosuojauksesta, mikä on seurausta keskuspankkien rahapolitiikasta ja matalasta korkotasosta. Keskustelu korkosuojauksesta on kuitenkin hänen mukaansa jäänyt vähemmälle, sillä korkojen nousua on odotettu varsinkin euroalueella jo kauan eikä se ole vielä kukaan toteutunut.

Matala korkotaso on hänen mukaansa johtanut tilanteeseen, jossa asiakkaita täytyy usein muistuttaa tulevaisuudessa tapahtuvan yleisen korkotason nousun seurauksista.

Pankkiiri B kertoi keskustelevansa melko paljon asiakkaidensa kanssa keskuspankkien rahapolitiikasta. Hän näki tähän osittain syynä, että keskuspankkien rahapolitiikka ja nykyinen korkoympäristö ovat saaneet paljon huomiota mediassa sekä pankin tarjoamissa sijoitusstrategioissa, jonka seurauksena asiakkaat haluavat keskustella siitä aiempaa enemmän. Hänen mukaansa asiakkaat ovat siis aiempaa kiinnostuneita korkopolitiikasta niin Euroopassa kuin Yhdysvalloissakin.

*Itse puhun asiakkaiden kanssa siitä miten EKP:n ja FED:n politiikka poikkeaa toisistaan, joka sit taas osaltaan auttaa avaamaan sitä korkotilannetta ja yleensä sitä talouden kehitystä. Ja miksi jenkkimarkkina on niin paljon dynaamisempi? Koska siellä on helpompi tehdä päätöksiä. EKP on käytännössä naulannut itsensä puhtaasti inflaatiotavoitteeseen ja Fedillä kädet on huomattavasti vapaammat, koska inflaatiotavoitteen lisäksi heillä on talouskasvu ja muita pienempiä tavoitteita.– Pankkiiri B*

Pankkiiri B korosti haastattelussa, että yleisen korkomarkkinan ymmärtäminen on sijoittajan kannalta tärkeää, koska yleinen korkotaso on eräänlainen talouden mittari. Yleisen korkotason avulla pyritään ennustamaan talouden tulevaisuutta, johon myös erilaiset sijoitusinstrumentit reagoivat. Hän myös nosti keskuspankkien korkopolitiikasta puhuttaessa esiin valuuttaliikkeiden ennustamisen vaikeuden ja piti sitä lähes mahdottomana nykyään. Hänen mukaansa esimerkiksi yleiseen pariteettiteoriaan perustuvaa valuuttaliikkeiden ennustamista joutuu nykyään kyseenalaistamaan aiempaa enemmän antaen esimerkin euro/dollari- valuuttakurssista, joka ei tunnu perustuvan hänen mukaansa nykyään korkoeroon, kuten sen teoriassa pitäisi. Tämä aiheuttaa hänen mukaansa haasteita sijoittajille, jotka haluavat tehdä sijoituksia eri valuutoissa.

Pankkiiri C kertoi keskustelewansa asiakkaidensa kanssa keskuspankkien rahapolitiikasta ja hänen mukaansa keskustelu on lisääntynyt pitkään jatkuneen poikkeuksellisen korkotilanteen johdosta

*Viimeaikoina keskustelu on kuitenkin lisääntynyt, koska elvyttäminen Yhdysvalloissa on loppunut jonkin aikaa sitten. Euroopassa elvytys on vielä käynnissä joten korkoeroista keskustellaan sekä keskuspankkien roolista taloudessa.- Pankkiiri C*

Pankkiiri A ja B nostivat myös itse esille teeman Euroopan keskuspankin ja Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikan päätöksenteon läpinäkyvyydestä. Tämä helpottaa sijoitusympäristön tulevaisuuden ennustamista, kun tiedetään millaisessa koronnostomoodissa ollaan seuraavat 3-4 vuotta, koska sijoitusmarkkinoilla toimijat eivät pidä äkillisistä koronnostoista keskuspankkien osalta. Haastateltavat myös huomauttivat, että nykyään sijoitusmarkkinat ovat melko herkkiä uutisoinnille keskuspankkien rahapolitiikasta, viitaten helmikuuhun 2017, jolloin Yhdysvalloissa odotettua nopeammaksi ennustettu inflaatio pelästytti sijoittajia mahdollisesta nopeammasta ohjauskoron nostosta, joka heijastui negatiivisena kehityksenä osakemarkkinoilla. Pankkiiri B koki helmikuun 2017 kurssilaskun osakemarkkinoilla enemmän markkinapsykoosina eikä niinkään todellisuuteen perustuvana uhkana.

#### 5.4 Keskustelu osakesijoittamisesta

Kuten vastauksista on käynyt ilmi, on sijoitusympäristö muuttunut viimeisen 10 vuoden aikana. Haastatteluissa pankkiirien kanssa keskusteltiin osakesijoittamisesta ja sen muuttumisesta matalasta korkotasosta johtuen.

Pankkiiri A:n mukaan osakkeisiin sijoittaminen on lisääntynyt selkeästi asiakkaiden keskuudessa viimeisen 10 vuoden aikana. Hänen mukaansa noin kolmasosalla asiakkaista oli määräaikaistalletus, hiukan rahastoja ja muutama osake, esimerkiksi jotain kansanosaketta kuten Sampo, Nordea tai UPM:ää. Osakesalkut olivat tosi suppeita ja sisälsivät paljon yritysrisiä. Pankkiiri A näki tämän olevan seurausta siitä, että ennen korkotasoa oli nykyistä korkeampi.

*Määräaikaistalletus tarjosi vuodessa noin 2-5 % tuoton niin miksi asiakkaan olisi pitänyt mennä osakemarkkinoille? Se, että asiakas on vähän iäkkäämpi, niin monelle tärkein tavoite on, että pääoma säilyy ja saa suurin piirtein inflaatiota ylittävää tuottoa. Nyt kun sitä (inflaatiota ylittävää tuottoa) ei enää saa ja kaikki ymmärtää, että valtiolainoissa ja määräaikaistalletuksissa on riskiä, koska pankitkin voi mennä nurin, osakkeiden suosio on lisääntynyt. – Pankkiiri A*

Haastatteluissa nousi esiin myös mielenkiintoinen teema. Asiakkaat mieltävät tietyt vakaat osakkeet matalasta korkotasosta johtuen nykyään eräänlaisiksi joukkovelkakirjalainasijoituksiksi. Pankkiiri A:n mukaan vakaat osakkeet edustavat sellaisia yrityksiä, joiden Beta-kerroin on matala, yrityksen tase on vahva, yritys maksaa hyvää osinkoa ja liiketoiminnan luonne on vakaa.

*Tämän tyylisten osakkeiden kiinnostavuus on noussut asiakkaiden näkövinkkelistä, koska ne lähestyvät perusolemukseltaan joukkolainasijoitusta. Niistä saa ehkä jopa kolmesta viiteen prosenttia osinkotuloa per vuosi. Arvo heilahtelee toki markkinoiden mukaan, mutta vähemmän kuin muilla osakkeilla. Jos ajatellaan, että siellä on mukana vaikka päivittäistavarayhtiö, esimerkiksi Kesko, niin sillä on vakiintunut asema markkinoilla ja sopivasti arvonnousua per vuosi. Hyvin monet asiakkaat mieltävät ne hyvin turvallisiksi sijoituskohteiksi, korkosijoituksen omaiseksi tuotteeksi. Toki asiakkaat myös ymmärtää että arvo voi heilahdella rajustikin. – Pankkiiri A*

Myös pankkiiri B totesi, että tänä päivänä asiakkaat näkevät tietyt, niin kutsutut kansanosakkeet, korkosijoituksen kaltaisena sijoitusinstrumenttina, koska matalan korkotason seurauksena perinteisiä tilivaroja on hakeutunut turvallisiin osakenimiin, jotka vakaan liiketoiminnan ja hyvän osingonmaksukyvyyn perusteella houkuttelevat sijoittajia. Tällainen ajattelumalli on pankkiiri B:n mukaan lisääntynyt viime vuosina. Pankkiiri C ei kokenut

vahvaa osinkoa maksavia osakkeita korkosijoitusten kaltaisina instrumentteina vaikka ymmärsikin, mitä sijoittajat hakevat kyseisellä ratkaisulla.

Haastatteluissa keskusteltiin myös, näkevätkö pankkiirit osakesijoittamisen riskisempänä matalan koron ympäristössä. Tällä teemalla viitataan alaluvussa 3.2 käsiteltyyn osakesijoittamisen tuotto-odotuksen muodostumisen kaavaan, jossa tuotto-odotuksen säilyessä samana matalassa riskittömän koron sijoitusympäristössä, osakeriskipreemio kasvaa.

Haastateltavat kokivat, että osakesijoittaminen ei ole riskisempää matalan koron ympäristössä. Pankkiiri C:n mukaan matalan koron ympäristössä osakemarkkinoilla on varmasti enemmän sijoittajia, jotka saadakseen tuottoa toimivat siellä. Pankkiiri B:n osakesijoittamista ei koeta riskisenä, koska keskuspankkien rahapolitiikka on ennustettavaa, jolloin osakemarkkinat ehtivät sopeutumaan mahdolliseen ohjauskoron nostoon. Hän lisäsi, että osakemarkkinoiden toimiessa tänä päivän algoritmien ja suurten institutionaalisten rahastojen kautta, äkilliset liikkeet korkomarkkinoilla saattavat saada äkillisiä liikkeitä osakemarkkinoilla.

*Kyllähän markkinoilla on jonkun verran likviditeettiä enemmän osakkeissa, kuin olisi korkeiden korkojen aikana ja kyllä se raha varmasti tulee liikkumaan osakkeista kohti korkoja. Korkojen nousu ja inflaatio yhdistelmänä on tietysti merkki terveestä taloudesta ja jos talous on terve, niin se tarkoittaa että yritykset pystyy tekemään tulosta eli liikevaihto kasvaa ja pystytään tekemään tulosta huolimatta rahoituskulujen kasvusta.– Pankkiiri B.*

Pankkiiri A:n mukaan osakesijoittaminen voidaan kokea riskisempänä, mikäli yrityksen toimialan luonne suosii velkarahan käyttöä. Tällöin yrityksellä voi olla vaikeuksia selviytyä rahoituskuluista korkotason noustessa. Pankkiirit kuitenkin muistuttivat, että esimerkiksi pankkisektori toimialana tulee hyötymään korkotason noususta.

*Uskon, että osakesijoittaminen ei ole riskisempää, koska jos me verrataan sitä korkean koron ympäristön, niin monella toimialalla, kuten kiinteistöalalla, velkaantuminen kuuluu toimialan luonteeseen. Matala korkotaso on johtanut siihen, että monella on salkussa enemmän osakkeita, mitä olisi niin sanotussa normaalin koron ympäristössä. Jos ohjauskorko olisi vaikka kahden prosentin tasolla ja määräaikaistalletuksilla voisi saada jopa kaksi ja puoli prosenttia, niin monella ois varmasti paljon enemmän korkosijoituksia kun nyt matalan koron ympäristössä. Matalan koron ympäristö on johtanut siihen, että asiakkailla on totta kai paljon enemmän osakeriskiä salkussa.– Pankkiiri A*



Haastatteluissa käytiin myös läpi, miten tulevaisuudessa tapahtuva ohjauskoron nosto vaikuttaa pankkiirien mielestä osakemarkkinoille ja koetaanko se positiivisena vai negatiivisena asiana. Aikaisemmin luvussa 3 läpikäydyn teorian mukaan ohjauskoron nosto heikentää yritysten tulevaisuuden kassavirtoja, jolloin osakkeiden markkina arvon tulisi pudota.

Pankkiiri B:n mukaan on tärkeää nähdä, missä korkoympäristössä eletään, koska sillä on hänen mukaansa iso merkitys puhuttaessa korkotason noususta. Pankkiiri B totesi lisäksi, että mikäli nykyisestä korkoympäristöstä liikuttaisiin nopeasti esimerkiksi 1980-luvun korkoympäristöön, niin korkojen nousu olisi voimakkaasti haitallista osakemarkkinoille.

*Jos markkinakorot ovat kuitenkin negatiiviset, joka on epäterve tilanne, ja sit kun ne liikkuu siitä positiiviseen eli tullaan terveeseen ympäristöäni. Onko se osakesijoittamiselle huono asia, niin se on vaikea nähdä. – Pankkiiri B.*

Pankkiiri B:n mukaan markkinakorkojen liikkuminen positiiviselle puolelle ja kokokäyrän normalisoituminen on pelkästään hyvä asia osakemarkkinoille. Hänen mukaansa inflaation ollessa nollassa, markkinakorkojen negatiivisia ja korkokäyrän ollessa tasainen, kertoo se talouden huonosta tilanteesta.

Pankkiiri A ja C kokivat korkotason nousun vaikutuksen nykyisestä tilanteesta myös positiivisena ilmiönä osakemarkkinoille. Pankkiiri C kuitenkin muistutti, että korkojen nousun alkuvaiheessa saattaa osakemarkkinoilla esiintyä markkinaheilahduksia. Pankkiirien mukaan korkojen nousu on hyvä uutinen osakkeille, koska se tarkoittaa, että inflaatio on kiihtymässä nykyisestä tasosta. Tämä heijastelee talouden parantunutta tilaa.

*Jossain kohtaa korkojen nousu alkaa vaikuttaa sijoittajien riskinottohalukkuutta vähentävästi. Vaakakuppi kääntyy siihen, että ne sijoittajat jotka eivät halua ottaa liikaa osakeriskiä, palaa korkosijoitus maailmaan. Sitten kun valtionlainasta saadaan tuottoa yli 2 %, osa salkusta laitetaan korkosijoituksiin, jolloin se vähentää riskinotto halukkuutta ja todennäköisesti näkyy osakemarkkinoilla. – Pankkiiri C*

Asiakkaiden tuotto-odotuksista keskusteltaessa pankkiiri A koki, että asiakkaiden tuotto-odotukset ovat laskeneet viimeisen 10 vuoden aikana. Hänen mukaansa nykyään asiakkaille riittää 4-8 % tuotto vuosittain, koska se riittää kattamaan inflaation. Pankkiiri B:ellä ja C:ellä oli samankaltaiset kokemukset asiakkaiden tuotto-odotuksista sijoitetulle pääomalle eli nykyään tuoton ei tarvitse olla niin korkea kuin aikaisemmin, koska inflaatio on niin alhainen. Pankkiiri C:n mukaan osa asiakkaista on tyytyväinen nykyään jopa nollatuottoon.

Haastatteluissa keskusteltiin sijoittajapsykologisesta näkökulmasta korkotason muutoksiin. Koska osakesijoittamiseen liittyy vahva psykologinen merkitys, korkotason nousua ja sen merkitystä osakesijoittamiselle on käsitelty aiemmissa kappaleissa. Pankkiiri A ja C nostivat kuitenkin haastattelussa esille, että mahdollisen äkillisen korkotason nousun myötä seuraavaan markkinaromahdukseen reagointi on aina yksilöllistä riippuen asiakkaiden riskinottokyvystä. Asiakkaat, joilla riskinottokyky on matala reagoivat usein herkästi osakemarkkinoiden laskuun ja ovat halukkaita myymään osakkeita ja lisäämään käteisen osuutta. Molempien pankkiirien haastatteluissa kävi ilmi, että lisääntynyt sijoitusinformaation määrä on vaikuttanut omalta osaltaan asiakkaisiin, joiden oma ymmärrys sijoitusmarkkinoista ei ole hyvä.

*Ongelmallisin tilanne on niillä ketkä seuraavat markkinoita vähän ja lukee otsikot Kaupalehdestä. Kun siellä mainitaan että, osakemarkkinat saattavat tulla reippaasti alas päin, niin asiakkaat haluaa pienentää riskitasoa ja pienentää osakeriskiä.. Sitten kun osakekurssit ovat vähän nousussa, sit yleensä ostetaan lisää osakkeita ja lisätään osakepainoa. Tämä johtaa siihen että salkun performanssi on aika heikko. Asiakkaat luottavat siihen, mitä varainhoitaja kertoo. Että missä mennään ja että on järkevää pitäytyä tässä nykyisessä jakamassa eikä tehdä muutoksia. Suuri osa asiakkaista ymmärtää että hötkyilyllä ei saada lisätuottoa. Totta kai on olemassa niitäkin asiakkaita jotka toteuttaa sitä skenaariota, että kun menee hyvin että ostetaan lisää, ja kun markkinat romahtaa niin myydään pohjalla. – Pankkiiri C*

## 5.5 Keskustelu korkosijoittamisesta

Teemahaastattelun seuraavassa osiossa keskusteltiin pankkiirien kanssa korkosijoittamisesta, sen muutoksesta matalan koron ympäristössä sekä siitä ymmärtävätkö varainhoidon asiakkaat korkotason nousun merkityksen korkosijoittamiselle.

Kuten edellä on todettu, korkotason mataluuden johdosta korkosijoittaminen ei ole yhtä suosittua, mitä se on aikaisemmin ollut. Luvuissa 4.1 ja 4.2 käytiin läpi korkosijoittamisen peruseriaatteita sekä joukkovelkakirjalainan arvonmäärittystä.

Haastateltavien pankkiirien mukaan asiakkaat eivät teoriatasolla ymmärrä korkotason nousun merkitystä korkosijoitusten arvolle, joka omalta osaltaan luo haasteita selittää asiakkaille korkosijoittamista matalan koron ympäristössä. Pankkiiri C koki, että asiakkaat ymmärtävät korkosijoittamisen teoriaa paremmin kuin aikaisemmin, koska korkotaso on ollut matala jo pitkään. Tämä koskee erityisesti tilannetta, kun asiakas on aikaisemmin tottunut sijoittamaan korkoihin. Pankkiiri A:n mukaan monet asiakkaat väittävät ymmärtävänsä korkotason nousun merkityksen korkosijoittamiselle, mutta todellisuudessa asia on toinen.

*Jos täyden valtakirjan salkku ei ole korkosijoitusten osalta tuottanut kalenterivuoden aikana juuri mitään, siinä kohtaa monella on aika vaikea ymmärtää että syy on korkotason nousussa eikä salkunhoidossa. Se ensimmäinen ajatus asiakkaalla on, että salkunhoito on epäonnistunut. – Pankkiiri A*

Pankkiiri A nosti esiin myös mielenkiintoisen asiakkaiden harhakuvitelman liittyen korkosijoitukseen. Hänen mukaansa asiakkaat kokevat joukkovelkakirjalainasijoituksesta saatavan kuponkikoron aina positiivisena asiana. Hänen mukaansa asiakkaat ovat tyytyväisiä, kun he saavat kuponkikorkoa, vaikka sijoituksen arvo olisikin laskenut yleisen korkotason nousun myötä. Mikäli kuponkikorko on esimerkiksi 5 % ja sijoituksen arvo laskee 5 %, niin asiakkaat kokevat sijoituksen tuottavana, vaikka sijoitus ei olisikaan tuottanut mitään

Pankkiiri B:n havainnot korkosijoittamisesta ovat samankaltaisia. Asiakkaiden on vaikea ymmärtää korkotason ja erityisesti sen nousun merkitystä korkosijoittamiselle.

*Suurelta osin täytyy sanoa että se on asiakkaalle vieras ajatus, että olemassa olevien korkosijoitusten arvo laskee jos korot nousee. Kyllä mä luulen, että asiakkailla on sen tyyppinen ajatus, että korko on jotain positiivista joka tuottaa. Sillä lailla se teknisesti onkin, kun yksityissijoittaja ostaa jotain joukkovelkakirjalainaa niin siinä on jonkunlainen korkokompensaatio riskistä ja sillä markkina-arvon vaihtelulla ei tietysti ole merkitystä sijoittajalle jos sen (korkosijoituksen) pitää sen eräpäivään asti. – Pankkiiri B*

Pankkiiri B koki, että nykyisessä sijoitusympäristössä korkosijoitukseen on ladattu suhteessa tuotto-odotukseen enemmän riskiä kuin osakkeisiin, sillä korkojen pienikin nousu vaikuttaa korkosijoitukseen negatiivisesti, jolloin korkomarkkinoille sijoittamisen suositelemisen asiakkaille on hyvin haastavaa. Hänen mukaansa matala korkotaso on käytännössä poistanut korkosijoittamismahdollisuuden piensijoittajilta. Hän lisäsi, että joukkovelkakirjalainasijoittaminen olisi tavallisen sijoittajan kannalta erittäin järkevä sijoitusmuoto, koska sijoittajan ei periaatteessa tarvitse välittää markkina-arvon heilahtelusta. Lisäksi joukkovelkakirjalainasijoituksissa on eräpäivä ja niistä saa pääoman takaisin. Nämä ovat pankkiiri B:n mukaan hyviä puolia joukkovelkakirjalainasijoituksissa, koska näitä elementtejä ei ole osakesijoittamisessa. Osakkeilla ei ole eräpäivää ja sijoitetun pääoman takaisinsaamisesta ei ole varmuutta, vaan sen voi menettää kokonaan. Pankkiiri B kuitenkin muistutti, että lisääntynyt regulaatio on vaikuttanut siihen, että joukkovelkakirjojen liikkeellelaskijat eivät myöskään halua operoida piensijoittajien kanssa vaan he haluavat ammattimaisia sijoittajia, jolloin sijoittajia on määrällisesti vähemmän. Joukkovelkakirjalainojen minimimerkinnät ovat hänen mukaansa niin isoja, että piensijoittajan ei ole järkevää sijoittaa niihin, koska edellä mainittujen sijoitusten osuus sijoitussalkussa

kasvaisi muuten liian suureksi ja lisäisi sijoitussalkun riskisyyttä. Pankkiiri A: lla ja C:ellä oli tästä samankaltaiset havainnot.

*Käytännössä kenenkään salkkuun, jolla ei ole yli viittä miljoonaa euroa varallisuutta, ei voi suositella yksittäistä joukkolainaa, jonka minimimerkintähinta on 100 000 euroa. Jos on pieni salkku miljoona tai alle, nii jos jotain negatiivista sattuu, se pudottaa sen koko salkun tuottoa liikaa.* –Pankkiiri A.

Kaikki kolme pankkiiria kuitenkin totesivat, että piensijoittajat pääsevät kuitenkin erilaisiin joukkovelkakirjasijoituksiin käsiksi pankin tarjoamien sijoitustuotteiden kautta, joiden minimimerkintähinnat ovat pienempiä.

Teemahaastattelussa keskusteltiin myös valtionlainasijoittamisesta turvasatamasijoituksina. Haastateltavien mukaan valtionlainasijoitusten tuotto-odotuksien ollessa hyvin alhaisia, valtionlainat ovat menettäneet merkitystään turvasatamasijoituksina verrattuna aikaan, jolloin korkotasoa oli korkeampi.

Pankkiirien mukaan esimerkiksi Yhdysvaltain 30-vuoden valtionlainaa voidaan pitää turvasatamasijoituksena, mutta koska sen maturiteetti on hyvin pitkä ja se sisältää valuuttariskin, se ei houkuttele piensijoittajia. Pankkiiri C:n mukaan pitkiin korkoinstrumentteihin sijoittamista ei kuitenkaan voi tällä hetkellä suositella asiakkaille käytännössä olleenaan

*Piensijoittajille turvasatamasijoitus on nykyään käteinen tai Sammon osake.*

– Pankkiiri B

Haastateltavilta pankkiireilta myös tiedusteltiin, onko nousevien korkojen ympäristössä mahdollista saada tuottoa korkosijoituksista, koska kappaleessa 4.2 läpikäydyn teorian mukaan tämä ei ole mahdollista. Pankkiiri A:n mukaan on osittain mahdollista saada tuottoa myös nousevien korkojen ympäristössä, mikäli korkojen nousuvauhti on hyvin maltillinen. Tällöin sijoitus voi tuottaa jonkin verran yli inflaation. Pankkiiri A muistutti myös, että sijoittaja voi saada nykyisessä matalassa korkoympäristössä korkosijoituksilleen tuottoa kehittyviltä markkinoilta, joissa korkotasoa voi jopa laskea. Samalla sijoittaja kuitenkin altistuu monille riskeille, joiden johdosta kyseisten maiden korkotasoa ja korkosijoitusten tuotot ovat korkeampia. Pankkiiri B:n ja C:een mukaan nousevien korkojen ympäristössä ei ole mahdollista saada tuottoa.

## 5.6 Haastatteluiden analysointi

Tämän alaluvun tarkoituksena on analysoida ja koota yhteen empirian kautta saatuja vastauksia ja vertailla niitä aikaisemmin läpikäytyihin akateemisiin tutkimuksiin ja kirjallisuuteen. Teemahaastatteluissa käytiin läpi myös muita teemoja, kuten varainhoidon ja sijoitusneuvonnan muutosta, joka on yksi tämän tutkielman päätutkimusongelmista.

Akateemisessa kirjallisuudessa oleva teoria osake- ja korkosijoittamisesta on melko samassa linjassa pankkiirien haastatteluista saadun empirian kanssa. Eroavaisuudet teorian ja käytännön välillä ilmenevät enemmän osakesijoittamisessa, jossa esimerkiksi yritysten toimialalla sekä psykologisilla tekijöillä on enemmän merkitystä. Kuten Jareno, Ferrer ja Miroslovan (2016, 2469) tutkimuksessa kävi ilmi, eri toimialat reagoivat eritavoilla muutoksiin yleisessä korkotasossa, jota myös pankkiiri A korosti haastattelussa. Haastateltavien mukaan myös korkotason nousu nykyisestä tasosta voidaan nähdä positiivisena asiana osakemarkkinoille, joka on isoin eroavaisuus teorian kanssa. Tätä myös pankkiiri C korosti. Hänen mukaansa ennen osakkeiden ja korkojen välinen yhteys oli sama mitä akateemisessa kirjallisuudessa esitettiin, mutta nykyään tilanne on toinen. Akateemisessa kirjallisuudessa ja aiemmissa tutkimuksissa tutkimustulokset korkotason nousun vaikutuksesta osakemarkkinoille vaihtelevat sen mukaan millaisessa taloudellisessa tilanteessa tutkimus on tehty. Lähtökohtaisesti akateemisessa kirjallisuudessa korkotason nousu nähdään osakkeille negatiivisena asiana, koska osakkeiden tulevaisuuden kassavirrat pienevät diskonttotekijän noustessa, kuten Mishkin ym. (2013, 130–131) kirjoittavat. Gu ja Gaon (2013, 139–140) tutkimuksessa oli jo viitteitä, että pitkällä aikavälillä Yhdysvalloissa keskuspankin ohjauskorko ja pörssikurssi korreloivat keskenään. Tämä on tällöin ristiriidassa akateemisessa esiintyvän kirjallisuuden kanssa, mutta haastateltaessa pankkiireja kokivat he korkotason nousun ainakin nykyisestä ympäristöstä nostavan osakekurseja. Lisäksi edellä haastatteluissa on käynyt ilmi, korkotason nousua ei voi käsitellä vain ja ainoastaan matemaattisena ilmiönä, sillä korkotilanne, jossa tällä hetkellä eletään, on otettava huomioon.

Haastatteluissa kävi ilmi, että eroavaisuuksia akateemisen kirjallisuuden sekä empiirisen tiedon välillä on melko vähän. Eroavaisuudet liittyvät lähinnä jo edellä mainittuun yleisen korkotason muutoksiin sekä siihen, onko esimerkiksi korkotason nousu positiivinen vai negatiivinen asia osakkeille. Tällöin sijoittajien psykologisilla tekijöillä on vaikutusta markkinareaktioon, kun esimerkiksi keskuspankki ilmoittaa ohjauskoron nostosta kehittyneen taloustilanteen seurauksena. Vaikka haastatteluista kävi ilmi, että asiakkaiden tuotto-odotus on pienentynyt inflaation ollessa matala, on osakeriskipremio pysynyt melko muuttumattomana verrattuna korkeamman koron ympäristöön.

Pankkiirit korostivat haastattelussa, että nykyisessä sijoitusympäristössä niin kutsuttu varman tuoton käsite on hävinnyt keskuspankkien elvyttävän rahapolitiikan seurauksena, joka on osaltaan muuttanut sijoitusympäristöä.

Varainhoito ja sijoitusneuvonta ovat haastatteluiden perusteella muuttuneet viimeisen 10 vuoden aikana haastavammaksi, pääasiassa lisääntyneestä pankkisääntelystä johtuen. Sijoitusmielessä asiakkaille on voinut tarjota korkeamman koron ympäristössä enemmän korkotuotteita kuin nykyään, mutta lisääntyneen regulaation johdosta konsultatiivinen salkunhoito on vähentynyt reilusti ja vastaavasti täyden valtakirjan salkunhoito on lisääntynyt, koska se on kustannustehokkaampaa. Lisääntynyt regulaatio sekä dokumentaatiovaatimukset ovat myös lisänneet pankkiirien työmäärää ja vähentänyt asiakasaktiiviteettia, joka osaltaan koetaan ongelmalliseksi pankkiirin työssä. Muita tekijöitä varainhoidon muutokseen koettiin olevan lisääntynyt informaatiotulva, joka omalta osaltaan lisää haasteita, mutta samalla mahdollisuuksia varainhoidossa. Myös digitalisaation ja automatisoidun varainhoidon koettiin muuttavan toimintaympäristöä. Tämä tarkoittaa, että matala korkotasoa ei ole ainoa tekijä, joka vaikuttaa sijoitusympäristöön, vaan sijoitusympäristöä muuttavia tekijöitä on runsaasti.

## 6 LOPUKSI

Tämän viimeisen luvun tarkoituksena on läpikäydyn teorian sekä teemahaastatteluilla aikaansaadun empiirisen aineiston avulla tehdä yhteenveto ja johtopäätös yleisestä sijoitusympäristön muutoksesta, joka on seurausta matalasta korkotasosta sekä perustella johtopäätösten yleistettävyyttä. Luvun lopussa tullaan esittelemään tutkielman edetessä kehittyneitä jatkotutkimusmahdollisuuksia. Tämän tutkielma keskittyi käsittelemään matalaa korkotasoa uutena sijoitusympäristönä varainhoidon näkökulmasta. Tutkielman teoreettisessa osuudessa käsiteltiin aiheeseen liittyvää akateemista kirjallisuutta sekä aiheesta tehtyjä tutkimuksia. Empiirinen aineisto kerättiin suorittamalla teemahaastatteluita Pankin X varainhoidon yksikön pankkiireille, joissa käsiteltiin tämän tutkielman teoreettisessa osuudessa läpikäytyjä teemoja. Lisäksi haastatteluissa käytiin läpi, miten varainhoito ja sijoitusneuvonta ovat muuttuneet verrattuna aikaisempaan sijoitusympäristöön, jolloin korkotaso oli nykyistä korkeampi

### 6.1 Yhteenveto ja johtopäätökset

Tämän tutkielman teoreettisessa osuudessa käsiteltiin aluksi Euroopan sekä Yhdysvaltain keskuspankin rahapolitiikkaa, jotta ymmärrettäisiin, mihin nykyinen matala korkotaso perustuu. Tämä oli myös yksi tutkielman alaongelmista, koska tarkoituksena oli pohtia, miten nykyinen matala korkotaso on syntynyt. Luvussa käsiteltiin myös keskuspankkien rahapolitiikan tavoitteita ja keinoja. Näin lukijalle syntyy käsitys, millä perusteilla keskuspankit tekevät päätöksiä sekä miksi rahapoliittinen päätöksenteko eroaa Euroopassa ja Yhdysvalloissa. Luvussa esiteltiin lisäksi Taylorin sääntöä, joka on keskuspankkien tärkein rahapolitiikkasääntö korkotasoa määriteltäessä. Analysoitaessa tutkimustuloksia Taylorin säännöstä havaittiin, että finanssikriisin ollessa pahimmillaan keskuspankkien olisi säännön perusteella pitänyt laskea yleistä korkotasoa enemmän, mutta nollakorkorajoitteen vuoksi se ei ollut mahdollista. Taylorin säännön paikkaansa pitävyyttä voidaan jollain tasolla kyseenalaistaa, sillä sääntö perustuu olettamuksiin esimerkiksi reaalisesta korkotasosta, joka tämän päivän korko- ja inflaatioympäristössä ei ole mahdollinen. Tutkielmaan oli valittu käsiteltäviksi keskuspankeiksi Euroopan keskuspankki ja Yhdysvaltain keskuspankki niiden valtavan globaalien vaikutusten vuoksi sekä päätöksenteon läpinäkyvyyden vuoksi. Yksi syy oli myös niiden erilaiset tavoitteet muun muassa inflaation suhteen, joka tuli esiin myös haastateltaessa pankkiireja tutkielman empiirisessä osuudessa. Tarkasteltaessa keskuspankkien rahapolitiikkaa on helposti huomattavissa, että Yhdysvalloissa rahapoliittinen päätöksenteko on helpompaa kuin Euroopassa, johon tuen pääsääntöisesti euroalueen talouksien eri tiloista. Tämän tutkielman rahapoliittinen teoriaosuus ei varsinaisesti tuonut mitään uutta informaatiota rahapolitiikasta vaan se loi pääasiassa pohjaa analysoitaessa matalan korkotason merkitystä sijoitustoiminnalle.

Tutkielman päätutkimusongelma oli, miten matala korkotaso vaikuttaa teoreettisesti osake- ja korkosijoittamiseen. Tutkielman päätutkimusongelmaan saatiin vastaus akateemisen kirjallisuuden sekä aiheesta tehtyjen tutkimusten avulla, joten tutkielmaa voidaan pitää onnistuneena.

Matalan korkotason voidaan akateemisen kirjallisuuden perusteella todeta vaikuttavan osakesijoittamiseen osakeriskipreemiota nostavana tekijänä tuotto-odotuksen pysyessä samana. Teoria vahvistui myös tutkielman empiirisessä osuudessa pankkiirien korostessa, että nykyisessä matalan koron ympäristössä sijoittajan on siedettävä aiempaa enemmän riskiä. Toisaalta matala korkotaso ”pakottaa” tuottohakuiset sijoittajat hakeutumaan osakemarkkinoille, sillä muita yhtä tuottavia sijoituskohteita on vaikea löytää.

Luvussa tarkasteltiin myös tutkimustuloksia ohjauskoron ja pörssi-indeksien välisestä yhteydestä. Akateemisessa kirjallisuudessa ei juuri oteta huomioon sitä, millaisessa taloudellisessa tilanteessa keskuspankit nostavat tai laskevat ohjauskorkoaan. Akateemisessa teoreettisessa kirjallisuudessa koronnousu koetaan negatiiviseksi asiaksi, koska se teoreettisesti pienentää osakkeiden tulevaisuuden kassavirtojen nykyarvoa. Aiheesta on tehty tutkimuksia, mutta tutkimukset ajoittuvat pääasiallisesti finanssikriisiä edeltävään aikaan. Nykyistä korkoympäristöä ja pörssien välistä yhteyttä on helpompi analysoida esimerkiksi 5 vuoden päästä, joten tutkimustulosten analysointi on tässä tutkielmassa suuntaa antavaa. Empiirisessä osuudessa yksi haastateltavista myös muistutti, että nykyinen korkoympäristö kertoo epäterveestä tilanteesta, jolloin korkotason nousun odotetaan teorian vastaisesti olevan positiivinen asia osakkeille.

Korkosijoittajan maailma on ollut viimeiset vuodet hyvin haastava, jonka teoria ja empiria vahvistavat. Keskuspankit ovat ekspansiivisella rahapolitiikallaan käytännössä poistaneet korkosijoitukset pienäkin tuottoa tavoittelevan sijoittajan portfolioista, sillä nousevien korkojen ympäristössä korkosijoittaminen ei ole tuottavaa. Keskuspankit ovat joutuneet käytännössä tekemään valinnan finanssikriisin jälkeen, jonka seurauksena joukkovelkakirjalaina markkinat ovat muodostuneet haastaviksi, sillä sijoittajat eivät ole halukkaita sijoittamaan joukkovelkakirjalainoihin nousevien korkojen ympäristössä. Toinen vaihtoehto keskuspankeille olisi ollut laskea korkotasoa maltillisemmin, mutta talouden voimakkaiden häiriötilojen johdosta tämä ei ollut mahdollista. Riskittömän koron laskeessa lähelle nolaa, on myös valtionlainojen olemassaolo turvasatamasijoituksena ainakin empirian mukaan poistunut. Teoreettisesti niistä saa pientä tuottoa, joka ei kuitenkaan aina kata edes inflaatiota. Alhainen riskitön korko aiheuttaa myös haasteita monille olemassa oleville rahoitusteoreettisille malleille, joissa riskitön korko on yksi komponenteista.

Tutkielman toinen pääongelmista oli, miten pankin varainhoito ja sijoitusneuvonta ovat muuttuneet matalan korkotason seurauksena. Teemahaastatteluissa pankkiirit eivät itsessään kokeneet matalaa korkoympäristöä varainhoitoa ja sijoitusneuvontaa muuttavana te-



kijänä. Itse varainhoito koskien osake- ja korkosijoittamista nojasi kirjallisuudessa esiintyvään teoriaan, joka tarjoaa sekä mahdollisuuksia että haasteita. Uusi korkoympäristö lienee hiukan haastavampi toimintaympäristö varainhoidon vanhemmille asiakkaille, sillä he ovat tottuneet selkeästi korkeampaan korkoympäristöön. Tämä näkyy haastatteluiden perusteella eroavaisuuksina eri ikäryhmien välillä. Suurimmaksi haasteeksi koettiin lisääntynyt regulaatio, jonka voi katsoa olevan seurausta finanssikriisistä, jolla pyritään takamaan pankkisektorin vakaammat toimintamallit ja estämään samankaltainen tilanne, joka seurasi Yhdysvaltalaisen pankin Lehman Brothersin kaatumisesta vuonna 2008. Lisääntynyt regulaatio on lisännyt varainhoidossa täyden valtakirjan salkunhoitoa sen joustavamman toimintamallin takia. Näin ollen pelkkä konsultatiivinen salkunhoito on vähentynyt, sillä regulaatioympäristö omalta osaltaan kannustaa pankkiireja sijoitusneuvontaprosessin takia käyttämään täyden valtakirjan salkunhoitoa. Haastateltavat uskovat, että regulaatio tulee lisääntymään nykyisestään entisestään, jota ei itse työn mielekkyyden takia pidetä positiivisena asiana. Regulaation johdosta pankkiirit joutuvat työskentelemään sellaisten asioiden parissa, jotka eivät ole varsinaisesti heidän ydinosaamisaluettaan.

Matalan korkotason ympäristössä mielenkiinnon kohteena on myös korkotason mahdollinen nousu tulevaisuudessa. Globaalin talouden kasvaessa keskuspankit joutuvat tilanteeseen, missä korkotasoa olisi käytännössä pakko nostaa, jotta seuraavaan taantuman aikana ne pystyisivät laskemaan ohjauskorkoa, kuten aikaisemmin on tehty. Esimerkiksi euroalueella saatetaan joutua jatkossa siirtymään kohti Yhdysvaltain mallia, jossa keskuspankin ohjauskorkopäätökset tehdään myös muiden kuin kiinteän inflaatiotavoitteen perusteella. Tämä on haastavaa euroalueen eri talouksien tilanteista johtuen, mutta Euroopan keskuspankki joutuu pohtimaan tarkasti tulevaisuuden toimintamallejaan, varsinkin koska inflaatio ei euroalueella ole kiihtynyt korkotason laskusta huolimatta.

Suhteellisen pitkään jatkunut matalan koron ympäristö aiheuttaa myös harhan, että nykyinen ympäristö olisi uusi, jatkuva sijoitusympäristö. Tämä on mahdollista, mutta mahdollista on myös, että 20-30 vuoden päästä tilanne on toinen. Matala korkotaso aiheuttaa tilanteen, jossa markkinoilla toimijat eivät totu maksamaan lainarahasta korkoa. Matala korkoympäristö vaikuttaa lainanottohalukkuuteen, mutta korkotason noustessa on syytä ottaa huomioon, että lainanhoitokustannukset nousevat.

## **6.2 Jatkotutkimusmahdollisuudet**

Matala korkotaso on historiallisesti tarkasteltuna ainutlaatuinen sijoitus- ja toimintaympäristö, joka tarjoaa jatkotutkimusmahdollisuuksia runsaasti. Jatkotutkimuksia on varmasti helpompi tehdä tulevaisuudessa, kun korkotaso on noussut, jolloin nähdään paremmin, miten matala korkotaso vaikutti ja muutti sijoitusympäristöä.

Tutkielman tekemisen yhteydessä nousi esiin monta mielenkiintoista teemaa, jotka tarjoaisivat potentiaalisia ja kiinnostavia jatkotutkimusaiheita. Koska yleinen korkotaso on keskeinen osa taloutta ja sijoitustoimintaa, tarjoaa korkoympäristön tutkiminen eri näkökulmista runsaasti tutkimuskohteita. Korkojen nousun tai laskun vaikutus osakeindeksiin ja eri toimialoille tarjoaa runsaasti tutkimusmahdollisuuksia. Tutkimusotteena voisi tällöin olla määrällinen tutkimusote, jonka avulla mahdollisiin hypoteeseihin on helpompi ottaa kantaa. Vaikka aiheesta löytyy aiempia tutkimuksia, nykyinen nollakorkoympäristö tarjoaa ainutlaatuisen ympäristön tutkielman tekemiselle. Edellä mainittu rahoitusteoreettisten mallien paikkaansa pitävyys nollakorkoympäristössä on teema, jota olisi mielenkiintoista tutkia. Matala korkotaso mahdollistaa myös velkavivun hyödyntämisen sijoitustoiminnassa, jonka onnistunut käyttö lisää pääoman tuottoa, jonka myös pankkiiri C nosti haastattelussa esille. Koska lainanottaminen on korkotason ollessa matalalla edullista, velkavivun käyttäminen on houkuttelevaa, koska tällöin sijoituksen tuoton ei tarvitse ole kovin suuri kattaakseen lainan koron. Korkotason kuitenkin noustessa tulevaisuudessa nykyisestä, velkavivun käytön on oltavaa tarkkaan suunniteltua ja harkittua. Teemahaastatteluissa regulaatio nousi esiin poikkeuksellisen paljon. Pankkiregulaation tutkimuskentässä riittäisi paljon erilaisia tutkimuskohteita. Lisäksi matalan korkotason ja regulaation välillä vallitsee ilmiselvästi yhteys, joka mahdollistaa monia erilaisia ja mielenkiintoisia tutkimuksen tekemismahdollisuuksia.

## LÄHTEET

Alasuutari, Pertti (2011) *Laadullinen tutkimus 2.0*. 4.uud. p. Vastapaino, Tampere

Alcidi, Cinzia- Busse, Matthias – Gros, Daniel (2016) Is there a need for additional monetary stimulus? Insights from the original Taylor Rule. *CEPS POLICY BRIEF*, No. 342, 1-10

Annual Returns on Stock, T.Bonds and T.Bills: 1928 – Current. <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>, haettu 22.1.2018

Asso, Pier F. – Kahn, Geroge A.- Leeson, Robert (2007) The Taylor rule and the transformation of monetary policy. *The Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Research Department*, 1-39

Borio, Claudio – Hofmann, Boris (2017) Is monetary policy less effective when interest rates are persistently low? *BIS Working Papers No 628*. 1-22

Bund 10-Yr.<<https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=DE10Y-DE>>, haettu 10.2.2018

Conducting Monetary Policy 2016. <[https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf\\_3.pdf](https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/files/pf_3.pdf)>, haettu 24.11.2017

Country Default Spreads and Risk Premiums. <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>, haettu 29.1.2018

Daily Treasury Yield Curve Rates, <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2012>>, haettu 25.9.2017

Dajcman, Silvo (2012) Comovement between stock and bond markets and the ‘flight to quality’ during financial market turmoil – a case of the Eurozone countries most affected by the sovereign debt crisis of 2010–2011. *Applied Economics Letters*. Vol. 19 (17), 1655- 1662.

Damodaran, Aswath. (2008a) *Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications*. Working Paper, Stern School of Business. 1-77

Damodaran, Aswath. (2008b) *What is the riskfree rate? A Search for the Basic Building Block*. Working Paper, Stern School of Business. 1-33

Digitaaliset toimintamallit rantautuvat varainhoitoon (2017) <<https://www.eurojatalous.fi/fi/2017/artikkelit/digitaaliset-toimintamallit-rantautuvat-varainhoitoon/>> haettu 10.3.2018

Dubosson, Magali – Fragniere, Emmanuel – Tuchschnid, Nils ( 2009) Wealth Management "Manufacturing": Delivering More Value? *The Journal of Wealth Management*. Vol 11 (4), 48–56

EKP:N RAHAPOLITIIKKA 2011. <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011fi.pdf?6563bf33de0a14b7130c095767dd75bc>>, haettu 30.9.2017

Euroopan keskuspankin ohjauskorko ja 12 kuukauden euribor <[www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/tilastot\\_markkina-\\_ja\\_hallinnolliset\\_korot\\_euribor\\_ek-pohj\\_kk\\_chrt\\_fi.aspx](http://www.suomenpankki.fi/fi/tilastot/korot/Pages/tilastot_markkina-_ja_hallinnolliset_korot_euribor_ek-pohj_kk_chrt_fi.aspx)>, haettu 10.4.2017

Eskola, Jari- Suoranta, Juha ( 2001) *Johdatus laadulliseen tutkimukseen*. 5.p. Gummerus, Jyväskylä

Fabozzi, Frank J. (2004) *Bond Markets, Analysis, and Strategies*. 5<sup>th</sup> Edition. Pearson Education International, New Jersey

Fernández, Pablo. (2008) MARKET RISK PREMIUM USED BY PROFESSORS IN 2008: A SURVEY WITH 1,400 ANSWERS. <<http://www.iese.edu/research/pdfs/di-0796-e.pdf>>, haettu 30.12.2017

Fernández, Pablo – Pershin, Vitaly – Achin, Isabel F. (2017) Discount Rate (Risk-Free Rate and Market Risk Premium) used for 41 countries in 2017: a survey. <<http://www.valumonics.com/wp-content/uploads/2017/06/Discount-rate-Pablo-Fern%C3%A1ndez.pdf>>, haettu 30.12.2017

Ferrando, Laura - Ferrer, Roman - Jareño, Francisco. (2017) Interest Rate Sensitivity of Spanish Industries: A Quantile Regression Approach. *The Manchester School*, Vol. 85(2), 212–242

Flannery, Mark J. & James, Christopher. M. (1984) The Effect of Interest Rate Changes on the Common Stock Returns of Financial Institutions. *The Journal of Finance*, Vol. 39( 4), 1141-1153.

Flavin, Thomas J. – Morley, Ciara E. – Panopoulou, Ekaterini (2014) Identifying safe haven assets for equity investors through an analysis of the stability of shock transmission. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol 33, 137-154.

Gasinski, Wojciech, Misztal, Anna (2010) The price stability oriented monetary policy of the European Central Bank. *Comparative Economic Research*, Vol. 13 (3), 5-15.

Ghauri, Pervez- Gronhaug, Kjell (2010) *Research Methods In Business Studies*. Pearson Education Limited, Edinburgh

Gu, Anthony – Gao, Xiaohui (2013) Unstable relationship between the Fed's monetary policy actions and the U.S. stock market. *Journal of Economics and Economic Education Research*, Vol 14 (3), 139-146

Haavisto, Markus – Kontulainen Jarmo – Kortelainen Mika (2009) Talouskriisi, finanssikriisi ja ennustaminen. *Kansantaloudellinen aikakauskirja – 105. vsk. – 3/2010*, 324-330.

Hafner, Ralf (2017) *Implied Equity Risk Premium for Germany in January 2017*. HTW Berlin, 1-5.

Harun, Syed Mahbub (2002) *The impact of monetary policy on equity markets and financial institutions*. University of New Orleans, ProQuest Dissertations Publishing, 2002.

Howells, Peter - Bain, Keith (2008) *THE ECONOMICS OF MONEY, BANKING AND FINANCE, Fourth Edition*. Pearson Education Limited, Essex

Jareño, Francisco- Ferrer, Roman - Miroslavova, Stanislava (2016) US stock market sensitivity to interest and inflation rates: a quantile regression approach. *Applied Economics*, Vol 48 (26), 2469– 2481.

Joyce, Michael – Miles, Davis – Scott, Andrew- Vayanos, Dimitri (2012) Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy – an Introduction. *The Economic Journal*, Vol 122 (564), 271 -288.

Koijen, Ralph S.J – Koulischer, François – Nguyen, Benoît – Yogo, Motohiro (2017) Euro-Area Quantitative Easing and Portfolio Rebalancing. *American Economic Review*, Vol 107 (5), 621-627.

Kontonikas, Alexandros- MacDonald, Ronald- Saggi, Aman (2013) Stock market reaction to fed funds rate surprises: State dependence and the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, Vol 37, 4025-4037

Kontulainen, Jarmo - Välimäki, Tuomas (2015) Finanssikriisi muutti rahapolitiikan välineitä mutta ei tavoitteita.- *Euro& Talous 1/2015*. Suomen Pankki, 2015

Kopyl, Kateryna – Lee, John (2016) How safe are the safe haven assets? *Financial Markets and Portfolio Management*. Vol 30 (4), 453-482

Kozicki, Sharon (1999) How useful are Taylor rules for monetary policy? *Economic Review - Federal Reserve Bank of Kansas City*, Vol 84 (2), 5-33

Kumar, Staten (2014) Financial Crisis, Taylor Rule and the Fed. *Department of Economics working paper series*, 1-12

Kurov, Alexander (2012) What determines the stock market's reaction to monetary policy statements? *Review of Financial Economics*, Vol 21, 175–187

Kurov, Alexander & Gu, Chen. (2016) Monetary Policy and Stock Prices: Does the ‘Fed Put’ Work When It Is Most Needed? *The Journal of Futures Markets*, vol. 36 (12) 1210–123

Kurov, Alexander- Raluca, Stan (2018) Monetary policy uncertainty and the market reaction to macroeconomic news. *Journal of Banking & Finance*, Vol 86, 127-142

Mishkin, Frederic S. Mishkin – Matthews, Kent – Giuliadori, Massimo (2013) *THE ECONOMICS OF MONEY, BANKING AND FINANCE, European Edition*. Pearson Education Limited, Edinburgh

Neilimo, Kari- Näsi, Juha (1980) *Nomoteettinen tutkimusote ja suomalainen yrityksen taloustiede, tutkimus positivismin soveltamisesta*. Tampereen yliopiston jäljennepalvelu, Tampere

Nofsinger, John R (2016) *The Psychology of Investing, 5<sup>th</sup> edition*. Pearson Education Inc, New York

Open Market Operations, <<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/openmarket.htm>>, haettu 25.9.2017

Sawhney, Bansi – Kulkarni, Kishore G – Cachanosky, Nicolas (2017) Monetary Policy in India and the U.S.: Is the Taylor Rule Irrelevant? *International Review of Business and Economics*, Vol 1 (1), 71-107.

S & P 500 < <http://quotes.morningstar.com/indexquote/quote.html?t=SPX&region=usa&culture=en-US>>, haettu 25.9.2017

Piccolo, Pedro – Chaudhury, Mo (2017) Overreaction to extreme market events and investor sentiment. *Applied Economics Letters*. Vol.25 (2), 115 -118.

Pohjola, Matti (2012) *Taloustieteen oppikirja*. 7.uud.p. Sanoma Pro Oy, Helsinki

Ramiah, Vikash – Xu, Xiaoming – Moosa, Imad A. (2015) Neoclassical finance, behavioral finance and noise traders: A review and assessment of the literature. *International Review of Financial Analysis*, Vol 41, 89-100.

Saario, Seppo (1999) *Miten sijoitan pörssiosakkeisiin*. 6.uud. WSOY, Juva

Santis, Roberto A. (2012) The Euro area sovereign debt crisis. Safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal. *European Central Bank, Working paper series no 1419*. 1-59

Taylor, John B. (2008) The Financial Crisis and the Policy Responses: An Empirical Analysis of What Went Wrong. *A FESTSCHRIFT IN HONOUR OF DAVID DODGE*. Ottawa, Canada, November 2008, 1-18

Tervala, Juha (2012) Euroalueen velkakriisi ja talouspolitiikka *Kansantaloudellinen aikakauskirja – 108. vsk. – 4/2012*, 459- 476

Tervala, Juha (2010) Lyhyt johdanto Taylorin sääntöön *Kansantaloudellinen aikakauskirja* – 106. vsk. – 2/2010, 162- 170

Tuhkanen, Jorma (2006) *Korkokäsikirja sijoittajalle ja lainanottajalle*. .Edita, Helsinki

US 10-YR Treasury Yield , < <https://www.cnbc.com/quotes/?symbol=US10Y>>, haettu 10.2.2018

Welch, Ivo (2000) Views of Financial Economists on the Equity Premium and on Professional Controversies. *Journal of Business*, Vol 73, 501-537.

Williams, John C. (2013) Will Unconventional Policy Be the New Normal? *FRBSF Economic Letter*, 2013-29, <<http://www.frbsf.org/economic-research/files/el2013-29.pdf>>, haettu 4.11.2017

#### Haastattelut

Pankkiiri A 16.3.2018

Pankkiiri B 18.3.2018

Pankkiiri C 6.4.2018



## LIITTEET

### LIITE 1

#### TEEMAHAASTATTELURUNKO

##### HAASTATELTAVAN JA KOHDEYRITYKSEN PERUSTIEDOT

- Haastateltavan nimi, koulutus, työura ja nykyiset tehtävät
- Salassapitoasiat

##### SALKUNHOITO ja SIJOITUSYMPÄRISTÖ YLEISESTI

- Miten salkunhoito on muuttunut viimeisen 10 vuoden aikana?
- Miten oma työsi on muuttunut sijoitusympäristön muuttuessa?
- Miten asiakkaiden toiminta on muuttunut, miksi?
- Miten yleinen sijoitusympäristö on mielestäsi muuttunut viimeisen 10 vuoden aikana?

##### KESKUSPANKKIEN RAHAPOLITIikka ja NYKYINEN KORKOYMPÄRISTÖ

- Millä tavalla asiakkaiden kanssa keskustellaan keskuspankkien rahapolitiikasta?
- Miten asiakkaiden kanssa keskustellaan nykyisestä korkoympäristöstä ja korkotason mahdollisesta noususta?
- Miten keskustelu rahapolitiikasta on muuttunut matalan korkotason aikana?
- Miten asiakkaiden kanssa matalaa korkoympäristöä käydään läpi?

##### OSAKESIJOTTAMINEN JA ASIAKKAIDEN TUOTTO-ODOTUKSET

- Miten osakkeisiin sijoittaminen on muuttunut matalassa korkoympäristössä?
- Näetkö osakesijoittaminen riskisempää matalan koron ympäristössä?
- Onko korkojen nousu nykyisestä tasosta hyvä vai huono uutinen osakkeille?
- Millaisia tuotto-odotuksia asiakkailla on osakesijoittamisessa?
- Miten asiakkaiden tuotto-odotukset osakesijoittamisessa ovat muuttuneet?

##### KORKOSIJOTTAMINEN

- Ovatko asiakkaat kiinnostuneita korkosijoittamisesta matalan koron ympäristössä?
- Ymmärtävätkö asiakkaat korkotason nousun vaikutuksen korkosijoittamiseen?
- Oliko korkosijoittaminen yleisempää korkotason ollessa korkeampi?
- Onko korkosijoittamisen avulla mahdollista saada tuottoa nousevien korkojen ympäristössä? Jos on niin miten?
- Mitä mieltä olet valtionlainoista turvasatamasijoituksina?
- Miten asiakkaat näkevät turvasatamasijoitukset osana sijoitusportfoliota?

**KORKOJEN NOUSU JA SIIJOITTAJAPSYKOLGOIA**

- Miten asiakkaat ovat kokeneet korkotason nousun nykyisestä tasosta?
- Miten tämä on vaikuttanut salkunhoitoosi?
- Miten asiakkaat reagoivat uutisiin muutoksissa korkotasossa ja korkotason mahdolliseen nousuun?

**VARAINHOITO NYT JA TULEVAISUUDESSA**

- Miten odotat varainhoidon muuttuvan tulevaisuudessa?
- Miten lisääntynyt sääntely on vaikuttanut varainhoidon prosessiin ja asiakasaktiiviteettiin?