

Markkinakatsaus ■ 1. maaliskuuta 2010

Talouspolitiikan kiristyminen: USA vs. EMU

Yhdysvaltain keskuspankki Federal Reserve nostaa ohjauskorkoaan tämän vuoden kolmannella neljänneksellä, kun Euroopan keskuspankki (EKP) odottaa koronnostoissaan ensi vuoteen. Tärkeä syy rahapolitiikan suunnanmuutoksen ajoituserolle euroalueen ja Yhdysvaltojen välillä on se, että finanssipolitiikka kiristyy euroalueella todennäköisesti aiemmin kuin Yhdysvalloissa. Lisäksi rahapolitiikka on Yhdysvalloissa rakennettu tiukasti Fedin tavoitekoron varaan, kun taas euroalueella todellinen efektiivinen rahapolitiikka on eriytynyt EKP:n virallisesta ohjauskorosta, repokorosta. Näin EKP:n on mahdollista kiristää rahapolitiikkaa ilman, että se nostaa ohjauskorkoaan.

Finanssipolitiikka kiristyy aiemmin euroalueella kuin Yhdysvalloissa

Julkisen talouden alijäämä suhteessa BKT:hen on Yhdysvalloissa tänä vuonna noin 10 prosenttia ja euroalueella noin 6 prosenttia. Vaikka Yhdysvaltojen vaje on euroaluetta tuntuvasti suurempi, uskomme tilanteen olevan ongelmallisempi euroalueella kuin USA:ssa. Euroalueen hallitukset ovatkin todennäköisemmin kiristämässä finanssipolitiikkaa kuin Yhdysvaltojen hallitus. Näin siksi, että

- budjettialijäämät ovat USA:ssa syklisempiä, jolloin niillä on pienempi riski muodostua pysyviksi,
- nimellinen BKT:n kasvu on Yhdysvalloissa euroaluetta nopeampaa, mikä pienentää suurien budjettivajeiden negatiivisia vaikutuksia talouskasvulle,
- Yhdysvallat on rahoitusmarkkinoilla uskottavampi kumppani, mikä puolestaan pitää valtion obligaatioiden korot matalampana, vaikka budjettialijäämä kasvaa.

Mitä merkitystä on sillä, että budjettialijäämät ovat USA:ssa syklisempiä kuin euroalueella? Regressioanalyysi paljastaa, että vajeen suhde bruttokansantuotteeseen selittyy USA:n kohdalla 82 prosenttisesti työttömyysasteen muutoksella, kun vastaava selitysaste euroalueella on vain 23 prosenttia.

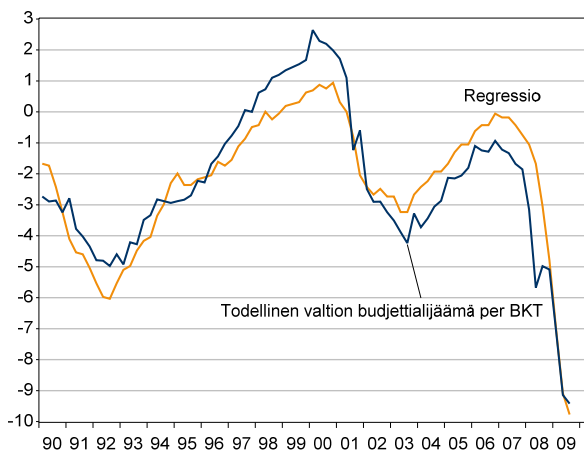
Tämä tarkoittaa siis sitä, että suuret budjettialijäämät syntyvät Yhdysvalloissa pääasiassa kasvavan työttömyyden aiheuttaman verotulojen pienentymisen ja työttömyysmenojen kasvun seurauksena. Molempien vaikutus poistuu kun työttömyys kääntyy laskuun. Uskomme, että presidentti Obaman hallinto ajattelee voivansa tehdä suuresti alijäämäisiä budjetteja muutaman vuoden ajan ilman, että sen tarvitsee pelätä näiden alijäämien muuttumista pysyviksi.

Ilman hallitusten päätösperusteisia budjettileikkauksia euroalueella taas on syytä pelätä budjettialijäämien pysymistä suurina, vaikka työttömyystilanne paranisikin. Euroalueen talouspolitiikan keinovalikoimaan löysäily vajeiden kiristystoimien toimeenpanossa ei siten sovi, koska vajeilla ei ole taipumista hoitua automaattisesti työmarkkinatilanteen parantuessa.

Handelsbankenin korko- ja valuuttaennusteet

	Keskuspankkikorot				10 v bondikorot				Valuutat				
	01.03.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	01.03.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	01.03.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	
USA	0.13	0.13	0.50	1.00	3.62	3.80	4.00	4.00	EURUSD	1.36	1.35	1.30	1.25
EMU	1.00	1.00	1.00	1.00	3.11	3.00	3.10	3.25	USDJPY	89.2	91	90	95
Japani	0.10	0.10	0.10	0.10	1.31	1.30	1.50	1.60	EURGBP	0.90	0.90	0.90	0.89
Ruotsi	0.25	0.25	0.50	1.50	3.18	3.30	3.50	3.70					
Norja	1.75	2.00	2.25	2.75	3.63	3.90	4.00	4.15	EURSEK	9.71	9.60	9.60	9.50
Suomi					3.25	3.35	3.45	3.60	EURNOK	8.07	8.10	7.90	8.00

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

USA:n valtion budjettialijäämä

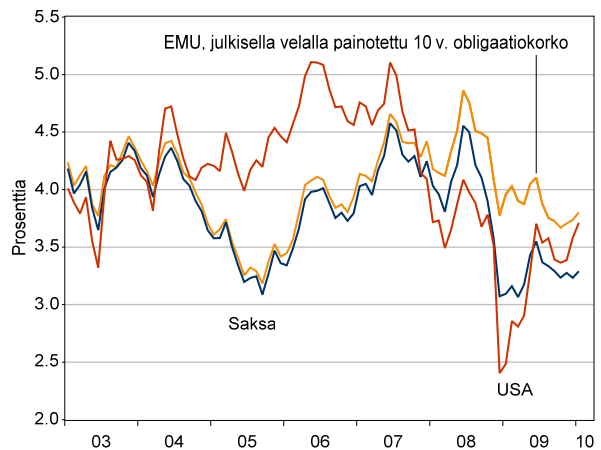
Lähde: Handelsbanken ja Reuters Ecowin

Erittäin tärkeä seikka on myös se, että budjettivajeiden taloudelliset vaikutukset ovat merkittävämmät euroalueella kuin Yhdysvalloissa. Syynä tähän on Yhdysvaltojen euroaluetta nopeampi nimelliskasvu. Laskelmiemme mukaan Yhdysvaltojen BKT:n nimellinen trendikasvu on 5,3 prosenttia ja euroalueen 3,5 prosenttia. Tämä merkitsee sitä, että 5,3 prosentin kasvu julkisessa velassa ei nosta velan suhdetta bruttokansantuotteeseen. Vastaava kasvuvauhti euroalueelle on vain 3,5 prosenttia. Ennustamme Yhdysvaltojen BKT:n kasvun pysyvän 1,8 prosenttiyksikköä euroalueen kasvua nopeampana, mikä vaimentaa lähivuosina merkittävästi USA:n budjettivajeen aiheuttamaa räsitusta taloudelle.

Kestävän julkisen talouden aseman määritelmänä pidetään sitä, että maan velka suhteessa vuotuisen bruttokansantuotteeseen pysyy jonkin tietyn määritellyn tason alapuolella ja ettei suhdeluku nouse. Euroalueella kestävyyskriteerit on määriteltä Maastrichtin sopimuksessa, jossa määritellään velka-BKT-suhteen maksimiksi 60 prosenttia ja julkisen talouden alijäämän ja BKT:n suhteen maksimiksi 3 prosenttia. Suurin osa eurotalouksista rikkoo tällä hetkellä näitä sääntöjä.

Kolmas argumenttimme euroalueen finanssipolitiikan todennäköisemmälle kiristymiselle - Yhdysvaltojen suurempi uskottavuus rahoitusmarkkinoilla - on merkittävä, sillä se pitää valtion obligaatioiden korot matalana, vaikka budjettivajeet kasvavat nopeasti. Esimerkiksi 10 vuoden pituisen valtionobligaation korko julkisen sektorin alijäämällä painotettuna on euroalueella Yhdysvaltoja korkeampi, vaikka alijäämän suhde BKT:hen on Yhdysvalloissa korkeampi. Yleisenä selityksenä tälle pidetään dollarin asemaa reservi-, transaktio- ja turvasatamavaluuttana. Toistaiseksi dollarin asema on pysynyt muuttumattomana ja

uskomme dollarin säilyttävän uniikin asemansa vielä seuraavien vuosikymmenten aikana. Euromailla ei Saksaa lukuun ottamatta ole Yhdysvaltain uskottavuutta. Rahoitusmarkkinat eivät erityisemmin luota Kreikkaan, Portugaliin, Espanjaan tai Irlantiin, eikä olisi yllätys, jos velkapainotetut valtion obligaatiokorot nousisivat tulevaisuudessa pakottaen euroalueen maiden hallitukset kiristämään finanssipolitiikkaansa.

10 vuoden valtionobligaation korko

Lähde: Reuters Ecowin

EKP leikkaa piilossa, Fed avoimesti

Finanssikriisin aikana Fed on laskenut todellisen efektiivisen ohjauskorkonsa noin 0,13 prosenttiin, mikä osuu virallisen ohjauskoron 0-0,25 prosentin haarukkaan. EKP taas on painanut pankkien välisen yliyönkoron (EONIA O/N) 0,35 prosenttiin, mikä on paljon matalampi taso kuin virallisen ohjauskoron, repo-koron yhden prosentin taso. EKP on siten keventänyt rahapolitiikkaansa enemmän kuin virallinen repo-korko osoittaa. Näin ollen EKP voi myös kiristää rahapolitiikkaansa viemällä efektiiviset korot ylös ilman ohjauskoron nostoja, kun taas Fed joutuu toimimaan läpinäkyvästi ja nostamaan ohjauskorkoaan. Odotamme Fedin nostavan ohjauskorkoaan tämän vuoden kolmannella neljänneksellä, kun taas EKP odottaa koronnostoissaan ensi vuoteen. Ero näiden kahden keskuspankin toimien välillä on kuitenkin käytännössä hiuksenhieno, sillä EKP vienee pankkien välisen yliyönkoron prosenttiin ennen kuin se nostaa ohjauskorkoaan.

Analyytikko

Petter Lundvik, +46 8 701 3397, pelu16@handelsbanken.se

Päätöimittäjä

Tiina Helenius, +358 10 444 2404, tihe01@handelsbanken.se

Kalenteri: 01.-05.03.2010

	CET	Country	Indicator	Cons. fc	Our fc	Previous
Mon, Mar 01						
	08:30	Sweden	PMI Manufacturing, Feb	62.0		61.7
	09:13	Spain	PMI Manufacturing, Feb	45.8		45.3
	09:30	Sweden	GDP, Q4	0.3/-0.1	0.3/-0.1	0.2/-5.0
			Labour cost, Dec			
			New car registration, Feb			/
	09:43	Italy	PMI Manufacturing, Feb	52.1		51.7
	09:48	France	PMI Manufacturing, Feb	54.6		55.4
	09:53	Germany	PMI Manufacturing, Feb	57.1		53.7
	09:58	EMU	PMI Manufacturing, Feb	54.1		52.4
	10:00	Norway	Retail sales, ex cars and gas, Jan		0.7/	0.8/
			Retail sales, ex cars but incl.gas, Jan		0.7/	1.1/
			Goods consumption, Jan		0.9/	2.1/
			Total domestic credit growth, Jan		/4.1	/4.2
			Non financial sector's credit growth, Jan		/-2.0	/-1.4
			Household credit growth, Jan		/7.0	/6.7
			PMI Manufacturing, Feb	51.0	52.0	50.1
	10:28	UK	PMI Manufacturing, Feb	56.1		56.7
	11:00	EMU	Unemployment rate, Jan	10.1		10.0
		Norway	Housing prices, Feb		0.5/	0.2/
	14:30	Canada	GDP, Q4			0.1/0.4
		US	PCE deflator, Jan			0.1/2.1
			Core PCE deflator, Jan	0.0/		0.1/1.5
			Personal consumption real, Jan			0.1/
			Consumption, Jan	0.4/		0.2/
	16:00		ISM manufacturing, Feb	57.5		58.4
			Construction spending, Jan	-0.8/		-1.2/
Tue, Mar 02						
	11:00	EMU	PPI, Jan	0.6/-1.1		0.1/-2.9
			HICP flash, Feb	/1.0		/1.0
	15:00	Canada	BoC rate decision	0.25		0.25
Wed, Mar 03						
	09:13	Spain	PMI Services, Feb			48.8
	09:30	Sweden	Current account, Q4			53.1bn
	09:43	Italy	PMI Services, Feb	50.8		50.9
	09:48	France	PMI Services, Feb	54.7		56.3
	09:53	Germany	PMI Services, Feb	51.7		52.2
	09:58	EMU	PMI Services, Feb	52.0		52.5
			PMI Composite, Feb	53.7		53.7
	10:28	UK	PMI Services, Feb	54.9		54.5
	11:00	EMU	Retail sales, Jan	-0.4/-1.6		0.0/-1.6
	11:10	Sweden	SNDO T-bill acution: 10 bn: 103 days			
			SNDO T-bill acution: 10 bn: 194 days			
	14:15	US	ADP employment report, Feb	-10.0k		-22.0k
	16:00		ISM Non-manufacturing, Feb	51.0		50.5
	16:30		EIA weekly crude stocks			
	20:00		Fed publishes Beige Book			
Thu, Mar 04						
	09:00	Sweden	Riksbank Governor Stefan Ingves will give the speech "introduction on Monetary policy" and appear before a hearing of the Riksdag Committee on Finance			
	13:00	UK	BoE rate decision	0.5	0.5	0.5
	13:45	EMU	ECB rate decision	1.0	1.0	1.0
	14:30	US	Initial jobless claims	469k		496k
	16:00		Pending home sales, Jan	1.0/		1.0/
Fri, Mar 05						
		Germany	Greek Prime minister Papandreou meets German Chancellor Merkel in Berlin			
	09:30	Sweden	Central government debt report, Feb			
	10:00	Norway	Manufacturing production, Jan	0.1/-1.3	0.0/	-0.5/
	10:30	UK	PPI Core, Feb	0.2/2.8		0.3/2.5
	12:00	France	OECD lead indicators, Jan			
		Germany	Industrial orders, Jan	1.5/		-2.3/
	14:30	US	Unemployment rate, Feb	9.8		9.7
			Nonfarm payrolls, Feb	-30.0k		-20.0k
			Manufacturing payrolls, Feb	-15.0k		11.0k

Figures are reported in percent month on month/year on year if not otherwise stated

Lähde: Handelsbanken Capital Markets