

Markkinakatsaus ■ 8. maaliskuuta 2010

## EKP ja Fed ottavat kiristämisen ensiaskelia

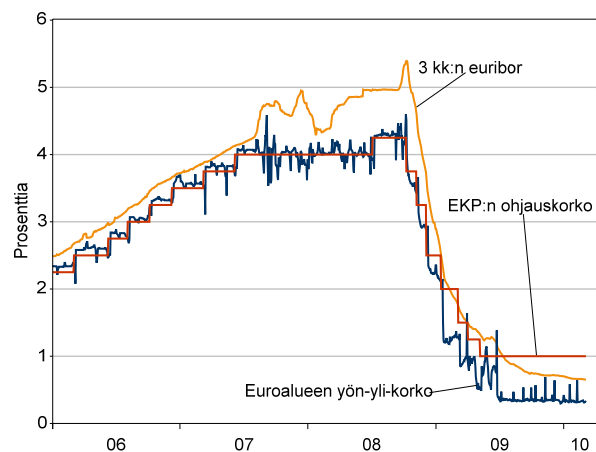
Vaikka EKP ilmoitti viime viikolla toimistaan epätavallisten rahapoliittisten elvytyskeinojensa poisvetämiseksi, ei keskuspankki ole äkisti ja rajusti vetämässä likviditeettiä euroalueen pankkisysteemistä. Keskuspankki pyrkii selvästi takaamaan pankkijärjestelmän vakauden tilanteessa, jossa tiettyjen heikkojen euromaiden pankkien on vaikeaa saada rahoitusta muualta kuin keskuspankista. Yhdysvaltain keskuspankin on vielä tämän kuun aikana määrä ostaa markkinoilta 200 miljardin dollarin arvosta asuntolainapohjaisia arvopapereita, mutta sen jälkeen Fed on ilmoittanut lopettavansa ostot. Tämä on testi markkinoille: jos asuntolainakorot eivät käänny huomattavaan nousuun, voi Fed asteittain nopeuttaa taloudessa olevan likviditeetin määrän supistamiseen tähtääviä toimiaan.

### EKP etenee varoen rahoitusolosuhteiden kiristämisessä

Euroopan keskuspankin viime viikon korkokokouksen yhteydessä saatiin lisätietoa myös EKP:n epätavallisten rahapoliittisten elvytyskeinojen poisvetämisestä. Keskuspankki jatkaa edelleen kuukauden mittaisia pääasiallisia rahoitusoperaatioitaan sekä ylimääräisiä rahoitusoperaatioitaan. Molemmissa operaatioissa pankit saavat rahoitusta kuukaudeksi kiinteällä korolla niin paljon kuin tarvitsevat, mikäli niillä antaa keskuspankille vaadittavat vakuudet. Näitä kuukauden operaatioita jatketaan niin kauan kuin on tarve, mutta ainakin tämän vuoden lokakuun 12. päivän jälleerahoitusoperaatioon saakka. Kolmen kuukauden rahoitusoperaatioissa sen sijaan palataan normaaliin vaihtuvakorkoiseen huutokauppakäytäntöön huhtikuun lopulta alkaen. Tämä tehdään kuitenkin niin, että keskuspankki tarjoaa näissä operaatioissa rahoitusta sellaisen määrän, ettei tarjousten perusteella määräytyvä korko poikkea oleellisesti keskuspankin ohjauskorosta. Lisäksi maaliskuun 31. päivä tehtävä kuuden kuukauden lainaoperaatio sidotaan juoksuajan keskimääräiseen ohjauskorkoon. Tämä tarkoittaa siis sitä, että jos ohjauskorkoa ei nosteta ennen

syyskuun loppua, on kuuden kuukauden lainan hinta pankeille 1 prosentti.

Euroalueen lyhyitä korkoja



Lähde: Reuters Ecowin

### Handelsbankenin korko- ja valuuttaennusteet

	Keskuspankkikorot				10 v bondikorot				Valuutat				
	08.03.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	08.03.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	08.03.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	
USA	0.13	0.13	0.50	1.00	3.70	3.80	4.00	4.00	EURUSD	1.37	1.35	1.30	1.25
EMU	1.00	1.00	1.00	1.00	3.15	3.00	3.10	3.25	USDJPY	90.3	91	90	95
Japani	0.10	0.10	0.10	0.10	1.32	1.30	1.50	1.60	EURGBP	0.90	0.90	0.90	0.89
Ruotsi	0.25	0.25	0.50	1.50	3.19	3.30	3.50	3.70	EURSEK	9.69	9.60	9.60	9.50
Norja	1.75	2.00	2.25	2.75	3.81	3.90	4.00	4.15	EURNOK	8.03	8.10	7.90	8.00
Suomi					3.29	3.35	3.45	3.60					

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

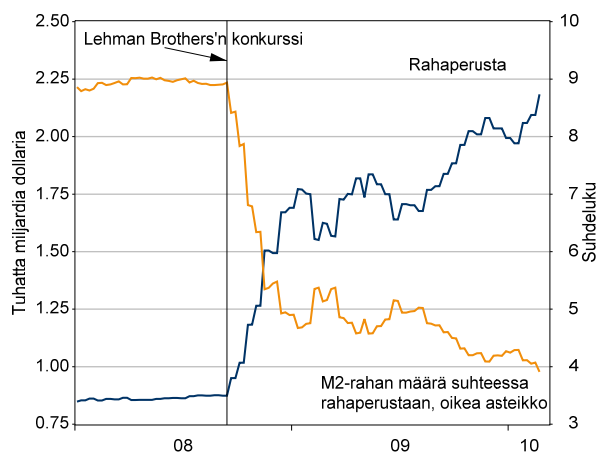
Johtopäätöksemme edellä mainituista EKP:n päätöksistä on, ettei keskuspankki ole vetämässä äkisti ja rajusti likviditeettiä euroalueen pankkijärjestelmästä. Keskuspankki pyrkii selvästi takaamaan pankkijärjestelmän vakauden säilymistä tilanteessa, jossa tiettyjen heikkojen euromaiden pankkien on vaikeaa saada rahoitusta muualta kuin keskuspankista. Tähän viittaa se, että EKP ilmoitti kolmen kuukauden rahoituksen tarjonnan jatkuvan niin suurena, että näiden huutokauppojen perusteella määräytyvä korko pysyy lähellä ohjaukorkoa. Kun EKP samalla selvästi viestitti sekä inflaatio- että kasvunäkymien olevan vaikeat, tarkoittaa se, ettei keskuspankista saatava rahoitus ole merkittävästi kallistumassa tänä vuonna. Euribor-koroille EKP:n viitoittama rahapolitiikka merkinnee vaiheaa nousua.

### Fed pelkää asuntolainakorkojen nousua

Monet pelkäävät, että USA:n asuntolainakorot nousevat, asuntojen hinnat laskevat ja luotonanto kiristyy, kun keskuspankki Federal Reserve lopettaa asuntolainapohjaisten arvopapereiden ostot tämän kuun lopulla. Fedin suunnitelma on jossain vaiheessa myydä nämä ostamansa arvopaperit palauttaakseen taseensa lähemmäs normaalitilaa. Vaikuttaa siltä, että Fed pelkää nyt uusien viestien rahapolitiikan kiristämisestä nostavan pitkiä valtionobligaatioiden ja asuntolainojen korkoja.

Keskuspankki on yhä viestittänyt, että taloudelliset olosuhteet todennäköisesti edellyttävät erityisen matalaa ohjaukorkoa pidemmäksi aikaa. Fedin mielestä erityisten likviditeettiohjelmien alasajo ei kuitenkaan ole varsinaisesti rahapolitiikan kiristämistä, sillä rahoitusmarkkinoiden toiminnan merkittävä parantuminen on tehnyt näistä likviditeettiohjelmista tarpeettomia.

### Rahan määrä USA:n taloudessa



Lähde: Reuters Ecowin

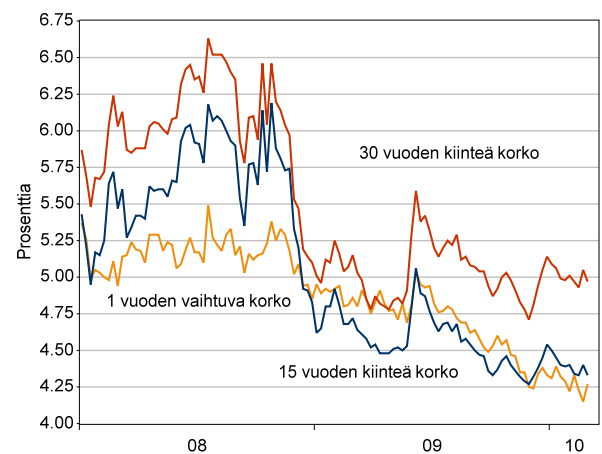
### USA:n Luottovetoinen elpyminen voisi johtaa uuteen kriisiin

Fedin täytyy yhä tasapainoilla aikaisen rahapolitiikan kiristämisen aiheuttaman välittömän notkahduksen ja liialliseen riskinottoon kannustavan löysän rahapolitiikan välillä. Päätös ei ole helppo varsinkin kun huomioidaan, että rahapolitiikan vaikutukset näkyvät taloudessa yleensä noin vuoden viipeellä.

Finanssikriisin aikana Fed laski keskeisimmän ohjaukorkonsa ennätysmatalalle 0-0,25 prosentin vaihteluvälille ja aloitti lukuisia rahoitusmarkkinoiden likviditeetin turvaamiseen tähtäviä toimia estääkseen rahoitusmarkkinoiden ja reaalitalouden romahduksen. Tällaisen romahduksen todennäköisyys on nyt huomattavasti laskenut. Erityiset likviditeettiohjelmat on asteittain lopetettu, mutta kokonaislikviditeetti (rahaperusta) taloudessa on yhä valtava. Vaikka rahan tarjonta (M2) supistuu yhä johtuen pankkien haluttomuudesta kasvattaa luotonantoaan, kytee ylimääräisessä likviditeetissä mahdollinen rahapoliittinen ”pommi”, jos pankit päättäisivätkin nopeasti lisätä luotonantoaan.

Edellä mainittu tilanne ei ole vielä käsillä, mutta Fed tuntuu pelkäävän yhä enemmän luottomoottorin hallitsematonta käynnistymistä, mikä voisi laukaista nopean yksityisen kulutuksen kasvun ja lopettaa velkojen takaisinmaksun. Jos velkaisuuden vähentäminen päättyisi ja USA:n talous alkaisi taas kasvaa velkavetoisesti, voisi seurauksena ajan mittaa olla vielä pahempi finanssikriisi.

### Asuntolainakorot USA:ssa



Lähde: Reuters Ecowin

### Fed testaa markkinoita

Uskomme, että Fed aikoo vähentää pankkijärjestelmän mittavan suurien likviditeettireservejä, vaikkakaan keskuspankki ei sitä ole vielä suoraan ilmoittanut. Tällaista ilmoitusta pidettäisiin rahoitusmarkkinoilla

keskuspankin rahapolitiikan kiristysyökin alkuna ja asuntolainojen korkojen nostattajana. Itse asiassa likviditeetin vähentämisaikasta kertoneet uutiset eivät toistaiseksi ole edes tulleet keskuspankista vaan valtionvarainministeriöstä, joka yllättäen ilmoitti elvyttävänsä ylimääräisen rahoitusoperaatio-ohjelman (Supplementary Financing program, eli SFP). Valtionvarainministeriö myy seuraavan kahden kuukauden aikana 200 miljardin dollarin edestä erityisiä 56 päivän maturiteetin SFP-rahamarkkinapapereita ja tallettaa myynnistä saamansa varat keskuspankkiin.

Fedillä on tämän kuukauden aikana edelleen ostettavanaan noin 200 miljardin dollarin edestä asuntovakuudellisia arvopapereita. Siksi SFP-rahamarkkinapapereiden myyntiä voidaan pitää paremminkin asuntovakuudellisten arvopapereiden oston rahan määrää lisäävien vaikutusten eliminointina kuin rahaperustan vähentämiseen tähtävänä tomena. Toimenpide on Fedille tärkeä testi. Jos asuntolainojen korot eivät nouse tuntuvasti näiden operaatioiden vaikutuksesta, supistaa Fed todennäköisesti rahaperustaa merkittävästi lähitulevaisuudessa. Fed käyttää pankkijärjestelmän reservien takaisin vetämiseen pääasiassa käänteisiä takaisinostosopimuksia ja sellaisia rahapoliittisia välineitä, joiden avulla voidaan muuntaa osa talletuspankkien likviditeettireserveistä talletuksiksi, jotka ovat vähemmän likvidejä ja sellaisia, ettei niitä voi

käyttää keskuspankin asettamien reservivaatimusten täyttämiseen.

#### Asteittaista kiristämistä ja maltillista retoriikkaa

Todellinen rahapolitiikan kiristäminen tapahtuu siten nostamalla reserveille maksettua korkoa. Jos talouden ja rahoitusmarkkinoiden olosuhteet vaativat nopeampaa poistumista erittäin elvyttävästä rahapolitiikasta, se voi pääjohtaja Bernanken helmikuun 10. päivän lausunnon mukaan nostaa reserveille maksettavaa korkoa samaan aikaan, kun se ryhtyy merkittäviin likviditeettiä vähentäviin operaatioihin.

Odotamme ohjauksen nostamisen alkavan tämän vuoden kolmannella neljänneksellä, mutta niin, että kiristäminen on asteittaista. Markkinaodotuksia ohjattaneen keskuspankista varsin pehmeällä retoriikalla, jotteivät pitkät korot nousisi äkillisesti, kuten tapahtui esimerkiksi vuosina 1994–1995.

#### Analytiikot

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

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

#### Päätöimittaja

Tuulia Asplund, +358 10 444 2403, tuas02@handelsbanken.se

**Kalenteri: 8.-12.3.2010**

	CET	Country	Indicator	Cons. fc	Our fc	Previous
<b>Mon, Mar 08</b>						
		France	BoF survey, Feb			
	06:00	Japan	Econ watch DI, Feb			38.8
	10:30	EMU	Sentix Index, Mar	-9.0		-8.2
	12:00	Germany	Industrial production, Jan	1.0/		-2.6/
	14:00	Norway	Inflation expectations, Q1			
	16:00	US	Employment Trends, Feb			93.2
<b>Tue, Mar 09</b>						
	07:00	Norway	Consumer confidence, Q1	17.0	21.0	16.4
	08:45	France	Trade balance, Jan	-4.0bn		-4.266bn
	10:30	UK	Trade balance, Jan	-7.0bn		-7.278bn
			Trade balance non-EU, Jan	-3.4bn		-3.553bn
			Retail sales, Feb			-1.8/0.9
<b>Wed, Mar 10</b>						
	08:00	Germany	HICP final, Feb	0.2/0.3		-0.6/0.8
			CPI final, Feb	0.2/0.4		-0.6/0.8
			Trade balance, Jan	16.0bn		16.7bn
	09:30	Sweden	Activity index, Jan			
			Industrial production, Jan	0.8/-1.7	1.0/-1.7	1.8/-5.8
			Industrial new orders, Jan			-1.0/8.0
	10:00		Unemployment AMS, Feb	5.6	5.6	5.7
		Norway	CPI, Feb	0.9/2.6	0.9/2.6	0.2/2.5
			CPI ATE, Feb	0.7/1.9	0.8/2.0	-0.6/2.3
	10:30	UK	Industrial production, Jan	0.3/-0.8		0.5/-3.6
			Manufacturing production, Jan	0.3/1.4		0.9/-1.9
	11:00	Italy	GDP final, Q4	-0.2/-2.8		0.6/-4.6
	11:10	Sweden	SNDO T-bill auction: 1047: 3bn			
	16:30	US	EIA weekly crude stocks			
	20:00		Fed budget, Feb	-202.0bn		-193.86bn
<b>Thu, Mar 11</b>						
		UK	BoE GfK NOP quarterly inflation attitudes survey			
		Greece	One-day private sector strike			
	00:50	Japan	GDP revised, Q4	1.0/4.1		1.1/4.6
	09:30	Sweden	CPI, Feb	0.5/1.1	0.5/1.2	-0.6/0.6
			Core CPI, Feb	0.4/2.5	0.6/2.7	-0.2/2.6
	10:00	Norway	Norges Bank's regional network report, 1/2010			
	11:00	Greece	GDP provisional estimate, Q4			-0.8/-2.6
	12:00	Portugal	GDP, Q4			0.0/-0.5
	14:30	US	Initial jobless claims	454k		469k
<b>Fri, Mar 12</b>						
		Portugal	Final budget vote			
	09:00	Spain	CPI, Feb	-0.1/0.9		-1.0/1.0
			HICP, Feb	-0.1/0.9		-1.1/1.1
	10:00	EMU	ECB publishes monthly bulletin			
		France	IEA monthly oil report			
	11:00	EMU	Industrial production, Jan	0.7/-1.9		-1.7/-5.0
	14:30	US	Retail sales, Feb	-0.1/	0.0/	0.5/
			Retail sales ex. autos, Feb	0.1/	0.3/	0.6/
	15:55		University of Michigan, current prel, Mar	82.0		81.8
			University of Michigan, expectations prel, Mar	68.0		68.4
			University of Michigan prel, Mar	73.5		73.6
	16:00		Business inventories, Jan	0.1/		-0.2/

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

Lähde: Handelsbanken Capital Markets