

Markkinakatsaus ■ 22. helmikuuta 2010

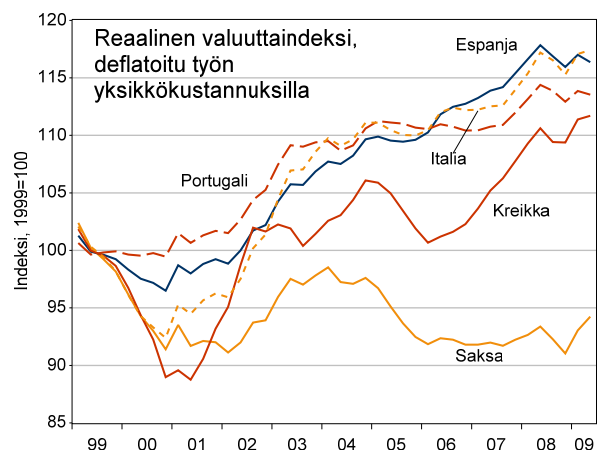
## Baltian kohtalo väijyy euroalueen heikko- ja maita

*Kreikan julkinen talous on nousemassa tämän vuoden makroteemaksi. Pahimmassa tapauksessa Kreikan kriisin vaikutukset leviävät euroalueen heikkoihin maihin - Portugaliin, Italiaan, Espanjaan sekä Irlantiin. Eivätkä ongelmat rajoitu vain julkiseen talouden tasapainoon. Massiivinen velkaantuneisuus yksityisellä sektorilla ja yli valtionrajojen ulottuva pankkitoiminta uhkaavat synnyttää samanlaisia ongelmia kuin Baltiassa, mutta vain suuremmassa mittakaavassa. Tämän vuoksi Kreikka on liian suuri ongelma, jotta se voitaisiin jättää hoitamatta. Uskomme, että euroalueen muut maat, erityisesti Saksa ja Ranska, ymmärtänevät, että Kreikan pelastaminen on niiden oman edun mukaista.*

Toistaiseksi euroalueen maiden hallitusten vakuuttelut Kreikan auttamiseksi ovat estäneet Kreikan valtion budjettikriisin laajenemisen. Miten tämä kriisi tulevaisuudessa kehittyy, on vielä epävarmuuden peitossa. Selvää kuitenkin on, että Kreikalta ja muilta suuresti velkaantuneilta mailta vaaditaan nopeasti uskottavia tervehdyttämistoimia.

Kiinteä valuuttakurssi on tiukka pakkopaita hallituksille, joihin kohdistuu kasvava menojen leikkaus- ja verojen korotuspaine. Useissa tapauksissa valuuttakurssin devalvoituminen on auttanut hallituksia suoriutumaan julkisen talouden tasapainottamisesta ilman, että talous joutuu läpikäymään pitkäaikaisen rajun laman. Hyvä esimerkki tästä on Suomen ja Ruotsin finanssikriisi 1990-luvun alussa. Molemmissa maissa julkisen talouden tasapainottaminen vähensi kotimaista kulutus- ja investointikysyntää, mutta valuuttakurssin yli 30 prosentin heikentyminen antoi vahvan kasvusykäksen viennille ja teollisuuden voitoille.

**Työn hinta suhteessa Saksaan PIGS-maissa**



Lähde: Reuters Ecowin

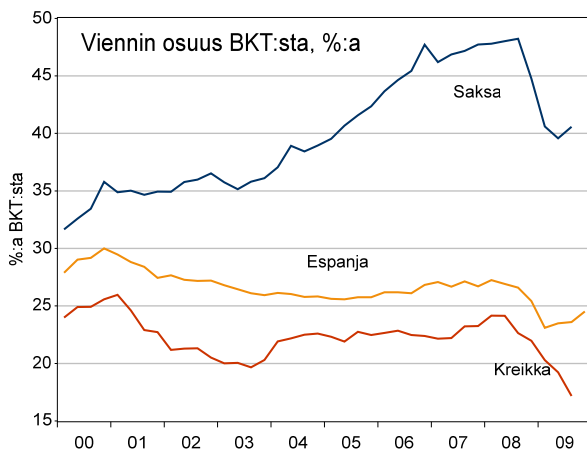
### Handelsbankenin korko- ja valuuttaennusteet

	Keskuspankkikorot				10 v bondikorot				Valuutat				
	22.02.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	22.02.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	22.02.2010	+ 3 kk	+6 kk	+12 kk	
USA	0.13	0.13	0.50	1.00	3.79	3.80	4.00	4.00	EURUSD	1.36	1.38	1.40	1.35
EMU	1.00	1.00	1.00	1.25	3.29	3.00	3.10	3.25	USDJPY	91.6	91	90	95
Japani	0.10	0.10	0.10	0.10	1.35	1.30	1.50	1.60	EURGBP	0.88	0.90	0.90	0.89
Ruotsi	0.25	0.25	0.50	1.50	3.35	3.30	3.50	3.70	EURSEK	9.82	9.60	9.60	9.50
Norja	1.75	2.00	2.25	2.75	3.80	3.90	4.00	4.15	EURNOK	8.07	8.10	7.90	8.00
Suomi					3.42	3.35	3.45	3.60					

Lähde: Handelsbanken Capital Markets

Kiinteän valuuttakurssin järjestelmässä valuutan devalvoitumisen vaihtoehto on palkkojen supistuminen. Irlannissa ja joissain Baltian maissa julkisen sektorin palkkojen lasku on jo käynnistynyt. Palkkojen alentaminen on katkera lääke erityisesti silloin, kun vaaditaan tuntuvaa korjausta alaspäin ja jos lasku ei rajoitu ainoastaan julkiselle sektorille. Palkkojen leikkauksen seurauksena kotitalouksien velkojen ja tulojen suhde heikentyy ja samalla myös asuntojen hintojen suhde tuloihin kasvaa. Laskevat palkat kaventavat veropohjaa, josta julkisen talouden pitää kasvattaa tulojaan, ja tämä kierre tekee julkisen talouden tasapainottamisen erittäin vaikeaksi.

#### Kreikka ja Espanja eivät ole vientivetoisia maita



Lähde: Reuters Ecowin

#### Onko EMU:n hajoaminen pelastusvaihtoehto?

Rahaliiton hajoaminen olisi euroalueen viennille tervetullut piristysruiske, kun heikkojen eurotalouksien valuuttakurssit todennäköisesti heikentyisivät 20–40 prosenttia. Niille, joiden velat ovat euromääräisiä, rahaliiton hajoaminen olisi katastrofi, sillä yksikään velkoja ei olisi halukas muuttamaan lainoja uudeksi valuutaksi. Velkarasitus kasvaisi samaa tahtia valuutan devalvoitumisen kanssa ja näin kävisi myös velan korkorasitukselle. Korkomenot kasvaisivat jopa enemmän, koska julkisen talouden ja yksityisen sektorin velkarasituksen kasvu heikentäisi luottoluokitusta.

Kansainvälinen luottoluokittaja Standard & Poor's teki vuonna 2005 laskelmia siitä, mitä tapahtuisi euromaiden luottoluokitukselle rahaliiton hajoamisesta aiheutuvan devalvaation takia (ks. *Breaking up is hard to do: ratings implications of EU states abandoning the euro*, Standard & Poor's, marraskuu 2005). Tutkimuksen yksi johtopäätös oli, että Kreikan luottoluokitus laskisi neljä pykälää tasolta A tasolle BBB-, kun Italian, Espanjan ja Portugalin luokitukset putoaisivat vähintään kaksi pykälää. Elämme nyt vuotta 2010 ja julkinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on merkittävästi suurempi kuin

vuonna 2005. Kreikan luottoluokitus laski tasolle A- ja noin vuosi sitten tammikuussa ja joulukuussa 2009 luokitus putosi tasolle BBB+. Kreikan irrottautuminen rahaliitosta laskisi luokitusta luonnollisesti tuntuvasti lisää. Standard & Poor'sin tutkimus keskittyi ainoastaan valtion velkaan eikä ottanut huomioon yksityisen sektorin velka-asemaa. Yksityinen velka huomioituna tilanne näyttäisi heikoille maille entistä huonommalta.

#### Julkisen sektorin velka muodostuu rahaliiton hajoamisen tapauksessa entistä ongelmallisemmaksi

Julkisen talouden tasapainoasema on kriittinen asia heikoille euromaille tällä hetkellä, mutta tilanne huononee entisestään, jos tarkasteluun otetaan julkisen sektorin lisäksi yksityisen sektorin velkaantuneisuus. Espanjassa ja Portugalissa julkisen sektorin lähtötilanne on astetta parempi kuin Kreikassa, mutta yksityisen sektorin velat taas vastaavasti selvästi Kreikkaa suuremmat. Näin ollen myös Espanjalle ja Portugalille olisi valuuttojen devalvoitumisen takia katastrofaalista irtautua rahaliitosta. Tässä vaihtoehdossa pankkisektori olisi kovilla ja luottotappiot kumuloituisivat nopeasti hallitsemattomiksi niin, että hallitukset joutuisivat todennäköisesti massiivisiin pankkien pelastustoimiin, mikä nostaisi julkisen velan ennen pitkää Kreikan lukemiin. Lisäksi kriisin vaikutukset leviäisivät myös euroalueen ydinmaihin.

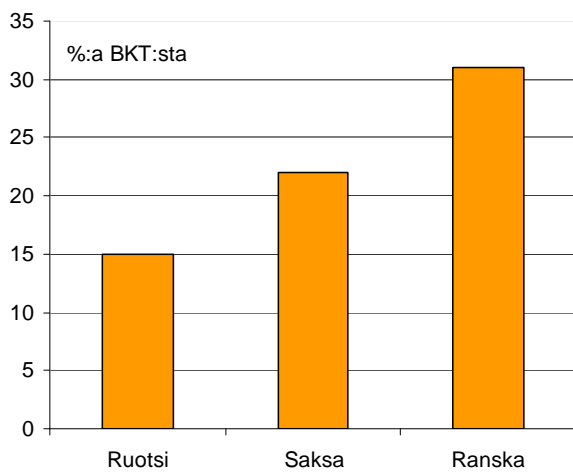
Baltian tilanne on itse asiassa tällä hetkellä juuri edellä kuvatun kaltainen. Velkaantuneisuuden kumuloituminen on hallittavissa ainoastaan niin kauan kuin valuuttakurssi säilyy kiinteänä. Baltian mailla on todellisuudessa käytettävissä se vaihtoehto, että ne sitovat valuuttansa euroon uudella heikommalla kurssilla. Tämä auttaisi vientiyhtiöitä, mutta aiheuttaisi dramaattisen heikentymisen luottojen laadussa suurimman osan luotoista ollessa euromääräisiä. Baltian valuuttojen devalvaatiota onkin pidetty yleisesti pankkijärjestelmään kohdistuvana systeemisriskinä, jolla on ollut vaikutusta kahteen ruotsalaispankkiin ja jopa Ruotsin kruunun kurssiin. Ruotsin kruunu on heikentynyt osittain Baltian luottoriskin takia. Baltian mailla sekä julkinen että yksityinen velka suhteessa bruttokansantuotteeseen on kuitenkin merkittävästi matalampi kuin PIGS-mailla – Portugalilla, Italialla, Kreikalla ja Espanjalla, sekä Irlannilla. Näin ollen euroalueeseen kohdistuva uhka velkakriisistä on tällä hetkellä Baltian tilannetta suurempi.

Kreikan tai minkä tahansa muun suuresti velkaantuneen euromaan irrottautuminen rahaliitosta aikaansaisi todennäköisesti dominoefektin, jossa ongelmat eivät kohdistuisi vain velanottajiin. Luottotajut kärsisivät suurista tappioista luottotappioiden kasvaessa ja pankkien alaskirjaukset olivat mittavia. Euroopan jo tiukoilla olevat pääomat olisivat entistä tiukemmilla, ja on luultavaa, että tilanne muodostuisi varsin ikäväksi koko euroalueen pankkisek-

torille. Euroopan keskuspankille uuden pankkiriisin hoitaminen kävisi vaikeaksi.

Miten suuria yli maan rajojen ulottuvat riskit sitten ovat? Viimeisimmät BIS:n tilastot kertovat tilanteesta vuoden 2009 kolmannen vuosineljänneksen lopussa. Saksan pankkien vaateet Portugalia, Italiaa, Kreikkaa ja Irlantia kohtaan ovat suuruudeltaan 733 miljardia USA:n dollaria ja ranskalaispankkien vastaavasti 859 miljardia dollaria. Nämä summat ovat Saksan kohdalla 20 ja Ranskan kohdalla 30 prosenttia maiden BKT:sta. Vertailun vuoksi on hyvä todeta ruotsalaispankkien Baltian vaateiden olevan vain 67 miljardia dollaria eli noin 15 prosenttia Ruotsin BKT:sta.

#### Pankkisektorin velat PIGS-maille



Lähde: BIS

Baltian devalvaation vaikutukset ruotsalaispankeille ovat siten merkittävästi pienempi huoli kuin euroalueen hajoaminen olisi Ranskan ja Saksan pankkisektoreille.

#### Miten potentiaalisesti massiivinen kriisi voidaan välttää?

Mitä vaihtoehtoja euroalueella on tällä hetkellä? Markkinat tuskin lopettavat painostustaan ilman, että ongelmaat esittävät uskottavia julkisen talouden vakauttamisohjelmia ja ilman että muut EU maat tai IMF lupaavat maille tukensa. Ongelmamaiden hallituksilla on vahva houkutin sitoutua vakautustoimiin, sillä velanhoidon kustannukset ovat nousussa. Muilla euromaiden etu on estää kriisin pahin lopputulos, rahaliiton hajoaminen, sillä sen aiheuttama pankkikriisi ja ydinmaiden valuuttojen vahvistuminen tulisivat kaikille kalliiksi. Heikkojen maiden pelastus ilman rankaisua esimerkiksi lainat takaamalla vähentäisi ongelmamaiden hallitusten halukkuutta vakauttamistoimenpiteiden läpivientiin.

Todennäköisin lopputulos euroalueen velkakriisille on Kreikan ja mahdollisten muiden apua tarvitsevien maiden

pelastuspaketti. Muut vaihtoehdot olisivat liian suuri riski euroalueen pankkisektorille. Poliitikot ja keskuspankkii-rit ovat oppineet tärkeän läksyn Lehman Brothersin konkurssista. Kyvyttömyys toimia voi aikaansaada tuhoisan ketjureaktion, jonka seurauksena kustannukset kriisistä nousevat dramaattisiksi.

Euroalueen toimivuuden uskottavuuden paluuseen saattaa tämän kriisin myötä mennä pitkä aika. Näin on käynyt Baltialle viimeisten kahden vuoden aikana. Latvian tapauksessa sijoittajien kiinnostus on kaikonnut, kun IMF:n apu on riippuvainen kovista julkisentalouden vakautustoimista. Samanlainen tie on edessä Kreikassa, kun muut euromaat vaativat apuaan vastaan Kreikalta kovia budjettileikkauksia.

Ruotsilla meni 1990-luvun alun finanssikriisissä neljä vuotta saada valtionlainan korkoero Saksaan nähden laskemaan kriisin puhjettua vuonna 1991. Reaalitalous sai Ruotsissa merkittävästi tukea kruunun massiivisesta heikentymisestä, mutta huoli valuutan lisäheikentymisestä piti Ruotsin valtionlainojen korot pitkään korkeana. Kreikan reaalitaloudelle samanlaista devalvaatioapua ei ole luvassa, mutta Kreikan lainojen korkoero voi pienentyä nopeastikin, jos Kreikan pysyminen rahaliitossa ja sitoutuminen euroon saa lisää uskottavuutta.

#### Finanssikriisi piti korot pitkään korkeana Ruotsissa



Lähde: Reuters Ecowin

#### Euroalueen kotimainen kysyntä painuu lisää

Kasvanut maariski valtion velan koroissa pakottaa heikot euromaat nopeisiin valtionbudjetin vajeiden leikkauksiin. Jos mitään ei tehdä, heikkojen maiden valtion lainojen korot nousevat ja sopeuttaminen vaikeutuu entisestään, kun kasvaneet velanhoidot syövät entistä suuremman osan valtion tuloista. Jos valtion lainan koron ja nimellisen BKT:n kasvun ero kasvaa yhdellä prosenttiyksiköllä, pitää budjettivajetta leikata Kreikassa lähes 2 prosenttiyksiköllä, jotta budjettivaje suhteessa bruttokansantuotteeseen ei kasvaisi. Kun Kreikassa valtion verotulot

ovat noin 20 prosenttia BKT:sta, olisi veroastetta nostettava 10 prosenttiyksiköllä tarvittavien tulojen keräämiseksi.

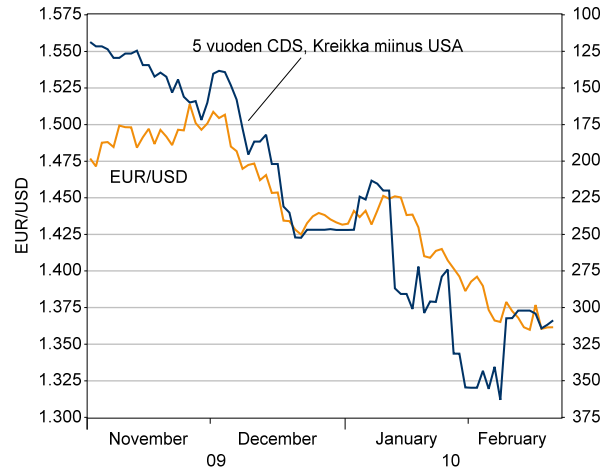
Kreikan, Irlannin, Espanjan, ja Portugalin budjettikriisi pakottaa nämä maat myös kiristämään finanssipolitiikkaa paljon haluttua aikaisemmin. Finanssipoliittiselle elvytykselle ei yksinkertaisesti ole enää tilaa, vaikka työttömyys kasvaa vauhdilla. Julkisen talouden vyön kiristys puolestaan heikentää kotimaista kysyntää, koska se tapahtuu korkeamman verotuksen ja/tai julkisten menojen leikkausten kautta. Lisäksi kotitaloudet todennäköisesti ymmärtävät joutuvansa säästämään enemmän, erityisesti maissa, joissa eläkejärjestelmiä joudutaan muokkaamaan vähemmän anteliaiksi. Samalla kotitaloudet keventävät velkataakkaansa, mikä osaltaan myös kasvattaa säästämistä.

Heikko kotimainen kysyntä tarvitsee vastapainokseen vahaa vientiä. Kreikan, Irlannin, Espanjan, ja Portugalin kohdalla tällainen talouskasvun uudelleenkalibrointi on vaikeaa, sillä maat ovat työvoimakustannusten nopean nousun kasvun takia menettäneet kilpailukykyään viime vuosikymmenen aikana. Kilpailukykyyn palauttaminen on vaikeaa, jos valuuttakurssit eivät voi heikentyä, ja lopputuloksena deflatoriset voimat kasvavat. Finanssipolitiikan kiristyminen yhdistyneenä kotitalouksien säästämisen kasvuun heikentää yksityisen kulutuksen kasvumahdollisuuksia. Etelä-Euroopan maat, jotka aikaisemmin olivat vahvoja vientimarkkinoita euroalueen vientimaille, eivät enää synnytä samalla tavalla kasvua viejille. Ja saattaa käydä niin, ettei kysynnän kasvu euroalueen ulkopuolella riitä kompensoimaan menetyksiä sisäisessä kysynnässä.

Euroalueen sisäinen velkaongelma on tämän vuoden keskeinen ja vähitellen kehittyvä makroteema. Finanssipolitiikan kiristyminen verottaa kotimaista kysyntää ja pitää

EKP:n ohjauksen paikoillaan pidempää kuin normaalisti. Euro on jo heikentynyt tuntuvasti finanssipoliittisen kriisin takia, ja lisää saattaa olla luvassa. Kotimaisen kysynnän vahvistuminen on epätodennäköistä edes velka-asemaltaan vahvemmissa euromaissa, ja siten alue on erittäin riippuvainen ulkoisesta kysynnästä. Euron heikentyminen onkin ainoa valopilkku tässä kriisissä.

#### Kreikan ongelmat painavat euron kurssia



Lähde: Reuters Ecowin

Analytiikko

Jan Häggström, +4687011097, jaha05@handelsbanken.se

Päätöimittaja

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

## Kalenteri: 22.2.-26.2.2010

	CET	Country	Indicator	Cons. fc	Our fc	Previous	Actual
<b>Mon, Feb 22</b>							
	14:30	US	Chicago Fed National Activity index, Jan			-0.61	
<b>Tue, Feb 23</b>							
	08:45	France	HICP final, Jan	-0.2/1.2		0.3/1.0	
	10:00	Germany	Ifo index, Feb	96.1	98.0	95.8	
		Italy	CPI final, Jan	0.1/1.3		0.2/1.0	
			HICP final, Jan	-1.4/1.4		0.2/1.1	
	10:30	UK	CBI distributive trade, Feb			-8.0	
	15:00	US	Case/Shiller housing market index, Dec	0.0/-3.1		-0.2/-5.3	
	16:00		Richmond Fed manufacturing, Feb			-2.0	
			Richmond Fed services, Feb			-9.0	
			Richmond Fed composite, Feb			-2.0	
			Consumer confidence, Feb	55.9		55.9	
<b>Wed, Feb 24</b>							
	08:00	Germany	GfK index, Mar	3.0		3.2	
			GDP detailed, Q4			-2.1/-1.7	
	09:30	Sweden	Minutes from Riksbank February meeting				
	10:00	Norway	Unemployment rate ILO, Dec	3.2	3.2	3.2	
			Employment growth ILO, Dec		0	0	
	11:00	EMU	Industrial new orders, Dec	-1.0/6.0		2.7/0.5	
	11:10	Sweden	SNDO T-bond auction: 1053: 1.5bn				
			SNDO T-bond auction: 1049: 1.5bn				
	14:00		Deputy Governor Lars E O Svensson will give the speech "Why a lower repo-rate path?"				
	16:00	US	New home sales, Jan	0.35mn	0.36mn	0.342mn	
			Bernanke will give semi-annual testimony to Congress on monetary outlook				
	16:30		EIA Weekly crude stocks				
<b>Thu, Feb 25</b>							
	08:45	France	Consumer confidence, Feb	-28.0		-29.0	
			PPI, Jan	0.3/		0.2/	
	09:15	Sweden	Consumer confidence, Feb	9.0	10.5	8.5	
			Manufacturing confidence, Feb	-2	-1	-4	
			Economic tendency survey, Feb	104.2	106	103.4	
	09:30		PPI, Jan	0.3/-1.3		0.2/-0.8	
			Household lending, Jan			/9.3	
	10:00	Germany	Unemployment rate sa, Feb	8.2		8.2	
		Norway	Registered unemployed, Feb		97,200	96,711	
	11:00	EMU	Consumer inflation expectations, Feb			-2.0	
			Economic sentiment, Feb	96.2		95.7	
			Business climate, Feb	-1.05		-1.12	
	14:30	US	Durable goods orders, Jan	1.5/	1.5/	1.0/	
			Non defense cap goods ex aircraft, Jan		1.0/	2.2/	
			New orders ex. defence, Jan			0.8/	
			New orders ex. transports, Jan	0.9/		1.4/	
			Initial jobless claims	463k		473k	
	16:00	EMU	Consumer confidence, Feb			-15.8	
	19:00	Norway	Norges Bank's Gov speaks				
<b>Fri, Feb 26</b>							
		Germany	HICP prel, Feb	0.5/0.6		-0.6/0.8	
			CPI prel, Feb	0.5/0.7		-0.6/0.8	
	09:30	Sweden	Retail sales, Jan	0.6/3.7	1.0/4.1	0.2/4.5	
			Trade balance, Jan			5.0bn	
	10:30	UK	GDP 2:nd release, Q4	0.2/-3.1		0.1/-3.2	
	11:00	EMU	HICP final, Jan	-0.8/1.0		0.3/0.9	
			HICP ex. food and energy, Jan	-1.1/1.0		0.4/1.0	
	14:30	US	GDP preliminary, Q4 (q-o-q annualised terms)	5.5		5.7	
			GDP preliminary deflator, Q4	0.6/		0.6/	
			Core PCE deflator, Q4	1.4/		1.4/	
			PCE deflator, Q4	2.4/		2.7/	
	15:45		Chicago PMI, Feb	59.0		61.5	
	15:55		University of Michigan final, Feb	74.3		74.4	
	16:00		Existing home sales, Jan	5.5mn	5.5mn	5.45mn	

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