



Tässä blogissa on viimeiset kuulumiset koronasta ja sen jälkeen visiointia siitä, mitä EM:ssä tapahtuu ja mitä FED:n toimet tarkoittavat. Erityisesti tarinan loppu vaatii STIFF DRINKIN.

- Nyt alkaa yrityksen ja erehdyksen prosessi koronan vastaisessa taistelussa
- Eurodollaritalous – talous, jolla ei ole isäntää (keskuspankkia)
- Globaalin kaupan romahdus ja dollaripula iskevät samaan aikaan
- FED:n operaatio # 1: Valuutanvaihtosopimukset (Swap Lines)
- FED operaatio # 2: Kansainväliset repo-sopimukset (FIMA)
- FED matkalla globaaliksi superpankiksi – Rubicon on ylitetty peräti kolmesti

1. Nyt alkaa yrityksen ja erehdyksen prosessi koronan vastaisessa taistelussa

Ensimmäinen vaihe koronan vastaisessa taistelussa on takana. Eristäminen toimii. Nyt alkaa talouden asteittainen avaaminen ja sen vaikutusten seuraaminen. Prosessia leimaa yritys ja erehdys.

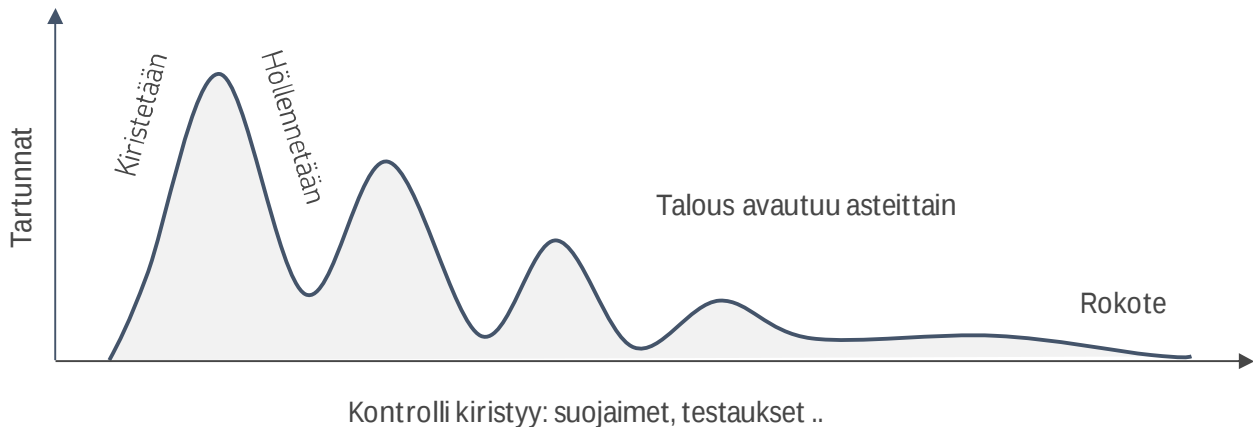
Talouden avaaminen tapahtuu näillä reunaehdoilla:

1. Eristäminen toimii.
2. Talous on pakko avata.
3. Sairaalakapasiteetin on riitettävä.
4. Rokote on lopullinen ratkaisu.

Yritys ja erehdys näyttäneen alla olevalta kuvalta. Epävarmuuden jakso kestää ainakin vuoden. Sen sisälle mahtuu viruksen aktiivisempia ja passiivisempia vaiheita sekä mahdollinen toinen aalto. Monien asiantuntijoiden mukaan toinen aalto olisi tulossa syksyllä.

Tällä hetkellä markkinat hinnoittelevat kohtaa, jossa on sana rokote. WHO:n tilastojen mukaan globaali tartuntojen määrä on laskenut neljä päivää putkeen, joten kuvassa oltaneen nyt jossain ensimmäisen huipun kohdalla. Aika näyttää, mennäänkö tästä suoraan kohtaan rokote vai onko matkalla aaltoja.

Kuvio 1: Koronan taltuttaminen



Jatkossa seurataan, miten rajoitteiden poistaminen vaikuttaa virukseen. Tässä hyviä indikaattorimaita ovat pandemiakäyrällä aikaisin olevat Kiina, Singapore ja Japani. Kuvasta 2 ei voi havaita toista aaltoa mutta aktiivisia ja passiivisia vaiheita kylläkin. Edellä mainitut kolme maata ovat valinneet erilaiset strategiat koronan vastaisessa taistelussa.

Case Kiina: Kiina on autoritäärinen teknokratia, jossa virus ajetaan ulos väkisin keinoja kaihtamatta. 1,3 miljardin ihmisen maassa tulokset ovat vakuuttavia.

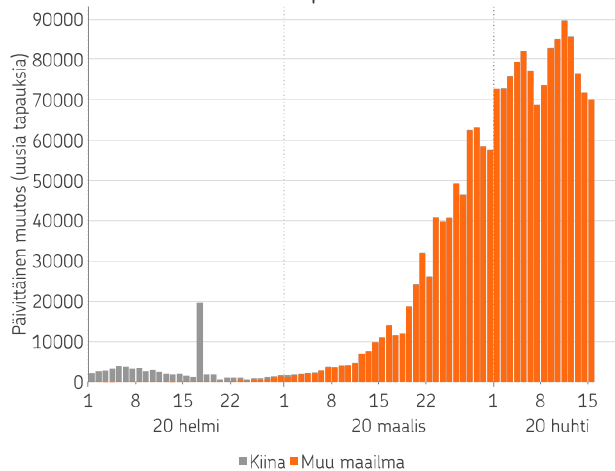
Case Singapore: Singapore on vastuullisesti toimiva diktatuuri, jossa on sääntöjä ja niitä myös noudatetaan. Koko yhteiskunta haluaa lopettaa viruksen diktatuurista huolimatta yhteisvoimin.

Tartunnat ovat kasvussa, vaikka tuskin mikään toinen maa pystyy samaan huolellisuuteen kuin Singapore.

Case Japani: Japanissa poikkeustilaa sovelletaan liberaalisti yksilön vapautta kunnioittaen. Japanissa tartuntojen määrä on laskussa. Liberaali malli näyttää tehoavan kuuliaisessa ja pedanttisessa Japanissa.

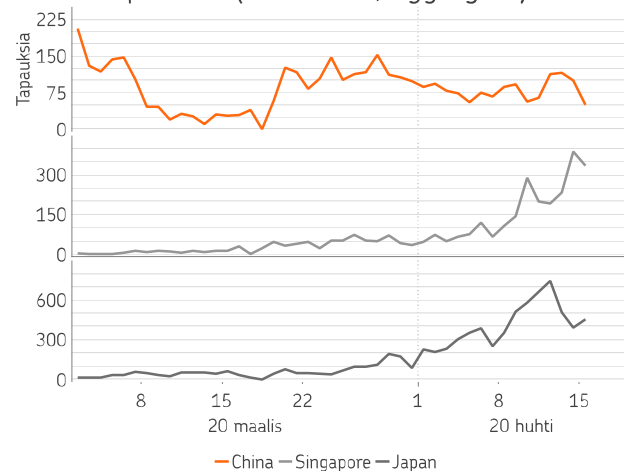
Kuvio 2: Koronartartunnat yleisesti ja indikaattorimaittain

Uudet koronartartunnat päivittäin



Lähde: Macrobond

Koronatapaukset (Confirmed, Aggregate)



Lähde: Macrobond

2. Eurodollaritalous – talous, jolla ei ole isäntää (keskuspankkia)

Maailma on pitkälti dollaritalous: rahoituksesta 40 % on dollareissa, valuuttareserveistä 40 % on dollareissa ja maksuliikenteestä 80 % on dollareissa. Kasvun myötä globaali talous ja globaali valuuttareservijärjestelmä tarvitsevat aina vain enemmän dollareita ja eurodollareita.

Eurodollari on lyhyesti Yhdysvaltain ulkopuolella oleva dollari. Joidenkin arvioiden mukaan tämän vähemmän tunnetun markkinan suuruus olisi noin kolme kertaa Yhdysvaltain BKT eli 60 biljoonaa. Kaikilla muilla valuutoilla on keskuspankki, mutta eurodollarilla ei ole.

FED on vastuussa dollareiden saatavuudesta Yhdysvalloissa, mutta Yhdysvaltain ulkopuolella kukaan ei ole vastuussa dollareiden saatavuudesta. Pankit luovat eurodollarit normaalin tapaan "out of thin air". FED voi auttaa muuta maailmaan dollaripulassa, jos se niin katsoo parhaaksi, mutta sillä on vain rajoitettuja työkaluja siihen. Yhdysvaltain rahoitusviranomainen on eri asia kuin kansainvälinen dollarikeskuspankki.

Yhdysvaltain ulkopuolinen talous saa dollareita joko rahoituksen tai globaalin kaupan kautta. Globaaliin kauppaan liittyy sekä fyysinen tavaroiden vaihto että valuutan vaihto. Kun Yhdysvallat tuo tavaroita, se samalla vie dollareita. Muu maailma saa dollareita Yhdysvaltain vaihtotaseen alijäämästä.

Yhdysvaltain kannalta hienoa tässä on se, että muu maailman on valmis rahoittamaan Yhdysvaltain valtiota tappiin asti, kun se sijoittaa dollarit Yhdysvaltain valtion lainapapereihin. Yhdysvaltain talouden kannalta huonoa tässä on se, että krooninen vaihtotaseen alijäämä eli alhainen säästämisaste pakottaa Yhdysvallat velkaantumaan (pidetään pääomatase vakiona, koska se on hyvä oletus). Työttömyyden kasvu ajaisi saman asian, mutta se ei ole poliittisesti mahdollista. Investointien kasvaminen ajaisi myös saman asian, mutta korkojen ollessa nollassa haluttuja investointeja ei ole.

Yhdysvallat velkaantuu, koska se voi ja sen on pakko ihan, miten vain sen haluaa sanoa. Reservivaluutoilla on kuitenkin vain aikansa, joten tämä malli ei voi jatkua iankaikkisesti. Käsitykseni mukaan kello on lähtenyt Trumpin kaudella käyntiin.

3. Globaalin kaupan romahdus ja dollaripula iskevät samaan aikaan

Kun Yhdysvaltain tuonti hidastuu, muun maailman vienti hidastuu ja dollaripula kasvaa. Vaikutukset leviävät kaupan kautta talouteen ja dollarin kautta rahoitusolosuhteisiin.

Nykyisissä olosuhteissa kuljetusten volyymi on hyvä talouden aktiviteetin alkupään mittari. Kuten kuvasta 3 näkyy, tuonti seuraa kuljetusten volyymin muutoksia ja globaali kauppa seuraa Yhdysvaltain tuonnin muutoksia, vaikkakin tietyllä jähmeydellä.

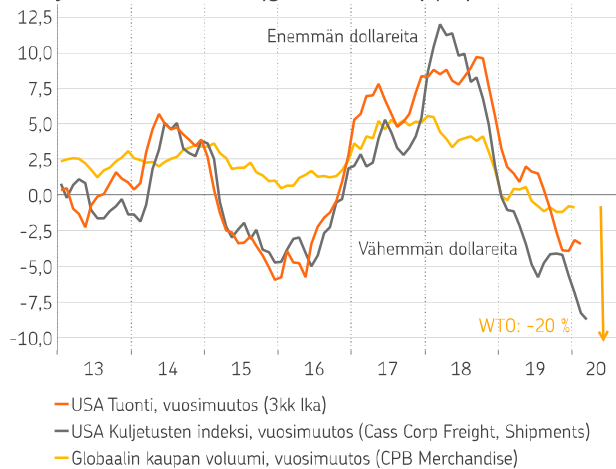
Korkeasta kuluttajan luottamuksesta huolimatta kuljetusaktiviteetti ja tuonti supistuivat jo ennen koronaa. Myös globaali kauppa supistui viime vuonna. Globaalin kaupan äkkijarrutus tapahtuu tilanteessa, jossa syklinen talous oli jo muutenkin heikoissa kantimissa. Tällä on merkitystä kriisistä toipumiseen. WTO:n arvion mukaan globaali kauppa supistuu kuluvana vuonna 10 – 30 %, mikä olisi aivan poikkeuksellista.

Euroalue: Euroalue kärsii erityisesti viennin heikkoudesta, koska se elää käytännössä muiden maiden investointitavaroiden kysynnästä. Investointitavaroita ostavat ensisijaisesti kehittyvät taloudet. Kun virus on saatu päiviltä, epävarmuus jatkuu vielä jonkin aikaa. Investoinnit eivät lähde liikkeelle epävarmuuden vallitessa.

Kehittyvät taloudet (EM): EM kärsii sekä viennin heikkoudesta että dollaripulasta. Koska köyhillä EM-mailla ei ole varaa elvyttää, tilanne muuttuu niille karuksi kahden riskin iskiessä yhtä aikaa. EM-maiden valuuttojen rankka heikkeneminen viittaa jo tähän. Tässä on aineksia EM-valuuttakriisiin, joka voidaan rinnastaa Yhdysvaltain kriisiin 2008 ja Euroopan kriisiin 2012. Kaiken kukkuraksi Trump on torpannut WHO:n rahoituksen ja IMF:n tuen kasvattamisen kaikkien köyhimmille maille. Kiina on EM:n sisällä luonnollisesti poikkeus.

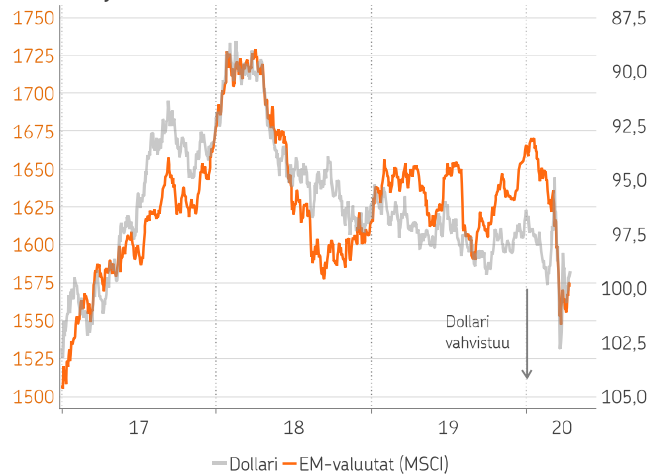
Kuvio 3: Globaali kauppa ja EM-valuutat

Yhdysvaltain tuonti (globaali kauppa)



Lähde: Macrobond

Dollari ja EM-valuutat



Lähde: Macrobond

4. FED:n operaatio # 1: Valuutanvaihtosopimukset (Swap Lines)

Edellinen kappale kertoo, että eurodollareista on pulaa ja pula pahenee. Yksi ratkaisu eurodollaripulaan ovat FED tarjoamat valuutanvaihtolinjat (swap lines), joita on avattu suuriin keskuspankkeihin.

Tällä kertaa olemassa olevat linjat eivät riittäneet, vaan dollarilinja on avattu myös keskusuuhiin keskuspankkeihin kuten Meksikoon, Brasiliaan, Etelä-Koreaan, Singaporeen ja joihinkin uusiin DM-maihin.

FED on valmis lainaamaan dollareita maksua vastaa (0,25%) niille keskuspankeille, joihin se on avannut valuutanvaihtolinjat. Vakuudeksi FED saa näiden keskuspankkien valuuttaa vaihtosopimuksen mukaisesti. Kaikkien vakuus ei ole yhtä hyvää, joten FED on valmis avaamaan valuutanvaihtolinjan vain kaikkein luotettavimpiin keskuspankkeihin.

Dollaripula liittyy globaalin rahoitusjärjestelmän vakauteen. Dollaripulan voi havaita markkinoiden valuutanvaihtosopimusten hinnoittelussa. Tällaista sopimusta kutsutaan nimellä "basis swap". Dollaripulassa dollarin hinta nousee suhteessa vaihtosopimuksen toista valuuttaa vastaan. Kuvassa 4 on dollarin vaihtosopimukset euro ja jeniä vastaa. Kun harmaa käyrä laskee euron ja jenin vaihtaminen dollareiksi kallistuu.

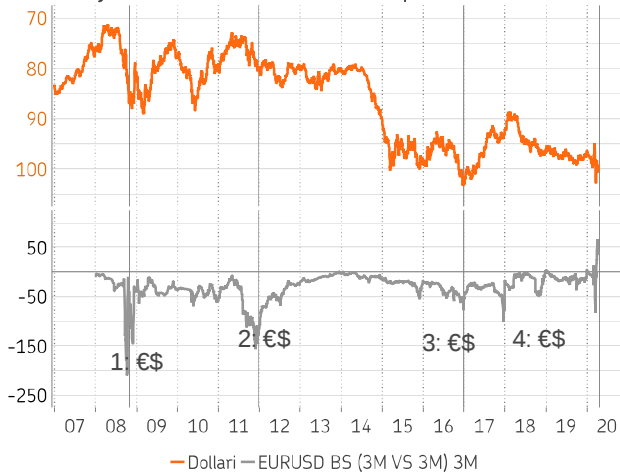
Dollari on kallistunut (vaihtosopimuksella mitattuna) aikaisemmin euroa ja jeniä vastaa finanssikriisissä 2008 (# 1 €\$), eurokriisissä 2011 (# 2 €\$) ja Kiinan minitaantumien aikaan 2015-2016 (# 3 €\$). Dollaripula liittyy siis suuriin taloudellisiin kriiseihin, joissa on likviditeettiongelmia ja "bank run" -asteista epäluottamusta.

Kuvissa on peilattu valuutanvaihtosopimusten hintaa suhteessa dollarin arvoon (DXY-kori) ja maailman kauppaan. Vasemman (EUR-USD swap) kuvan perusteella dollaripula liittyy dollarin arvon kallistumiseen. Oikean (JPY-USD swap) kuvan perusteella dollaripula liittyy maailman

kaupan hidastuminen. Tällä hetkellä dollari on kallis ja maailmankauppa supistuu, joten dollaripulan ainekset ovat kasassa.

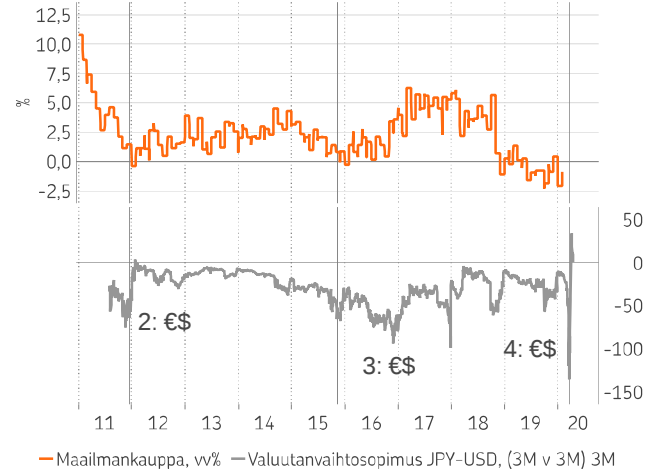
Kuvio 4: Valuutanvaihtosopimusten hinta vs dollarin arvo ja maailmankauppa

Dollari ja EUR-USD "BasisSwap"



Lähde: Macrobond

Maailman kauppa ja JPY-USD "BasisSwap"



Lähde: Macrobond

5. FED operaatio # 2: Kansainväliset repo-sopimukset (FIMA)

Edellisen kappaleen kuvaamat valuutanvaihtolinjat eivät riittäneet rauhoittamaan eurodollarimarkkinoita, joten FED toi markkinoille kansainvälisen takaisinvaihtosopimuksen (FIMA-repo). FED:n repo-sopimukset ovat normaali rahoituskanava Yhdysvalloissa mutta poikkeuksellisia Yhdysvaltain ulkopuolella.

Repo-sopimuksessa FED lainaa dollareita turvallista vakuutta kuten US valtionlainoja vastaan. Sopimuksen päättyessä vakuudet palaavat omistajalle ja dollarit reserveiksi FED:iin.

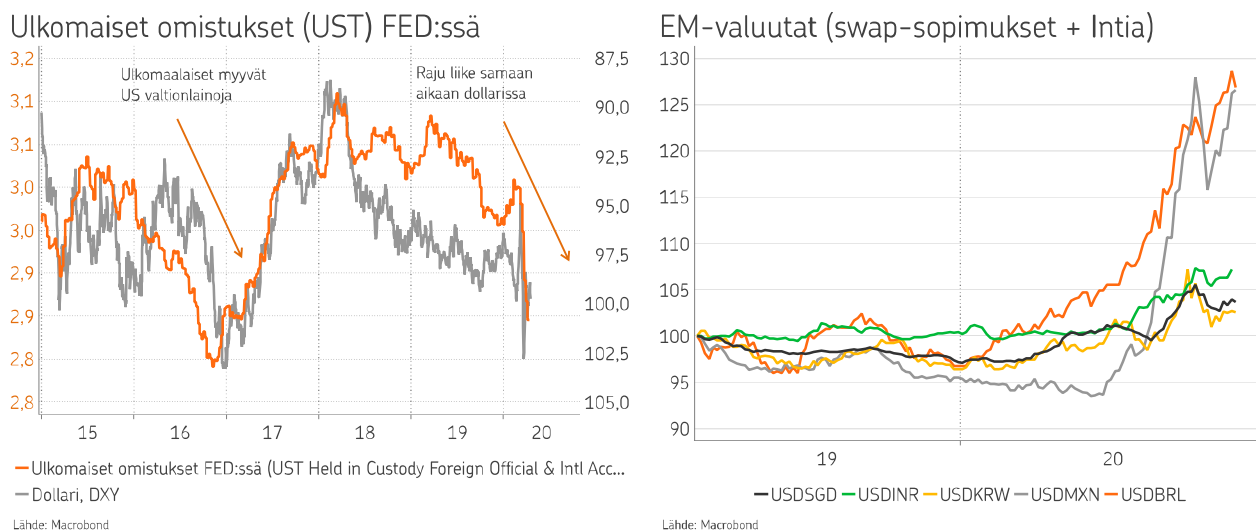
Tilanne lähti liikkeelle, kun FED:n arvopaperisäilytyksessä olevien US valtionlainojen määrä kääntyi jyrkkään pudotukseen. Ulkomaalaiset keskuspankit myivät US valtionlainoja saadakseen dollareita.

Rahoitusongelmat voivat kärjistyä luottamusongelmaksi, joten mikään keskuspankki ei halua näyttäytyä pakkomyyjänä. Kuvan 4 vasen puoli kuvastaa pakkomyyntiä. Kun keskuspankki myy US valtionlainojaan tähän tahtiin, se näkyy valuuttareservin rajuna pienentymisenä, mikä näyttäisi "country run" -ilmiöltä.

FED:n tarjoamassa repokaupassa toinen osapuoli saa valtionlainoja vastaa dollareita eikä valtionlainoja tarvitse myydä. Stigman ongelman on ratkaistu. Paitsi, että epäluottamus jää markkinoille, koska nyt markkinoilla tiedetään jossain olevan rahoitusongelma. Lainaajat epäilevät kaikkia, kun ne eivät tiedä, ketä epäillä.

Suhteessa esimerkiksi Kiinan minitaantumaa 2016 tällä kertaa valtionlainojen pakkomyynti on ollut poikkeuksellisen rajua. Samaan ajankohtaan ajoittuvat suuret liikkeet dollarissa, joten systeemiriski oli liikkeellä. Oikean puolen kuvassa ovat valuutanvaihtolinjat saaneiden EM-maiden (+ Intia) valuutat. Dollaripula on ollut akuuttia Brasiliassa ja Meksikossa. Esimerkiksi Brasilian osakemarkkinat ovat alas lähes 50 % valuutta mukaan lukien.

Kuvio 4: FED:ssä olevat ulkomaisten instituutioiden US-lainat ja EM-valuuttoja



6. FED matkalla globaaliksi superpankiksi – Rubicon on ylitetty peräti kolmesti

Nyt on vaikea pysyä kärryillä, mitä taloudessa oikein tapahtuu. Rubicon on ylitetty peräti kolme kertaa. Visioidaan vähän.

1. MMT: FED ostaa rajoittamattomasti valtionlainoja ja valtio velkaantuu vauhdikkaasti. Tämä on MMT:tä eli helikopterirahoitusta. FED:n tase paisuu reilusta 4 biljoonasta jopa 10 biljoonan tuntumaan. Mittakaava on nyt niin iso, että se ylittää käsityskyvyn. Pääomamarkkinat ovat siirtymässä aivokuolleeseen tilaan ja reagoivat enää ”pavlovilaisesti” keskuspankkien massiivisiin operaatioihin.
2. MMT+: FED teki radikaalin päätöksen, kun se päätti aloittaa sijoittamisen riskisiin HY-lainoihin. Tästä on enää aste-ero osakkeisiin. FED kärsii luottotappioita ylitettyään IG/HY-riskirajan, joten siitä tulee myös yrityssektorin rahoittaja. Aikanaan nähtäneen, mitä erääntyville yrityslainoille tapahtuu. Jos mallia otetaan valtionlainoista, julkisen sektorin MMT:n rinnalle saadaan yksityisen sektorin MMT, mitä se sitten onkaan.
3. MMT++: FED tarjoaa jatkossa dollarirahoitusta valuutanvaihto- ja takaisinostosopimuksilla (swap lines, repo lines) ulkomaisille rahoitusinstituutioille. Jos eurodollarimarkkinat jäätyvät, ei ole poissuljettua, että FED alkaa ostamaan ulkomaisten yritysten dollarilainoja

(antamaan dollarirahoitusta ulkomaisille yrityksille). Toisaalta jonkun täytyy toimia viimeisenä lainaajana (lender of last resort) eurodollarimarkkinoilla. FED ottaa askeleita globaalisti dollaripankiksi.

Jos Trump jatkaa syksyllä, hän nimittää varmasti oman miehen FED:n johtoon. Yhdessä he voisivat sitten laatia FED:lle kansainvälisen kasvustrategian, josta muu maailma riemastuisi. Tässä on Trumpilla kaikkien aikojen mahdollisuus saada käteensä taikakeppi, jolla hallita maailmaa.

Jussi Hyöty

OP Varainhoito

Lisätietoja OP Varainhoidosta ja sen tuottamista markkinainformaatioista

OP Varainhoito Oy (jäljempänä "OP Varainhoito") on OP Ryhmään kuuluva sijoituspalveluyritys, jonka toimintaa valvoo Finanssivalvonta. OP Varainhoito tarjoaa omaisuudenhoitopalveluita instituutioille ja muille yhteisöille sekä varakkaille yksityishenkilöille. OP Varainhoito voi toimia myös OP-Rahastojen salkunhoitajana.

Tämä OP Varainhoidon laatima materiaali on yleistä markkinainformaatiota, joka ei täytä riippumattoman sijoitustutkimuksen edellytyksiä. OP Ryhmässä riippumatonta sijoitustutkimusta tuottaa OP Yrityspankki Oyj. Materiaali on tarkoitettu vain OP Varainhoidon asiakkaiden yksityiseen käyttöön ja sen kopioiminen, julkaiseminen tai levittäminen ilman OP Varainhoidon kirjallista lupaa ei ole sallittua.

Esityksen perustuu julkisiin lähteisiin ja informaatioon, joita OP Varainhoito pitää luotettavana. Tämä ei kuitenkaan sulje pois mahdollisuutta, että esitetyt tiedot eivät kaikilta osin olisi täydellisiä ja virheettömiä. OP Varainhoito tai sen palveluksessa oleva henkilökunta eivät vastaa esityksestä ja näiltä sivuilta saatavan muun informaation perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista, joita esityksestä saadun informaation käytöstä mahdollisesti aiheutuu.

Tätä esitystä ei tule pitää sijoitusneuvona, tarjouksena ostaa tai merkitä mitään arvopapereita, eikä kehotuksena yksittäisen sijoituksen toteuttamiseen.