Luxury of Hindsight – Onko vuoden 2008 ongelma palannut- dollaripula

Jussi Hyöty

Tässä blogissa on viimeiset kuulumiset koronasta ja kaikuja vuodesta 2008. Pysyttelen edelleen eurodollarimaailmassa. On täysin mahdollista, että vuoden 2008 subprime-kriisi oli eurodollarijäävuoren huippu. Edellisessä blogissa keskityin dollareiden saatavuuteen Yhdysvaltain vaihtotaseen ja FED:n operaatioiden, swap-linjat ja repo-linjat, kautta. Tässä blogissa keskityn dollareiden saatavuuteen LIBOR-markkinoiden ja EM-valuuttalainojen kautta.

Sisältö

1. Talouksia avataan uusien koronatartuntojen pysyessä huipputasolla.
2. LIBOR-korkopiikki vuosina 2008 ja 2020, vain ikävä yhteensattuma?
3. EM:n valuuttakriisi lähtee valuuttaveloista, ei inflaatiosta
4. EM:n valuuttalainoissa näkyy dollarin vahvuus

1. Talouksia avataan uusien koronatartuntojen pysyessä huipputasolla

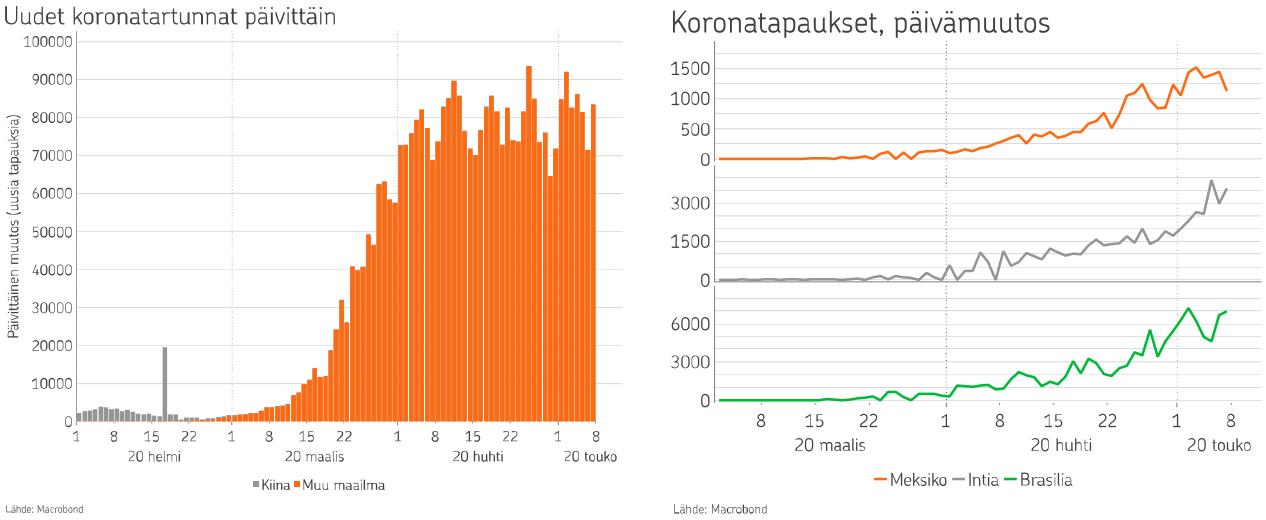
Koronan etenemisen voi jakaa karkeasti kolmeen vaiheeseen: Kiina on loppuvaiheessa, Eurooppa ja USA ovat ohittaneet huipun ja suuri osa kehittyvistä talouksista on alkuvaiheessa. Euroopan ja USA:n huippu on ohitettu olosuhteissa, joissa talous on ollut suljettuna. Kun taloutta avataan, olosuhteet muuttuvat.

Vaikka tartuntojen maantieteellinen painotus on muuttunut, kokonaistartuntojen määrä ei ole muuttunut kuukauteen. Uusia tartuntoja tulee päivittäin hieman alle 100 000. Tartuntojen määrä ei kasva, mutta on vakiintunut huipputasolle. Kun talouksia avataan, moni maa siirtyy todennäköisesti Saksan nopeiden hätäjarrutusten strategiaan. Nähtäväksi jää, kääntyykö kokonaistartuntojen määrä kasvuun uudessa tilanteessa. Immuniteettiahan ei vielä ole.

Singapore on hyvä esimerkki koronan hallitsemisen vaikeudesta. Singapore oli aikainen menestyjä, jonka tilanne kääntyi heikompaan suuntaa. Singaporessa viruksen leviämisen kiihtymisen uskotaan johtuvan ulkomaalaistyöntekijästä, joka ei saanut hoitoa. Työntekijä asui asuntolassa, jossa viruksen oli helppo levitä. Jos sääntöihin nojaavan Singaporen puolustuksessa oli aukkoja, niin lienee selvää, että muualla maailmassa on enemmän vastaavan tyyppisiä aukkoja.

Edellisessä blogissa kommentoin maita, jotka ovat pandemiakäyrällä pitkällä. Nyt alla olevassa kuvassa on maita, jotka ovat käyrällä alussa. Kuvassa on kolme väkirikasta kehittyvää maata, joissa kaikissa raportoitujen tartuntojen määrä on kasvussa. Kehittyvillä talouksilla ei ole tehokasta terveydenhoitojärjestelmää, eikä varaa elvyttää itseään ulos talousongelmista. IMF:lle on tullut lyhyessä ajassa ennätysmäärä avunpyyntöjä 100, eli enemmän kuin joka toinen 183 jäsenmaasta tarvitsee hätärahoitusta.

Kuvio 1: Koronatartunnat yleisesti ja indikaattorimaittain



2. LIBOR-korkopiikki vuosina 2008 ja 2020, vain ikävä yhteensattuma?

Edellisen blogin teema oli dollariniukkuus, kuten on tämänkin. Kuvassa ovat dollarikorko Yhdysvaloissa (OIS) ja eurodollarikorko Yhdysvaltojen ulkopuolella (LIBOR). LIBOR-OIS -eron kasvu on merkki eurodollarimarkkinan toimimattomuudesta.

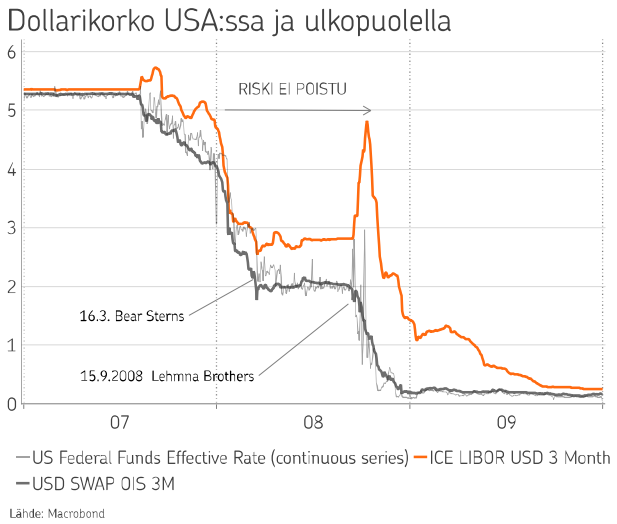
Globaalin finanssikriisin (GFC) syynä pidetään heikon laadun asuntolainoja, eli subprime-lainoja. Subprime markkinat olivat kuitenkin hyvin pienet markkinat, 625 miljardia dollaria, joten on vaikea uskoa, että ne olisivat yksinään saaneet koko rahoitusjärjestelmän polvilleen. Rahoitusjärjestelmän ytimessä, eli luottamuksessa, oli jokin perustavaa laatua oleva ongelma. Subprime oli tämän jäävuoren huippu.

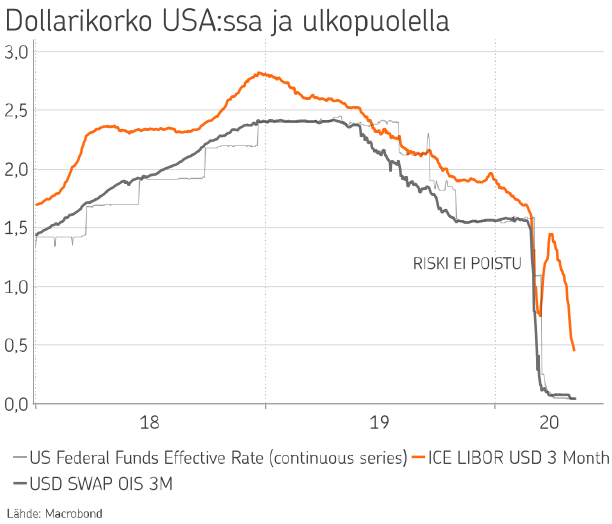
Vuoden 2007 lopulla LIBOR-OIS -ero alkoi kasvaa, mikä kertoi eurodollarimarkkinoiden likviditeetin kiristymisestä. Maaliskuussa 2008 Bear Stearns kaatui. LIBOR-OIS -ero ei kuitenkaan poistunut vaan epäluottamus jäi kytemään eurodollarimarkkinoille. Syyskuussa kriisi sitten kärjistyi. Lehman Brothers kaatui ja oli viedä mennessään koko rahoitusjärjestelmän.

Kun nyt katsoo eurodollarimarkkinoita, samanlainen oireilu on vellonut markkinoilla jo vuodesta 2018. Maaliskuussa 2020 LIBOR-OIS -ero kasvoi hälyttävästi 1,5 %:iin, kun finanssikriisin aikaan se oli pahimmillaan vain vajaan prosentin. FED reagoi dollaripulaan likviditeettielvytyksellä, jonka rinnalla finanssikriisin elvytys kalpenee. Korkoero on pienentynyt, mutta on edelleen epänormaalin suuri.

Kaikesta likviditeettielvytyksestä huolimatta maaliskuun tapahtumat jättivät epäilyksen rahoitus-järjestelmän vakaudesta. Yli kymmenen vuotta jatkunut ultramatala korko ja rahan printtaus ei voi olla johtamatta suurien riskien ottamiseen. FED:n elvytys torjui kriisin, mutta riskin eliminoiminen on toinen juttu.

Kuvio 2: Ultrakevyt rahapolitiikka johtaa epäluottamukseen pankkijärjestelmässä





3. EM:n valuuttakriisi lähtee valuuttaveloista, ei inflaatiosta

Kehittyvien markkinoiden kriisit ovat olleet valuuttakriisejä. Tällä kertaa ongelma ei ole talouden ylikuumentuminen ja inflaation ryöpsähtäminen vaan dollarin vahvistuminen ja ennätykselliset valuuttavelat.

Koronakriisi jakaa maailman taloudet suvereeneihin ja ei-suvereeneihin, voittajiin ja häviäjiin. Japanin ilmoitettua rajoittamattomasta valtionlainojen osto-ohjelmasta, kaikki suvereenit keskuspankit (FED, BOE, BOJ) ovat siirtyneet MMT:hen eli keskuspankkirahoitukseen. Kehittyvillä talouksilla ei ole samanlaista luksusta elvyttää talouttaan ulos koronakriisistä kuin suvereeneilla valtioilla. EM:ssä rahan printtaaminen johtaisi valuutan romahtamiseen.

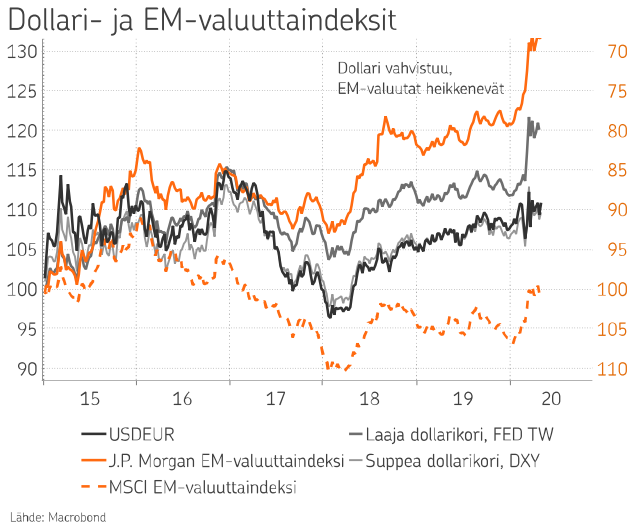
Kun dollari vahvistuu, se vahvistuu jotain toista valuuttaa vastaan. Yleensä on niin, että dollari vahvistuu globaalissa kriisissä eniten pieniä valuuttoja vastaan. Näin on käynyt tälläkin kertaa. Dollari on vahvistunut enemmän suhteessa laajaan kuin suppeaan valuuttakoriin (DXY), koska laajassa korissa on mukana pieniä valuuttoja. Suppeaa valuuttakoria dominoi euro. Tämä kriisi ei kohtele kaikkia samoin, vaan se iskee nimenomaan pieniin heikkoihin talouksiin.

Dollarin vahvistuminen tarkoittaa käytännössä kehittyvien talouksien valuuttojen heikentymistä. EM-valuuttojen heikentyminen vain tapahtuu suuremmalla kertoimella kuin dollarin vahvistuminen. EM-valuuttaindeksien kehitys riippuu siitä, miten indeksit rakennetaan.

EM-valuutat ovat heikentyneet JP Morganin valuuttaindeksillä (bondi-indeksin painot) mitattuna voimakkaasti, mutta käytännössä ei ollenkaan MSCI:n valuuttaindeksillä (osake-indeksin painot) mitattuna. Valuutta on siis heikentynyt juuri niissä maissa, jotka ovat haavoittuvaisimpia valuutan heikkenemiselle. Tämä ei ole yllätys kriisin luonteen takia. EM-talouksien ongelma ei ole inflaation ryöpsähtäminen vaan kasvaneet valuuttavelat.

EM-valuuttojen heikentyminen vaikuttaa Kiinan Yuaniin, joka puolestaan on keskeinen globaalien pääomamarkkinoiden ajuri. Normaalisti Yuan liikkuu suurin piirtein samalla tavalla suhteessa dollariin kuin valuuttakoriin (CFETS). Korona kriisissä Yuan on heikentynyt suhteessa dollariin mutta vahvistunut suhteessa valuuttakoriin. Kiina on siis menettänyt, ei saanut, kilpailuetua suhteessa muihin kehittyviin talouksiin.

Kuvio 3: Dollari ja EM-valuutat – erilaisia näkökulmia



4. EM:n valuuttalainoissa näkyy dollarin vahvuus

Reservivalutta on automaattisesti myötäsyklinen rasite globaalille taloudelle, eli se kiihdyttää sykliä. Riskien kasvaessa turvallisen reservivaluutan kysyntä kasvaa, eli reservivaluutta kallistuu. Kehittyvät taloudet ovat rahoittaneet investointejaan reservivaluutalla, koska niiden oma valuutta ei ole turvallinen, jolloin reservivaluutan kallistuessa niiden rahoituskustannukset nousevat. Globaalin talouden hidastumisen ja reservivaluutan kallistumisen välille on siis taipumus syntyä negatiivinen kierre.

<u>EM:n valuuttalainat ja valuutat</u>

Oikaistaan hieman. EM-valuuttalainoista käytetään termiä hard currency -lainat (HC). Yhdysvaltain dollarin osuus HC-lainoista on noin 60 %, joten se on ylivoimaisesti suurin valuutta HC-lainoissa. Yksinkertaisuuden vuoksi valuuttalainat (HC) ovat jatkossa dollarilainoja. EM-valuuttalainojen tuotto koostuu US valtionlainan korosta ja maakohtaisesta riskilisästä.

EM-valuuttalainojen riskilisän ja EM-valuuttaindeksin (JP Morgan EMCI) välillä on ollut kolme vaihetta viimeisen kymmenen vuoden aikana. Jaksolla 2010-2015 valtionlainojen riskilisä (EMBI) seurasi EM-valuuttaindeksiä. Valuuttojen heikentyessä riskilisät kasvoivat. Jaksolla 2016-2017 valuuttaindeksi oli vakaa, mutta riskilisät kapenivat. Vuonna 2019 valuuttaindeksi jatkoi heikkenemistään, mutta lainojen riskilisät kapenivat. Voisi sanoa, että viimeisen viiden vuoden aikana valtion valuuttalainojen hinnoittelu on kiihtyvällä tahdilla irtaantunut dollarista, joka on yksi valuuttalainojen perusajuri.

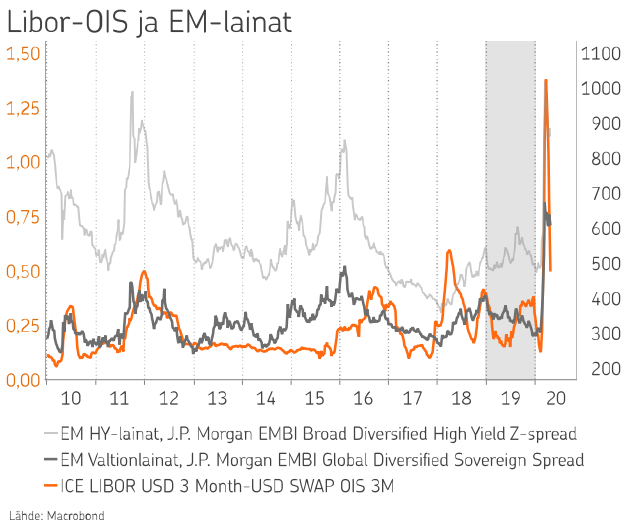
Osakemarkkinat korjasivat vuoden 2018 lopussa, mutta EM-valuutoissa ja EM-lainoissa korjaus alkoi jo vuoden alussa. Vuoden 2018 markkinakorjauksen olisi siis voinut lukea EM-valuutoista jo hyvissä ajoin. Koska JP Morganin EMCI on hyvin korkean betan mittari, sen pitääkin reagoida aikaisin riskin muutoksiin.

EM:n valuuttalainat ja LIBOR

Ulkomaiset yritykset voivat hakea dollarirahoitusta joko suoraan markkinoilta (bondit) tai pankeilta (LIBOR). Pankkijärjestelmässä oleva eurodollariniukkuus näkyy LIBOR-OIS -eron kasvuna, mutta se voi näkyä myös laajemmin EM-valuuttalainojen hinnoittelussa.

Vuonna 2012 LIBOR-OIS ero kasvoi ja samaan aikaan EM:n valuuttamääräisten sekä valtion- että yrityslainojen (HY) riskilisät kasvoivat. Vuonna 2016 oli samantyyppinen tilanne, vaikkakin LIBOR-OIS -ero kasvoi hieman myöhemmin. Vuonna 2019 LIBOR-OIS ero ja HY-lainojen riskilisä kasvoivat, mutta valtionlainojen riskilisä kapeni. Yhdysvaltain ulkopuolella oleva dollaripula heijastui siis EM:n yrityslainoihin muttei valtionlainoihin. EM-valtionlainoissa on kuitenkin korkean riskin maita, joten vuonna 2019 tuoton metsästys näyttää vain menneen liian pitkälle valtionlainoissa. Globaali dollariniukkuus heijastuu siis sekä LIBOR- että EM-valuuttalainamarkkinoille, mutta heijasteet tulevat ensin herkemmille LIBOR-markkinoille.

Kuvio 4: EM-valuuttalainojen aikaiset varoittajat



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.