



EUROJÄRJESTELMÄ
EUROSYSTEMET

Rahoitusmarkkinoilla myrskyää, hyödykemarkkinoilla hikoillaan; Maailmantalouden tuulet heiluttavat euroaluetta?

Pääjohtaja Erkki Liikanen

Talousvaliokunnan seminaari 10.9.2008

Esityksen teemat

- ◆ Rahoitusmarkkinoiden stressitila jatkuu
 - Tilannekatsaus
 - Missä epäonnistuttiin? Eri käsityksiä kriisin alkulähteistä.
- ◆ Hyödykemarkkinoiden heilahtelut
 - Lievää palautumista energian ja elintarvikkeiden huippuhinnoista.
- ◆ Euroopan keskuspankin toiminta
 - Rahoitusmarkkinoiden toimintaedellytysten ylläpitäminen likviditeetin hallinnan keinoilla.
 - Euroalueen hintavakauden turvaaminen globaalien hintasokkien oloissa.

USA:n asuntomarkkinoiden ehkä orastava tasaantuminen...

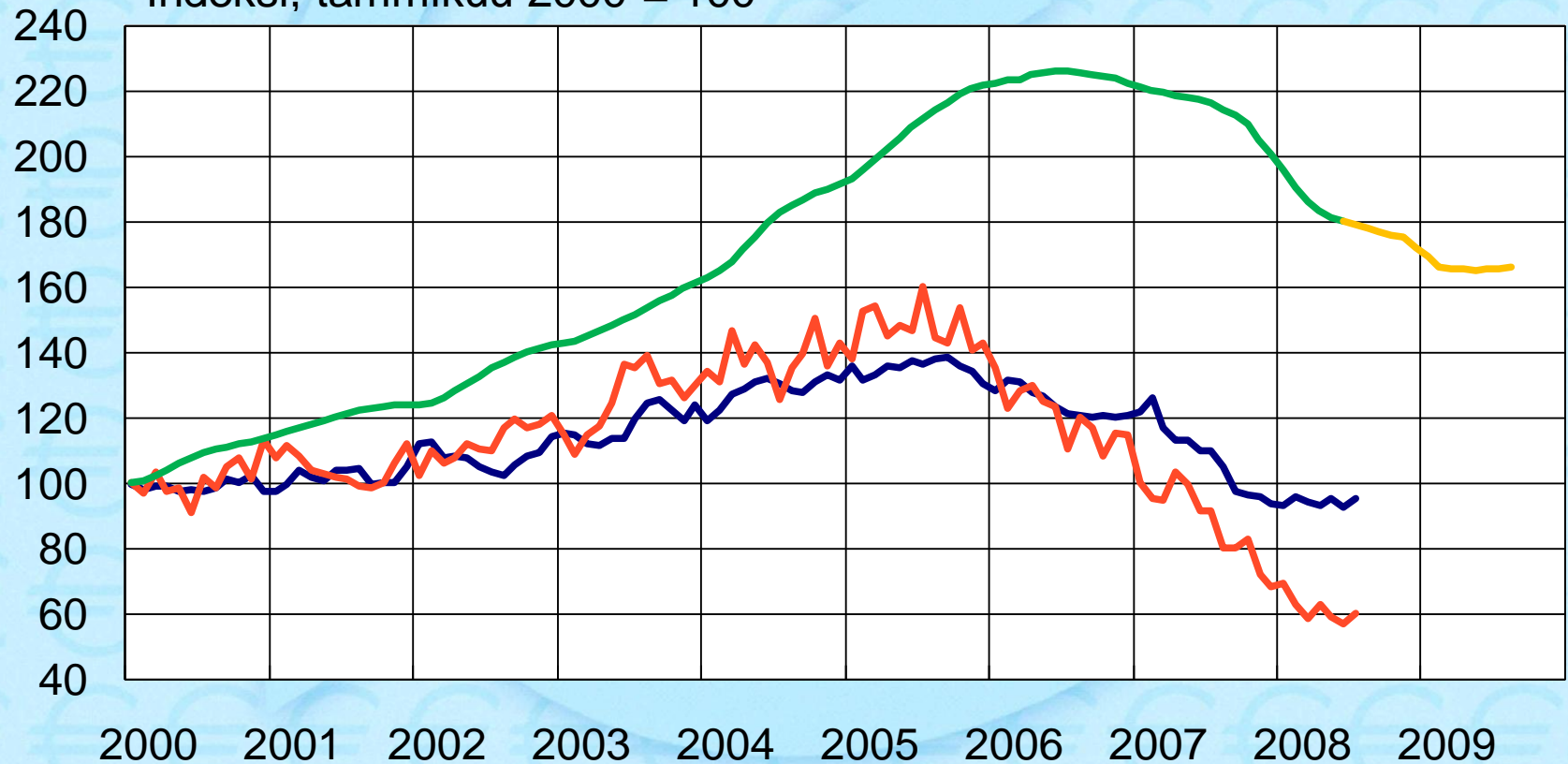
— Vanhojen asuntojen myynti

— Uusien asuntojen myynti

— Asuntojen hinta, Case-Shiller

— Case-Shiller futuuri

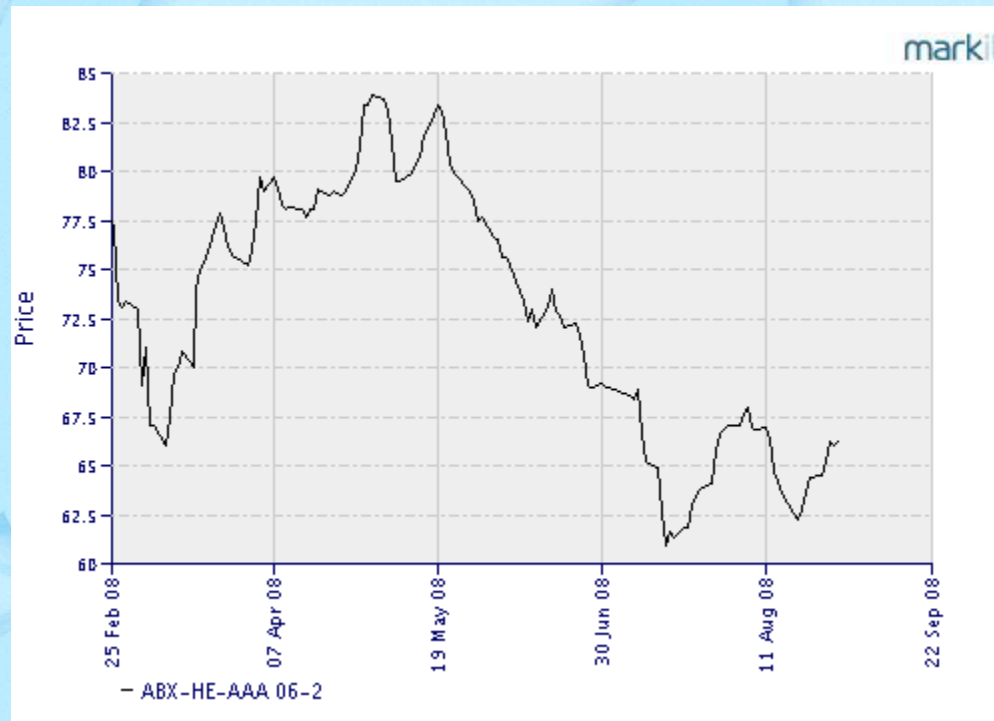
Indeksi, tammikuu 2000 = 100



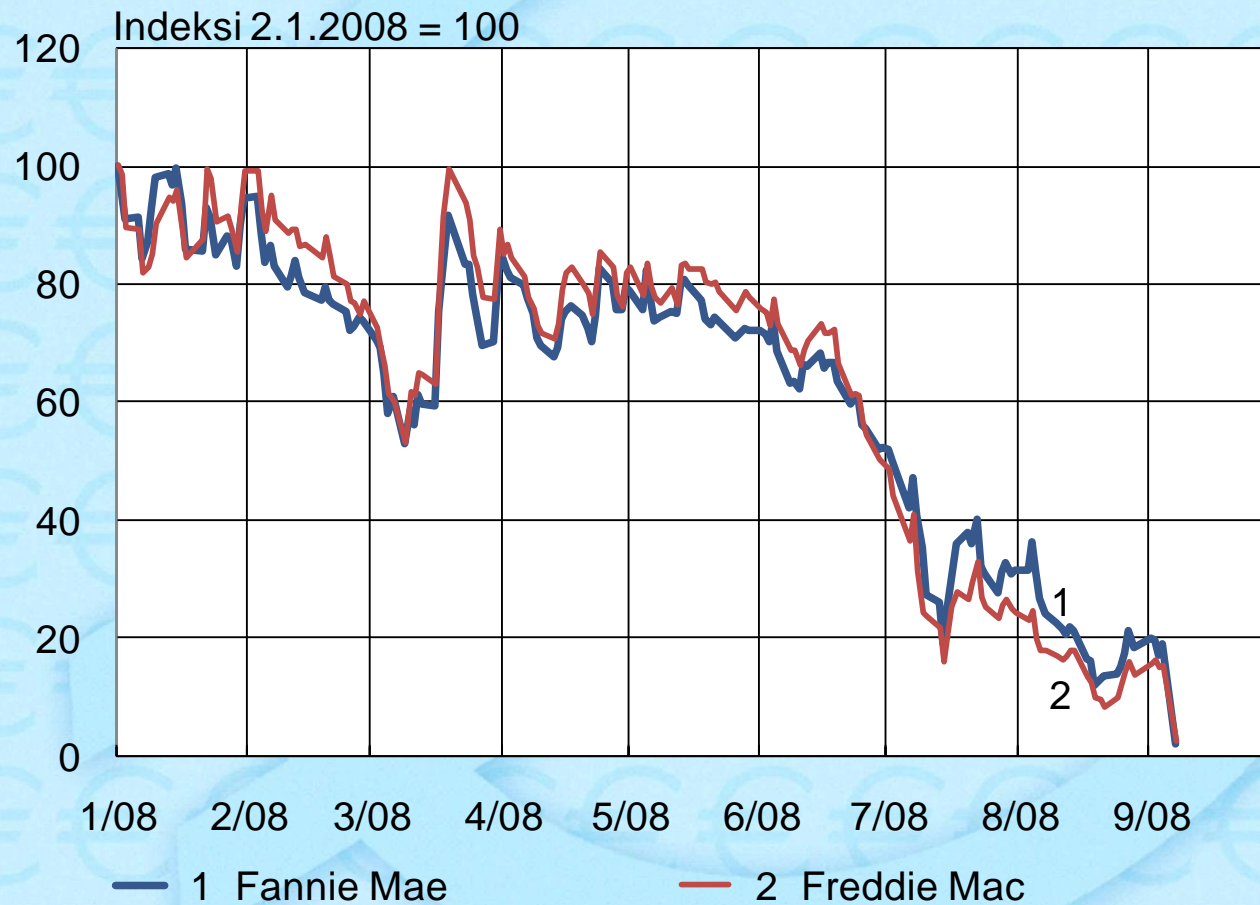
Lähde: Bloomberg.

... ei vielä ole parantanut USA:n sub-prime - markkinoiden tilaa.

(ABX.HE - AAA-luokiteltujen asuntovakuudellisten
arvopaperien hintaindeksi)



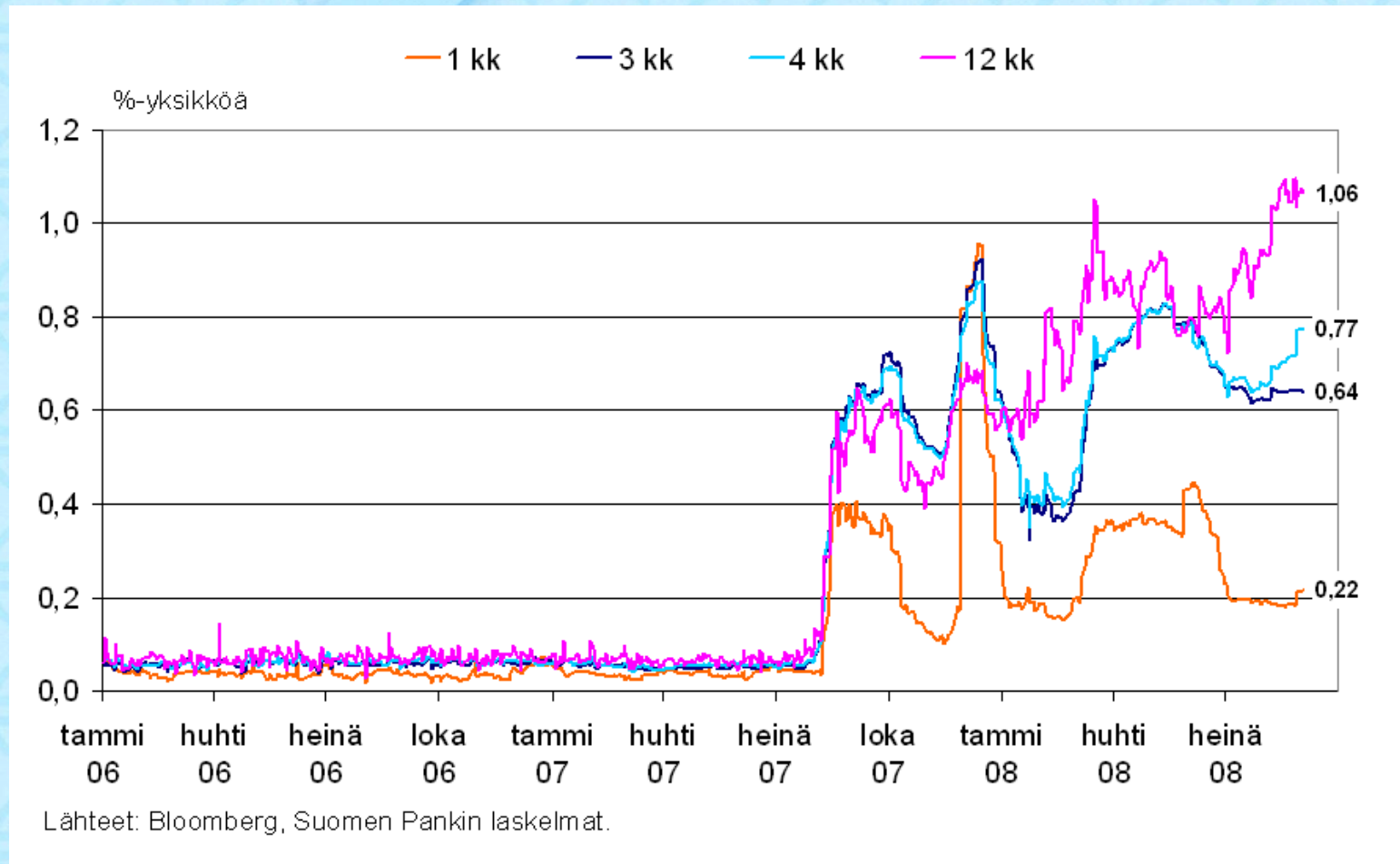
Fannie Mae ja Freddie Mac osakekurssit



Lähde: Bloomberg.

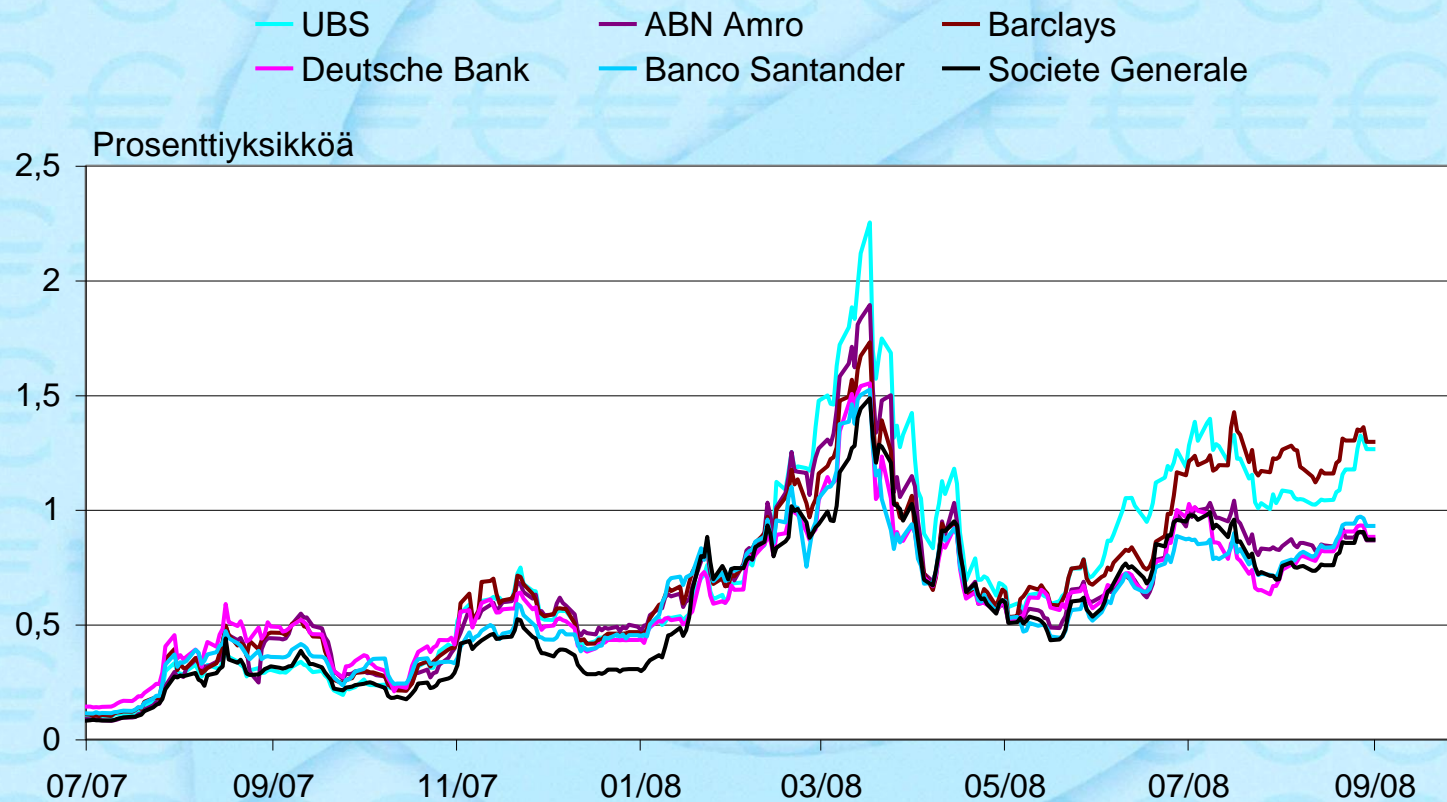
Euroopassa rahoitusmarkkinoiden riskilisät osin yhä kasvaneet

Euriborin ja Eonia-swap koron erotus



Luottamus pankkien maksukykyyn ei ole palautunut entiselleen

Luottoriskiltä suojautumisen hinta (CDS-sitoumuksista)

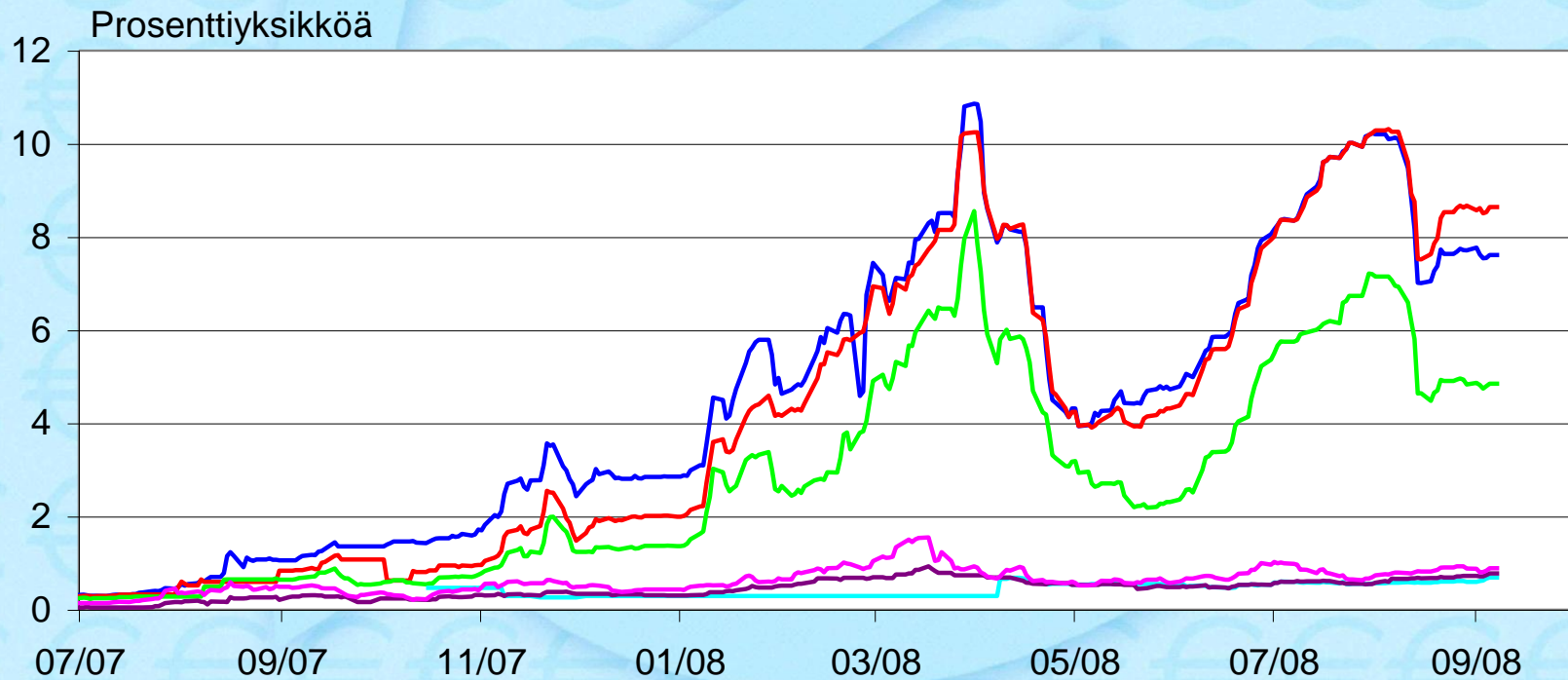


Lähde: Bloomberg.

Pohjoismaiset pankit ei kehityksen ulkopuolella.

Luottoriskiltä suojautumisen hinta CDS-sitoumuksista

- Kaupthing Bank
- Glitnir Banki
- Landsbanki Islands
- Nordea
- Danske Bank
- Deutsche Bank

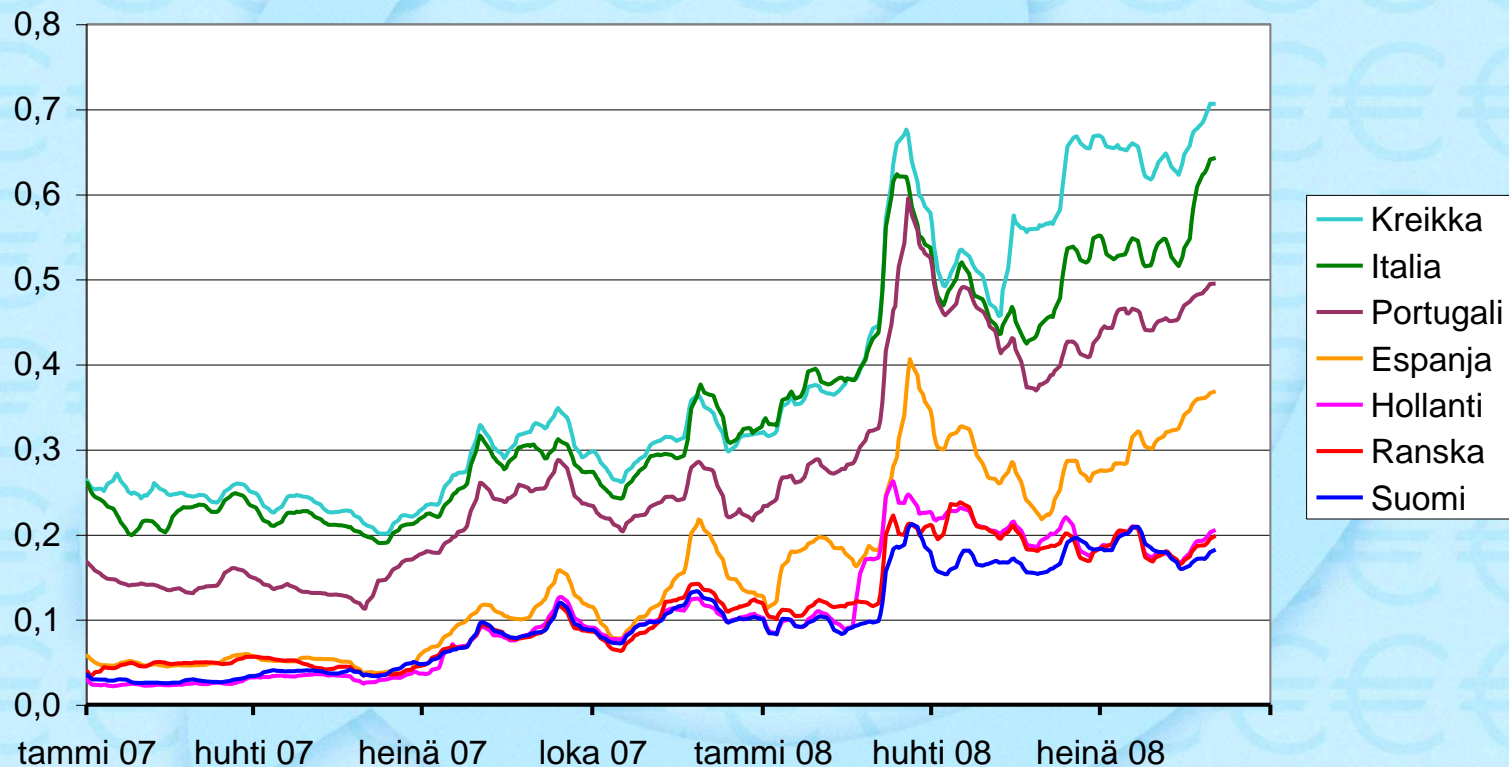


Lähde: Bloomberg.

Valtiontalouden tila heijastuu yhä enemmän valtion lainojen korkoihin.

10 vuoden valtion velkakirjojen korkoero Saksaan

%-yksikköä



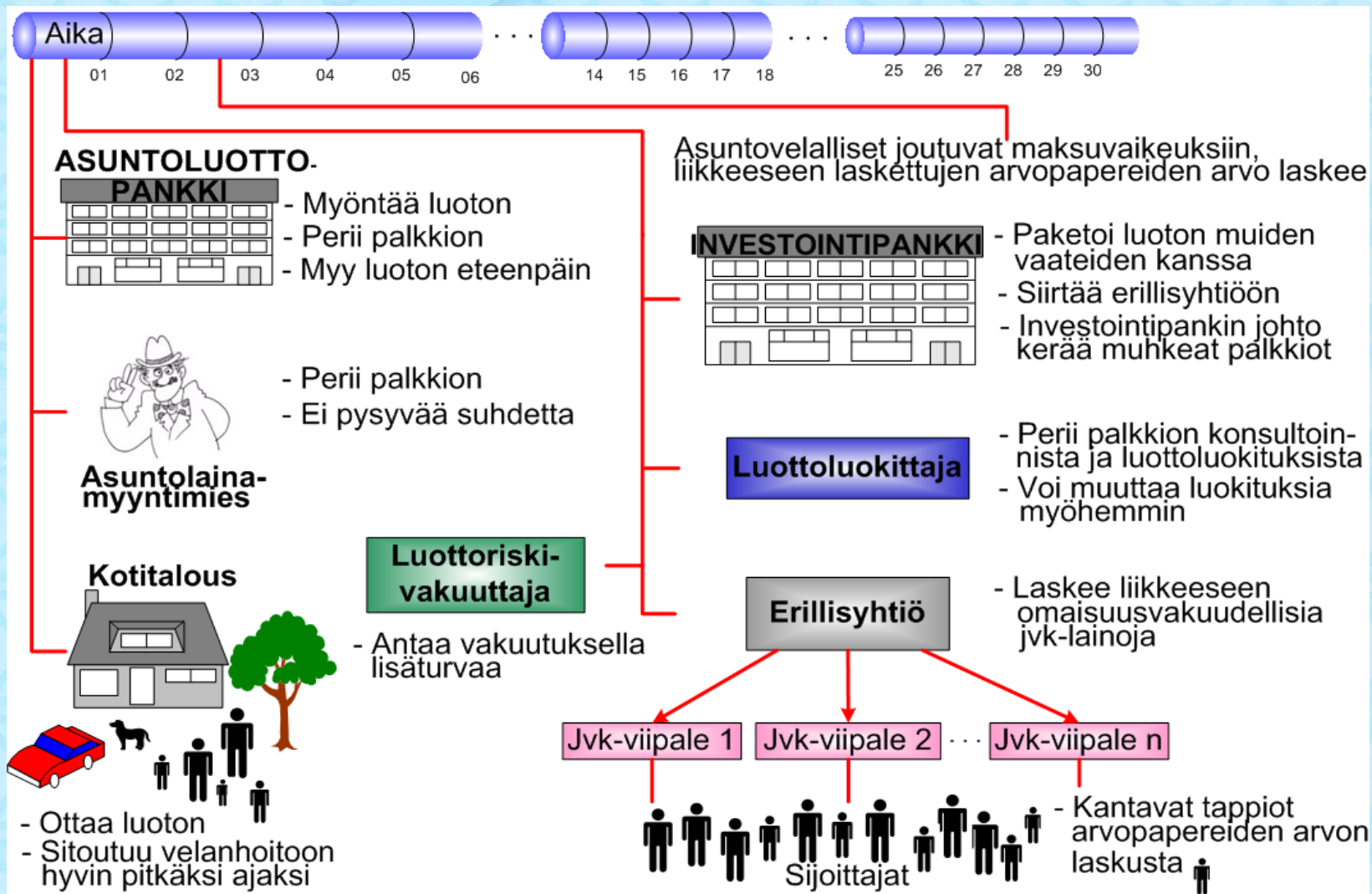
Lähde: Bloomberg

Mikä meni pieleen?

Kaksi näkemystä kriisin alkulähteistä

- ◆ Alhaiset korot ja riskilisät lisäsivät uusien vähäriskisten, mutta korkeatuottoisten sijoitustuotteiden kysyntää. Subprime-markkinat ja strukturoidut lainatuotteet vastaus kysyntään
- ◆ Yleinen selitys:
Arvopaperistaminen väärästi kannusteita
 - Arvopaperistaminen mahdollisti riskien myymisen edelleen.
 - Luoton alkuperäiselle myöntäjälle ei jäänyt pysyvää suhdetta velalliseen, eikä ollut myöskään kannustimia valvoa velallisen maksukykyä.
 - Seurauksena luotonannon kriteerien murentuminen
 - Palkkiot sidottiin lainojen volyymiin, ei lopulliseen arvoon.

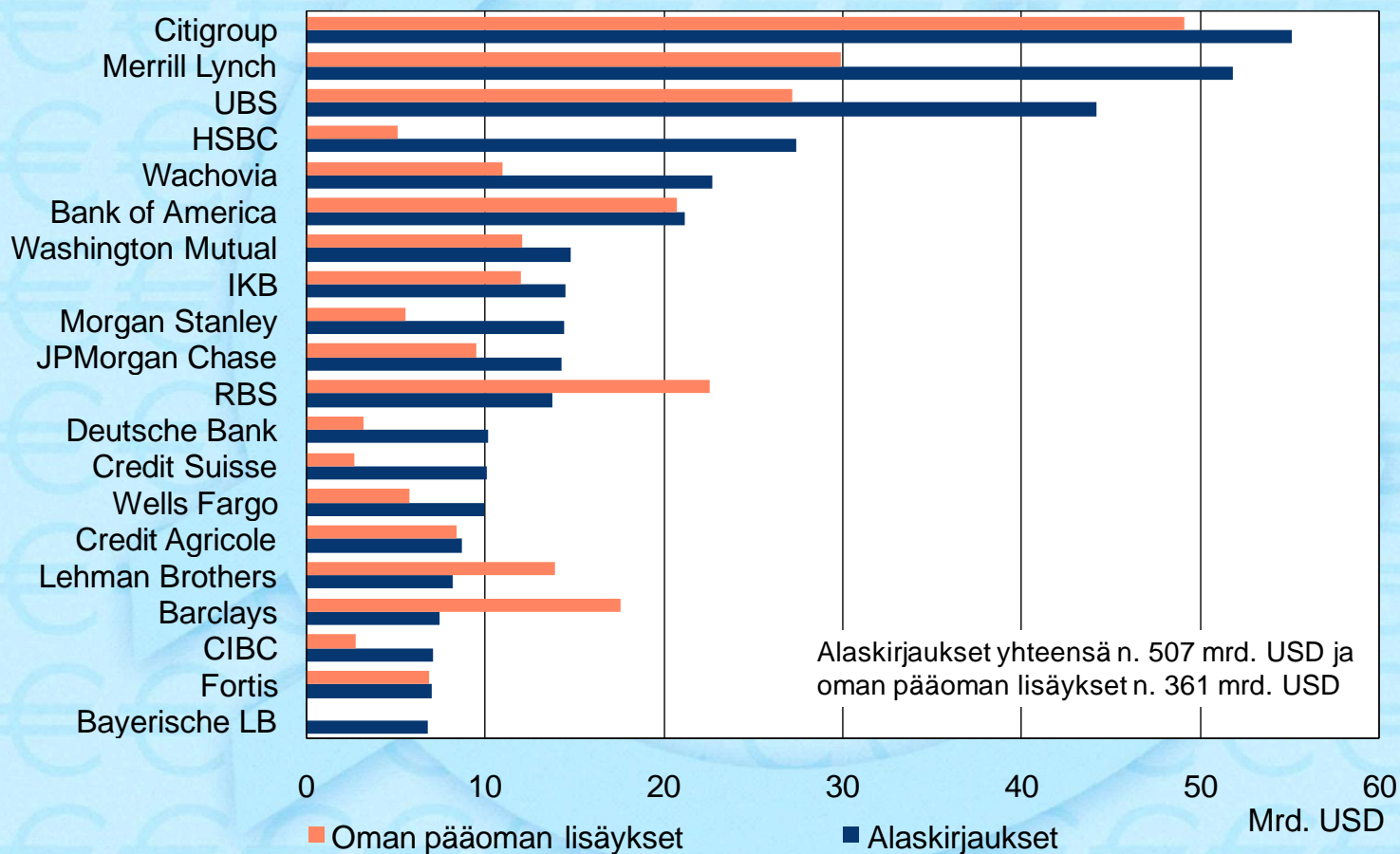
Luo ja hajauta – malli ja kannustintien rakenne



Vaihtoehtoinen selitys: Liika luottamus asuntohintojen nousuun

- ◆ Todellinen syy: sub-prime liiketoimintamalli räätälöity toimimaan vain nousevien asuntohintojen oloissa
 - Oletettiin, että asuntovakuuden arvonnousu mahdollistaa sub-prime –lainan uudelleen rahoittamisen parin-kolmen vuoden sisällä.
- ◆ Asuntohintoihin liittyvää makrotaloudellista riskiä ei osattu hinnoitella sub-prime –johdannaisiin.
 - Liian monimutkaiseksi kasvaneet johdannaisketjut hävittivät informaatiota.
 - Johdannaisten johdannaisille ei ole hinnoittelumalleja.
- ◆ Kannustinongelmaa on liioiteltu.
 - Sub-prime -luottojen myöntäjät ja arvopaperistajat pitivät merkittävän osan riskeistä itsellään. Monet pankkien pääjohtajat ovat joutuneet lähtemään.

Pankkien alaskirjauksia ja oman pääoman lisäyksiä 9.9.2008 mennessä



Lähde: Bloomberg.

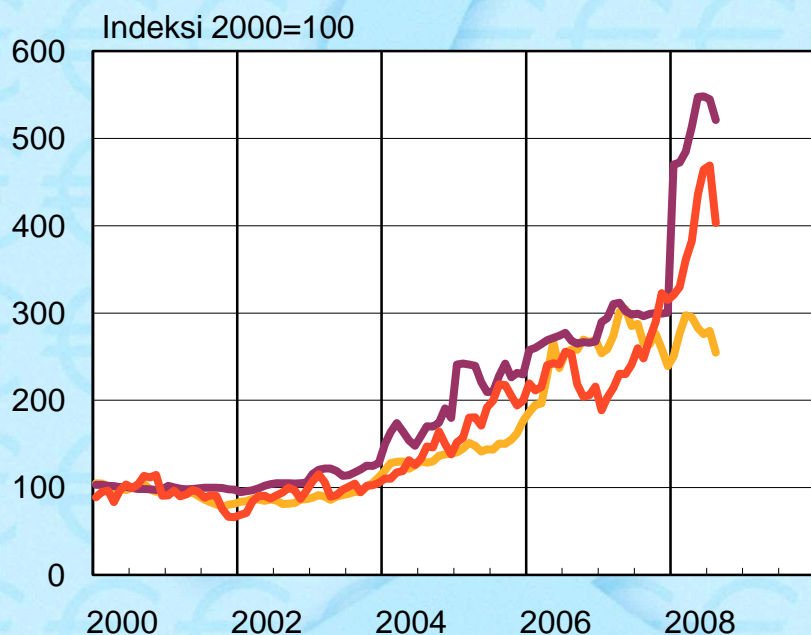
Rahoitusmarkkinahäiriön välitilinpäättös

- ◆ Vuosi turbulenssia takana – epävarmuus jatkuu.
- ◆ Riskilisien korkea taso kertoo, että pankit haluavat edelleen turvata likviditeettiasemansa eivätkä halua lainata toisilleen
- ◆ Pankkien tappiot ovat olleet suuret, uutta pääomaa on saatu, mutta lisää tarvitaan
- ◆ Mitä opittavaa viranomaisille?
 - Pankkien vakavaraisuuden arvioimisen pohjana oleva Basel II rakentuu **luokituslaitosten** ja **rahoituslaitosten** oman riskinhallinnan varaan – luottamus molempiin järkkynyt.
 - Kriisinvalvonnan vastuunjaon selkeys keskeinen.

Onko helle helpottamassa hyödykemarkkinoilla?

Raaka-aineiden hinnat
kääntyivät kesällä laskuun...

... ja myös elintarvikkeiden hinnat ovat
tasaantumassa.



— Muut metallit kuin rauta
— Rautamalmi ja romu
— Raakaöljy

— Elintarvikkeet
— Vilja
— Kahvi, kaakao, tee ja sokeri

Lähde: HWWA

Öljyn hinnannousu yllättänyt kerta toisensa jälkeen

Raakaöljyn hinta ja futuurit



Pohjanmeren brent.
Lähde: Bloomberg.

Hyödykkeiden hinnannousun taustoja

◆ Energia ja metallit

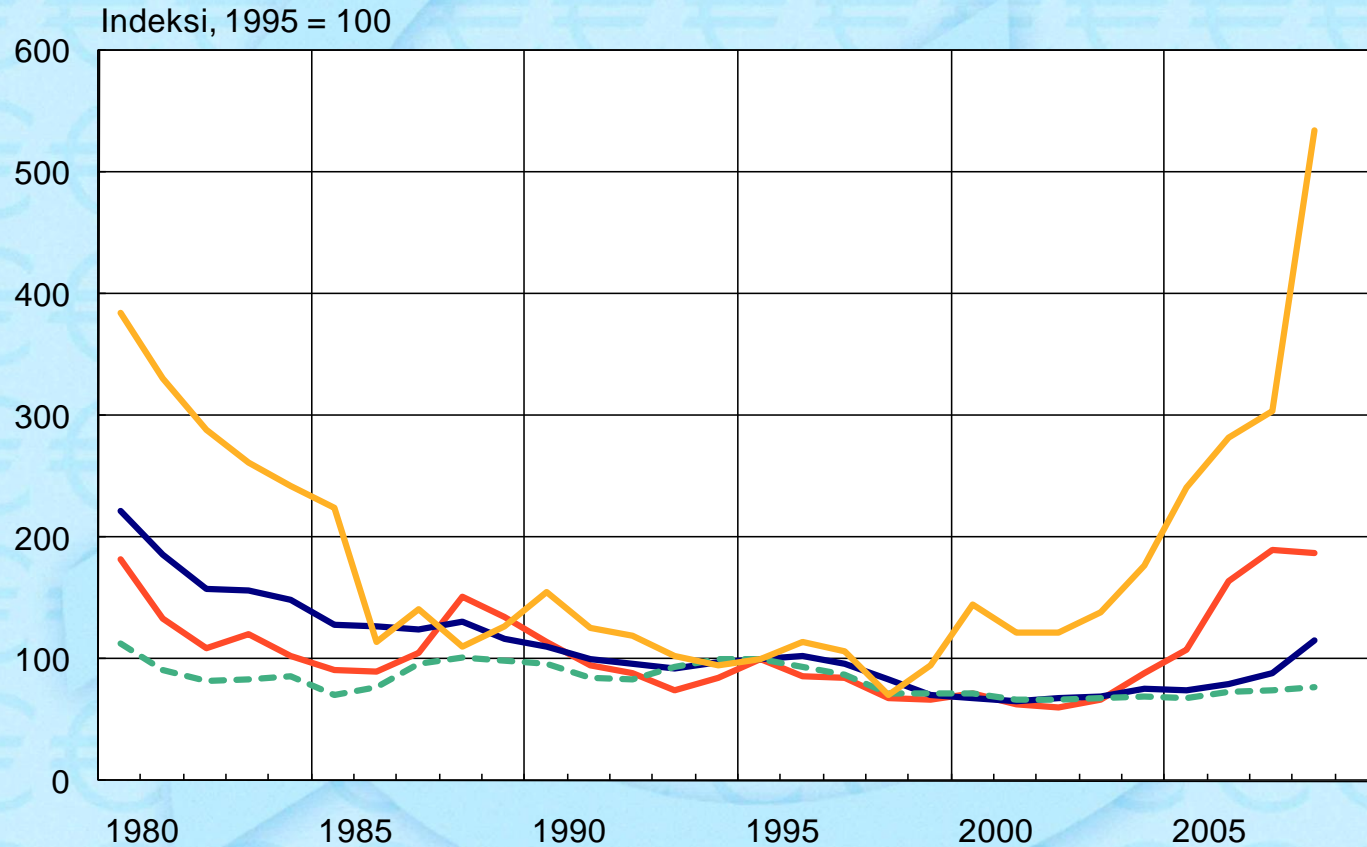
- Raaka-aineiden hinnat pitkään pohjalukemissa
 - Investoinnit energia/raaka-ainetaloudellisuuteen eivät kannattaneet alhaisten hintojen vuoksi.
- Kysynnän kasvu Aasiassa.

◆ Elintarvikkeet

- Ilmaston muutos, huonot sadot mm. Euroopassa ja Australiassa
- Tuotantokustannusten nousu (lannoitteet, kuljetus, energia)
- Biopolttoaineet vieneet peltoa muusta viljelyksestä
- Maatalouspolitiikka vähentänyt ylituotantoa. Vientirajoitukset.
- Vähäiset investoinnit tutkimukseen ja tuotekehitykseen

Raaka-aineiden reaalihiinnat pitkään pohjalukemissa

— Metallit — Elintarvikkeet — Muut maataloustuotteet — Raakaöljy



Dollarihinta jaettuna Yhdysvaltain kuluttajahintaindeksillä. Vuosikeskiarvoja paitsi viimeinen havainto, joka on heinäkuun 2008 tieto.

Lähde: IMF.

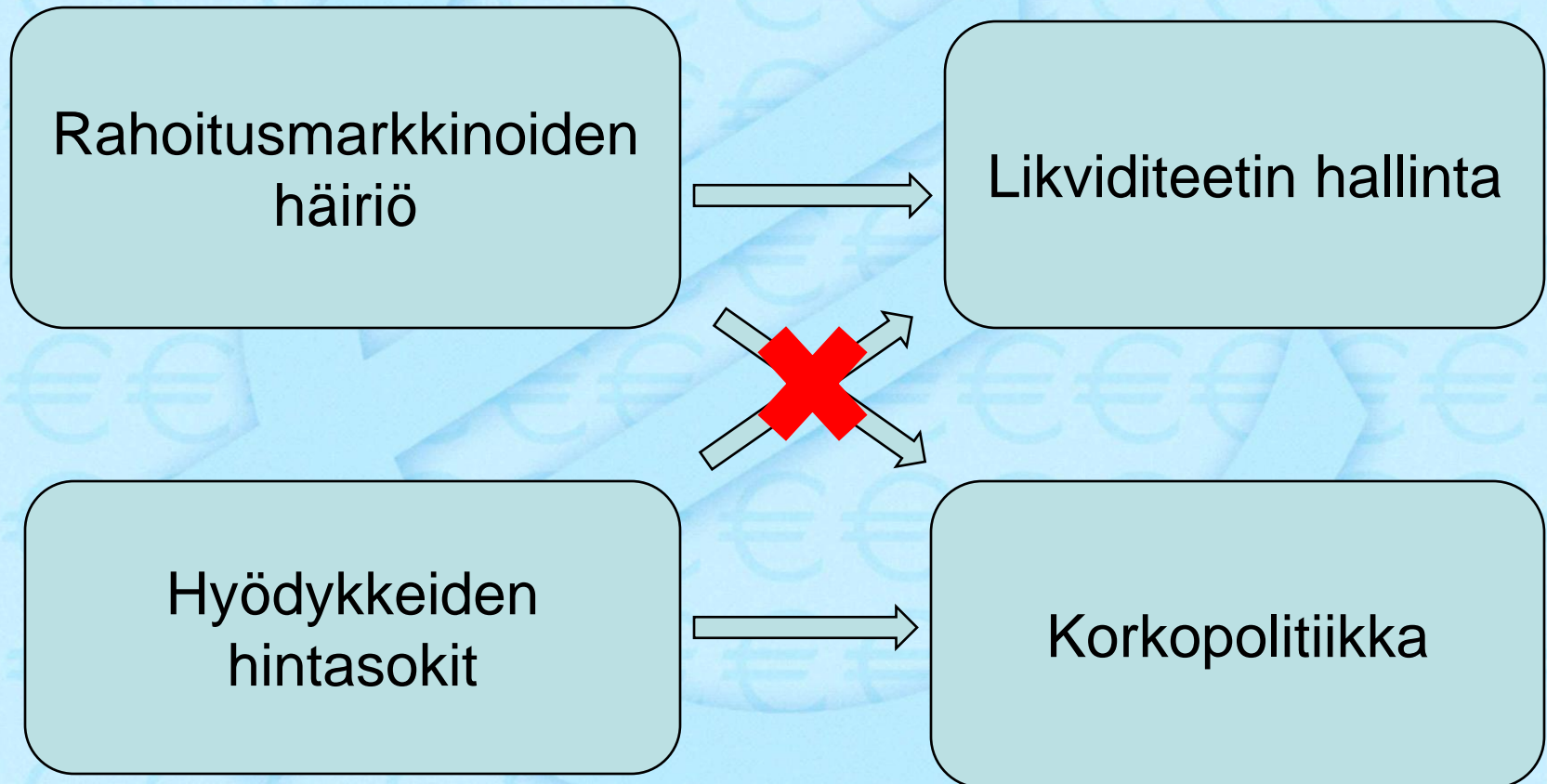
Raaka-aineiden hinnannousun on perusteltua odottaa tasaantuvan

- ◆ Futuurihinnat kertovat odotusten maltillistumisesta – tosin ovat menneet pieleen ennenkin.
- ◆ Kysynnän reaktio
 - Energiaraaka-aineiden kysyntä kääntynyt jo laskuun kehittyneissä talouksissa.
 - Myös kehittyvissä maissa polttonesteiden subventioita joudutaan vähentämään – ohjaa energiataloudellisuuteen.
- ◆ Vaihtoehtoiset tuotteet
 - Vaihtoehtoisten energiamuotojen kehitys hillitsee fossiilisten polttoaineiden kysynnän kasvua.
- ◆ Tarjonta
 - Korkeat hinnat kannustavat investointeihin ja lisäävät ajan myötä tuotantoa.
 - OPEC:n pitkän aikavälin intressi: liian korkea öljyn hinta vauhdittaisi vaihtoehtoisten energiamuotojen leviämistä.
- ◆ Pitempiaikainen trendi erityisesti energian osalta silti ylöspäin
 - Vuosituhannen alun hintoihin tuskin paluuta.

Euroopan keskuspankin toimet; kaksi sokkia, kaksi välinettä

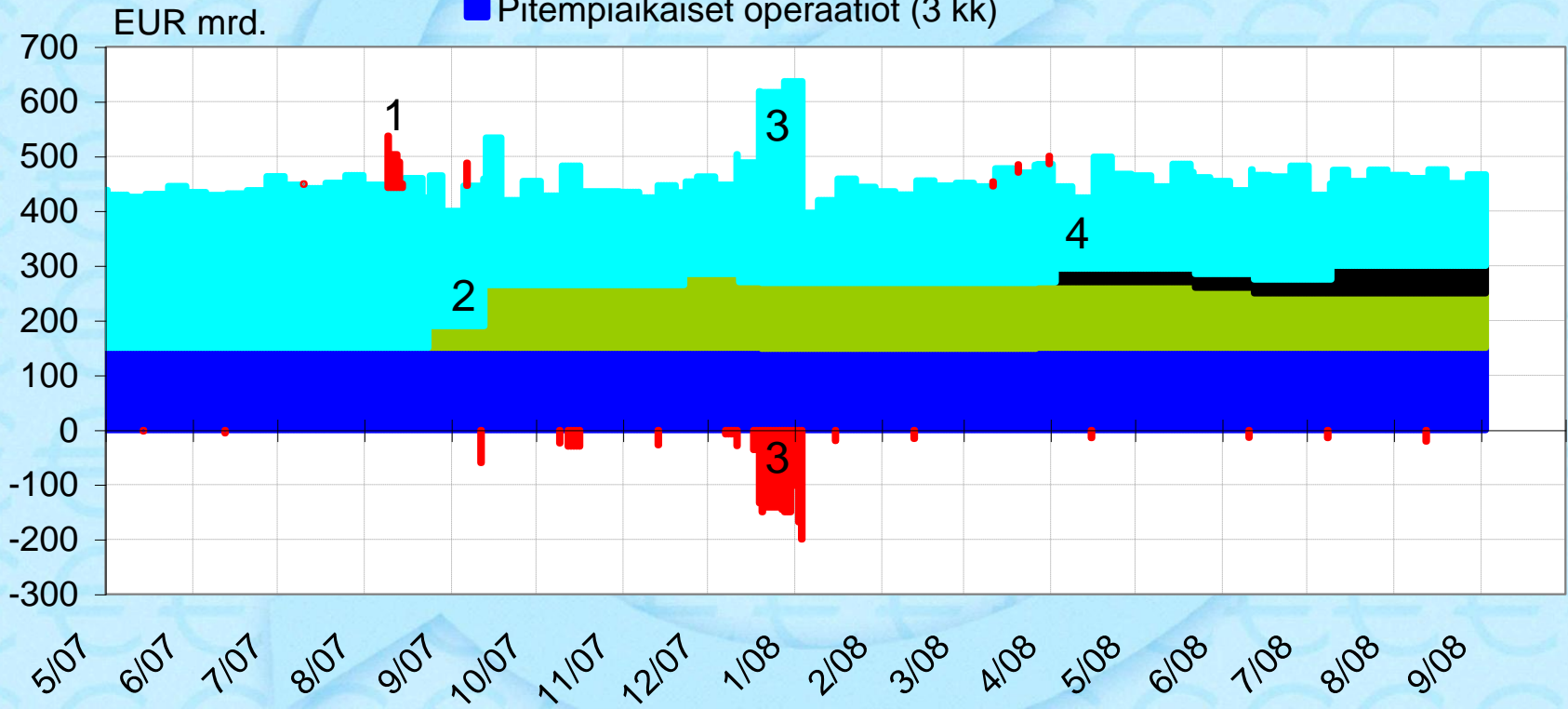
Globaali sokki

EKP:n vastaus



EKP turvannut pankkijärjestelmän likviditeetin (Eurojärjestelmän avomarkkinaoperaatiot)

- Hienosäätöoperaatiot (1-5 pv)
- Perusrahoitusoperaatiot (1 vko)
- Ylimääräiset pitempiaikaiset operaatiot (6 kk)
- Ylimääräiset pitempiaikaiset operaatiot (3 kk)
- Pitempiaikaiset operaatiot (3 kk)



Lähde: Suomen Pankki.

Energian hintasokin läpimeno vs. toisen kertaluvun vaikutukset

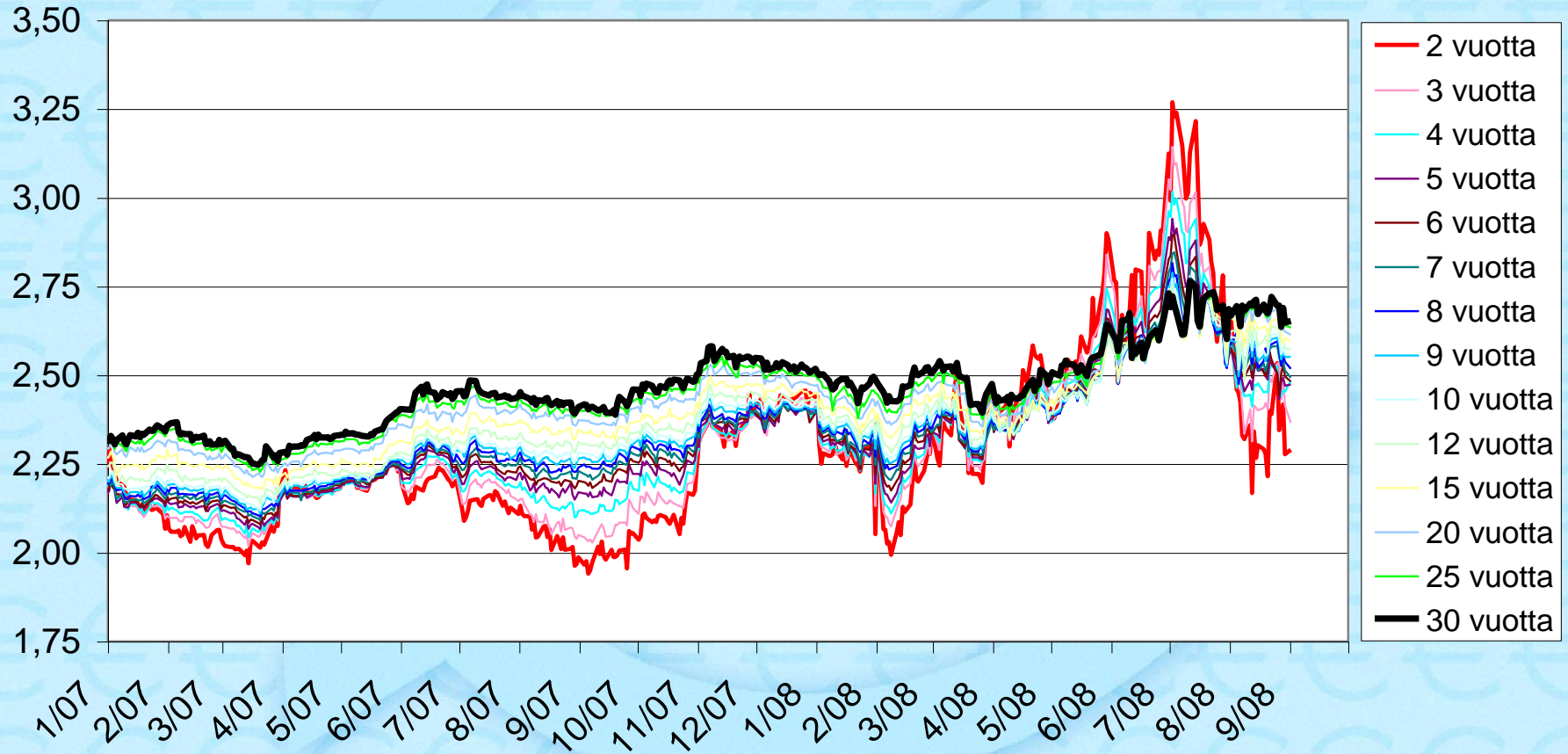
- ◆ Energian kallistuminen nostaa energiaintensiivisten tuotteiden ja palvelujen tasapainohintaa.
 - Pitkällä aikavälillä energiapanoksen hinnannousu siirtyy täysimääräisesti kotimaisiin suhteellisiin hintoihin.
 - On väistämätöntä, että toteutuneet hintasokit alentavat euroalueen kansalaisten reaalitylöjä. Kun vaihtosuhte heikkenee, osa kansantulosta valuu ulos.
 - **Toisen kertaluvun vaikutukset** tarkoittavat sellaisia kotimaisen hinnanmuodostuksen reaktioita, jotka ehkäisevät hintarakenteen sopeutumista (esim. palkkojen indeksointi).
- ◆ Suhteellisten hintojen sopeutuminen ei välttämättä tarkoita yleisen hintatason nousua
 - Suhteelliset hinnat voivat sopeutua myös muiden hintojen alentumisen kautta.
 - Rahapolitiikka, valuuttakurssi määrittävät yleisen hintatason.

Hintasokit ja EKP:n rahapolitiikka

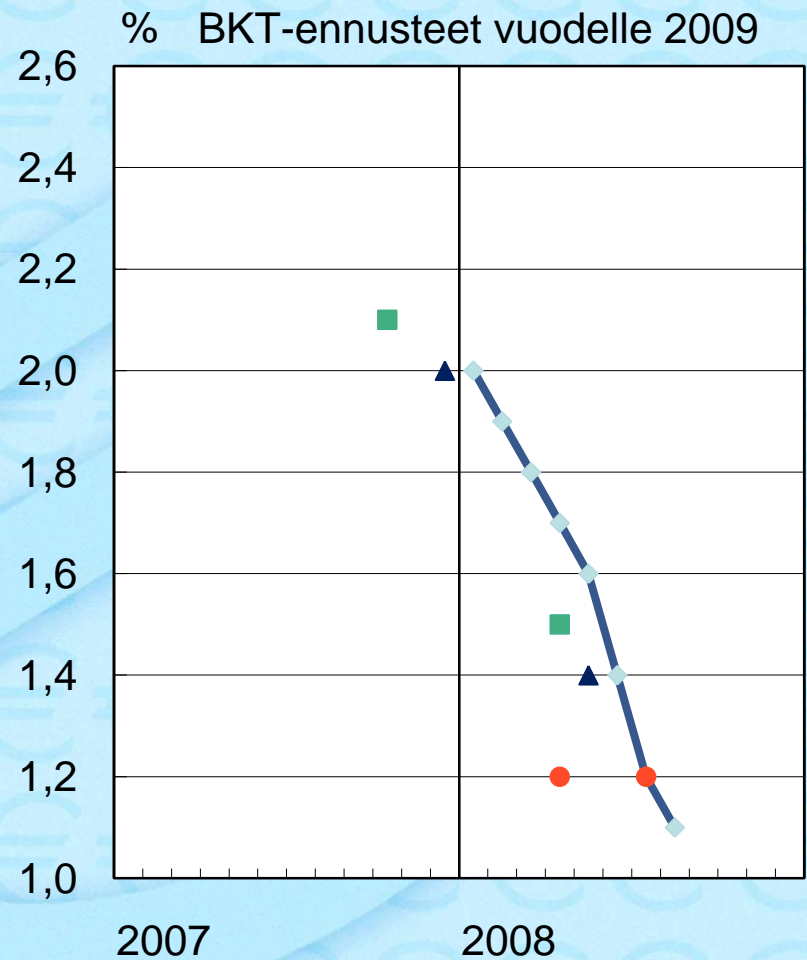
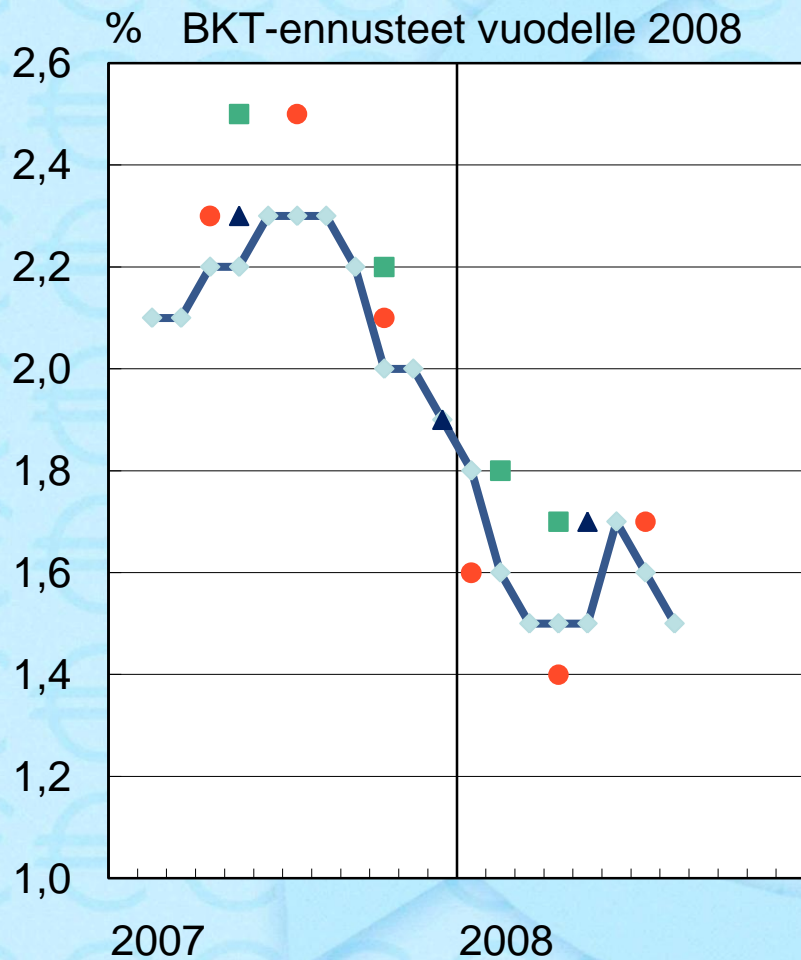
- ◆ Rahapolitiikka vaikuttaa inflaatioon 1½-2 vuoden horisontilla.
 - Hyödykkeiden hintasokin läpimenosta johtuva inflaatiovaikutus siten pääosin EKP:n rahapolitiikan ulottumattomissa.
- ◆ Rahapolitiikka **ei voi eikä siksi pyri** estämään hintasokin läpimenoa euroalueen hintoihin.
- ◆ Mutta rahapolitiikka **pyrkii** estämään toisen kertaluvun vaikutukset: ts. väliaikaisen inflaatio-ohyksen juurtumista kotoperäiseksi inflaatiodynamiikaksi ja palkkojen ja hintojen kierteksi.
 - Kaksi keskeistä indikaattoria: pitkän aikavälin inflaatio-odotukset ja palkkakehitys.

Pitkän aikavälin inflaatio-odotukset säilyneet korkeina

(Inflaationswap –sopimusten implikoimia markkinoiden inflaatio-odotuksia)



Euroalueen kasvunäkymät heikentyneet nopeasti



◆ Konsensus
● IMF
■ Euroopan komissio
▲ OECD

EKP:n rahapolitiikka ja euroalue

- ◆ Kokemus ja tutkimustulokset: Rahapolitiikka tukee parhaiten kestäväää kasvua ja työllisyyttä takaamalla hintavakauden.
 - Tutkimusten mukaan euroalueen inflaatioprosessi on leimallisesti jäykkä. Irta päässeän inflaation nujertaminen erityisen hidasta.
 - Siten hintavakauden tavoitteesta tinkiminen kostautuisi ja johtaisi pitkittyvään hitaan kasvun kauteen.
 - Inflaation vakauttaminen tarjoaa talouden elpymiselle kestävän pohjan.
- ◆ Jos maltti säilyy, euroalueella yhä edellytykset selvitä rahoitusmarkkinoiden ja hyödykemarkkinoiden myrskyistä vähäisin vaurioin.