

## Luottomarkkinoiden stressi: talouskriisin airut?

Luottomarkkinat ovat alkaneet oireilla, kuten viimeisimmässä Trends & Topics -katsauksessa (6/2018) totesimme. Tämä on merkittävää, koska suhdannekäännä näkyy usein ensimmäisenä luottomarkkinoilla. Niillä on myös taantuman alkua vahvistava vaikutus, koska korkojen nousu vähentää lainanottoa ja investointeja. Miten luottomarkkinat tällä kertaa oireilevat?

### Luottomarkkinoiden tärkeä rooli

Luottomarkkinat ovat keskeisessä roolissa talouskasvun taustalla, kuten Q-review 2/2017 selitimme:

*Nousukauden aikana kotitaloudet lisäävät kulutustaan ja yritykset tuotantoaan investoimalla, mikä näkyy antolainauksen kasvuna. Noususuhdanteen aikana kuluttajien ja yritysten velka kasvaa, jolloin heidän täytyy lopulta rajoittaa luotonottoaan. Myös pankit rajoittavat luotonantonsa riskien kasvaessa.*

Luottomarkkinoilla onkin näkynyt selkeitä merkkejä muutoksesta. Pankkien välisen vakuudettoman lainauksen korko (*London Interbank Offered Rate*, Libor) on alkanut nousta voimakkaasti (ks. kuvio alla). Libor-korko muodostuu pankeille tehtävän kyselyn perusteella, missä niiltä kysytään korkoa, jolla ne olisivat valmiita lainaamaan toisille pankeille ilman vakuuksia. Libor on siis pankkien välisen luottamuksen mittari.

Libor -korkoa verrataan yleensä nk. riskivapaaseen, eli keskuspankin yliyön talletuksille maksamaan korkoon. Etenkin pidemmän aikavälin, esim. kolmen kuukauden, lainauksen Libor-korkojen vertaaminen pankkien saamaan riskittömään korkoon kertoo pankkien luottamuksesta toisiinsa. Jos luottamusta ei ole, korko on korkeampi ja päinvastoin.

Luottomarkkinat alkoivat oireilla noin vuotta ennen vuoden 2008 finanssikriisiä. Elokuussa 2007 riskivapaan tuoton ja kolmen kuukauden Libor -koron spreadi alkoi kasvaa. Tämä heijasteli Yhdysvaltalaisen asuntoluotoista koottujen arvopapereiden hinnan laskua. Koska tällaisten arvopaperistettujen tuotteiden oli

ajateltu olevan lähes riskittömiä, mutta niistä sai silti kohtuullisen tuoton, pankit olivat hankkineet niitä suuret määrät. Kun asuntojen hinnat kääntyivät nopeaan laskuun (minkä ei ajateltu olevan mahdollista), monilla asunnonomistajille oli yhtäkkiä asunnon myyntihintaa enemmän asuntovelkaa. Lainanottajat jättivät lainansa maksamatta ja lainatuotteiden tappiot alkoivat kasvaa. Arvopaperistettuihin lainatuotteisiin ei enää luotettu ja tämä alkoi näkyä pankkien välisellä lainamarkkinalla. Vuoden päästä maailma syöksyi finanssikriisiin kun investointipankki Lehman Brothers hakeutui konkurssiin 15.9.2008. Syyksi paljastuivat investointipankin tappiolliset asuntolainatuotteet.

### Libor -korko ja maailmantalous

Pankkien välisen markkinan korko on toisin sanoen merkittävä pankkien ”kuumemittari”, mutta on se myös keskeinen viitekorko. New Yorkin Fedin mukaan Libor -korkoon on kytketty 200 biljoonan dollarin edestä johdannaisopimuksia, 2,3 biljoonan edestä nk. syndikaattilainoja (*syndicate loans*), 2,3 biljoonan edestä asuntoluottoja ja 1,1 biljoonan edestä kelluvakorkoisia kulutusluottoja. On arvioitu, että globaalisti Libor määrittää koron 350 biljoonalle dollarille lainoja ja rahoitusmarkkinatuotteita. Libor -koron nousu vaikuttaakin sekä lainoituksen että rahoitusmarkkinariskeiltä suojautumisen hintaan.

Libor-koron nousu kiristää dollariehtoisen lainoituksen ehtoja globaalisti. Tämä on merkittävää, koska dollarimääräisen velan määrä ei koskaan ole ollut korkeampi kuin nyt. Kansainvälisen järjestelypankin (BIS) arvion mukaan dollarimääräisiä lainoja ja johdannaisopimuksia on maailmalla liikkeellä 25 biljoonan dollarin edestä. Dollarimääräisen velan valtavasta kokoluokasta saa käsityksen kun vertaa sitä maailman bruttokansantuotteeseen, joka vuonna 2017 oli arviolta hieman alle 80 biljoonaa dollaria.

Nykyisillä velkatasoilla jo Liborin toteutunut nousu vastaa huomattavaa korkoshokkia. Se vaikuttaa käytännössä kaikkiin keskeisiin lainaeriin ja huomattavaan määrään johdannaisia koko maailmassa. On täysin selvää, että ilman keskuspankkien äkillistä täyskäännöstä takaisin määrälliseen keventämiseen, ja

vastaavaa Libor-koron laskua, tämä ei voi olla näkymättä globaalissa talouskasvussa.

### **Miksi Libor nousee?**

Keskuspankit vastasivat vuoden 2008 kriisiin peittämällä maailman rahoitusmarkkinat ylimääräiseen (keinotekoiseen) likviditeettiin. Se peitti alleen myös pankkien ongelmat.

Koska määrällinen keventäminen (QE) kasvatti pankkien ylimääräisiä (*excess*) reservejä (ks. Q-review 1/2018), pankkien välittömän maksukyvyttömyyden uhka poistui. Paisunut likviditeetti ei kuitenkaan poistanut pankkien ongelmia. Tappiolliset lainat ja muut pankkien taseissa ”mätänevät” arvopaperit poistuvat ainoastaan nopean talouskasvun ja/tai pankkien pääomittamisen avulla. Etenkin Euroopassa pankkisektorin ongelmat jäivät kriisin jälkeen lähes kokonaan hoitamatta. Monilla eurooppalaisilla pankeilla on todennäköisesti vieläkin taseissaan tappiollisia arvopaperistettuja asuntolainoja. Etenkin etelä-eurooppalaisten pankkien taseita painavat myös tuottamattomien lainojen suuri määrä.

Yhdysvaltojen pankkien tilanne on parempi erilaisten pääomitusohjelmien ja nopean talouskasvun ansiosta, mutta sitä emme tiedä luottavatko pankit vieläkään toisiinsa. Niidenkin taseissa voi edelleen olla erilaisia epämiellyttäviä yllätyksiä.

Nyt Fedin määrällinen tiukentamisen (QT) ohjelma poistaa ylimääräisen likviditeetin rahoitusjärjestelmästä (ks. Q-review 1/2018). Tämä paljastaa myös pankkien välisen ja rahamarkkinoiden mahdolliset ongelmat. Luottoriskit palaavat ja korot nousevat.

### **Rahoitusmarkkinakriisin uhka**

Nyt kolmen kuukauden Liborin ja riskivapaan koron spreadi on jälleen kasvanut huomattavasti (ks. kuvio). Pankkien jälleevakuutuksen hinta on myös alkanut jälleen nousta.

Mahdollisten jo olemassaolevien riskien lisäksi vetäytyvä dollarilikviditeetti yhdistettynä lainoituksen ja suojautumisen korkeampiin korkoihin heikentää pankkien ja rahoitusmarkkinainstituutioden asemaa kaikkialla maailmassa. Euroopan pankkisektorin surkea tila mahdollistaa rahoitusmarkkinakriisin

käynnistymisen periaatteessa milloin tahansa. Suurimpien vaikeuksien voi kuitenkin olettaa alkavan vasta kun EKP lopettaa QE-ohjelmansa ja poistaa ”likviditeettiä” eurooppalaisten pankkien ongelmien edestä.

### **Lopun alku**

Korkoshokin vaikutus näkyy yleensä talouskasvussa muutaman kuukauden viiveellä, joten globaalien talouskasvun voidaan odottaa alkavan hidastua kesällä tai viimeistään syksyllä. Kun tähän lisätään Yhdysvaltojen nykyhallinnon lietsoma orastava kauppasota, voidaan melko suurella varmuudella todeta, että ”globaalien yhtenäisen kasvun” vaihe on ohi. Ilman dramaattisia muutoksia sekä Yhdysvaltojen hallinnossa että keskuspankkien suunnitelmissa taseidensa pienentämiseen, korot jatkavat nousuaan ja investoinnit sekä talouskasvu hidastuvat.

Keskuspankkien tuki markkinoille jatkaa vetäytymistään, koska niillä ei ole vaihtoehtoja. Lähes jokainen keskuspankki on tällä hetkellä ”all-in” tarkoittaen, että niiden elvytystoimet ovat lähes täydessä käytössä. Jos ne eivät kiristä rahapolitiikka ja pienennä taseitaan, niiltä loppuvat keinot vastata seuraavaan taantumaa. Keskuspankkien on toisin sanoen pakko yrittää nostaa korkoja ja pienentää taseitaan (ks. myös Trends & Topics 6/2018).

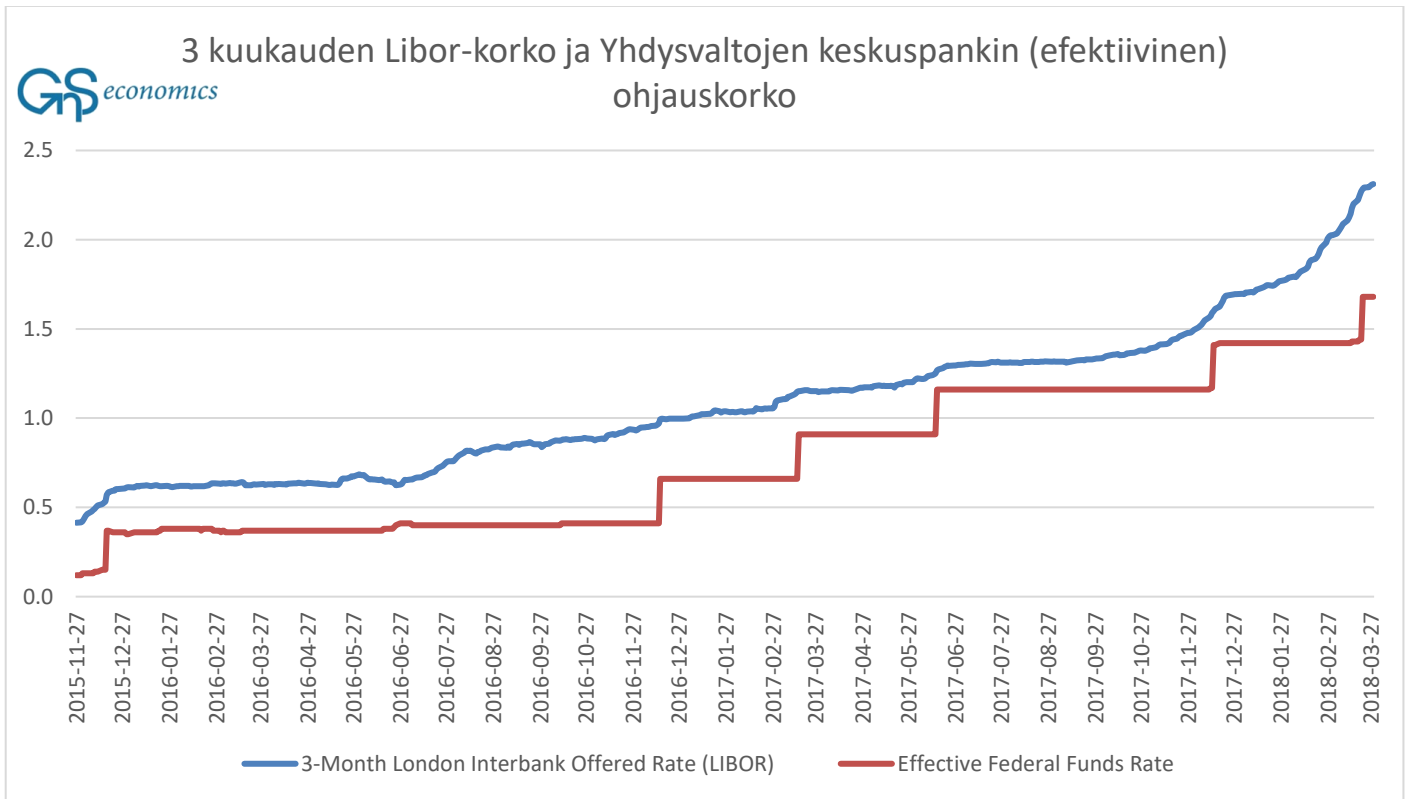
Koska usko nopeutuvaan talouskasvuun on keskuspankkien tukiohjelmien vetäytyessä kannatellut rahoitusmarkkinoita, mikä tahansa signaali päinvastaisesta voi käynnistää suuren korjausliikkeen. Maailmantalouden nykytilanteella onkin huolestuttavan paljon yhtäläisyyksiä 1930 -luvun suuren laman käynnistäneiden tekijöiden kanssa. Palaamme niihin tarkemmin myöhemmin.

Kuten Q-review 1/2018 selitimme, keskuspankkien kiristystoimilla tulee olemaan dramaattisia vaikutuksia koko maailmantalouteen. Ne näkyvät ensin rahoitusmarkkinoilla, esim. nousevana pankkien välisen lainauksen hintana sekä lisääntyvänä rahoitusmarkkinaturbulenssina, mikä on jo tapahtunut. Sen jälkeen vaikutukset alkavat näkyä talouskasvussa.

Kun tähän pisteeseen päästään, rahoitusmarkkinat todennäköisesti romahtavat käynnistäen globaaliin suureen lamaan johtavan kehityksen (ks. [Q-review](#)

4/2017). Siihen onkin syytä alkaa varautua tosissaan viimeistään nyt. Autamme siinä mielellämme.

## Kuviot



Kuvio. Kolmen kuukauden Libor-korko ja Yhdysvaltojen keskuspankin efektiivinen ohjaukorko. Lähde: GnS Economics, St. Louis Fed

## Lisätiedot:

Tuomas Malinen, PhD

Toimitusjohtaja

Puh.: +358 40 196 3909

Sähköposti: [tuomas.malinen@gnseconomics.com](mailto:tuomas.malinen@gnseconomics.com)

[www.gnseconomics.com](http://www.gnseconomics.com)

Tämä GnS Economicsin raportti ei sisällä kehoitusta ostaa mitään hyödykkeitä, arvopapereita tai investointeja. Raportissa esitettyä informaatiota voidaan pitää luotettavana, mutta sen tarkkuutta ei voida taata. Raportissa esitetyt ennusteet eivät välttämättä korreloi myöhemmän maailmantilanteen kanssa. Henkilöt, jotka käyttävät tämän raportin tietoja, tekevät sen omalla riskillään, eikä GnS Economicsia voida pitää vastuullisena mistään raportin perusteella tehdystä toimesta tai tekemättä jättämisestä. GnS Economicsin raportit edustavat yrityksen sisällä tehtyä analyysiä, eivätkä siten välttämättä kenenkään yksittäisen henkilön näkemystä tai heidän taustaorganisaatioiden mahdollisia näkemyksiä.