

Príčiny a dôsledky dlhovej krízy v Eurozóne

Zdenko Štefanides, hlavný ekonóm
Nitra, 12.apríl 2011

Obsah

- Príčiny krízy v Eurozóne
- Riešenia krízy
- Prežije euro

Obsah

■ Príčiny krízy v Eurozóne

– Chyba celého systému alebo excesy jednotlivých hriešnikov?

– Analýza udržateľnosti dlhovej služby

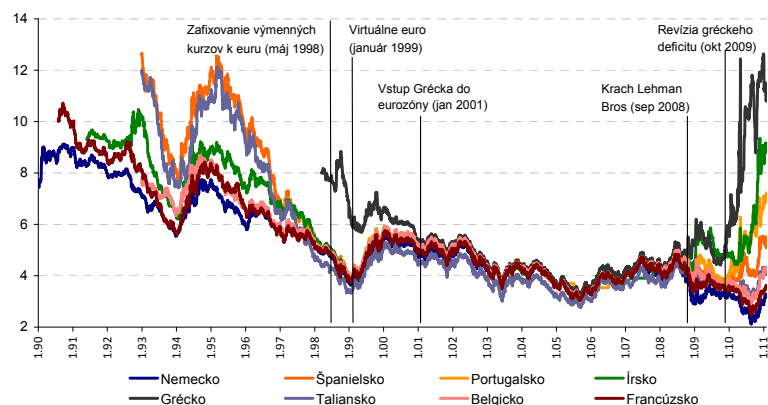
■ Riešenia krízy

■ Prežije euro

Dlhová kríza EMÚ: Pohľad na míľniky v spätnom zrkadle

Výnosy 10-ročných dlhopisov vybraných krajín eurozóny od roku 1990

% p.a.



Zdroj: Bloomberg, VÚB

Čo je príčinou problémov Eurozóny?

■ Neoptimálna menová oblasť?

- jednotná mena, ale
- nejednotná fiškálna politika
- nemobilný pracovný trh

■ Neoptimálne lokálne politiky?

- Fiškálne excesy (Grécko)
- Zlyhanie dohľadu nad lokálnym trhom úverov/nehnutelností (Írsko, Španielsko)
- Chýbajúce štrukturálne reformy a strata konkurencieschopnosti (Grécko, Portugalsko)

■ Príčinou bolo zlyhanie národných politík na manažovanie lokálnych problémov, nie zlyhanie systému fiškálnej a politickej integrácie (European Council Task Force)

Teória optimálnej menovej zóny (OCA)

OCA – oblasť v ktorej zdieľanie jednotnej meny maximalizuje efektivitu spoločnej ekonomiky

Formy menovej únie:

- Krajiny príjmu menu veľkej, základnej krajiny (najbežnejšia forma; napr. dolarizácia v Ekvádore a El Salvadore)
- Skupina krajín vytvorí novú menu (EMÚ)

Základné kritéria OCA

■ Faktorová mobilita (*Mundell 1961*)

- dôraz na mobilitu pracovných síl

■ Otvorenosť ekonomiky (*McKinnon 1963*)

- s rastúcou otvorenosťou rastú výhody pevného výmenného kurzu

■ Diverzifikácia produkcie (*Kenen 1969*)

- Vyššie diverzifikácia znižuje pravdepodobnosť výskytu nepriaznivých asymetrických šokov

Ďalšie významné charakteristiky OCA

Tzv. druhá vlna: [Corden (1972); Mundell (1973); Ishiyama (1975); Tower a Willet (1976)]

Nová teória optimálnej menovej oblasti : [Paule de Grauwe (1992)]

- Podobnosť mier inflácie
 - Podobnosť cyklického vývoja
 - Podobnosť šokov
 - ...
- ➔
- Konvergenčné kritéria**
(Maastrichtské kritéria)
- ...sú nutné z dôvodu, že vnútorná kríza jedného štátu pôsobí na všetky ostatné štáty.

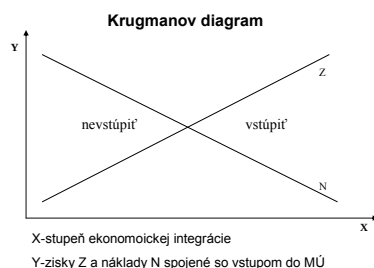
Hypotéza endogenity

Podľa tejto teórie krajina nemusí spĺňať všetky podmienky OCA pred vstupom do únie. Členstvo v nej pôsobí na prehĺbovanie vzťahov s ostatnými krajinami menovej únie a prispieva k vysokej úrovni plnenia kritérií ex post [Lacina a kol. (2007)]

Náklady a zisky menovej únie

[Krugman a Obstfeld, 2003] – náklady a zisky menovej únie sú spojené so stupňom ekonomickej integrácie

- **Zisky:**
 - Odstránenie transakčných nákladov (v prípade Slovenska cca 4% z HDP)
 - Zníženie volatility výmenných kurzov a kurzového rizika
 - Jednoduchšie obchodovanie
 - Zvýšenie konkurencieschopnosti produktov
 - ...
- **Náklady:**
 - Strata nezávislosti menovej politiky (s rastom synchronizácie hospodárskych cyklov a štruktúry ekonomík klesá veľkosť straty)
 - Jednorazové náklady
 - ...



Prečo vznikol problém až 11 rokov po vzniku Eurozóny?

■ Mzdová konvergencia príliš rýchla, neadekvátna produktivite

- Chyba reformy trhu práce
- Chyba reformy Sociálneho systému

Rast jednotkových pracovných nákladov (ULC) v rokoch 2000 až 2008

Nemecko	3%	Írsko	33%
Holandsko	19%	Grécko	26%
Rakúsko	9%	Španielsko	30%
		Taliansko	27%
EMU12	16%	Portugalsko	24%

Zdroj: Eurostat



Prečo nik nebil na poplach skôr?

■ Zlyhanie Paktu stability a rastu

- Chyba reformy v r. 2005

■ Zlyhanie ratingových agentúr

- Ako je možné, že rating krajiny sa v priebehu roka prepadne zo stupňa A do B1 (toto je prípad Grécka, pred krízou na úrovni SR a aktuálne štyri stupne v špekulatívnom pásme, na úrovni Mongolska)

■ Zlyhanie finančných trhov monitorovať problémy jednotlivých krajín

- Prečo trhy takmer 10 rokov nerozlišovali medzi kredibilitou Grécka a Nemecka?



Obsah

■ Príčiny krízy v Eurozóne

– Chyba celého systému alebo excesy jednotlivých hriešnikov?

– **Analýza udržateľnosti dlhovej služby**

■ Riešenia krízy

■ Prežije euro

Aritmetika udržateľnosti verejného dlhu

1/2

Schopnosť vlády splácať svoj dlh závisí najmä od týchto faktorov:

- Veľkosť dlhu v pomere k HDP
- Výška úrokových sadzieb relatívne k nominálnemu rastu ekonomiky
- Veľkosť primárneho deficitu verejných financií

Budúci dlh = (úrokové náklady – rast HDP) * súčasný dlh + primárny deficit

Aritmetika udržateľnosti verejného dlhu

2/2

Ďalšími faktormi, ktoré hrajú rolu sú napríklad:

- Priemerná splatnosť dlhu
- Vlastnícka štruktúra majiteľov dlhu (rezident vs nerezident)
- Mena, v ktorej je dlh nominovaný a či vláda túto menu môže „tlačiť“
- Fakt, že dlh súkromného sektora sa veľmi rýchlo môže stať dlhom verejným!

Ktorá krajina je najviac zraniteľná z pohľadu udržateľnosti dlhu?

From shakiest to safest

Countries ranked* by sustainability of debt position

	% of GDP, 2010, forecast			
	Primary budget balance, cyclically adjusted ¹	Net debt ²	GDP growth less cost of finance ³ , %	Sovereign debt, years to maturity ⁴
Greece	-4.6	94.6	-3.2	7.7
Ireland	-7.0	38.0	-5.1	6.8
Britain	-6.7	59.0	-1.5	13.7
Japan	-5.9	104.6	0.1	5.4
Portugal	-2.7	62.6	-2.3	6.5
Spain	-4.3	41.6	-3.0	6.7
France	-3.8	60.7	-0.7	6.9
United States	-7.0	65.2	1.4	4.8
Poland	-5.3	32.4	-0.7	5.2
Italy	2.2	100.8	-1.0	7.2
Hungary	4.2	62.1	-3.5	3.3
Belgium	1.3	85.4	-0.6	5.6
Netherlands	-1.4	38.5	-0.6	5.4
Austria	-0.9	42.9	-0.6	7.0
Germany	-1.2	54.7	-0.5	5.8
Czech Republic	-1.9	5.3	0.0	6.4
Norway	-7.8	-143.6	2.4	4.9
Canada	-2.7	32.6	2.0	5.2
Denmark	-1.4	1.6	0.1	7.9
Australia	-0.7	-1.3	0.2	5.0
Switzerland	0.4	11.0	0.5	6.7
Finland	-0.9	-46.4	0.9	4.3
Sweden	-0.3	-13.1	1.5	6.4

*Based on the sum of the countries' rank for the first three debt measures
¹General government ²Forecast average nominal GDP growth for 2010-11 less latest yield on government bonds of average maturity ³Weighted average

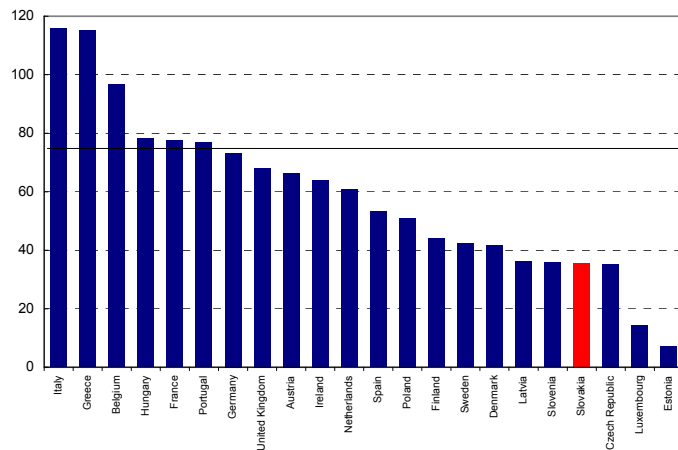
Sources: Bloomberg; EU; OECD; The Economist

- Najzraniteľnejšími krajinami z pohľadu fundamentov boli identifikované periférne krajiny Eurozóny, UK, Japonsko či USA
- V prípade Japonska a USA dlhová kríza neprepukla vďaka:
 - Širokej domácej báze sporiteľov/investorov
 - Domácej mene, ktorá môže oslabiť a tým uľahčiť dlhové bremeno
- V prípade UK pomohla dlhodobá maturita existujúceho dlhu

Zdroj: The Economist: "Not so risk-free", 11.február, 2010

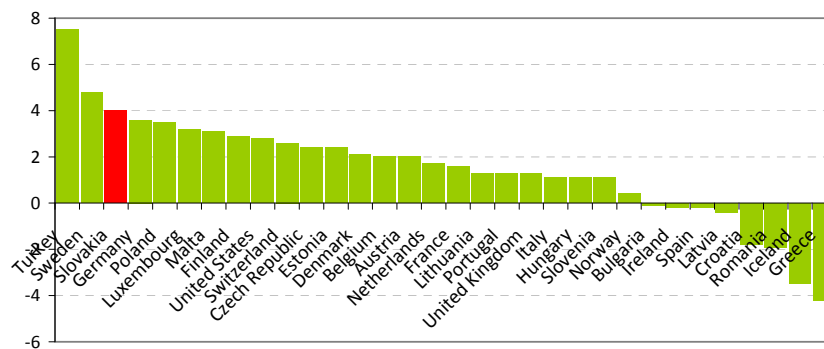
Slovensko je na tom ešte stále relatívne dobre z pohľadu súčasného dlhu...

Verejný dlh Slovenska v kontexte EU (% HDP, 2009)



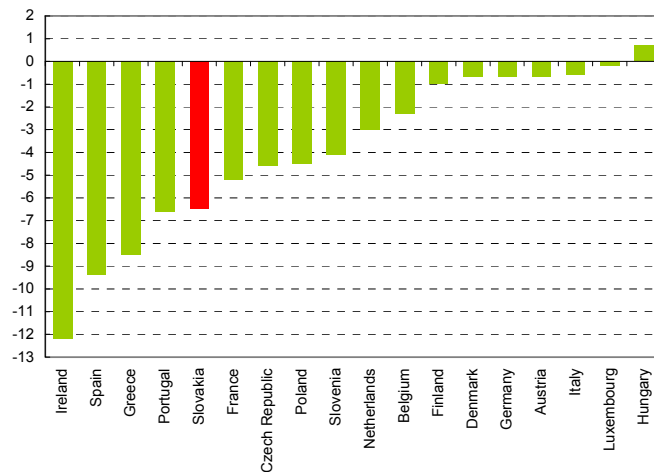
...pomáha nám aj rýchly rast HDP...

Rast ekonomiky Slovenska v kontexte EU, US (%reálny HDP, 2010)

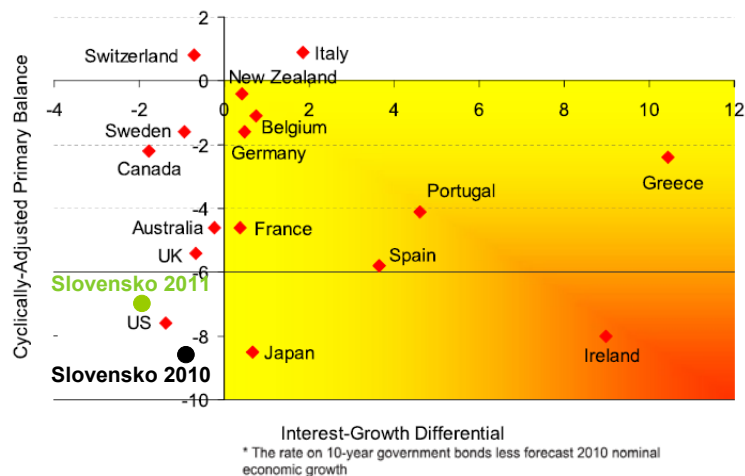


...no potápa nás vysoký deficit primárnej bilancie

Primárny deficit SR bol v roku 2009 piatym najvyšším (v % HDP) v Eurozóne



Preto je potrebná fiškálna konsolidácia, aby sme sa na mapke investorov neocitli v nepriaznivom kvadrante



Zdroj: Chancellor, júl 2010, Reflections on sovereign debt; VÚB banka

Obsah

- Príčiny krízy v Eurozóne

- Riešenia krízy

- Dočasné

- ECB

- Fiškálne a štrukturálne opatrenia

- Dlhodobé

- Prežije euro

Proti-krízové opatrenia ECB

1. Neobmedzené úvery do jedného roka

- Aby sa nezastavili úvery v ekonomike

2. Nákupy „covered bond“-ov v sume €60 mld

- Aby sa nezastavil funding hypoték

3. Nákupy dlhopisov suverénnych krajín (Securities Markets Program)

- Aby sa prehĺbil sekundárny trh s dlhopismi
 - Najviac diskutované opatrenie (Weber)

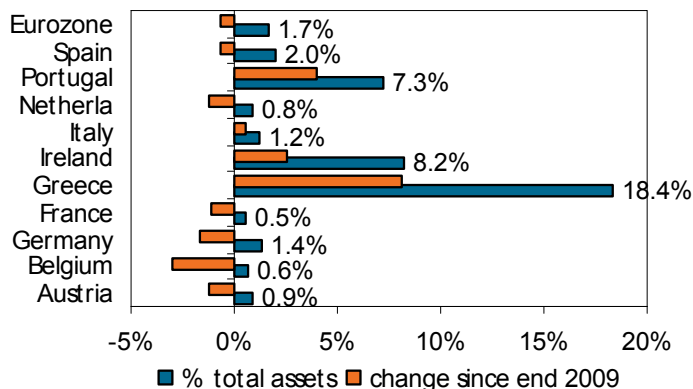
Výsledkom opatrenia č. 3. – nákupov cenných papierov – je, že ECB vlastní takmer pätinu dlhopisov Grécka, Írska a Portugalska...



VÚB BANKA

...a zároveň – opatrenie č. 1 – bankové sektory týchto krajín sú odkázané na financovanie sa práve cez ECB

Pasíva bankových sektorov voči Eurosystému (v % celkových aktív)



Zdroj: Intesa Sanpaolo research

VÚB BANKA

Obsah

- Príčiny krízy v Eurozóne

- **Riešenia krízy**

- Dočasné

- ECB

- **Fiškálne a iné opatrenia**

- Dlhodobé

- Prežije euro

Ako z krízy von? Reformy podľa EMÚ

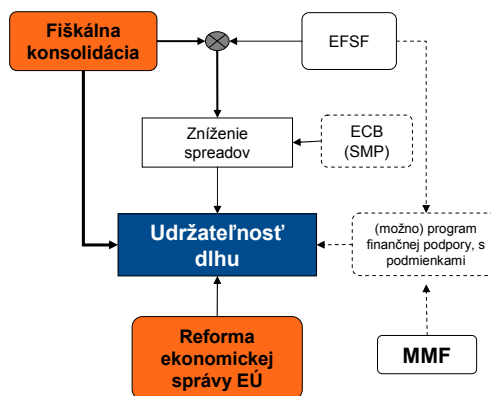
Kedže podľa EÚ príčiny krízy nie sú systémové, ale lokálne, nápravou majú byť:

- Zvýšená koordinácia a medzivládna spolupráca
- Prísnejší makro dohľad
- Prísnejší tlak ostatných členov eurozóny
- Sankcie

Aktuálny manažment dlhovej krízy v EMÚ...

Tri piliere dohodnuté v máji 2010:

- (Rýchla) fiškálna konsolidácia
- Reforma správy ekonomických záležitostí (governance) EÚ
 - Posilnenie Paktu stability a rastu
 - Nový rámec dohľadu na makroúrovni
 - Trvalý mechanizmus na riešenie kríz
- Euroval I (Európsky nástroj finančnej stability (EFSF) na preklopenie financovania dlhov krajín, ktoré stratili prístup k trhom



... a jeho slabé stránky

Fiškálna konsolidácia? Príliš pomalá, aby presvedčila trhy

Reformy sociálneho systému / trhu práce = nevôľa obyvateľov (štrajky)

Musí byť dostatočne razantná (príklad Slovenska či Nemecka)

Reforma ekonomickej správy EÚ? Zlé načasovanie

Zle načasovaná debata o participácii veriteľov zo súkromného sektora do permanentného mechanizmu na riešenie krízy

EFSF? Zlý dizajn

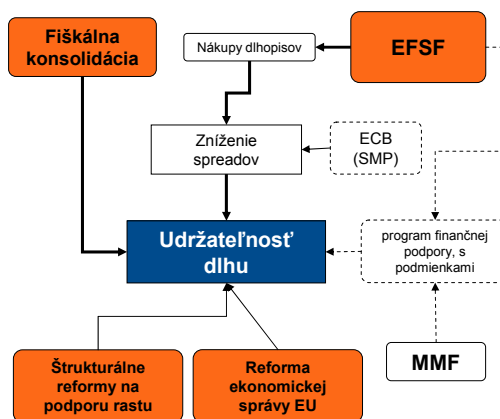
Dočasný „euroval“ svojou obmedzenou veľkosťou a podmienenosťou pôžičiek je aplikovateľný iba pre malé štáty

Nemožnosť predfinancovania (pre-funding) vedie k pomalej akčnosti a neschopnosti ovplyvniť trhy

Ako by mal krízový mechanizmus vyzerat'? Názor účastníkov trhu.

Silnejší a kredibilnejší euroval

- Väčší a flexibilnejší
- S mandátom na kúpu dlhopisov, aj v predstihu (pre-funding)
- Schopný účtovať dlžníkom nižšie úrokové sadzby



Obsah

- Príčiny krízy v Eurozóne
- Riešenia krízy
 - Dočasné
 - Dlhodobé
- Prežije euro

Dizajn permanentného mechanizmu na riešenie krízy

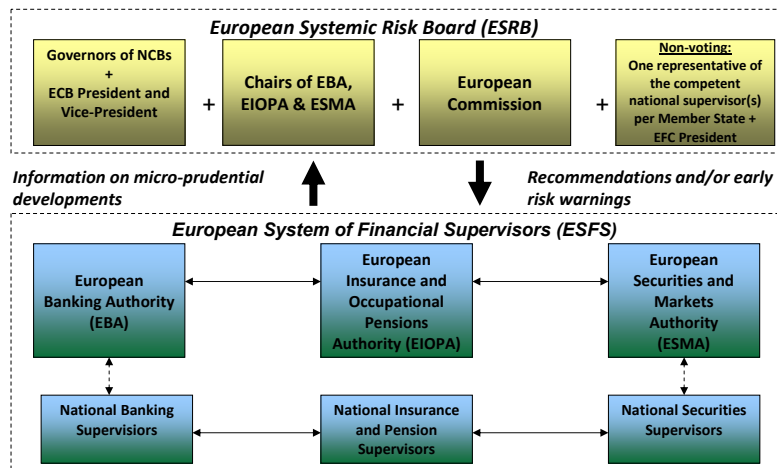
Vzkriesenie možnosti defaultu a reštrukturalizácie dlhu cez „trvalý euroval“
(Európsky mechanizmus pre stabilitu, EMS) dohodnutého v decembri 2010:

- Pomoci by mala predchádzať prísna analýza udržateľnosti dlhovej služby, ktorú vypracuje Európska komisia a MMF v spolupráci s ECB
- Zahnutie doložky o spoločnom postupe (collective action clause – CAC) do zmluvných podmienok dlhopisov od roku 2013
- Pôžička EMS vo všetkých prípadoch bude mať postavenie pohľadávky prednostného veriteľa, pričom nadradená jej bude iba pôžička MMF

Reforma správy ekonomických záležitostí EÚ

- **Posilnenie Paktu stability a rastu (SGP)**
 - Zahnutie úrovne dlhu do paktu
 - Ak dlh presiahne 60% HDP, krajina ho musí znížiť o 1/20 rozdielu skutočnosti a 60% cieľa
 - Posilnenie vynútiteľnosti paktu cez nové a účinnejšie sankcie
 - Direktíva, ktorá vynúti, že ciele SGP budú implementované vo viacročnom fiškálnom pláne krajín
- **Vytvorenie nového rámca dohľadu na makroúrovni**
 - Prevencia a korekcia makroekonomických nerovnováh
 - Korekcia (Excessive Imbalance Procedure) bude stavaná podobne ako v SGP (Excessive Deficit Procedure) a bude zahŕňať sankcie ak krajina nebude implementovať odporúčania makroprudenčných a štrukturálnych politík

Posilnenie finančného systému – nová architektúra dohľadu



Rola ECB sa musí vrátiť do normálu

- Nekonvenčné nástroje menovej politiky akými sú nákupy strednodobých cenných papierov či priame úvery nefinančným firmám sú netypickými pre centrálnu banku a skôr sa podobajú na fiškálne nástroje
- Tieto nástroje môžu narušiť relatívne ceny a mať tak distribučné následky pre účastníkov trhu či iné ekonomické subjekty
- **Centrálna banka v normálnych časoch by mala operovať iba na peňažnom trhu**
- Nákupy dlhopisov nezabránili ECB v zvyšovaní sadzieb
 - Nulový dopad na infláciu (sterilizácia)
 - Cieľ stability cenovej hladiny je nadradený zisku/straty ECB (+zvyšovanie kapitálu ECB na pokrytie prípadných strát)

Obsah

- Príčiny krízy v Eurozóne
- Riešenia krízy
- **Prežije euro**

Euro prežije, bude silnejšie a Eurozóna bude integrovanejšia

- Euro má len 11 rokov, ešte nie je ani v puberte...
- Problémy sú súčasťou jeho existencie, mali by ho posilniť a urobiť odolnejším voči budúcim krízam
- EMÚ bude integrovanejšia
 - Nie fiškálnej únii, ale
 - Užšia koordinácia

Ako hodnotíme aktuálne riešenie krízy?

Súčasnú riešenie krízy dohodnuté minulý mesiac na škále od 1 do 5 hodnotíme trojkou

■ **Chceli sme vidieť:**

1. Zvýšenie veľkosti a rozšírenie pôsobnosti EFSF
2. Viac detailov o permanentnom mechanizme ESM
3. Reformovaný Pakt stability a rastu
4. Nový dohľad na makroúrovni
5. Skutočný „pakt konkurencieschopnosti“

■ **Dostali sme:**

1. Čiastočne.
 - Zvýšenie úverovej kapacity na €440mld, ale bez detailov ako to bude dosiahnuté
 - EFSF bude môcť intervenovať na primárnom trhu..., ale **intervencie na sekundárnom trhu budú aj naďalej pod ECB. To nie je dlhodobo udržateľné.**
2. Viac detailov o permanentnom mechanizme ESM
 - €500 mld kombináciou hotovosti a garancií, ale **ostáva otázka ohľadom schopnosti intervenovať na sekundárnych trhoch**
3. V súlade s očakávaniami, **no chýbajú automatické sankcie za neplnenie pravidiel**
4. V súlade s očakávaniami, **no chýbajú automatické sankcie za neplnenie pravidiel**
5. Pakt bol zriadený a implementácia ponechaná na individuálnych krajinách, **teda s otáznikom**



Aké bude konečné riešenie krízy?

- Z možných scenárov hraničiacich fiškálnou až politickou úniou na jednej strane a rozpadom eurozóny na strane druhej **veríme v návrat k racionálnym hospodárskym politikám, užšie koordinovaným než doteraz podporených efektívnym dohľadom nad finančným trhom** ako aj novým dohľadom na makroúrovni

- **Možnosť bankrotu krajín sa musí vrátiť na scénu.** Asi sa zhodneme na tom, že veriteľ má niešť riziko. Aj na tom, že riziko má svoju cenu. A teda, že situácia, kedy veritelia majú na riziko dlžníka „100%-nú vládnu garanciu“ nie je v poriadku. Takáto situácia vytvára morálny hazard, ktorého dôsledkom teraz čelíme.

