

Kdaj bo naslednja kriza? Največja tveganja v makroekonomskem okolju v Sloveniji in svetu

Posvet o upravljanju tveganj v bankah

Jože P. Damijan,
Univerza v Ljubljani & University of Leuven

Ljubljana, 19. oktober 2017

Wolfgang Schäuble warns of debt-driven global financial crisis



Central bank policies raise threat of bubbles

(FT, 8.10.2017)

Nova kriza je pred vrati

- Wolfgang Schäuble:
 - Spiralling levels of global debt and liquidity present a big risk to the world economy
 - A danger of “new bubbles” forming due to the trillions of dollars that central banks have pumped into markets

Nova kriza je pred vrati

- Christine Lagarde (IMF)
 - World enjoying its best growth spurt since the start of the decade
 - However, “threats on the horizon” from:
 - high levels of debt in many countries
 - rapid credit expansion in China
 - excessive risk-taking in financial markets

Struktura

- Je kriza res pred vrati ?
 - Kriza je normalna faza v poslovnem ciklu
 - Vzroki za Veliko recesijo iz 2008
 - Razlogi za evrsko krizo
 - Nevarnost nove krize v Sloveniji ?
 - Primerjava z obdobjem pred 2008
 - Ključna domača tveganja
 - Ključna tveganja v mednarodnem okolju
 - Lahko krizo napovemo ?
-

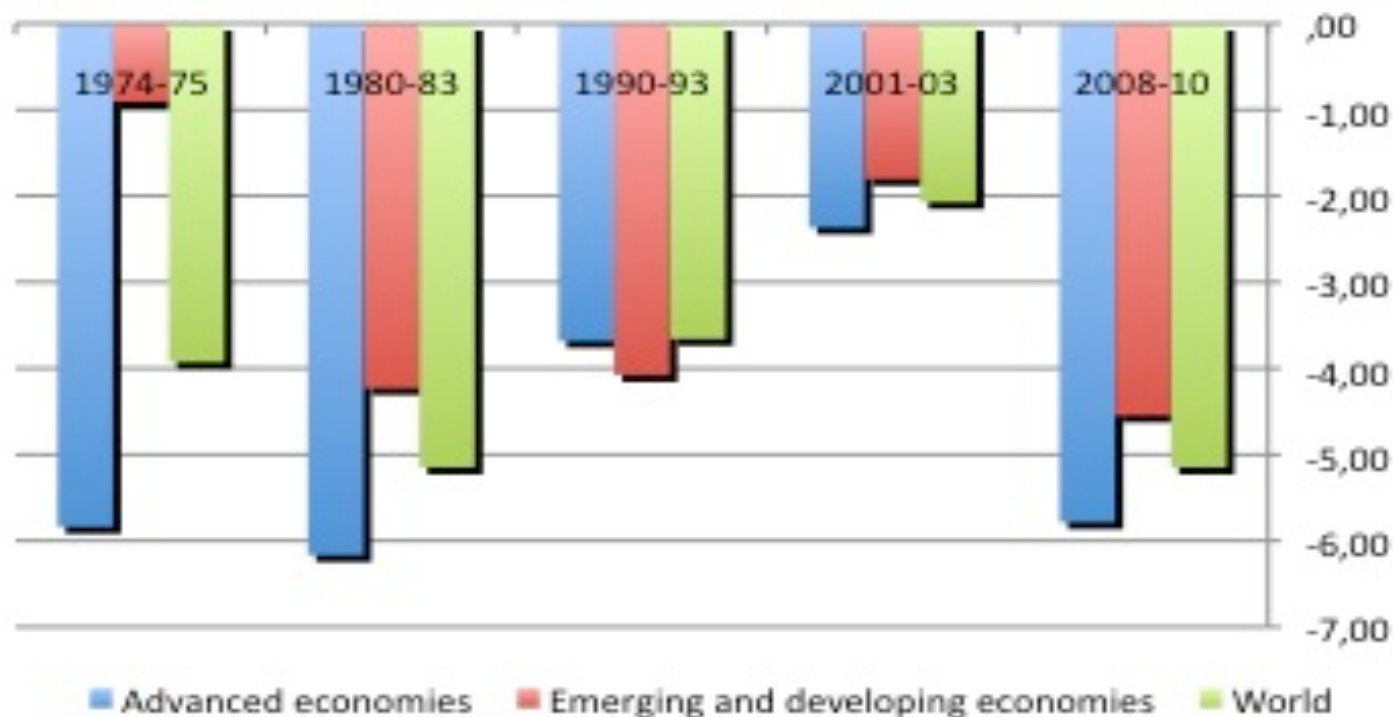


1. Je kriza res pred vrati ?

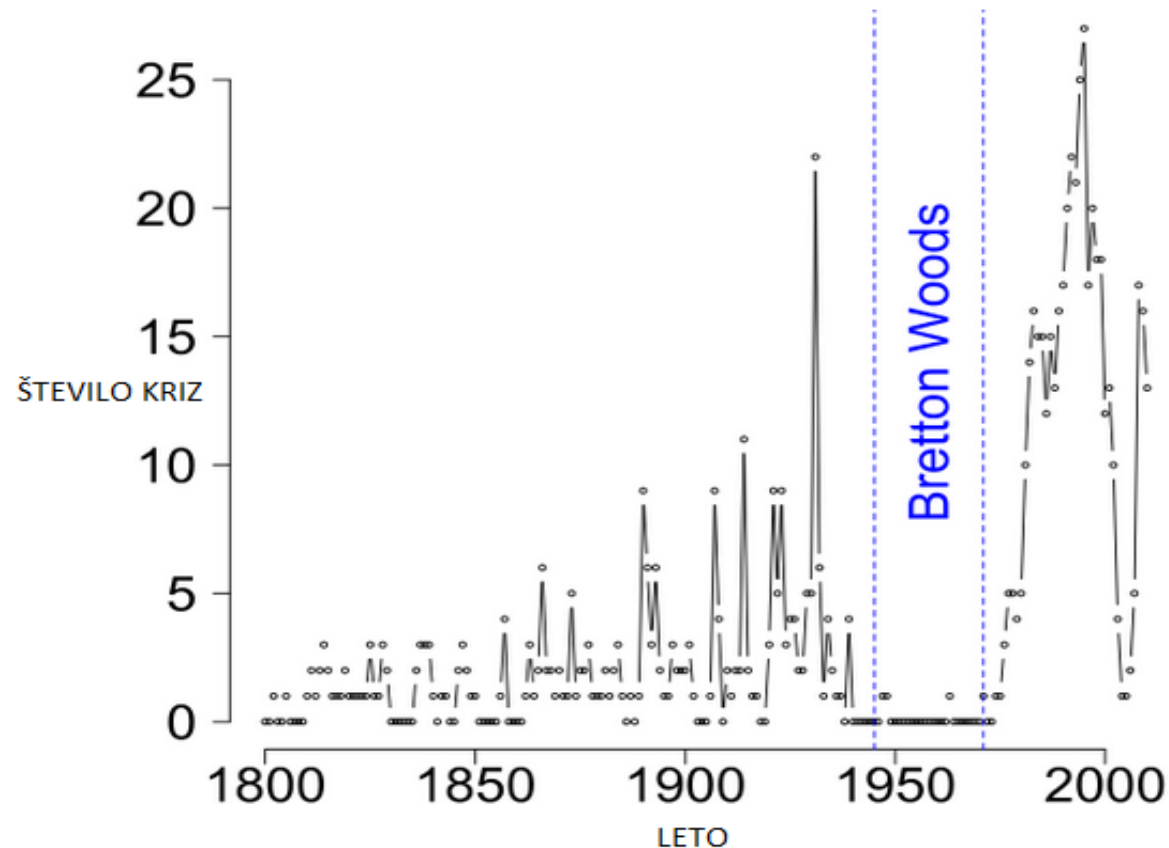
Vzroki za Veliko recesijo in evrsko krizo

A. Gospodarstvo je ciklično

- Kriza je normalna faza v poslovnem ciklu
 - Neizbežna po definiciji
- Krize so nekaj običajnega, pridejo vsakih 8-10 let



Zakaj edino “mirno obdobje” (brez finančnih kriz) le med 1945 in 1973 ?



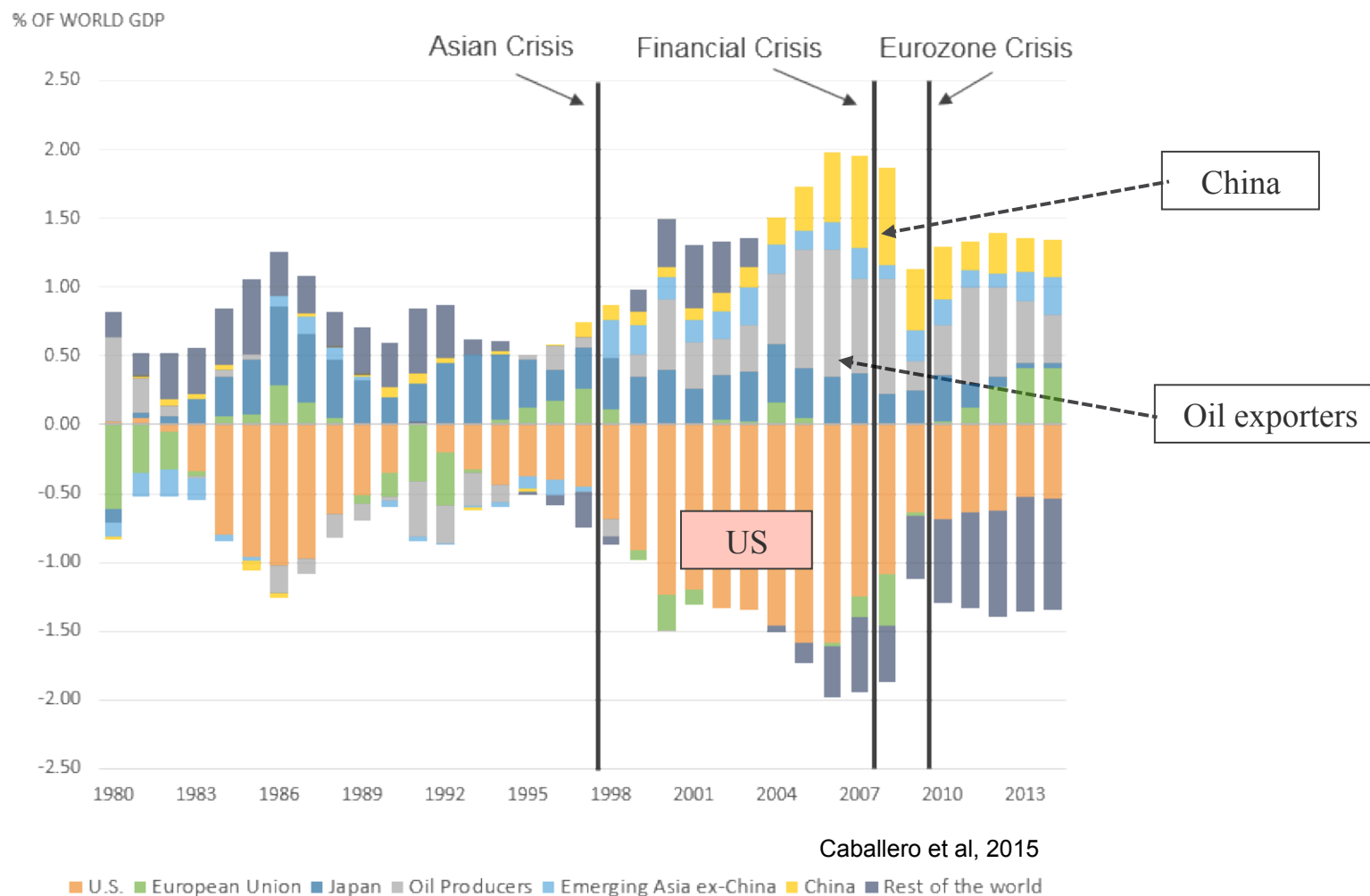
Source: *World Heritage Enciklopedia* (2015)

- Brettonwoodski sistem: kapitalske kontrole (omejen pretok fin.kapitala)

B. Vzroki za Veliko recesijo (po 2008)

1. Globalna neravnovesja po 1980
 2. Strukturne spremembe
 - Globalizacija: Selitev proizvodnje proti Vzhodu in Jugu
 - + Izguba industrijskih delovnih mest v ZDA
 - + Slabše plačana nadomestna delovna mesta
 - + Stagnacija plač od konca 1970-tih
 - = Nizko agregatno povpraševanje
 3. Trgovinski deficit → uvoz kapitala → finančni baloni
 - Umetno spodbujana rast prek balonov
 - “Sub-prime” krediti za nepremičnine
 4. + Deregulacija + tržni fundamentalizem
-

Povečana globalna neravnotežja



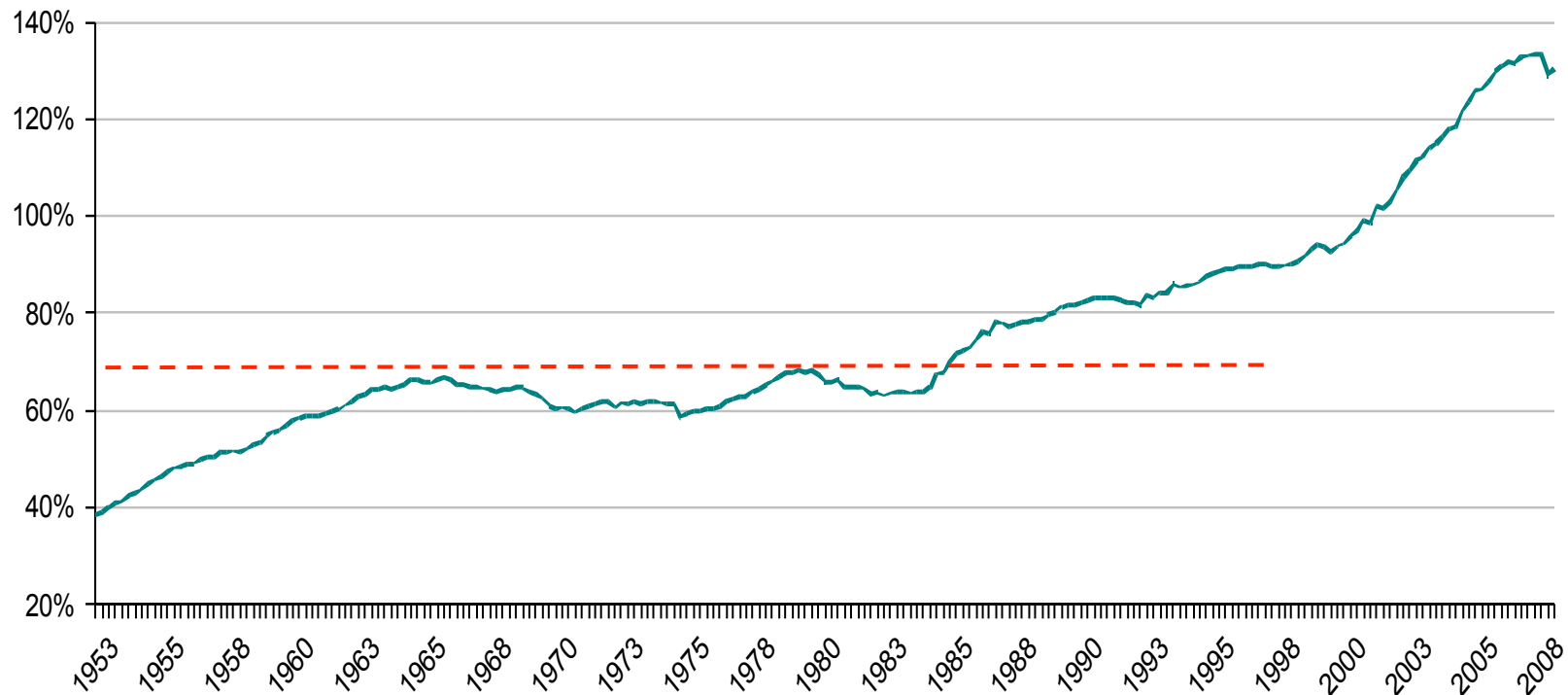
- Povečana nestabilnost po 1991
- Države s PB presežkom izvažajo kapital in posredno povzročajo krize v državah prejemnicah

B. Vzroki za Veliko recesijo (po 2008)

1. Globalna neravnovesja po 1980
 2. Strukturne spremembe
 - Globalizacija: Selitev proizvodnje proti Vzhodu in Jugu
 - + Izguba industrijskih delovnih mest v ZDA
 - + Slabše plačana nadomestna delovna mesta
 - + Stagnacija plač od konca 1970-tih
 - = Nizko agreg. povpraševanje + zadolženost gospodinjstev
 3. Trgovinski deficit → uvoz kapitala → finančni baloni
 - Umetno spodbujana rast prek balonov
 - “Sub-prime” krediti za nepremičnine
 4. + Deregulacija + tržni fundamentalizem
-

Povečana zadolženost gospodinjstev

Dolg gospodinjstev glede na razpoložljiv dohodek (ZDA)



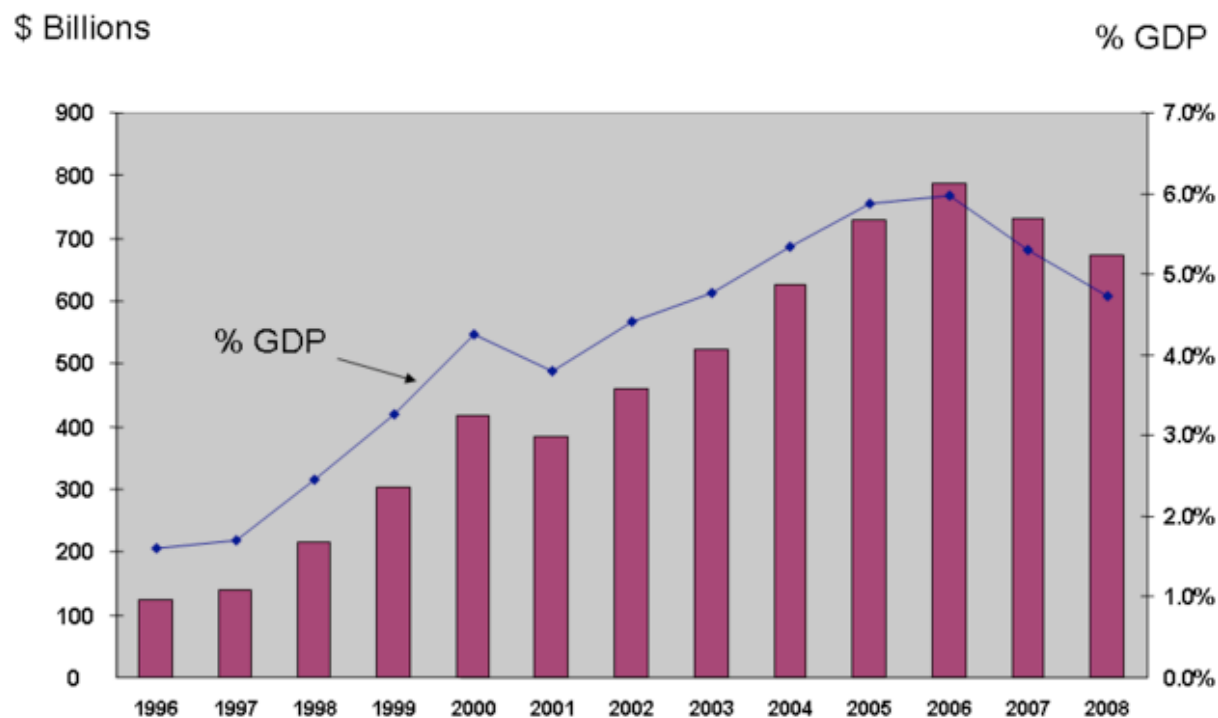
- 1960-1980: Dolg gospodinjstev glede na razpoložljiv dohodek med 60 in 70%.
- Po začetku 1980-ih to razmerje strmo naraste.
- Vrh leta 2007: 135% (podvojitve glede na sredino 1980-ih).

B. Vzroki za Veliko recesijo (po 2008)

1. Globalna neravnovesja po 1980
 2. Strukturne spremembe
 - Globalizacija: Selitev proizvodnje proti Vzhodu in Jugu
 - + Izguba industrijskih delovnih mest v ZDA
 - + Slabše plačana nadomestna delovna mesta
 - + Stagnacija plač od konca 1970-tih
 - = Nizko agregatno povpraševanje
 3. Trgovinski deficit → uvoz kapitala → finančni baloni
 - Umetno spodbujana rast prek balonov
 - “Sub-prime” krediti za nepremičnine
 4. + Deregulacija + tržni fundamentalizem
-

Trgovinski deficit ...

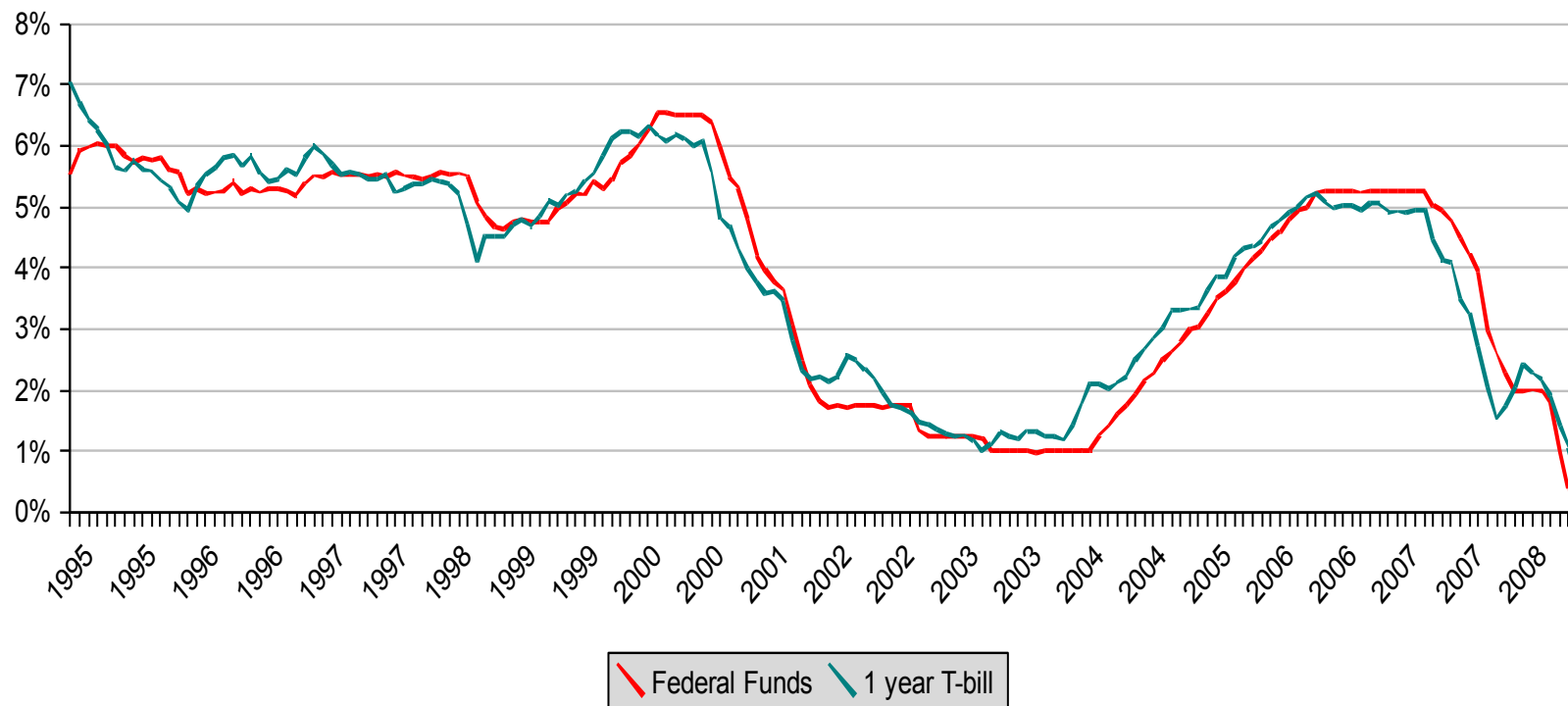
U.S. Current Account or Trade Deficit: Dollars and % GDP



Source Data: U.S. Bureau of Economic Analysis (BEA)

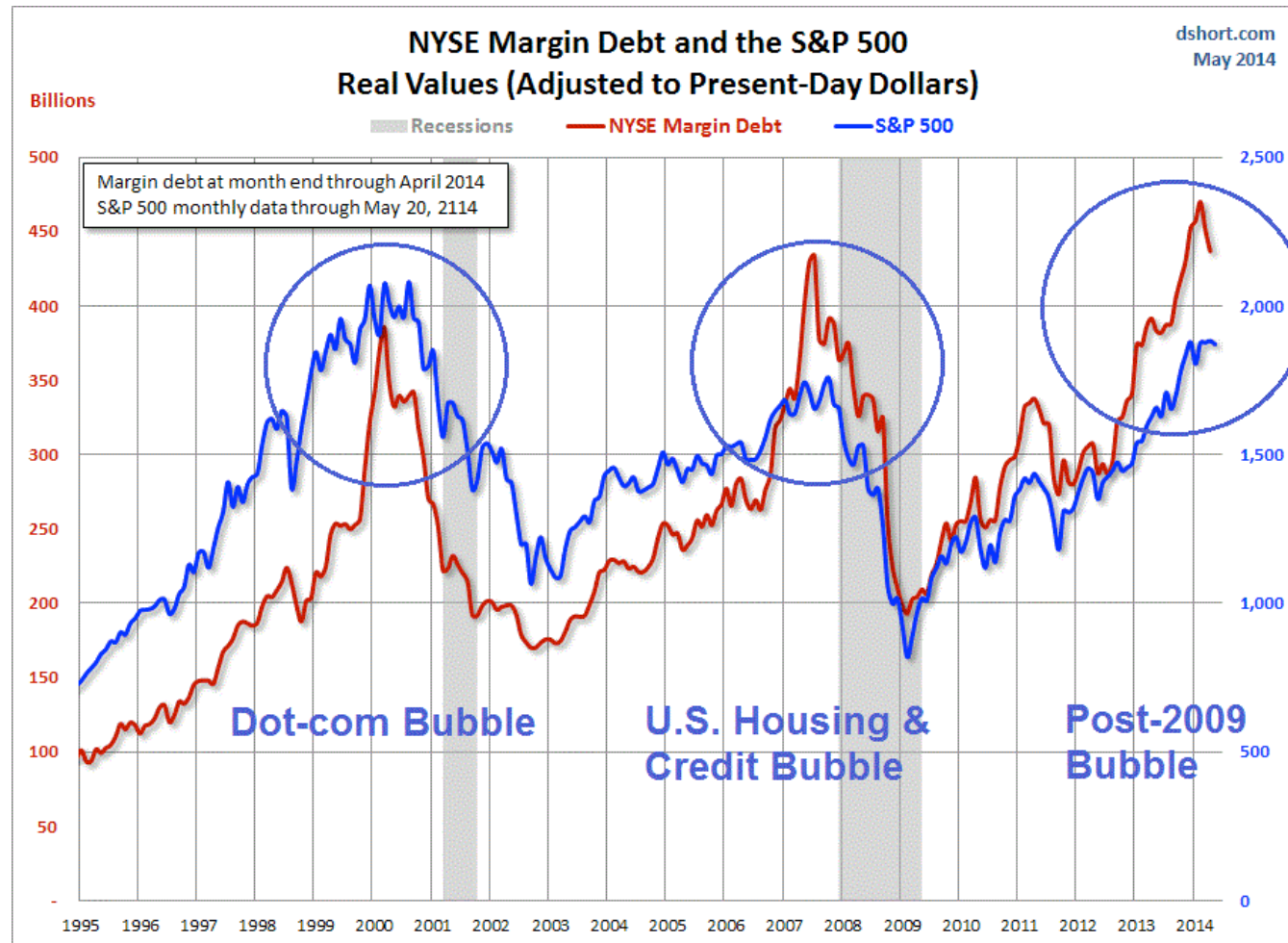
- Med 1996 in 2006 strukturno povečanje US trgovinskega deficita iz 2% na 6%
- Trgovinski deficit = Uvoz kapitala

... in ultra sproščena monetarna politika



- Po poku NASDAQ balona in po 9/11 Fed spusti obrestno mero s 6.5% na 1%
- In jo predolgo zadrži na nizkem nivoju

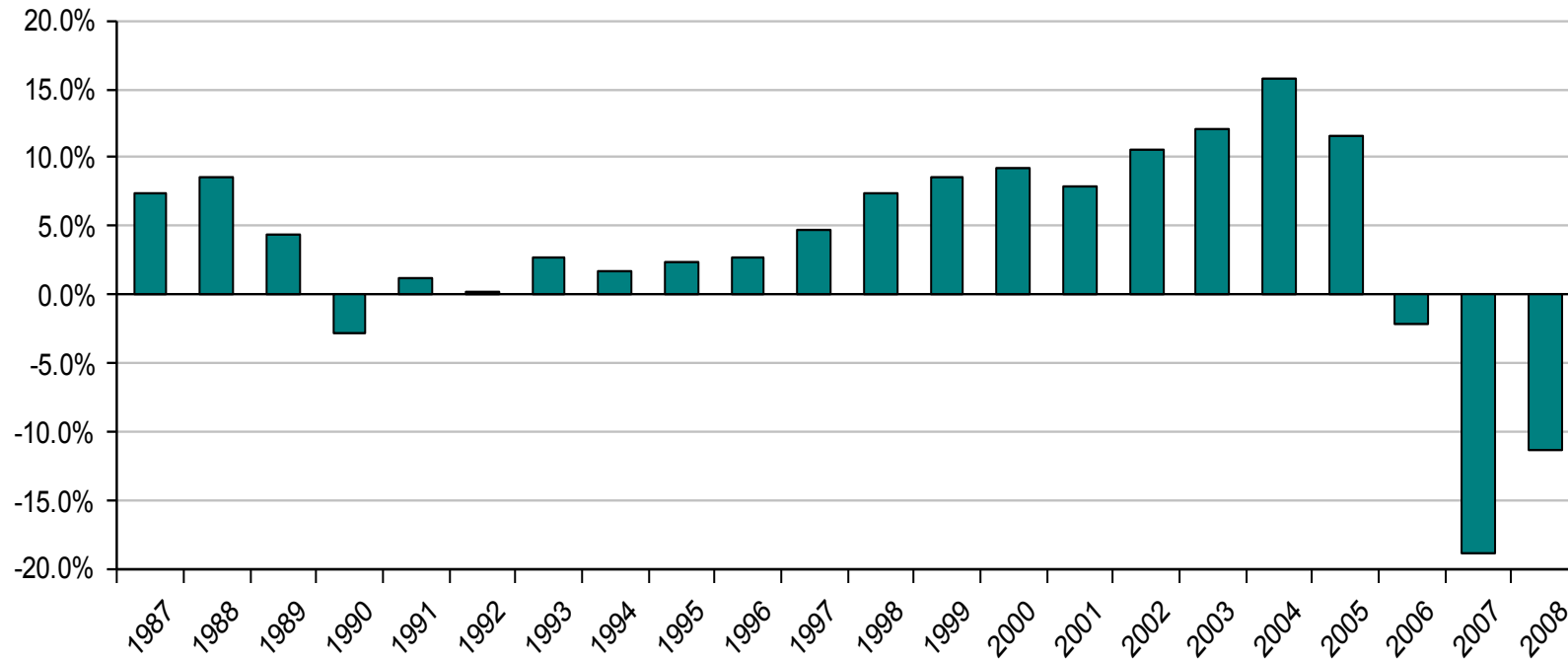
= Finančni balon ...



- Finančni baloni se pumpajo iz uvoza kapitala ali nizkih obrestnih mer
- Nizke OM tudi posledica povečanega uvoza kapitala

...in nepremičninski balon

Letna rast cen nepremičnin v ZDA (%)



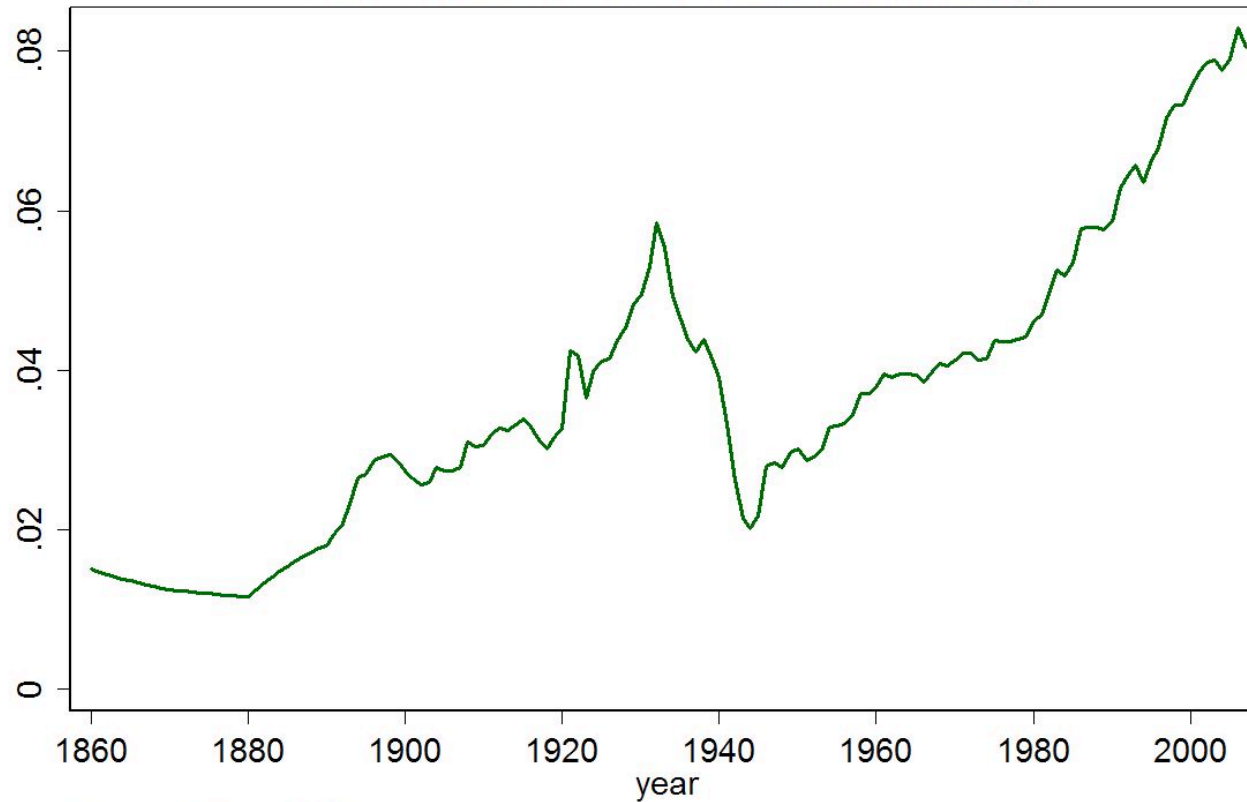
- Januar 2002 - sredina 2006: cene nepremičnin navzgor za 87 %.
- Zlom nepremičninskega trga: od Q2 2006 do Q3 2008 cene padejo za 25%

B. Vzroki za Veliko recesijo (po 2008)

1. Globalna neravnovesja po 1980
 2. Strukturne spremembe
 - Globalizacija: Selitev proizvodnje proti Vzhodu in Jugu
 - + Izguba industrijskih delovnih mest v ZDA
 - + Slabše plačana nadomestna delovna mesta
 - + Stagnacija plač od konca 1970-tih
 - = Nizko agregatno povpraševanje
 3. Trgovinski deficit → uvoz kapitala → finančni baloni
 - Umetno spodbujana rast prek balonov
 - “Sub-prime” krediti za nepremičnine
 4. + Deregulacija + tržni fundamentalizem
-

Prekletstvo razmaha finančne industrije

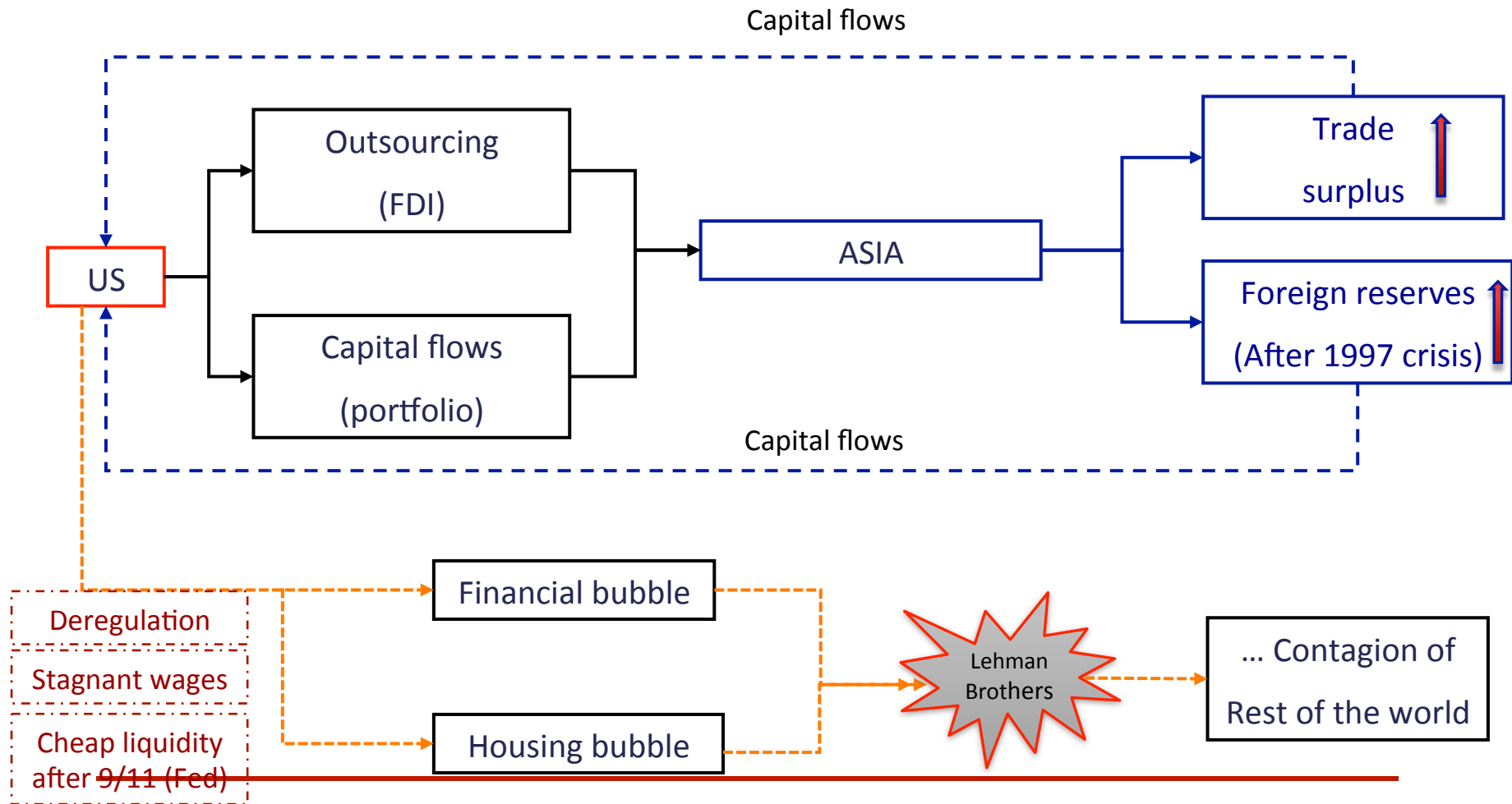
GDP share of US Financial Industry



Source: Philippon, 2008

- Finančni trgi naj bi se samouravnavali (A. Greenspan)
- Po ekspanziji finančne industrije vedno sledi glavobol
- Tudi tokrat bo

Global imbalances and crises

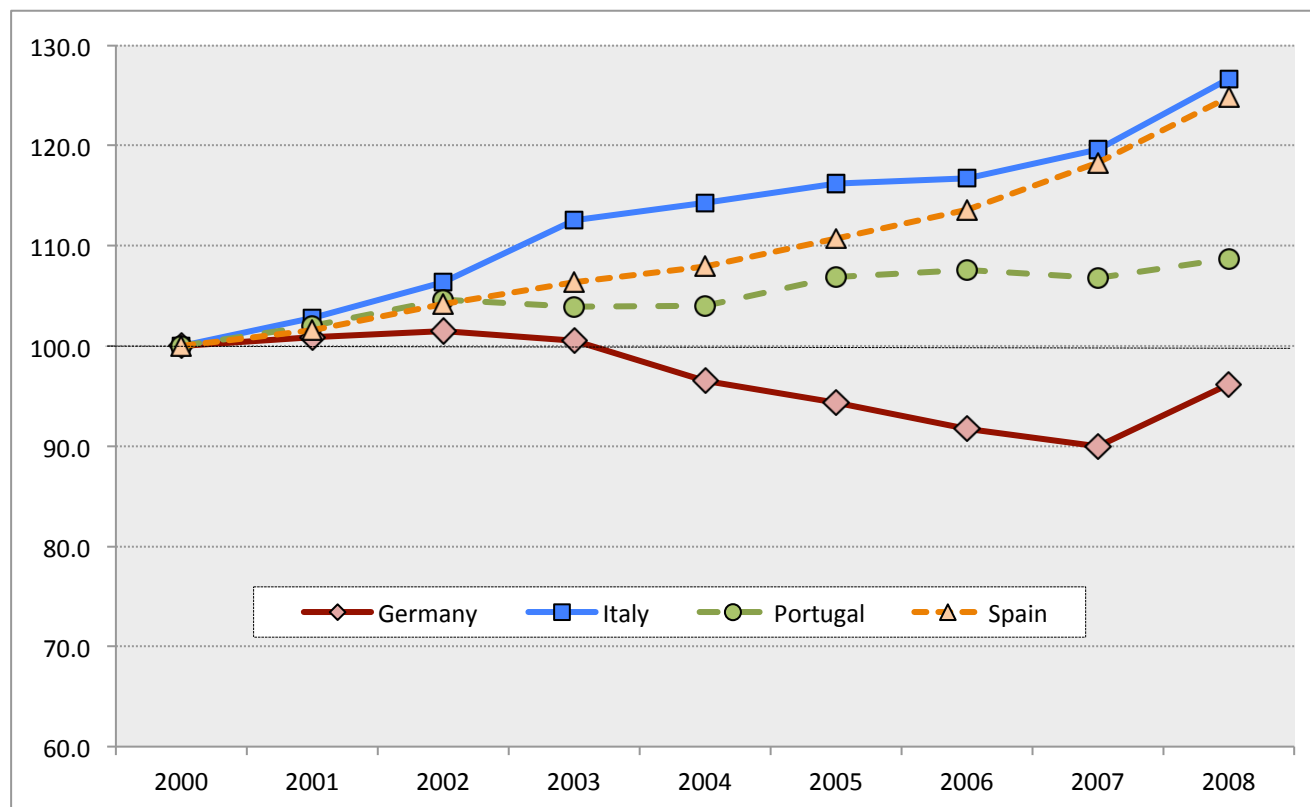


C. Vzroki za evrsko krizo

1. Podobni vzroki kot za krizo v ZDA
 - Povečana neravnovesja po uvedbi evra
 2. Napihovanje balonov v perifernih evrskih državah
 3. Do krize bi prišlo tudi brez okužbe iz ZDA
 4. Kriza ni bila posledica nesmotrnega javnega trošenja, pač pa ekscesnega zasebnega zadolževanja
-

Problem: “Wage undercutting” v Nemčiji

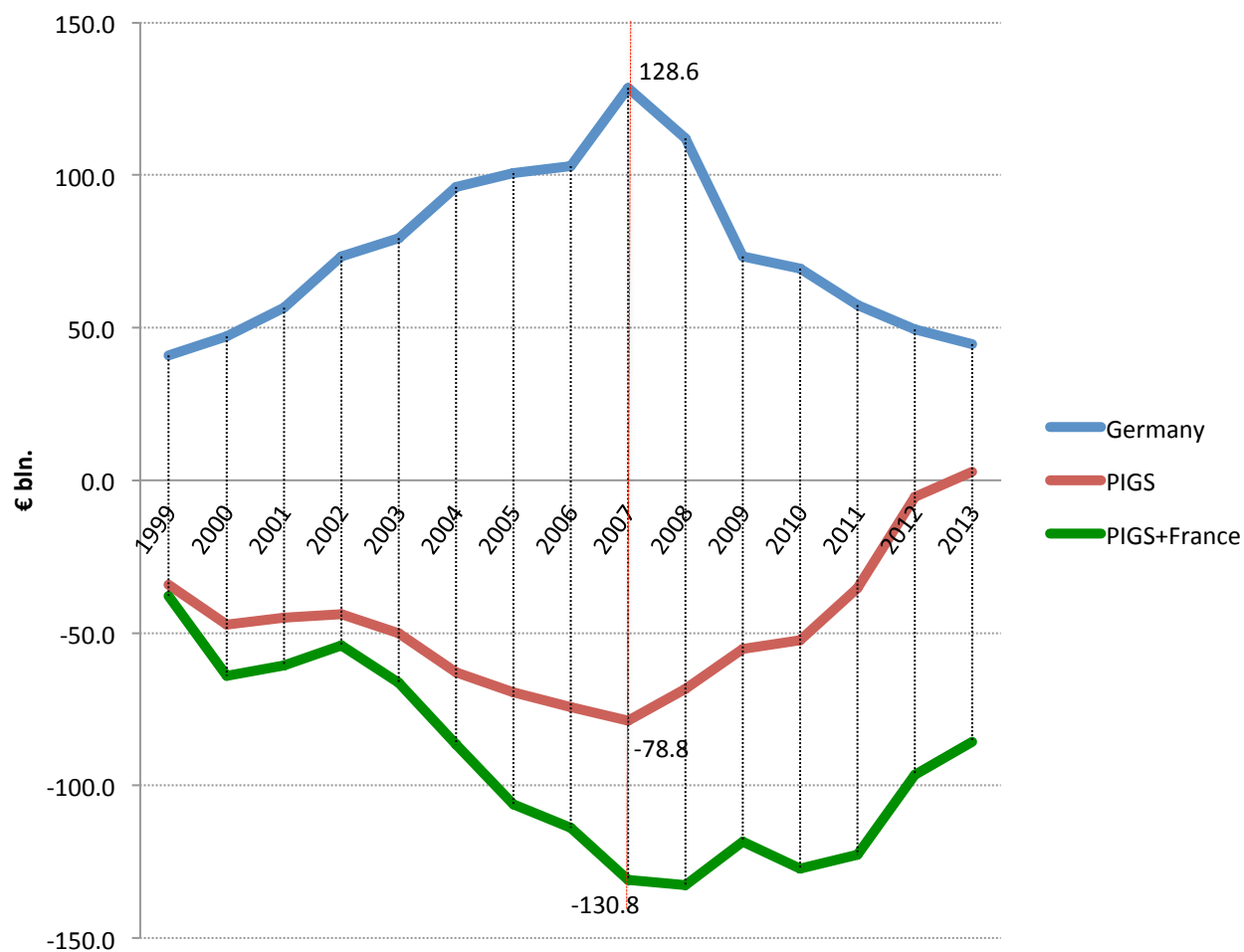
ULC = labor cost / GDPpc (2000=100)



Nemško zadrževanje plač po letu 2002

Mehanizem okužbe

Trgovinska bilanca (DE vs PIGS)



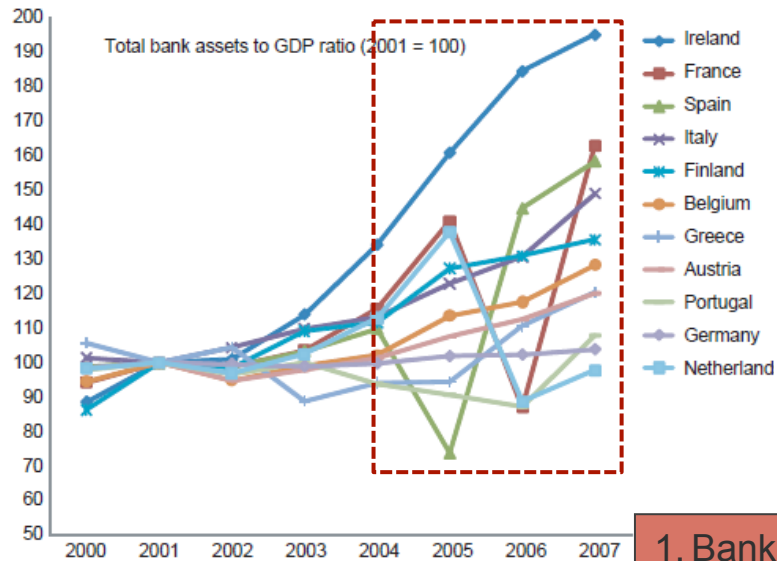
Nemški trgovinski presežek...

...je zrcalna slika deficita v PIGS državah

Napihovanje balonov (zasebni dolg)

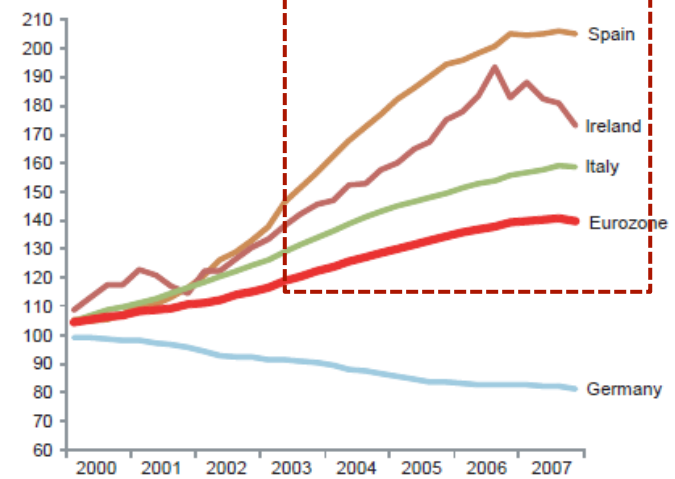
(Baldwin & Gros, 2010)

Figure 1. Growth in bank-asset-to-GDP ratios, EZ12, 2000-2007



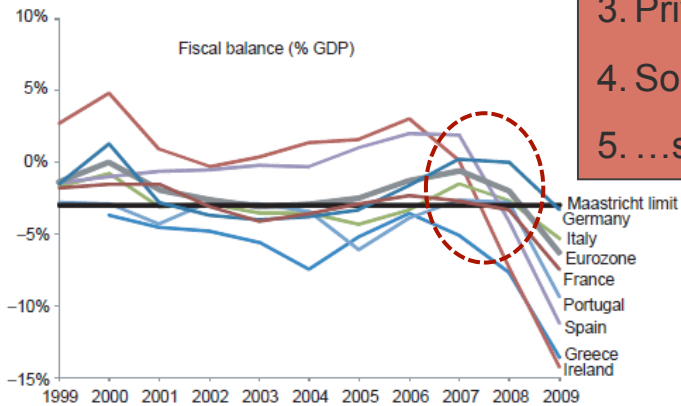
Source: European Banking Federation and Eurostat.

Figure 2. House price trends, EZ12, 2000-2007



Source: OECD online database.

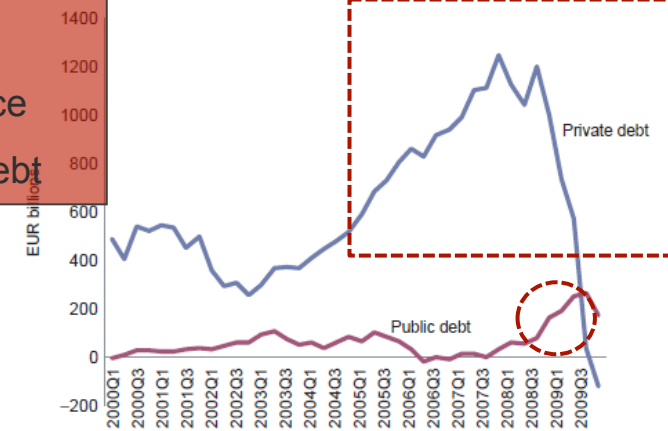
Figure 4. Deterioration of government deficits



Source: Eurostat. General government deficit (-) and surplus (+).

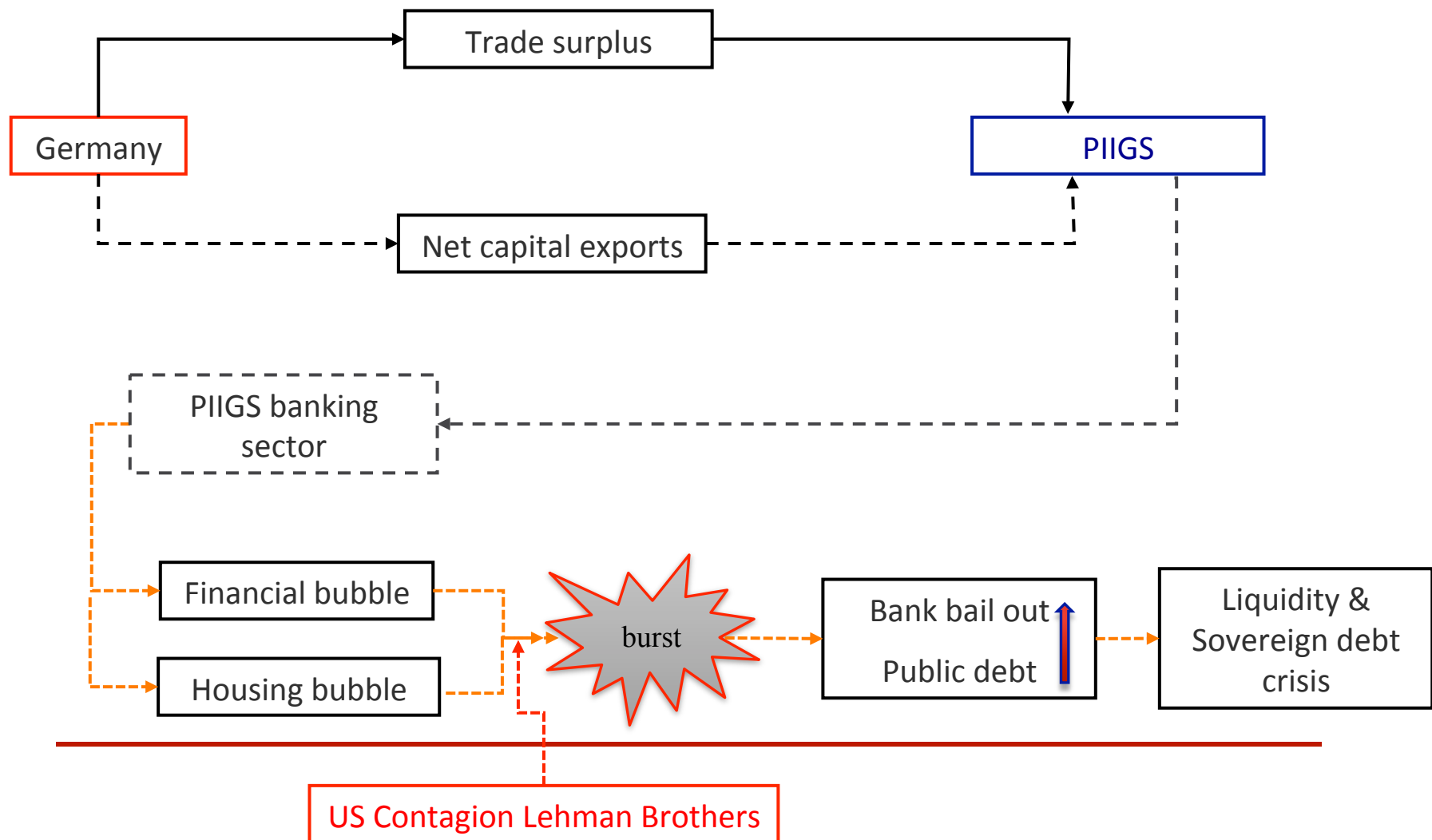
1. Banking bubble
2. Housing bubble
3. Private debt surge
4. Sound public finance
5. ...surge in public debt

Figure 3. Eurozone private and public debt



Source: ECB (moving average of first difference over four quarters).

Pok balonov in Evrska kriza





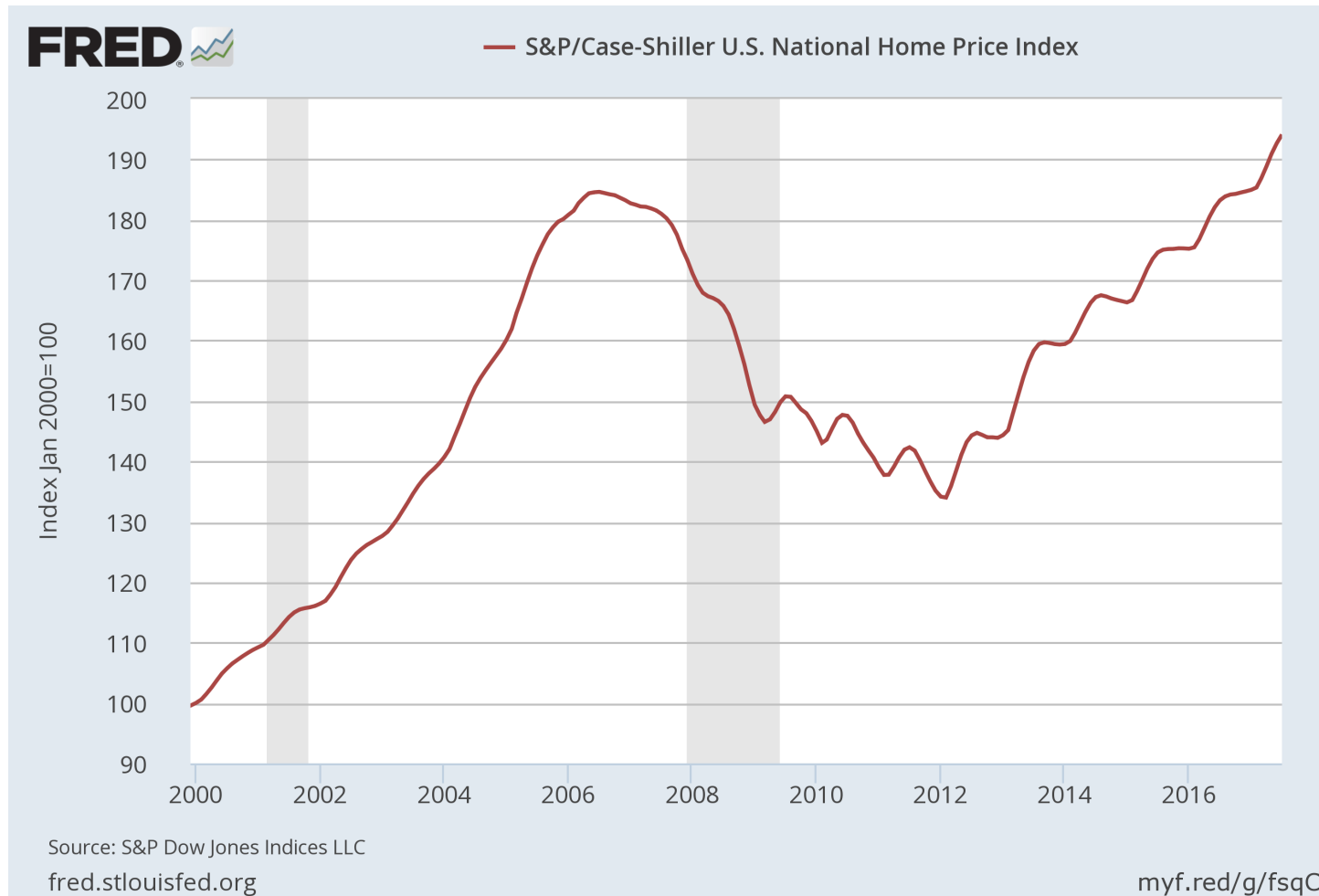
2. So baloni spet napihnjeni ?

Balon na kapitalnem trgu



- S&P 500 indeks je za 2-krat presegel vrh izpred krize v 2008

Balon na nepremičninskem trgu

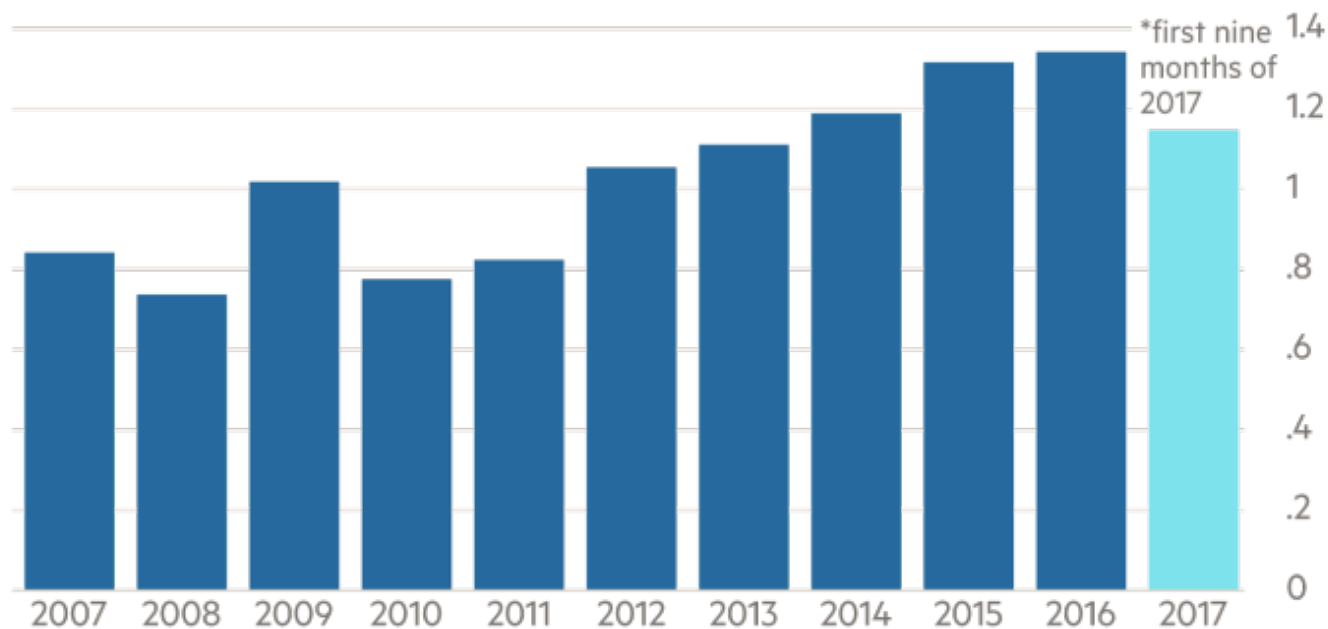


- Nov rekord na nepremičninskem trgu

Enormno zadolževanje podjetij

Corporate borrowing goes into overdrive

Annual US investment grade corporate bond issuance (\$tn)



Source: Dealogic

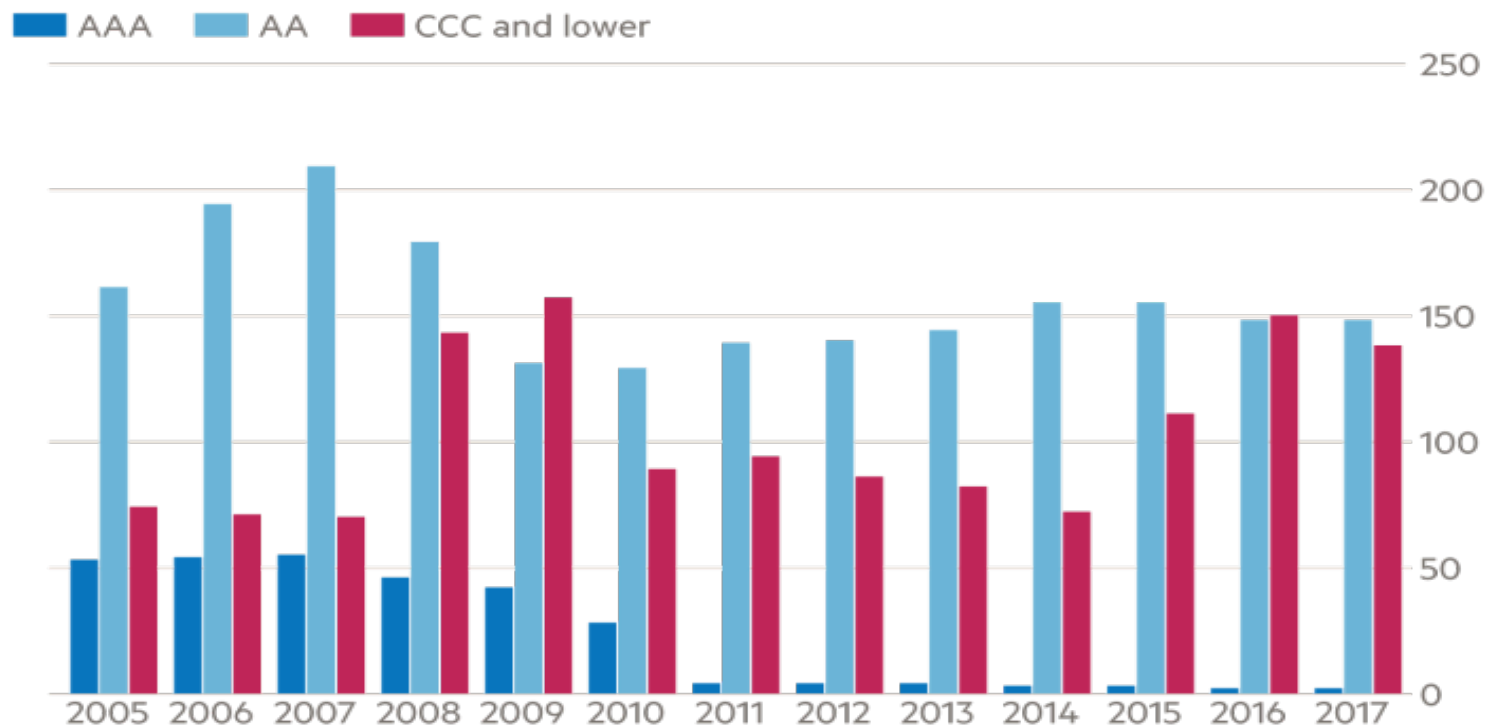
© FT

- Izdaja novega dolga (obveznic) podjetij za tretjino višja kot v 2007

Boniteta podjetij trendno upada

US credit quality downgraded

Number of companies by credit rating over time

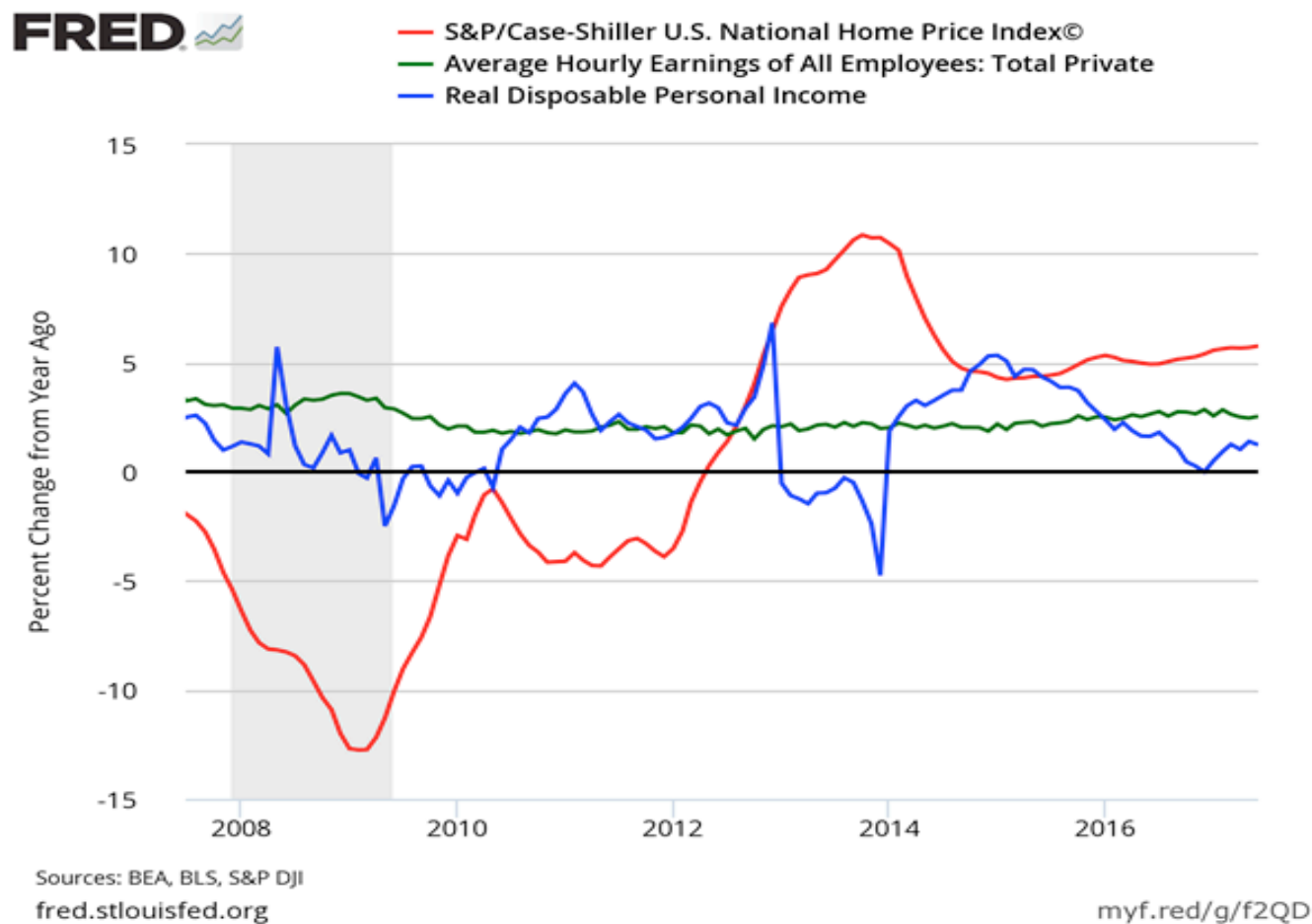


Source: S&P Global Ratings

© FT

- Le še peščica S&P podjetij ima AAA boniteto
- Število podjetij s CC boniteto podobno kot v 2008-2009

Dohodki gospodinjstev



- Dohodki gospodinjstev ne dohajajo rasti cen nepremičnin
- Razpoložljiv dohodek trendno upada/ stagnira že 2 leti zapored

ZDA

- Balona na kapitalnem in nepremičninskem trgu sta prenapihnjena
 - Podjetja so prezadolžena
 - Rast dohodkov gospodinjstev ne sledi rasti cen nepremičnin
 - ...

 - Nova kriza je le vprašanje časa
 - Čaka se na trigger, ki bi sprožil krizo
 - V letih 2004-2005 je bil trigger dvig obrestnih mer in nezmožnost servisiranja kreditov
 - Bo tokrat enako, če FED začne dvigovati obrestno mero?
-

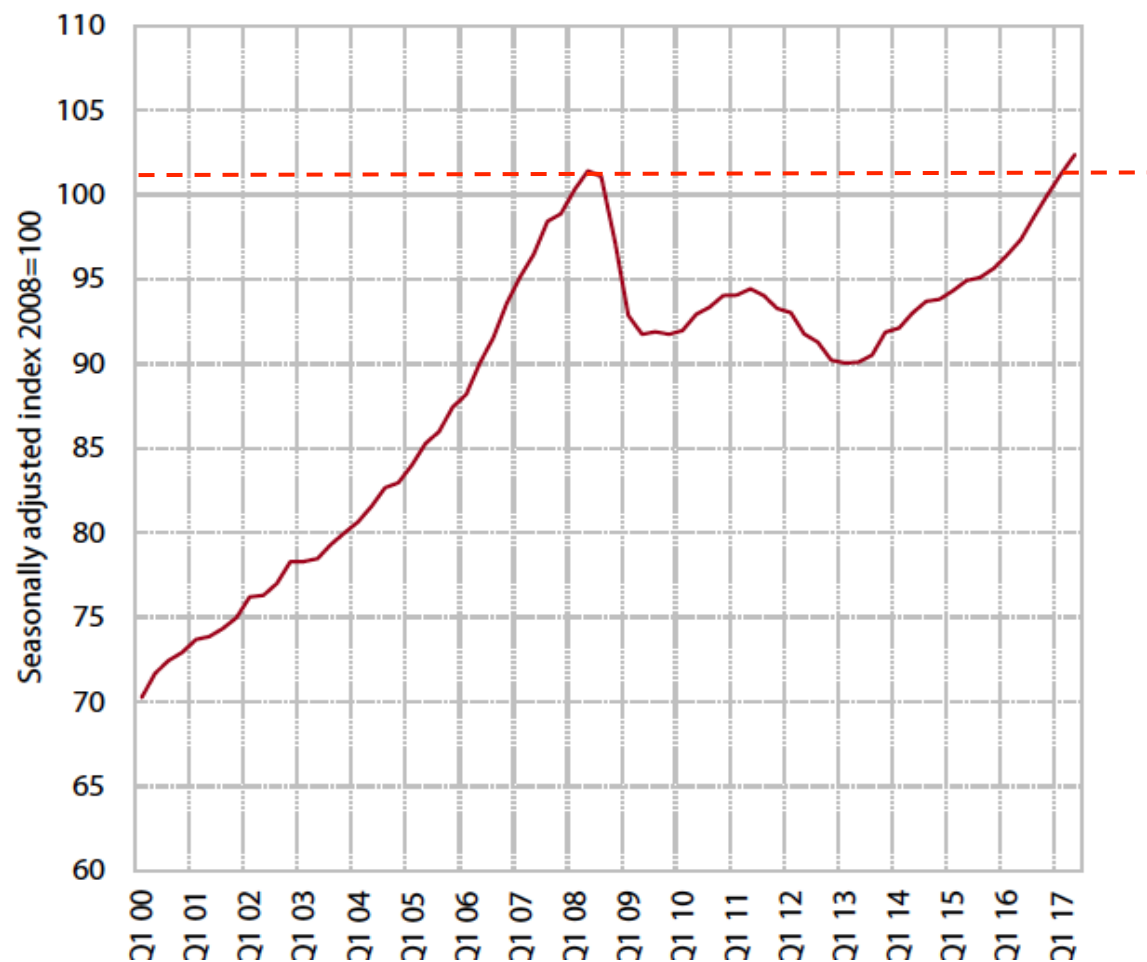


3. Nevarnost nove krize v Sloveniji ?

Pripravljenost na krizo

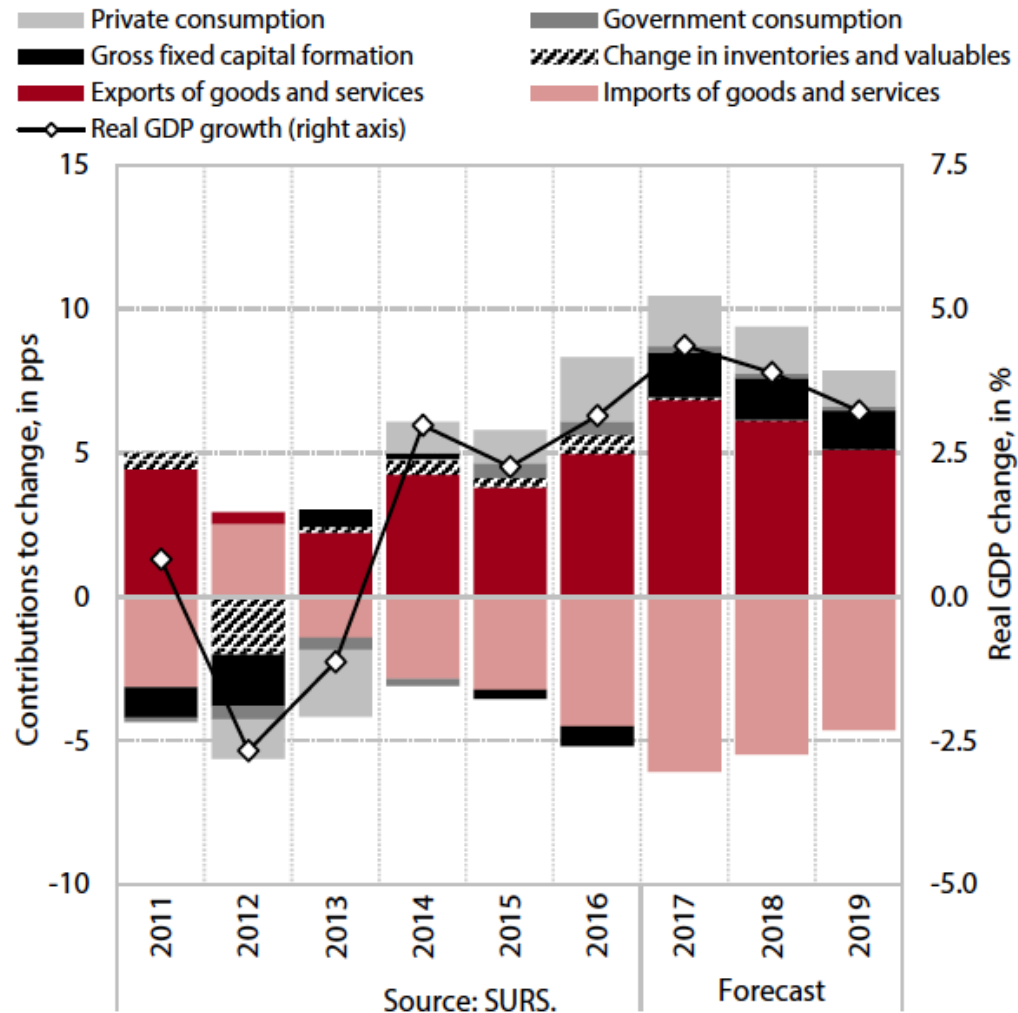
- Smo tokrat na krizo bolje pripravljeni?
 - Neobičajno visoka rast (nevzdržna ?)
 - Zunanje neravnotežje (vendar tokrat presežek namesto deficita)
 - Podjetja so se razdolžila pod raven iz 2008
 - Visoka izkoriščenost kapacitet, vendar so podjetja previdna pri odločitvah za nove investicije
 - Ponovna rast cen nepremičnin, vendar cene še močno pod predkrizno ravni
 - Notranje ravnotežje (vendar visoka zadolženost države)
-

Visoka rast BDP



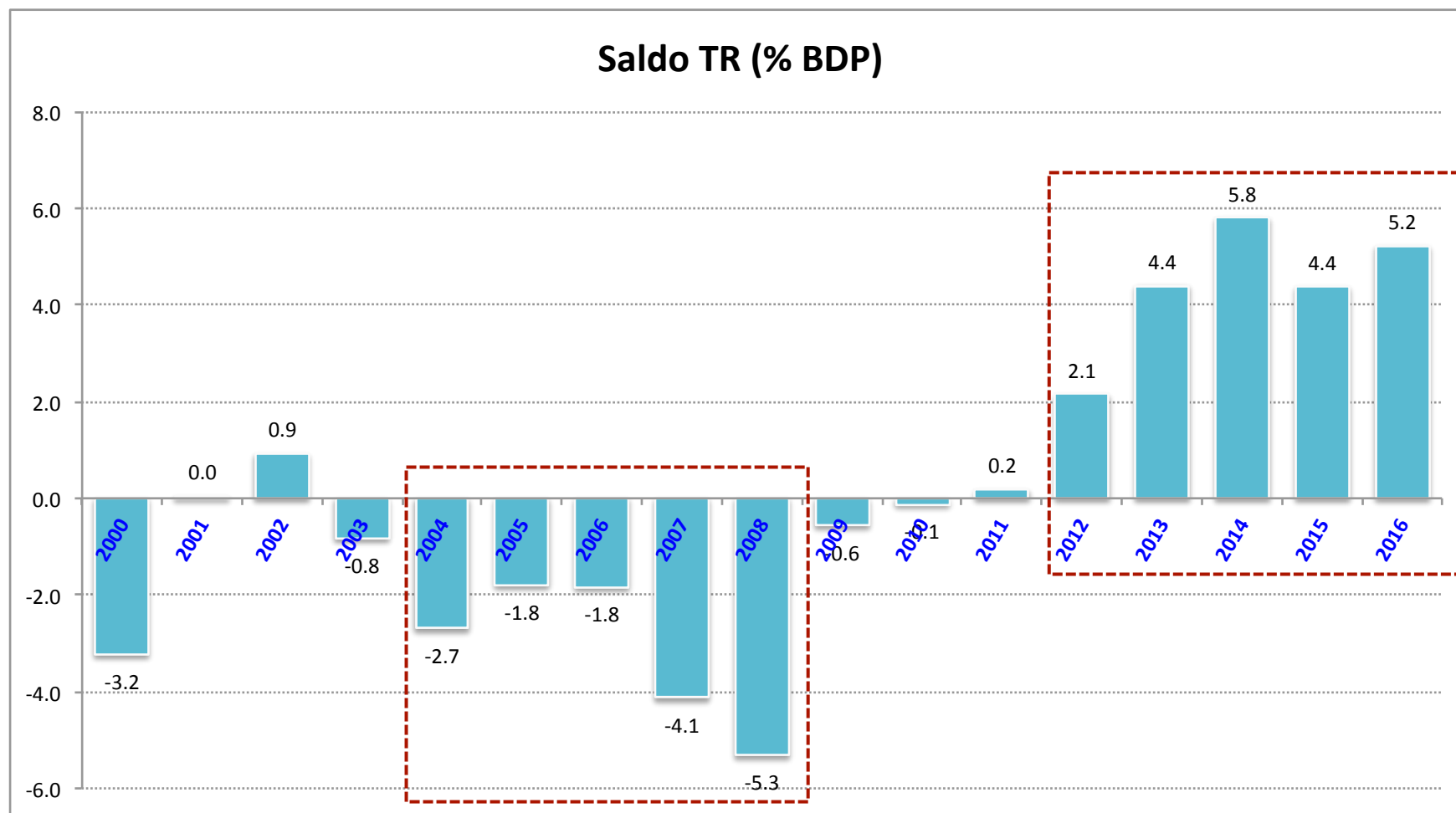
- BDP bo letos presegel predkrizno raven iz 2008
- Vendar bo ostala krizna luknja, najbrž za vedno, nezapolnjena

Viri visoke rasti BDP



- Visoko rast BDP poganjata izvoz in zasebna poraba
- Letos tudi predvidena rast investicij

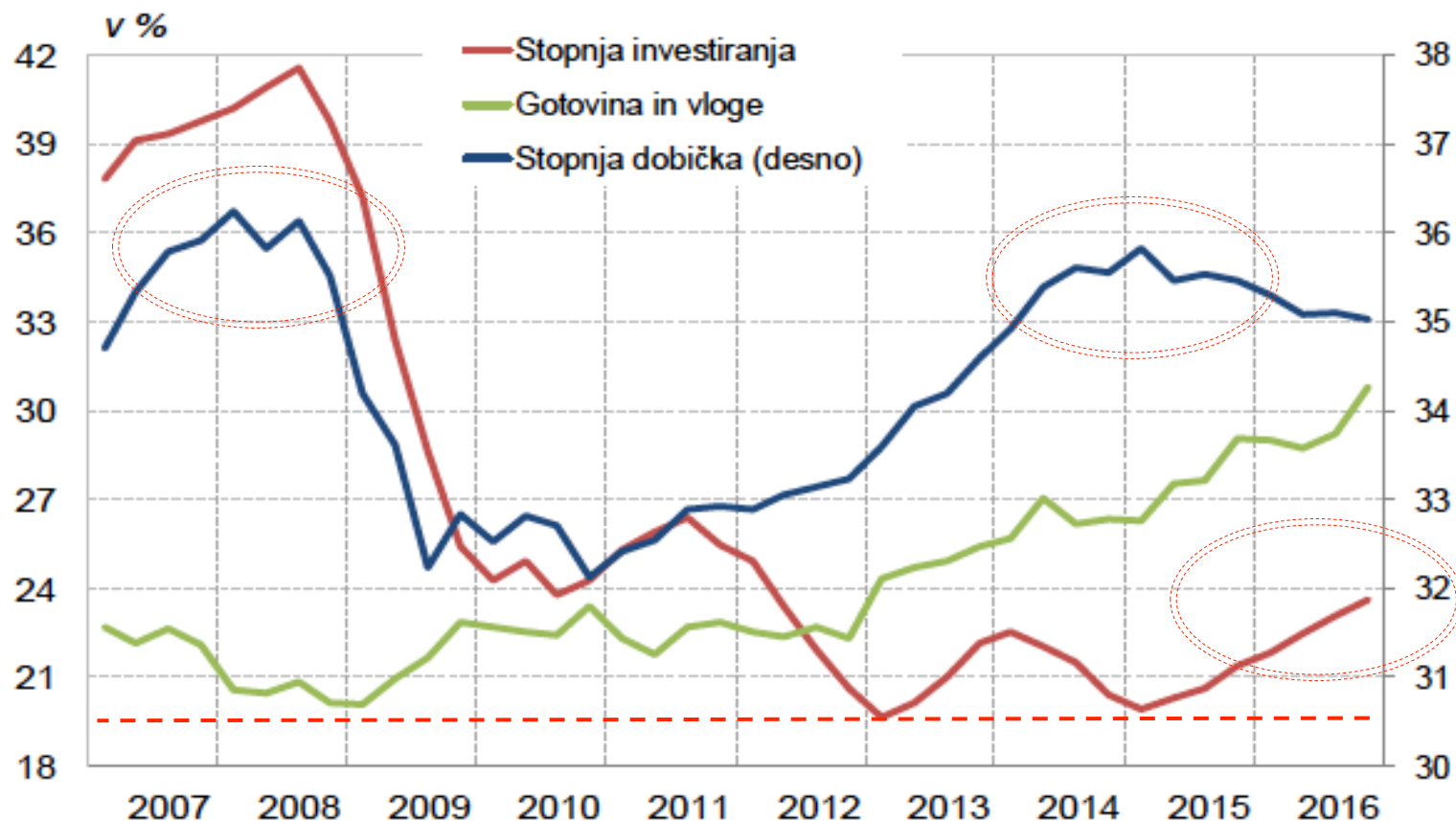
Zdrava rast: Presežek v menjavi s tujino



- Za razliko od predkriznega obdobja tokrat beležimo visok presežek v TR
- Temelji rasti so bolj zdravi

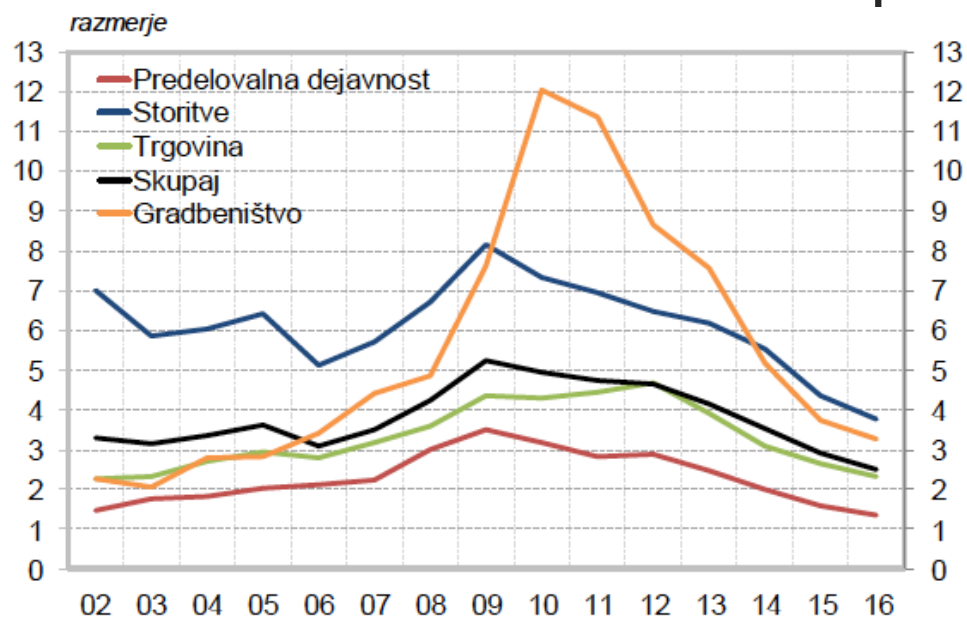
Previdnost podjetij pri investiranju

Proces razdolževanja in kopičenje likvidnosti (% DV)



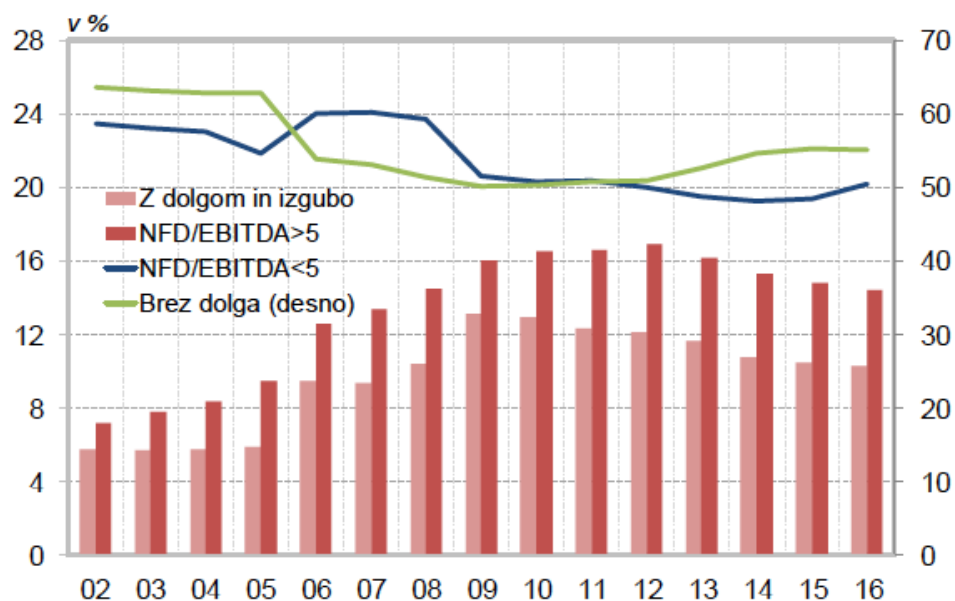
- Kljub enaki stopnji dobičkov kot pred krizo (2008)
- stopnja podjetniških investicij ostaja na rekordno nizki ravni (za polovico)
- podjetja se že 8. leto razdolžujejo in kopičijo likvidnost

Zadolženost podjetij se znižuje

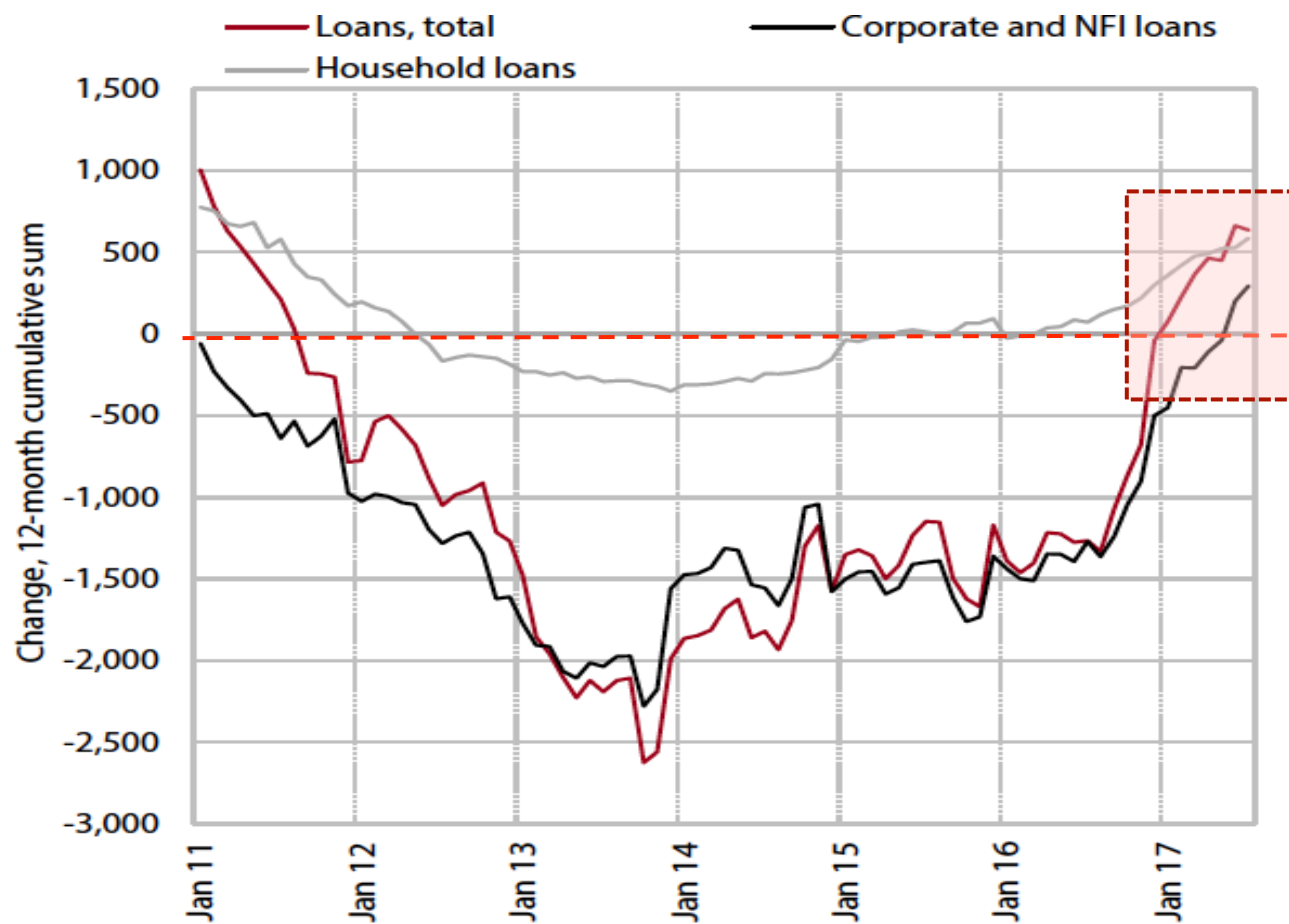


Finančni vzvod (NFD/EBITDA) se je prepolovil glede na 2009

Delež podjetij z NFD/EBITDA > 5 padel na raven izpred krize (2008)

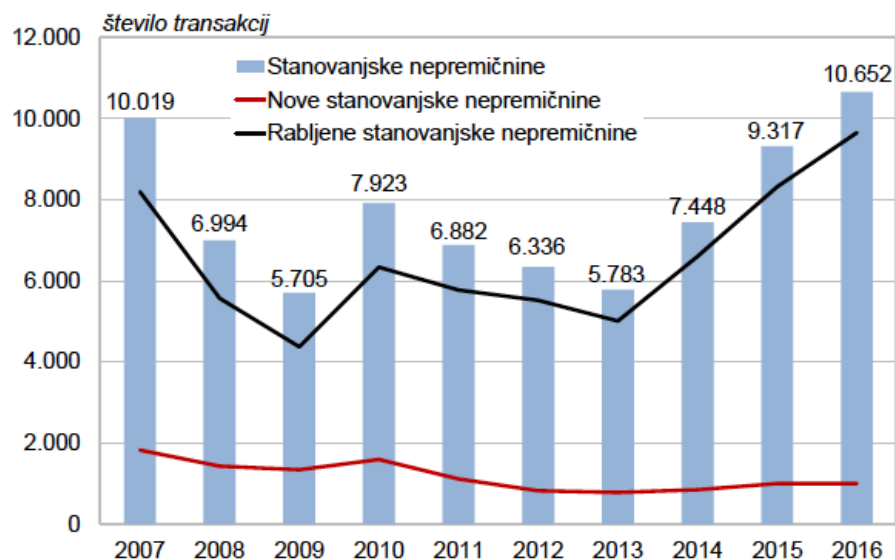


Začetek neto kreditiranja



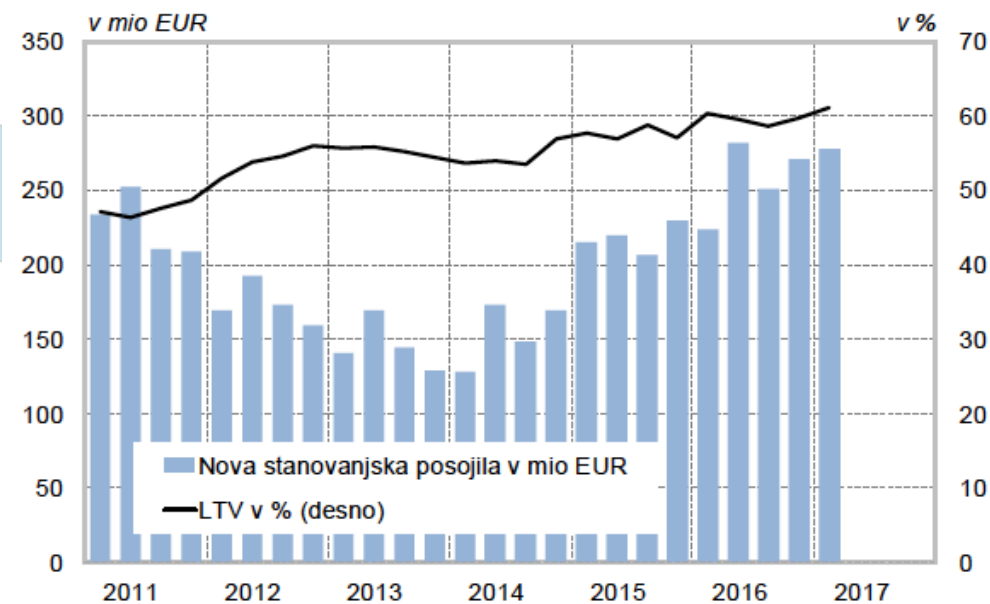
- Po 8 letih letos prvič rast neto kreditiranja podjetij

Aktivnost na nepremičninskem trgu narašča

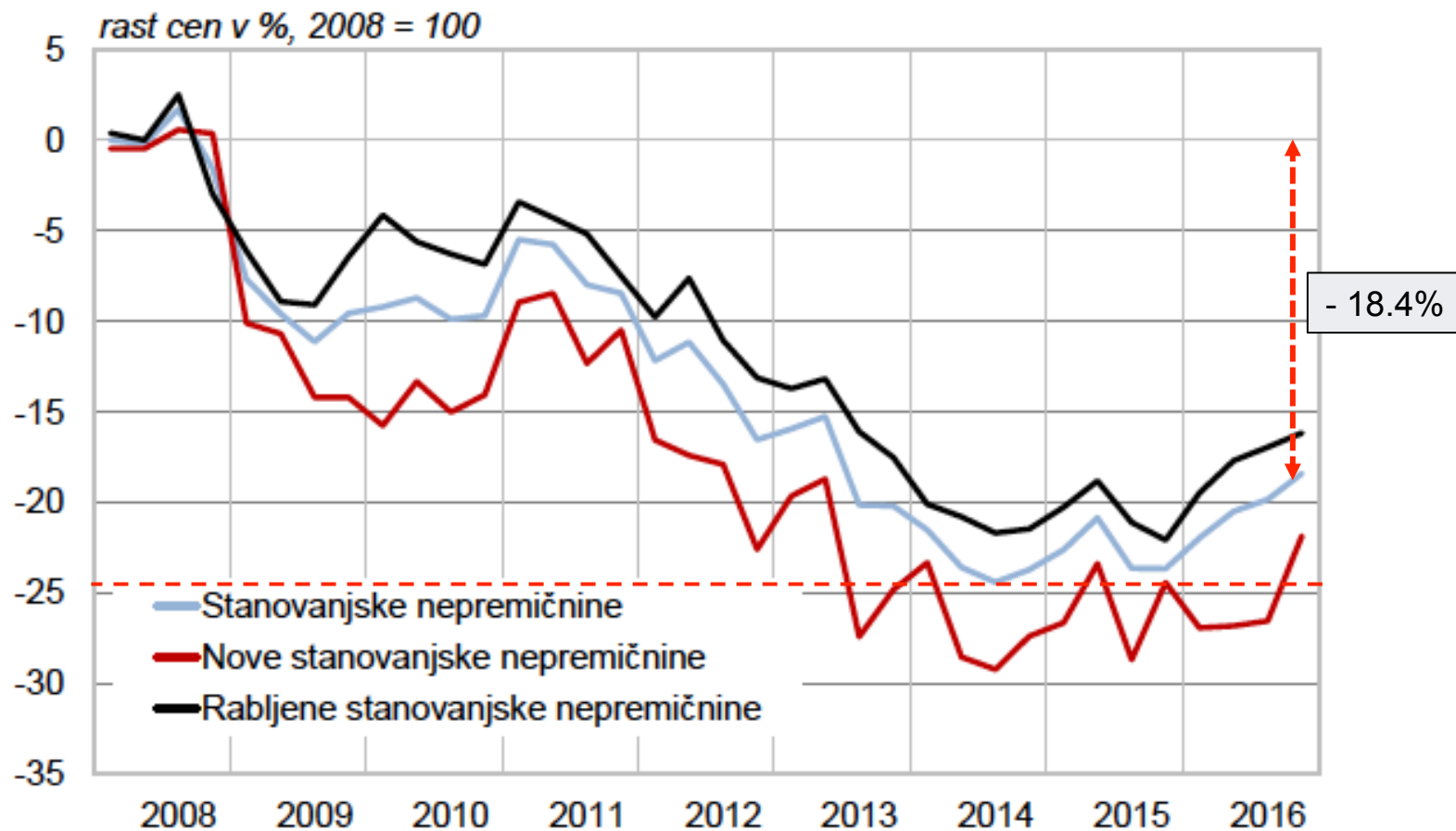


Število transakcij spet na predkrizni (2007) ravni

Kreditiranje nepremičnin hitro raste, vendar so banke previdne pri LTV

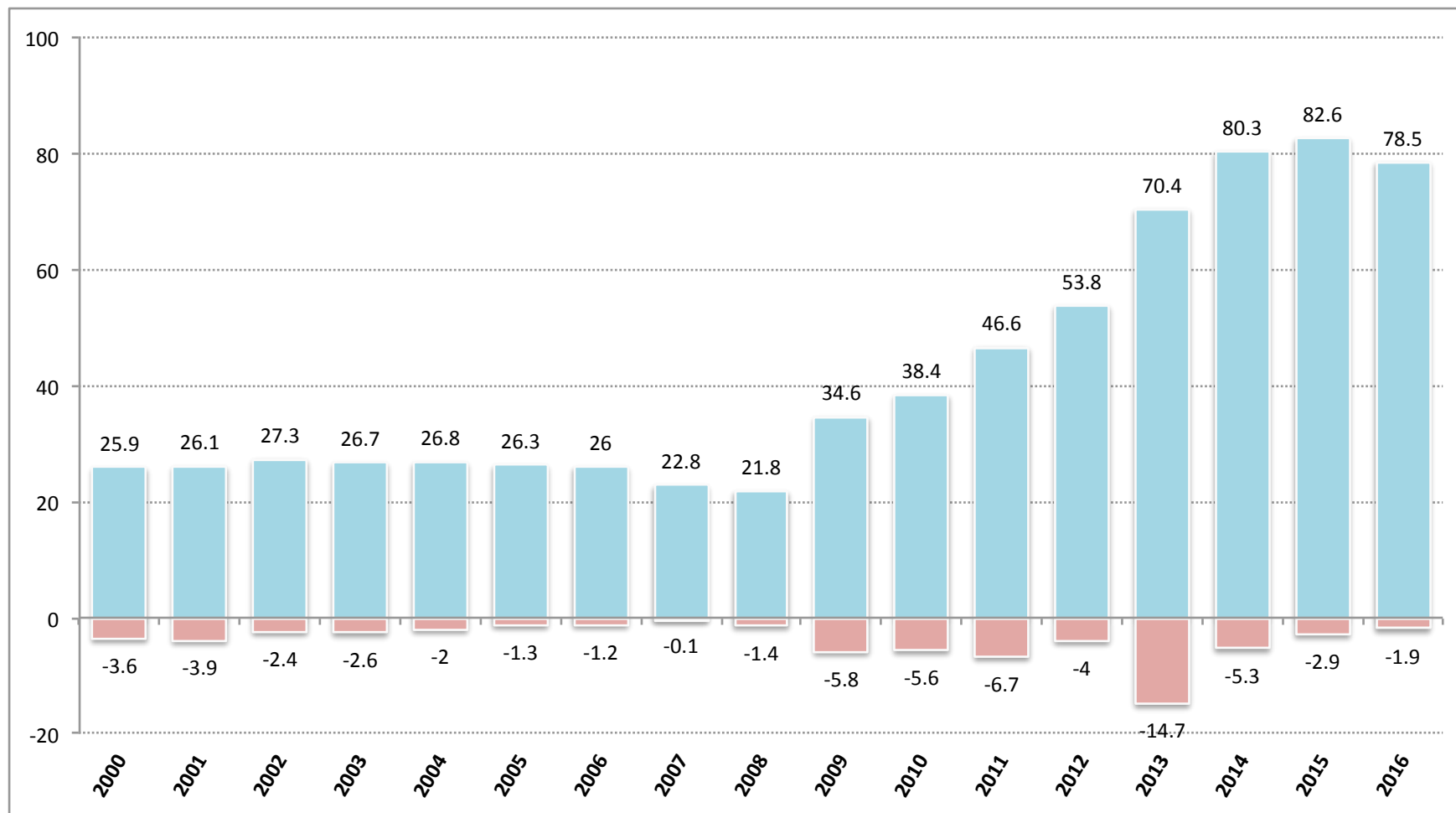


Rast cen stanovanjskih nepremičnin



- Vendar cene še vedno za 18.4% nižje kot v povprečju leta 2008

Proračun se stabilizira



- Po pozitivnem primarnem saldu letos najbrž pozitiven tudi že proračunski saldo
- Problem visokega dolga, vendar se začenja zniževati



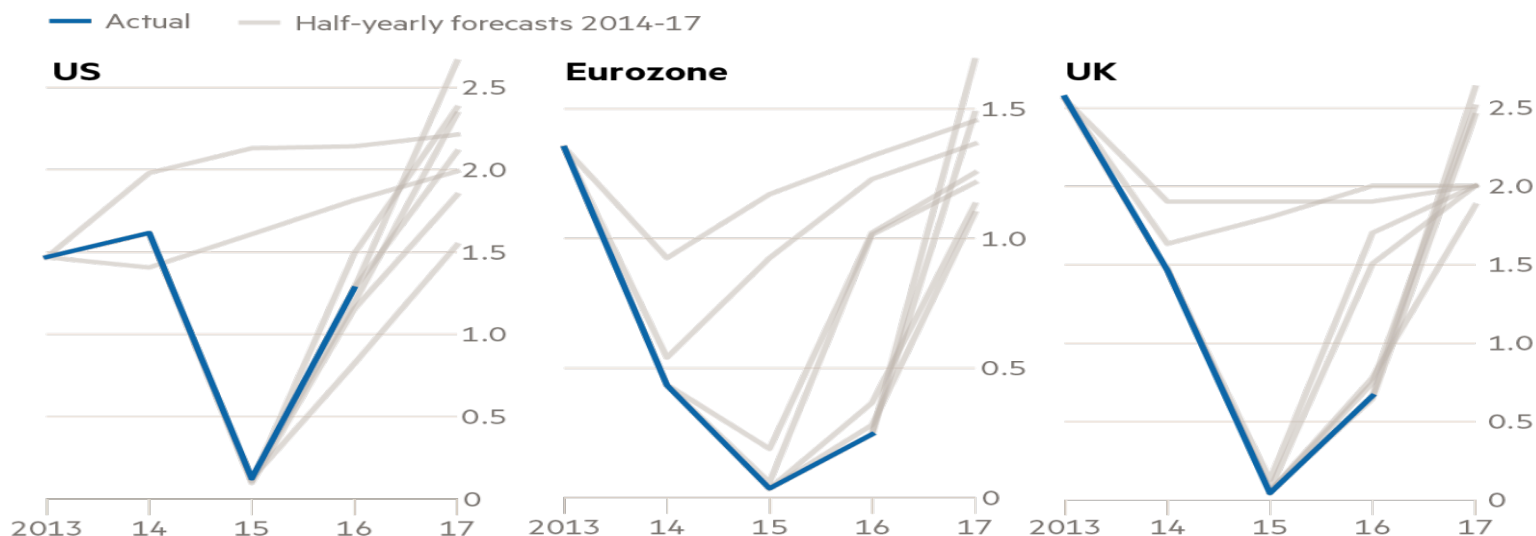
4. Ključna tveganja v makroekonomskem okolju

Ključna tveganja v mednarodnem okolju

- Nezdravo ravnotežje
 - Ničelne obrestne mere in anemična inflacija

Inflation has not risen in line with expectations

Successive IMF forecasts and actual CPI inflation (%)



Source: IMF World Economic Outlook
© FT

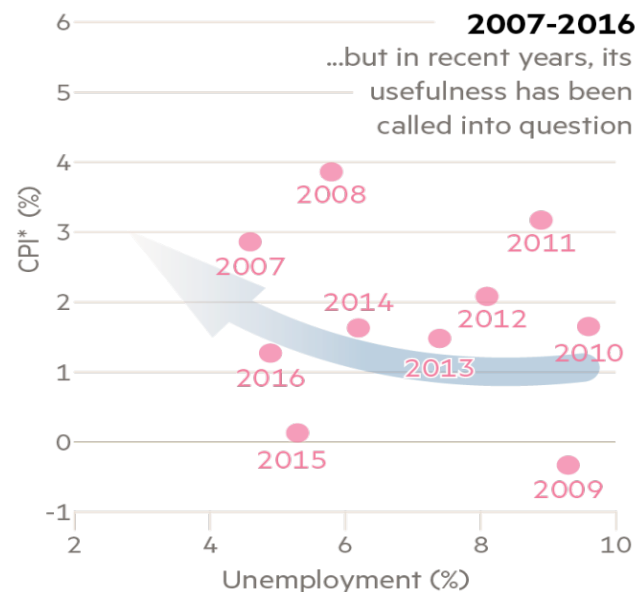
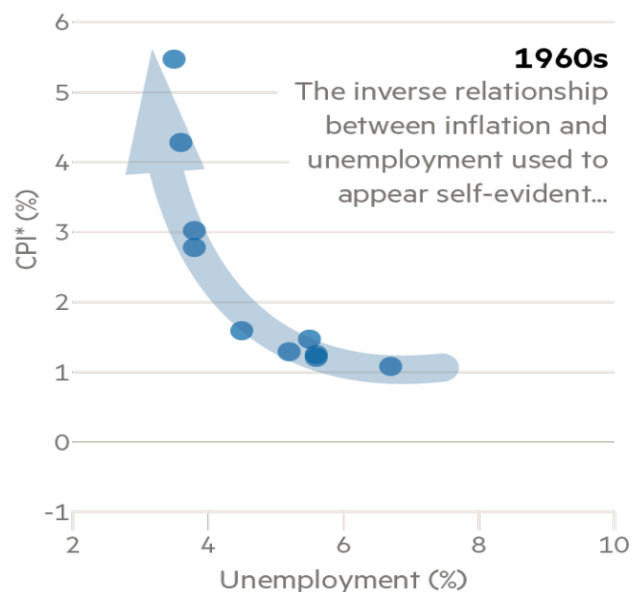
- Inflacija se ne odziva na nizke obrestne mere – vse napovedi zgrešijo
- V nasprotju z učbeniško ekonomijo

Ključna tveganja v mednarodnem okolju

- Nezdravo ravnotežje
 - Nizka brezposelnost in anemična rast plač

What happened to the Phillips curve?

US inflation and unemployment



* Consumer Price Index
Source: Thomson Reuters Datastream
© FT

- Plače (inflacija) se ne odzivajo na nizko brezposelnost
- V nasprotju z učbeniško ekonomijo – Phillipsova krivulja ne deluje

Ključna tveganja v mednarodnem okolju

- Nezdravo ravnotežje
 - učbeniška ekonomija je odpovedala, centralni bankirji so zmedeni
 - Ničelne obrestne mere še dodatno pumpajo balone
 - Vprašanje, kako bo reagiral novi predsednik FED
 - Vprašanje, ali bo Donald Trump res uresničil svoje napovedi
 - NAFTA, Mejni zid, TTIP, spodbude za domače investicije
-

Ključna tveganja v mednarodnem okolju

Tveganje ekonomske politike:

1. Odločitev centralnih bank za hiter dvig obrestnih mer
 - Sesutje kapitalskih trgov
 - Težave za prezadolžena podjetja (Libor, Euribor)
 - Težave za gospodinjstva z nepremičninskimi krediti
 - Težave za celoten finančni sektor (večje kot v 2008)

Politična tveganja:

1. Odločitev za večji protekcionizem
 - Sesutje globalnih verig vrednosti
 2. Vojaške eskalacije
 - Globalna nestabilnost
-

Ključna domača tveganja

- Sedanja gospodarska rast temelji na zdravih temeljih
 - na neto izvozu
 - ob nizki zadolženosti
 - ob racionalnem investiranju
 - na spodbudivi tudi domačega povpraševanja
 - Ključna tveganja za rast:
 - Šok v tujem povpraševanju, ki lahko ogrozi izvoz
 - Dvig obrestnih mer; ne neposredno, pač pa:
 - prek tujega povpraševanja
 - prek dostopa do refinanciranja bank
 - Hitrejša rast plač od produktivnosti
-



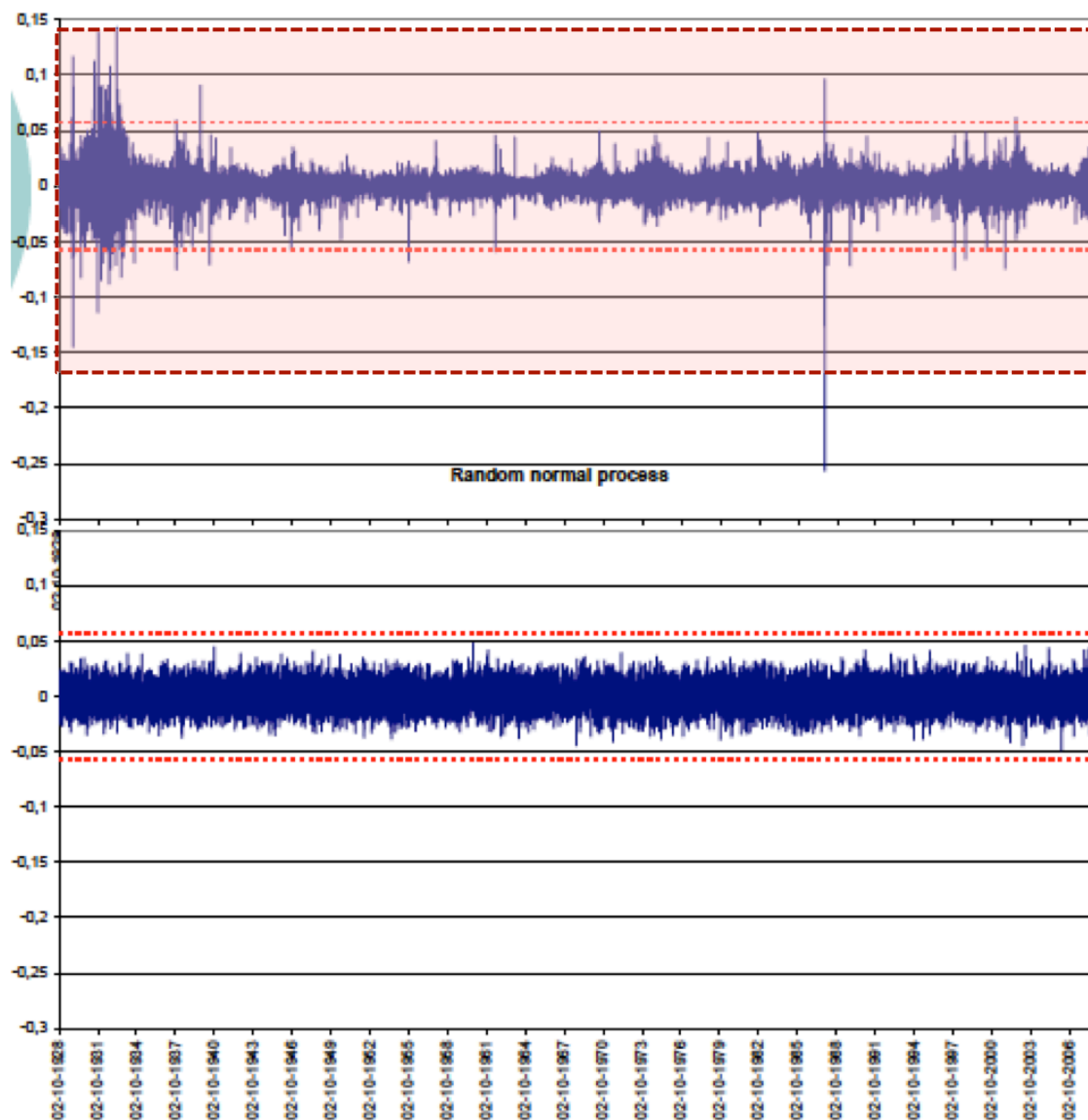
5. Kdaj bo prišla kriza ?

Kdaj bo prišla kriza ?

- Vprašanje za šlogarice, seveda
 - V primeru velikih neravnotežij lahko katerikoli slučajni dogodek postane trigger za krizo
 - Ekonomski (finančni) modeli so obupno slabi pri napovedovanju
 - Večinoma temeljijo na predpostavki normalne porazdelitve
 - Bistveno lažje je napovedati vreme kot ekonomske kategorije
-

Finančni trgi so volatilni

Dow Jones Industrial Average 1928-2008



- Če so donosi normalno distribuirani:
 - Spremembe večje od 5 s.d. se zgodijo samo enkrat na 7,000 let
 - Vendar je bilo v zadnjih 80 letih 76 takšnih dogodkov
- Kaj zdaj ?



Hvala za pozornost !

