

Rynki finansowe a sytuacja finansów publicznych

Ryszard Petru

Warszawa, 27.11.2010.

Agenda

1. Kryzys fiskalny
2. Zwiastuny nadchodzącego kryzysu
3. Reakcja rynków na sytuację fiskalną



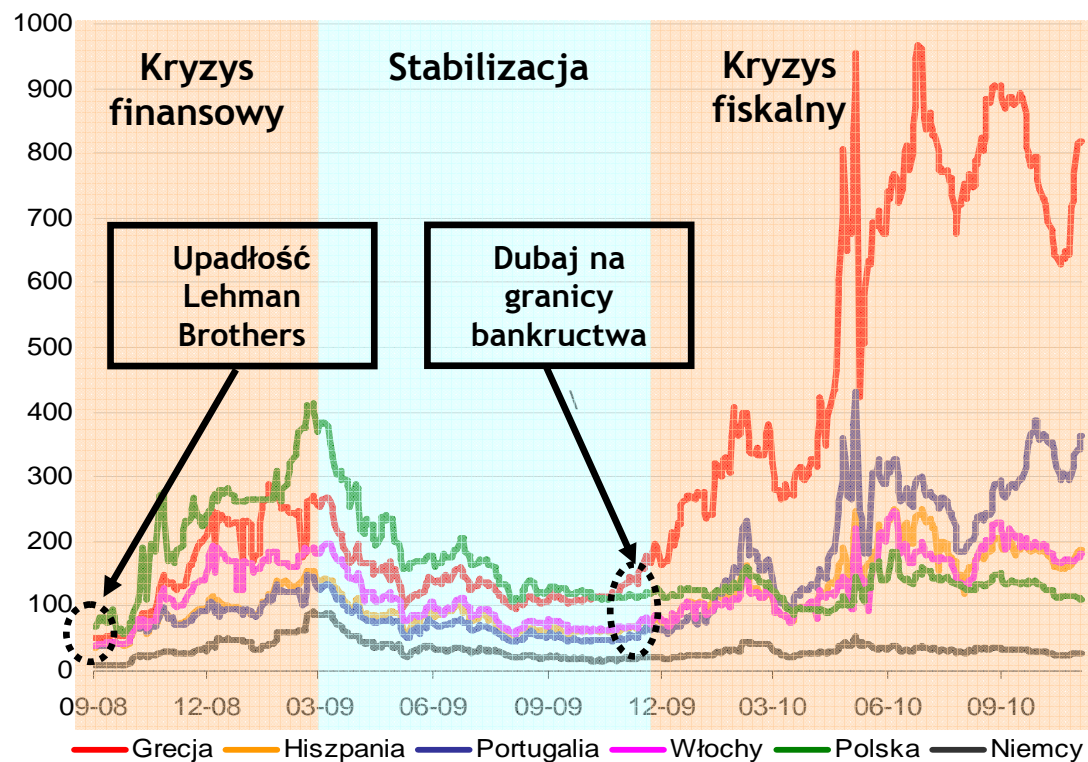
1. Kryzys fiskalny

2. Zwiastuny nadchodzącego kryzysu

3. Reakcja rynków na sytuację fiskalną

Kryzys fiskalny jest konsekwencją kryzysu finansowego

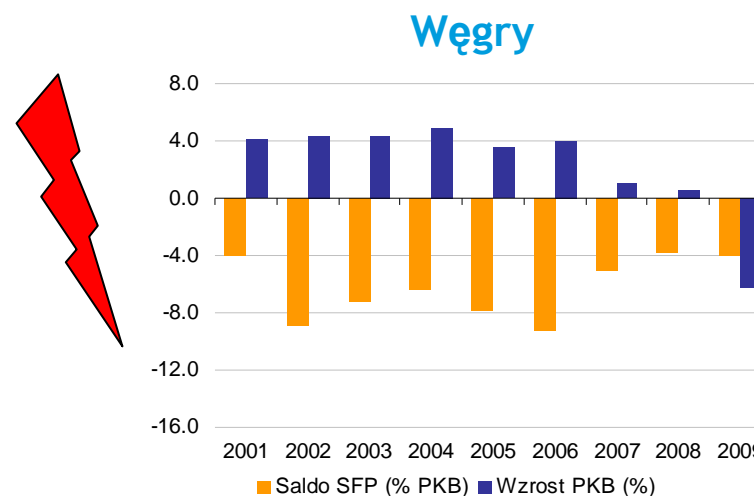
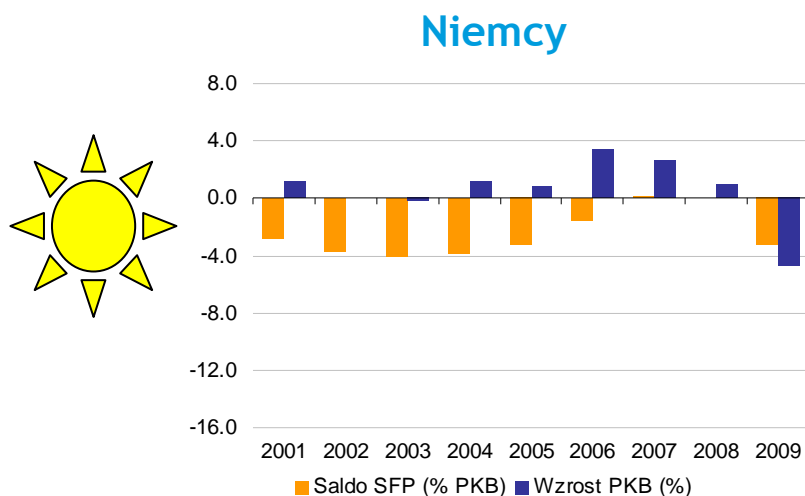
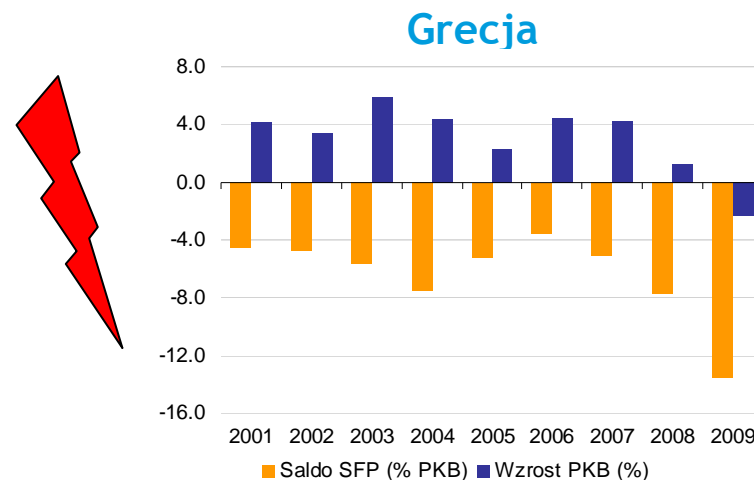
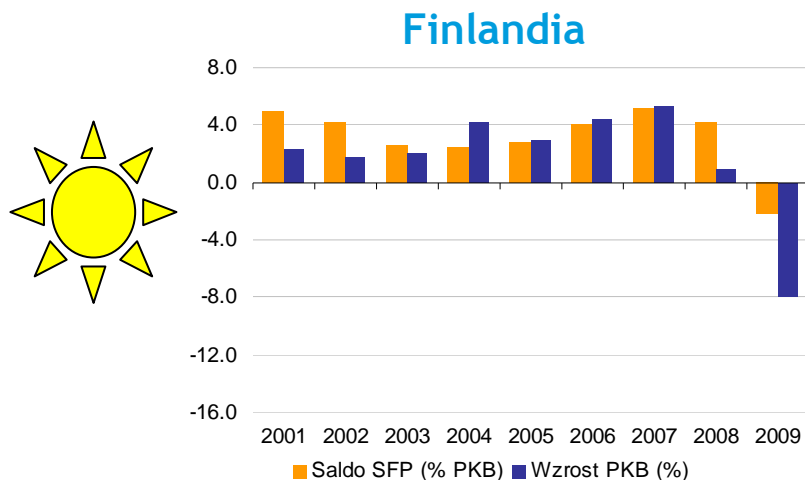
Stawki 5-letniego kontraktu CDS* (bps)



Źródło: Bloomberg.

Duża dywergencja prowadzonej polityki fiskalnej wśród krajów UE

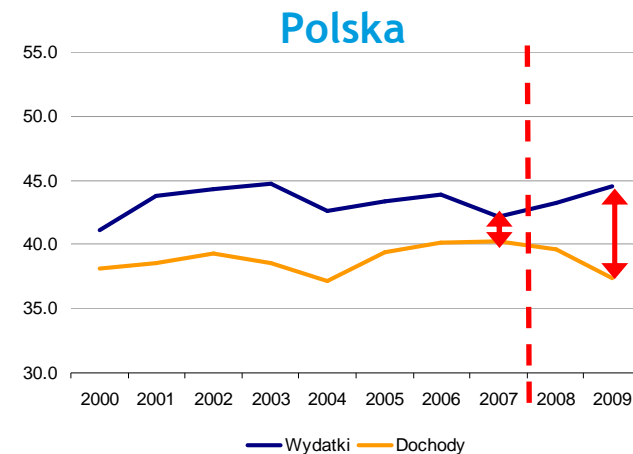
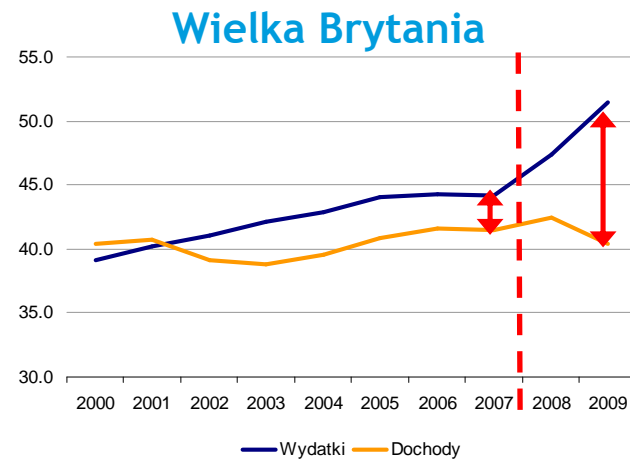
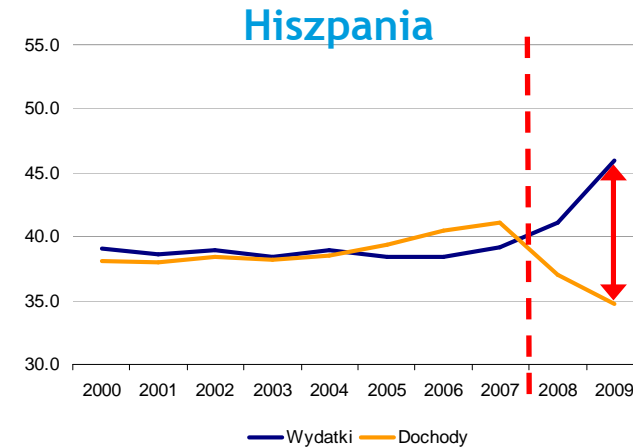
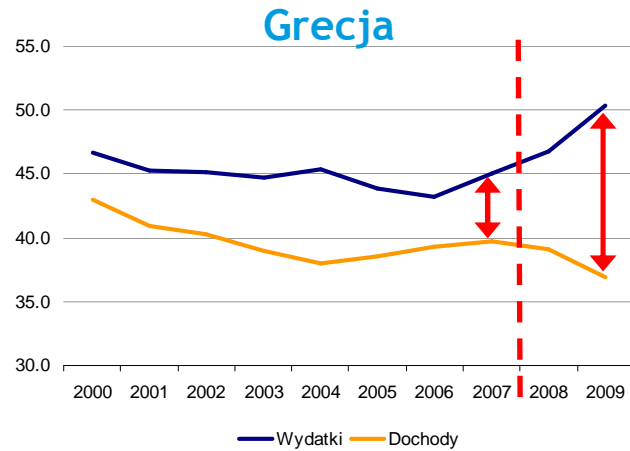
Saldo SFP (% PKB) oraz wzrost PKB (%)



Źródło: Eurostat.

Nie zrównoważony wzrost i ekspansywna polityka fiskalna doprowadziły do nagłego pogorszenia sytuacji fiskalnej...

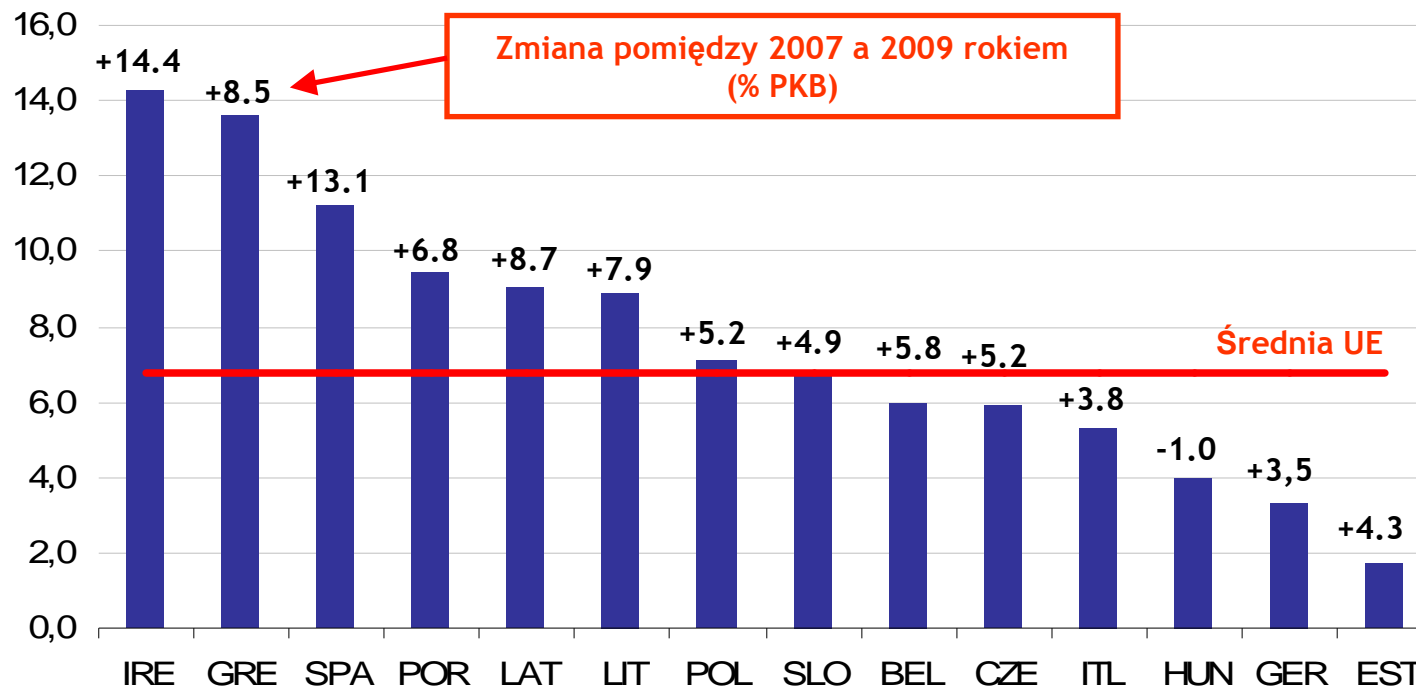
Dochody i wydatki jednostek SFP (% PKB)



Źródło: Eurostat.

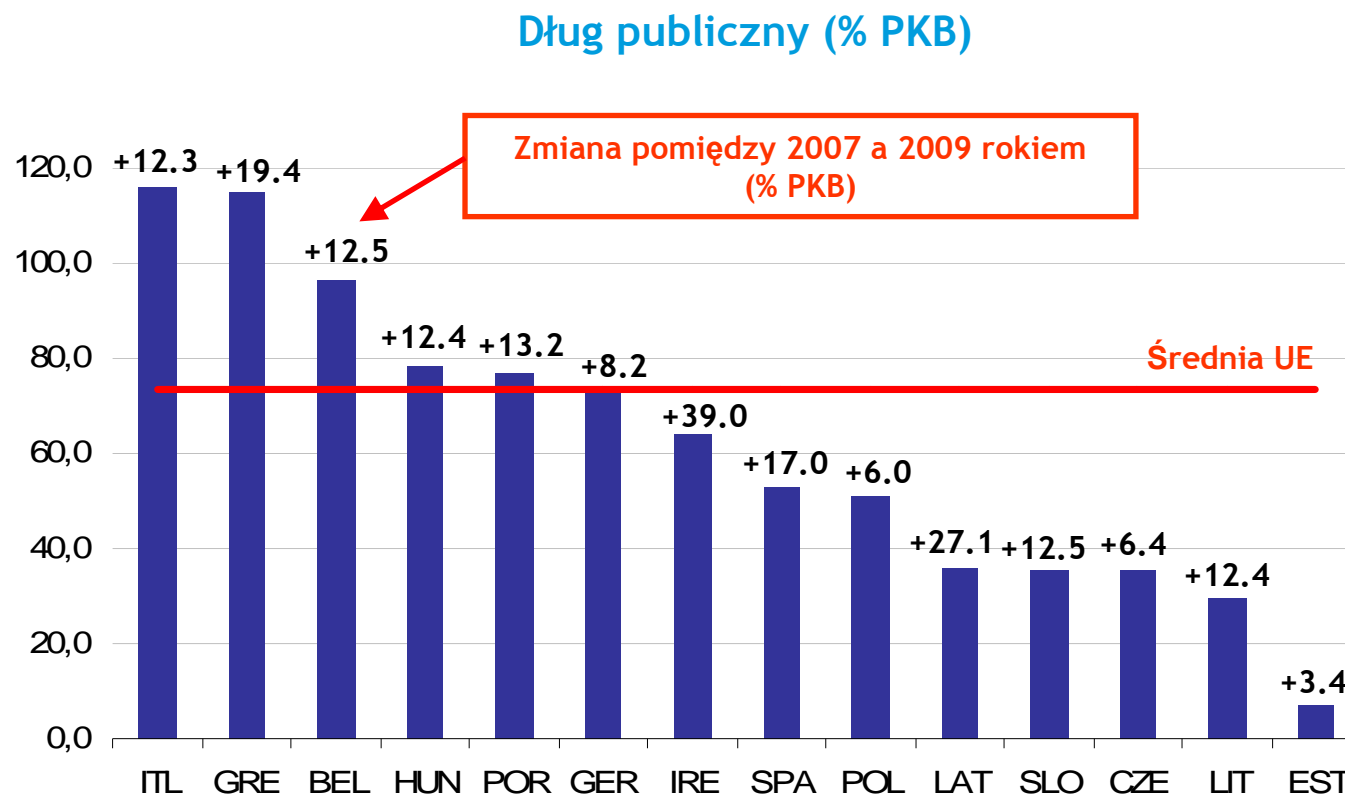
...w wyniku której znacząco wzrosły dziury budżetowe...

Saldo jednostek sektora finansów publicznych (% PKB)



Źródło: Eurostat.

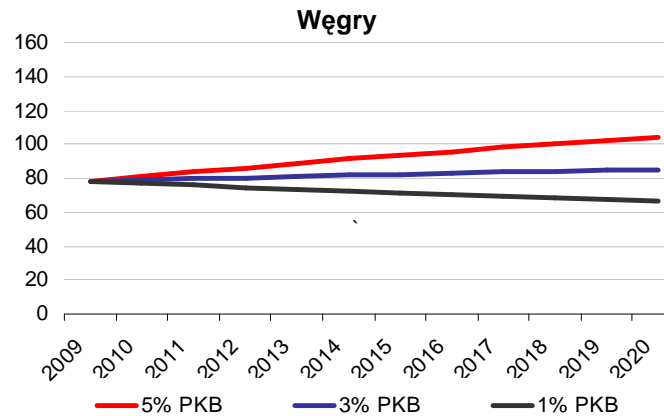
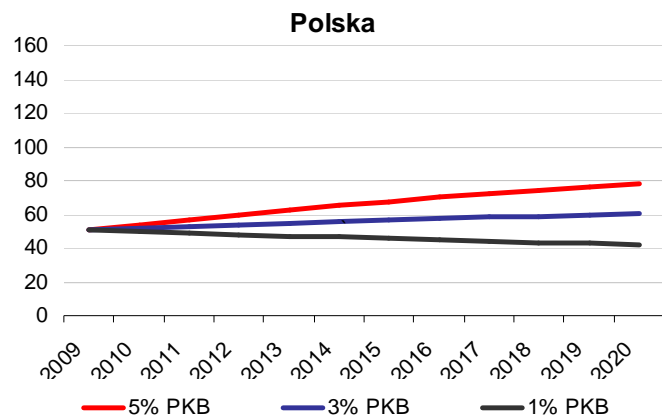
...oraz szybko wzrósł dług publiczny



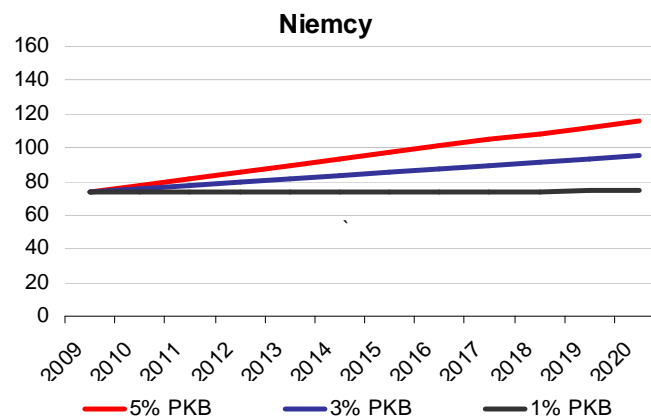
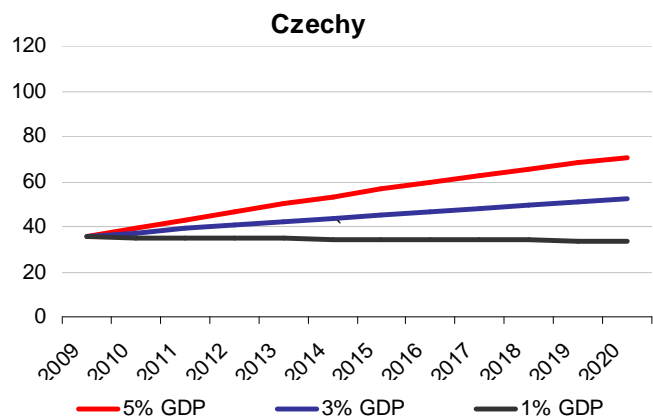
Źródło: Eurostat.

Bez konsolidacji fiskalnej dług będzie dalej rósł

Prognoza relacji długu publicznego do PKB przy różnych poziomach deficytu budżetowego *



Węgry zacieśniały politykę fiskalną w ramach porozumienia z IMF.



Niemcy są zagrożone szybszym wzrostem długu publicznego niż kraje CEE z powodu niższego tempa wzrostu potencjalnego – już podjęły kroki w celu redukcji deficytu budżetowego (Reguła fiskalna dot. zahamowania długu publicznego).

* Przy założeniu, że PKB rośnie w tempie długookresowym dla każdego kraju (szacunki IMF).

Źródło: IMF WEO April 2010, Eurostat, szacunki własne.

1. Kryzys fiskalny

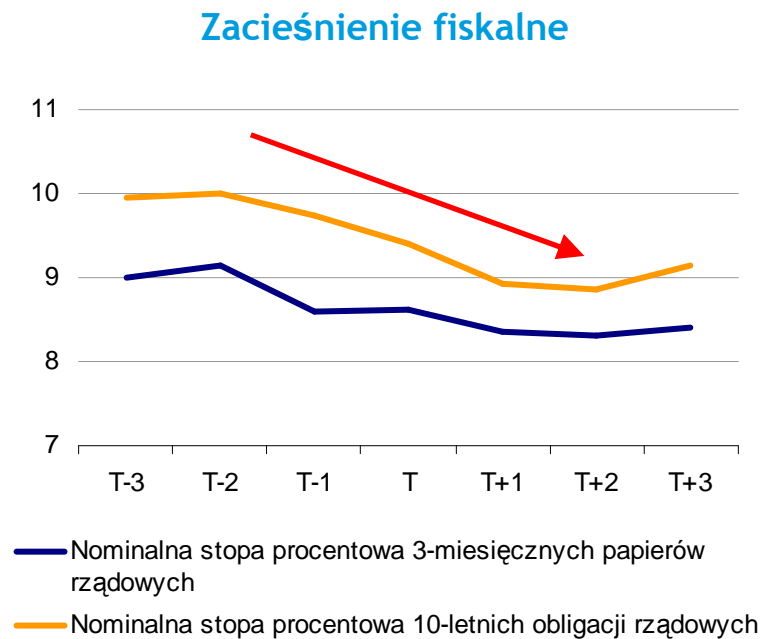
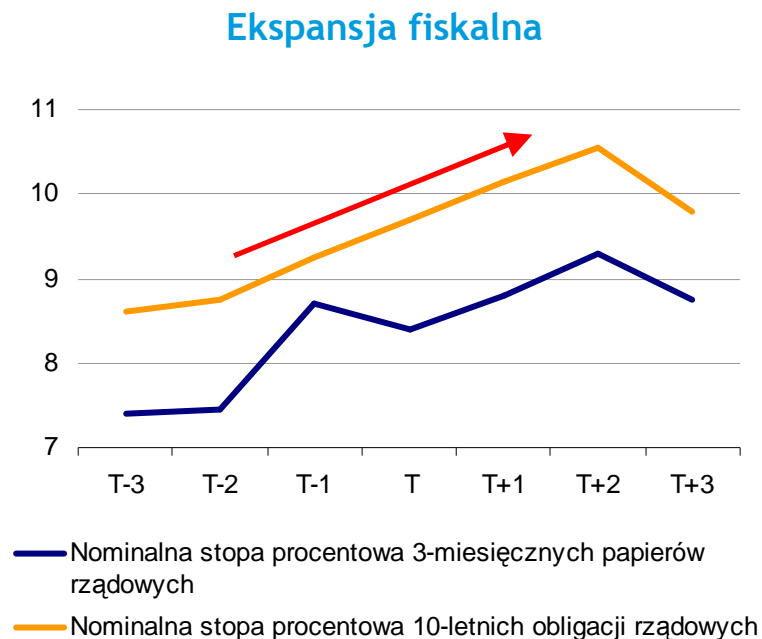


2. Zwiastuny nadchodzącego kryzysu

3. Reakcja rynków na sytuację fiskalną

W perspektywie długookresowej rynki finansowe dostrzegają problemy fiskalne

Średnie nominalne oprocentowanie papierów rządowych w okresach znaczącej ekspansji oraz kontrakcji fiskalnej w krajach OECD w latach 1960-2002*

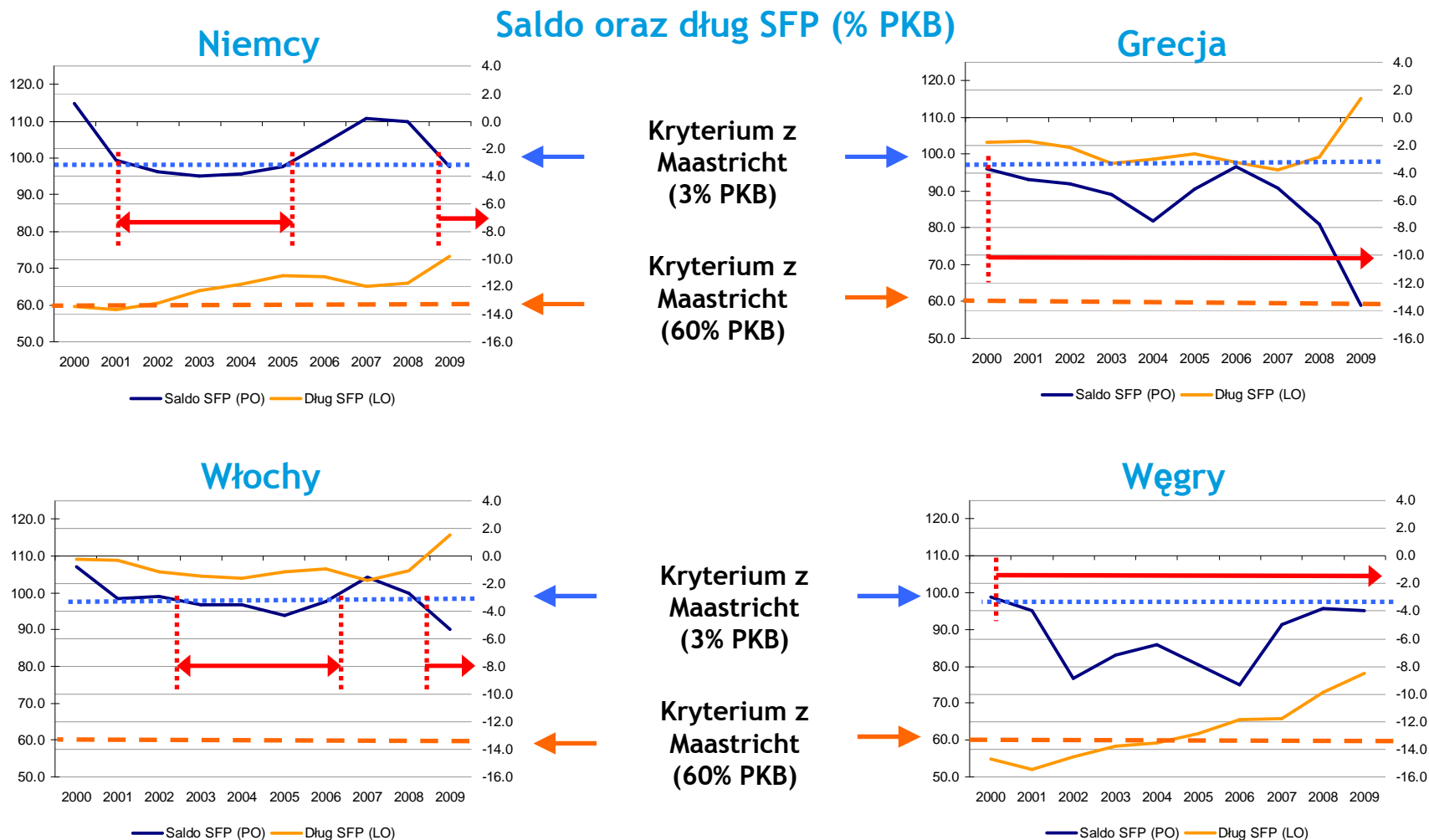


* Epizod znaczącej kontrakcji (ekspansji) jest okresem, w którym cyklicznie skorygowane saldo pierwotne SFP poprawia się (pogarsza) o min. 1.5 % PKB lub okres dwóch kolejnych lat, w których cyklicznie skorygowane saldo pierwotne SFP poprawia się (pogarsza) o min. 1 % PKB w obu latach.

Na wykresie (skala w latach) rok, w którym rozpoczął się epizod oznaczono T.

Źródło: Ardagna S., „Financial markets' behaviour around episodes of large changes in the fiscal stance”, European Economic Review, Vol. 53, No. 1, 2009.

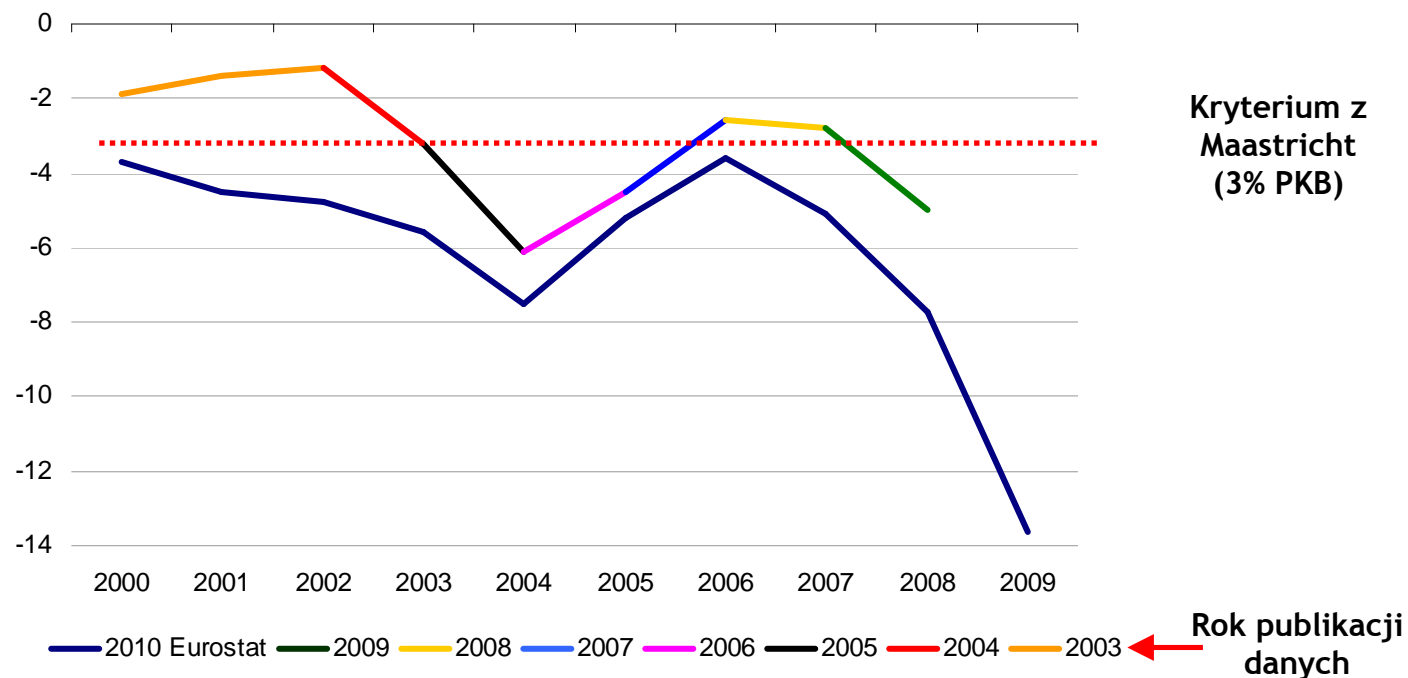
Jednakże ciągle naruszanie postanowień Paktu na rzecz Stabilności i Wzrostu nie spotkało się z reakcją rynków



Źródło: Eurostat.

Grecja przekazywała dane fiskalne wątpliwej jakości

Saldo SFP według danych przekazywanych przez Grecję vs. Szacunki Eurostatu z 2010 (% PKB)

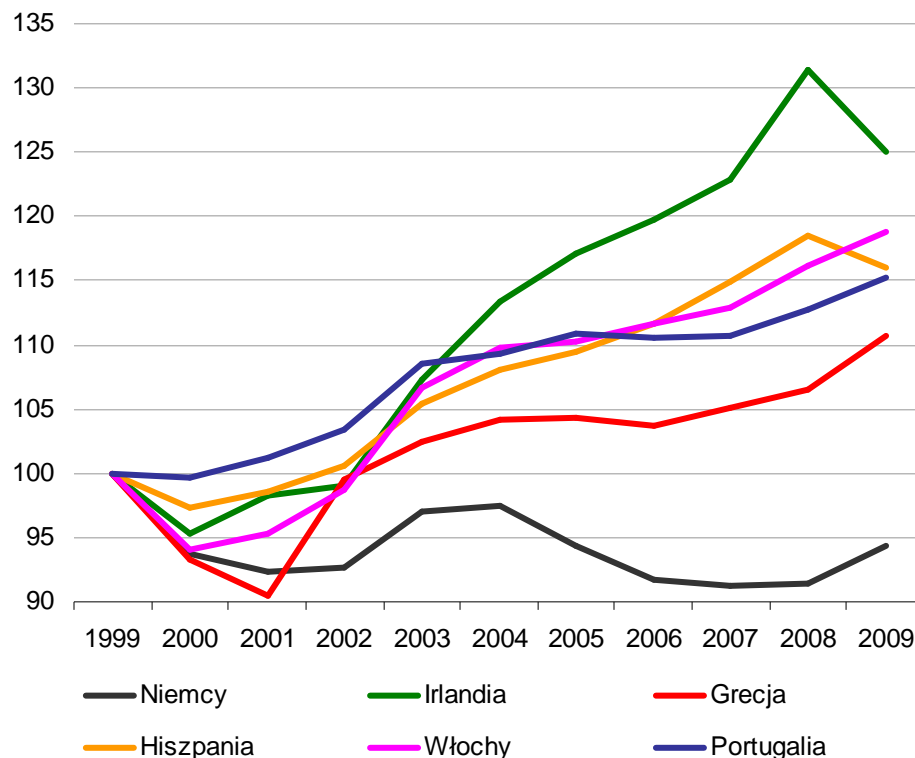


Grecja jest klasycznym przykładem kraju z nadmiernym deficytem. Dodatkowo jakość danych o deficycie Grecji jest problematyczna.

Źródło: Eurostat, Komisja Europejska.

Sygnał ostrzegawczy o ‘utracie konkurencyjności’ wskazywał na przyszłe ryzyka fiskalne

REER (defl. ULC 1999=100)



Brak mechanizmów samopodtrzymującego się wzrostu oraz wzrost bazy podatkowej w dużej mierze w oparciu o wzrosty cen, sygnalizował nadchodzące ryzyka fiskalne, nie ujęte przez standardowe mierniki sytuacji fiskalnej.

Wysoki wzrost dochodów wynikający ze wzrostu nominalnego przekładał się na wysoki wzrost wydatków.

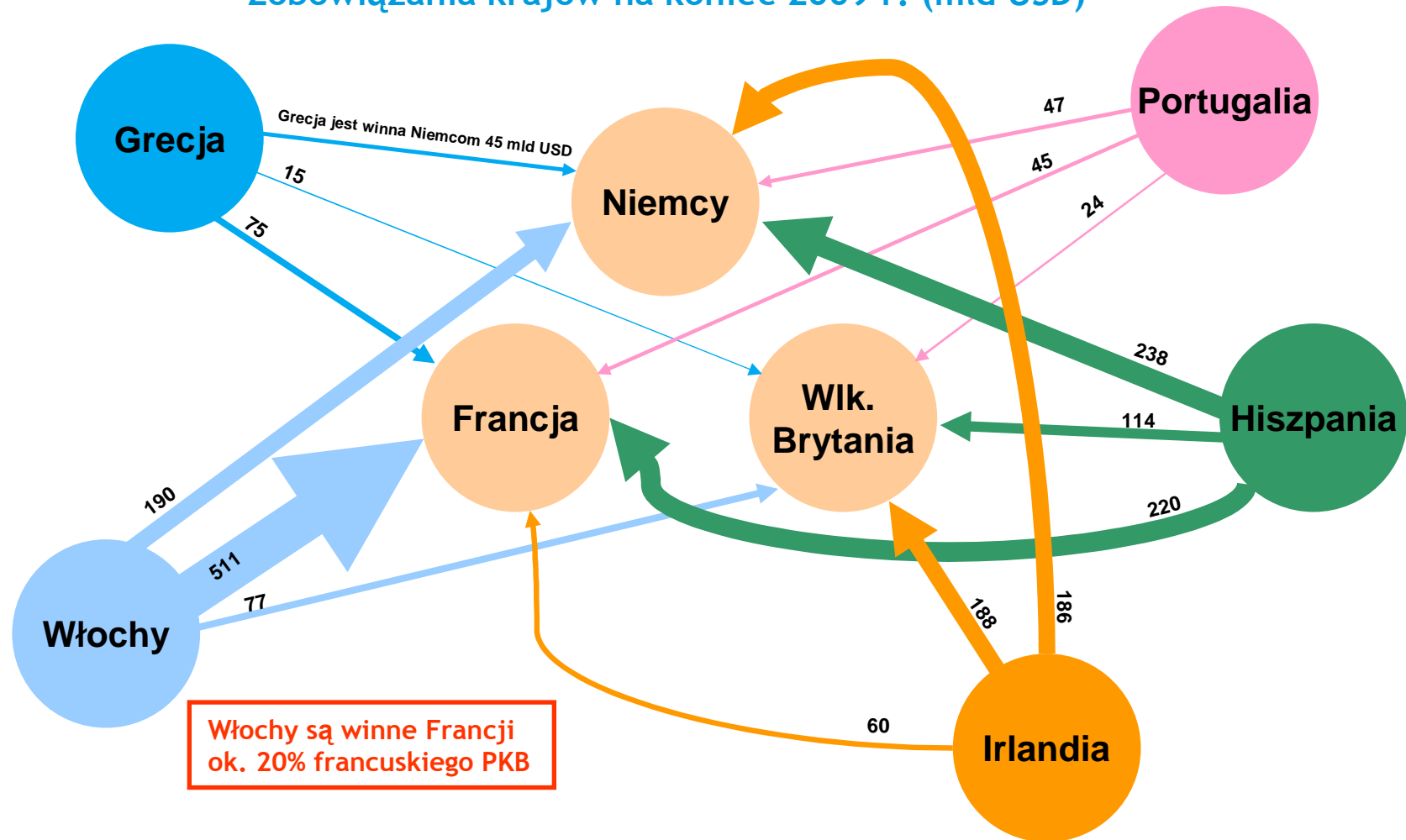
Sygnaly ostrzegawcze były zignorowane gdy wybuchło zamieszanie na rynkach finansowych w 2007 roku.

Nie podjęto znaczących kroków w zakresie konsolidacji fiskalnej po wybuchu kryzysu finansowego w 4 kw. 2008 r. w celu dostosowania wydatków do gwałtownie spadających dochodów.

Źródło: Eurostat.

Dodatkowo powiązania kapitałowe zwiększają ryzyko wystąpienia 'efektu domina'

Zobowiązania krajów na koniec 2009 r. (mld USD)



Źródło: NYTimes, BIS.

1. Kryzys fiskalny

2. Zwiastuny nadchodzącego kryzysu

 3. Reakcja rynków na sytuację fiskalną

Parasol ochronny strefy euro zmienił postrzeganie krajów

Porównanie sytuacji Grecji w 2009 r. do Argentyny w 2001 r.

	Grecja (%)	Argentyna (%)
Deficyt/PKB	12.9	6.3
Dług/PKB	115.1	62.2
Deficyt pierwotny/PKB	8.5	1.4
Deficyt obr. bież./PKB	11.2	2.0
Eksport/PKB	10.0	8.0

Rentowności obligacji rządowych*



Ryzyko bankructwa Grecji znacznie niższe niż Argentyny:

- argentyński 'Currency Board' był bardziej narażony na ataki spekulacyjne (napędzał spekulację przeciw peso, intensyfikując odpływ kapitału oraz utratę rezerw walutowych),
- argentyński system bankowy był bardziej narażony na ryzyko walutowe (niedopasowanie walutowe aktywów (peso) i pasywów (dolary)),
- większe zaangażowanie sektora bankowego w obligacje rządowe w Argentynie.

* Dla Grecji: rentowność 10-letnich obligacji rządowych, dla Argentyny: Argentina EMBI (Emerging Market Bond Index) + Sub-index spread.

Źródło: Neicho F., „The Greek Crisis: Argentina Revisited?”, FRBSF Economic Letter No. 33, 2010.

Duża ekspozycja banków na kraje PIGS

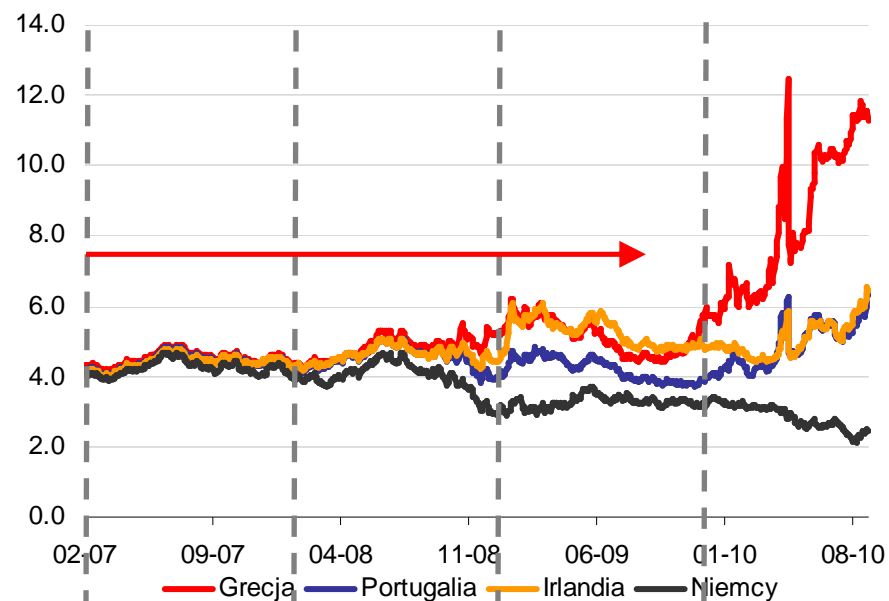
Ekspozycja europejskich banków na obligacje krajów PIGS (mln, w walucie krajowej)

	Portugalia	Włochy	Grecja	Hiszpania	Całkowita ekspozycja na kraje PIGS	Ekspozycja na kraje PIGS jako % ekspozycji na obligacje skarbowe
w mln euro						
Santander	5 118	1 184	513	50 642	57 457	95,2
BBVA	646	6 230	293	52 131	59 300	91,5
Intesa SanPaolo	25	63 681	828	556	65 090	91,2
Unicredit	186	38 832	801	560	40 379	49,4
Credit Agricole	1 478	12 347	854	2 286	16 965	32,3
Societe Generale	404	5 149	4 225	901	10 679	25,1
BNP Paribas	2 526	23 196	5 005	3 021	33 748	35,2
AIB	257	671	41	391	1 360	14,2
ING	1 773	6 443	2 425	1 380	12 021	25,8
w mln GBP						
Barclays	1 024	787	388	4 376	6 575	15,5
RBS	660	3 919	2 010	821	7 410	8,2
HSBC	698	6 247	101	1 935	8 981	11,1

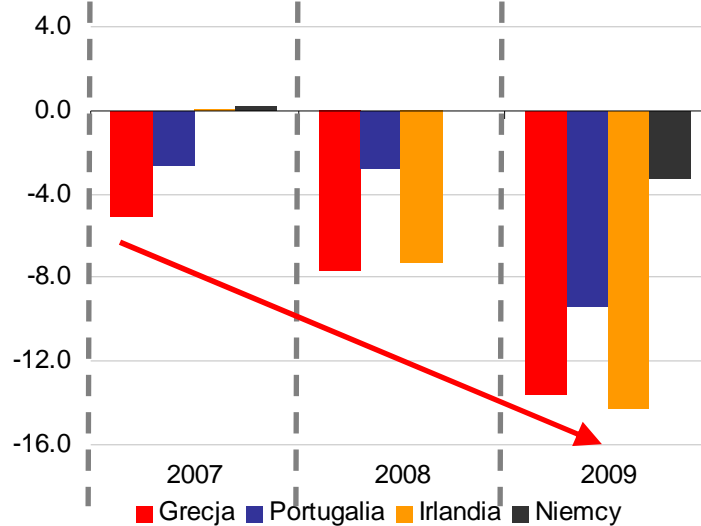
Źródło: Goldman Sachs.

Reakcja rynków finansowych na kryzys była spóźniona

Rentowności
10-letnich obligacji (%)



Saldo SFP (% PKB)

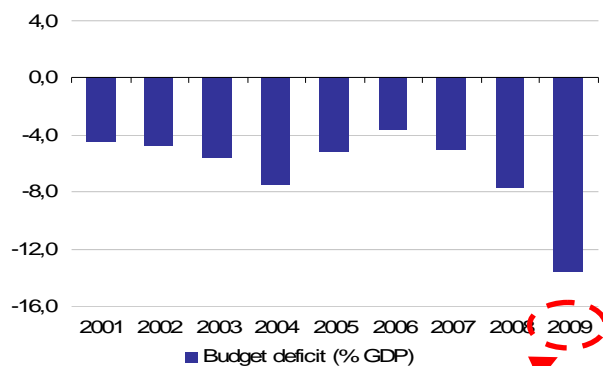


Źródło: Bloomberg, Eurostat.

Agencje ratingowe również niedoceniwały znaczenia ryzyka fiskalnego

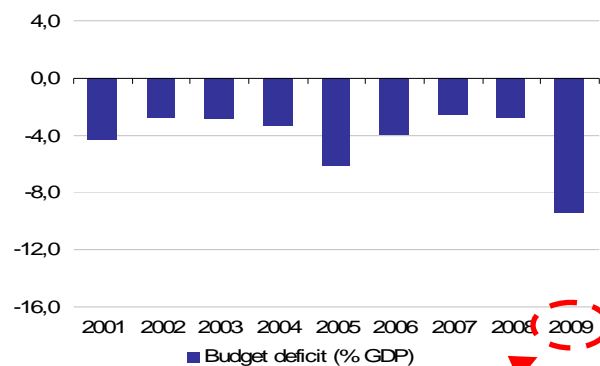
Saldo SFP (% PKB) a ratingi obligacji rządowych*

Grecja



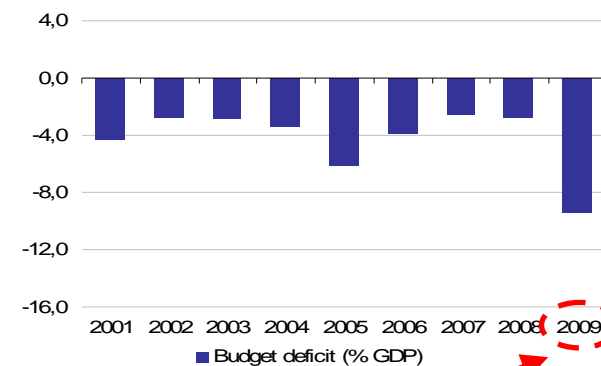
- Sty 2009: obniżka do A- (z A),
- Gru 2009: obniżka do BBB+,
- Kwi 2010: obniżka do BB+.

Portugalia



- Sty 2009: obniżka do A+ (z AA-),
- Kwi 2010: obniżka do A-.

Hiszpania



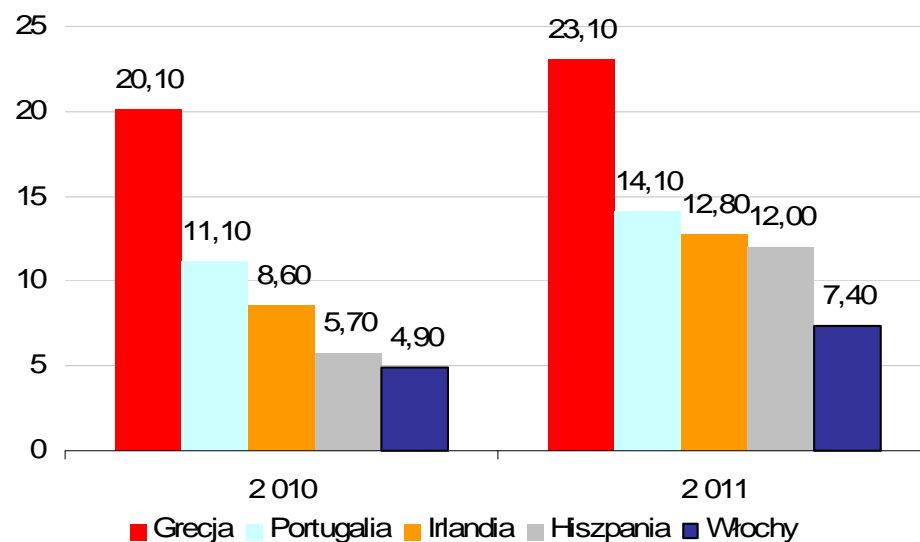
- Sty 2009: obniżka do AA+ (z AAA),
- Kwi 2010: obniżka do AA.

* Długoterminowy rating długu w walucie krajowej wg S&P.

Źródło: Eurostat, S&P.

Ocena możliwości spłaty długu przez kraje PIIGS

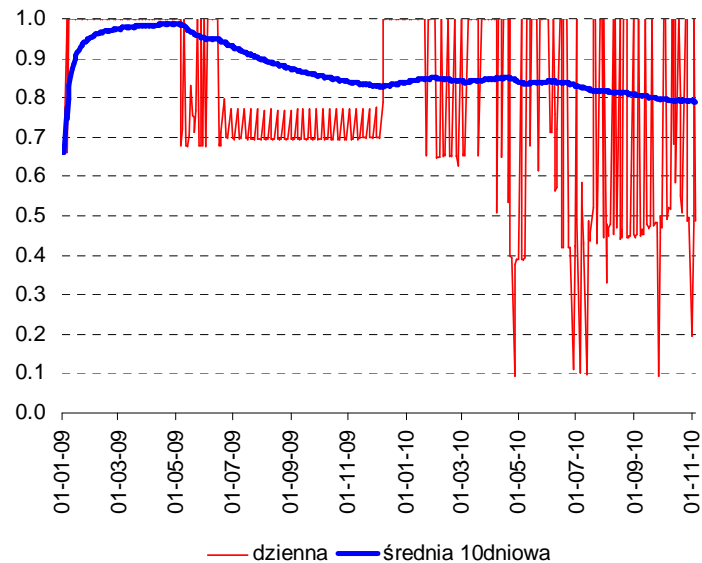
Haircut obligacji krajów PIIGS założony w europejskich stress-testach z 2010 r.



Źródło: CEBS, Goldman Sachs.

‘Recovery rate’ obligacji greckich pozostaje pod wpływem programów pomocowych UE/IMF...

‘Recovery rate’ obligacji greckich



Prawdopodobieństwo niewypłacalności



Estymacja ‘recovery rate’ dla Grecji została wykonana przy wykorzystaniu spektrum greckich obligacji benchmarkowych 3Y, 5Y, 10Y. Do wyznaczenia ‘recovery rate’ porównano rzeczywistą oraz teoretyczną cenę obligacji. Cena teoretyczna jest sumą wartości oczekiwanych: nominalu oraz kuponu w przypadku wypłacalności oraz wartości oczekiwanej wypłaty rekompensaty (odsetka ‘recovery rate’ nominalu obligacji) w przypadku niewypłacalności. Założono, że przy niewypłacalności stosowana jest zasada Klubu Paryskiego *pari passu* równości wszystkich zobowiązań (każdy wierzyciel otrzyma tą samą część wartości nominalnej). Przyjęto rozkład prawdopodobieństwa niewypłacalności w postaci rozkładu Gumbela ekstremalnej wartości zmiennej losowej. Dla każdego dnia notowań wyznaczane są dwa parametry charakteryzujące rozkład Gumbela (moment czasu, w którym prawdopodobieństwo bankructwa jest największe oraz dyspersję rozkładu) oraz parametr ‘recovery rate’.

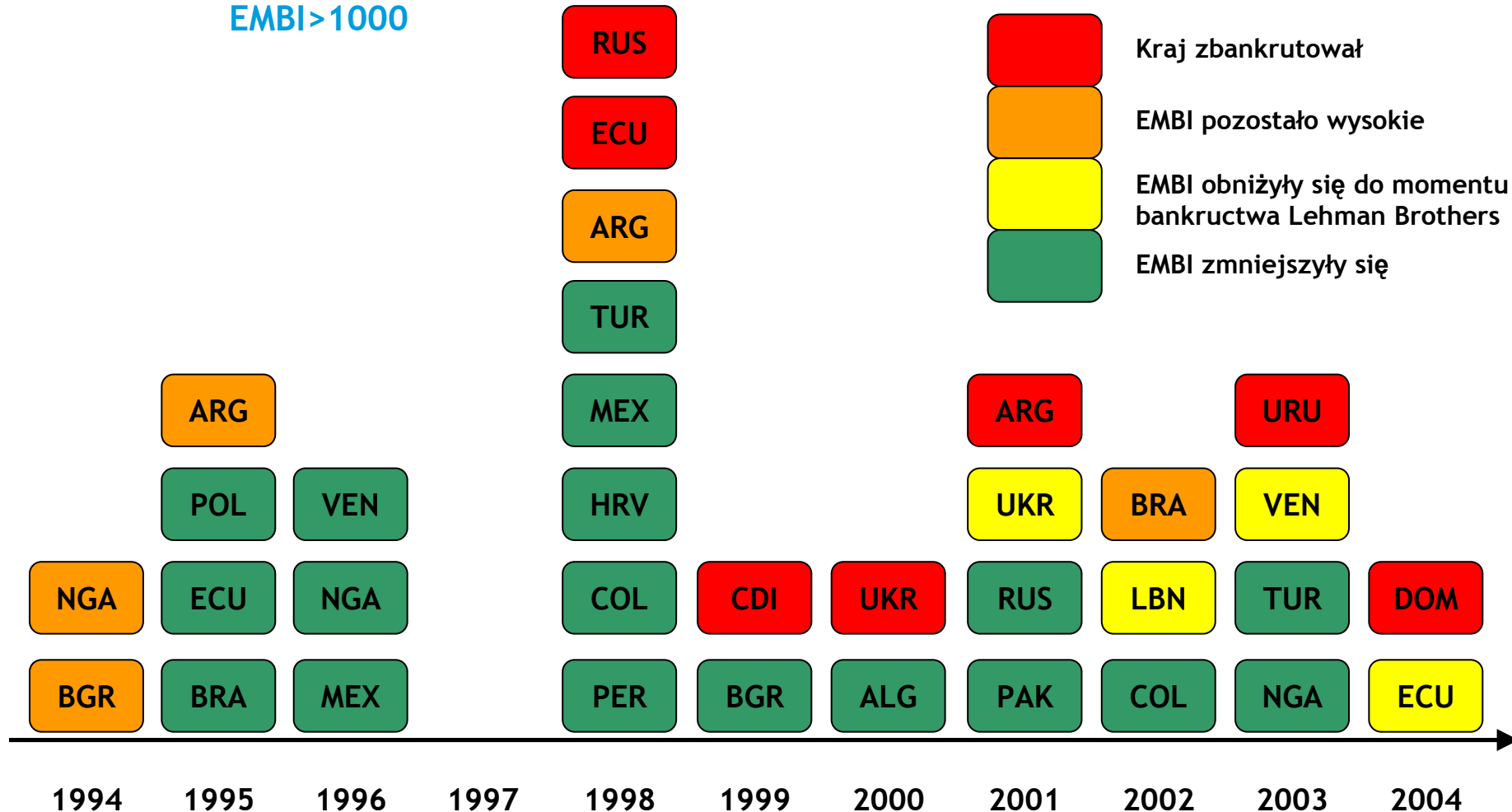
UWAGA: ze względu na nierównomierną reprezentację krzywej dochodowej wyniki należy traktować ze szczególną ostrożnością.

Źródło: Andritzky J., „Implied Default Probabilities and Default Recovery Ratios: An Analysis of Argentine Eurobonds 2000-2002.”, Econometric Society Far East Meeting 2004, No. 500, Econometric Society, 2004, obliczenia własne.

...a wysokie rentowności obligacji niekoniecznie muszą oznaczać bankructwo

Sytuacja krajów, w których EMBI > 1000

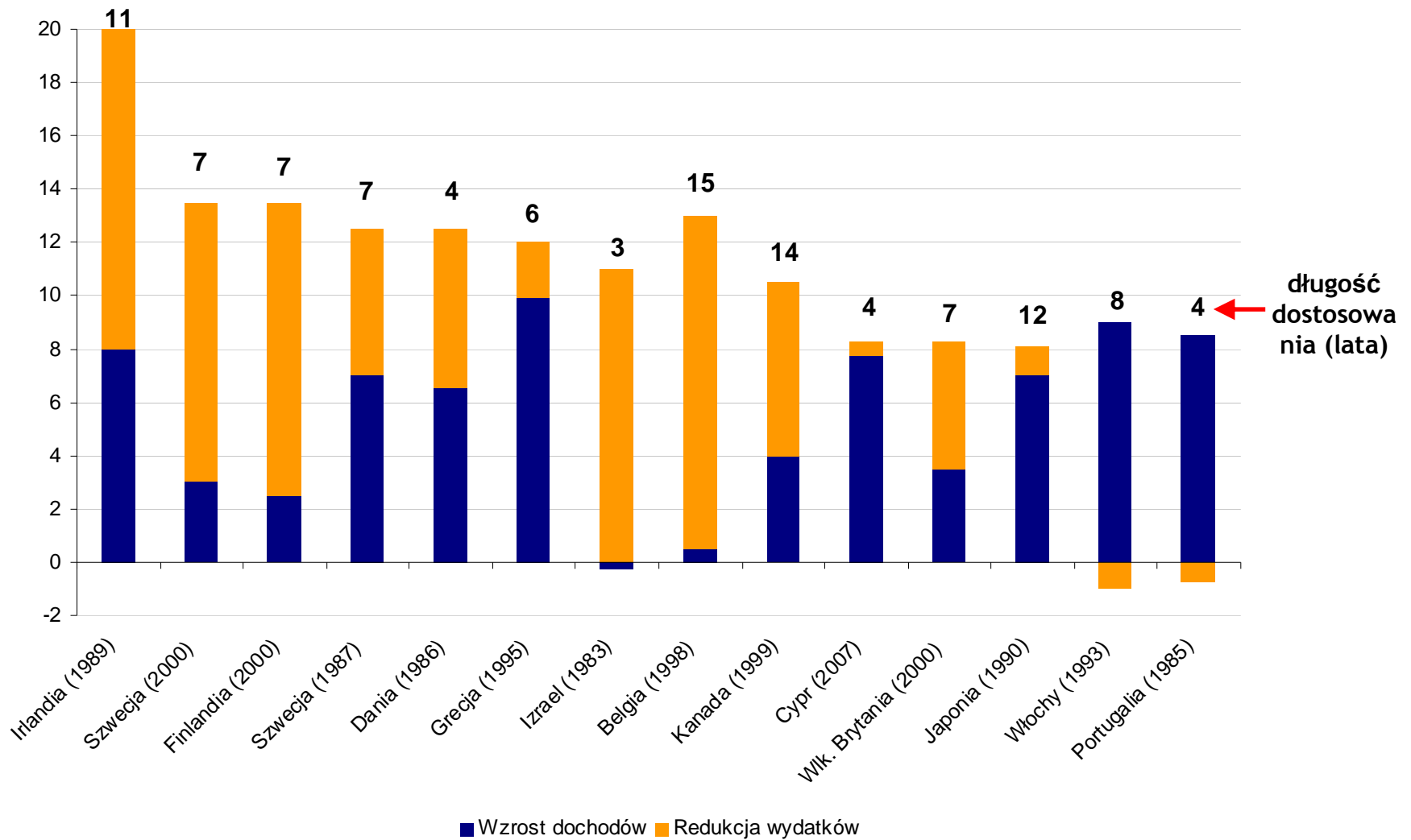
Sytuacja w kolejnych 2 latach:



Źródło: Allen M., „Some recent fiscal research at the IMF”, Prezentacja na Seminarium BRE-CASE z dn. 30.09.2010r.

Duże dostosowania fiskalne są możliwe i wykonalne

Znaczące dostosowania fiskalne (% PKB)

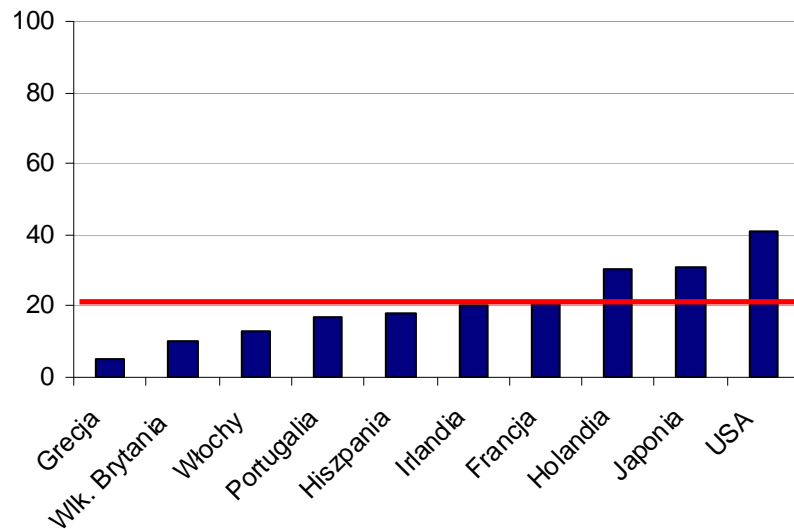


Źródło: Allen M., „Some recent fiscal research at the IMF”, Prezentacja na Seminarium BRE-CASE z dn. 30.09.2010r.

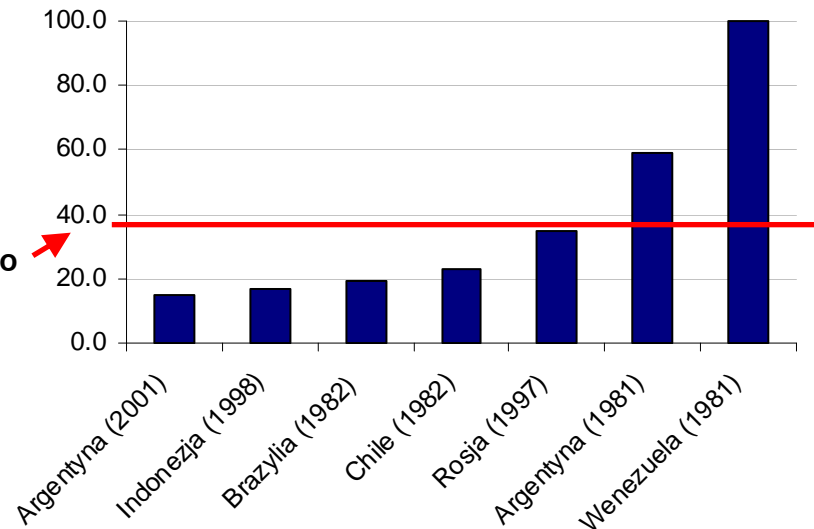
Historia pokazuje, że bankructwa następowały przy niższej przeciętnej zapadalności długu

Udział długu krótkoterminowego w całości długu publicznego (%) ...

... w krajach rozwiniętych



... w krajach, które zbankrutowały, na rok przed ogłoszeniem niewypłacalności*

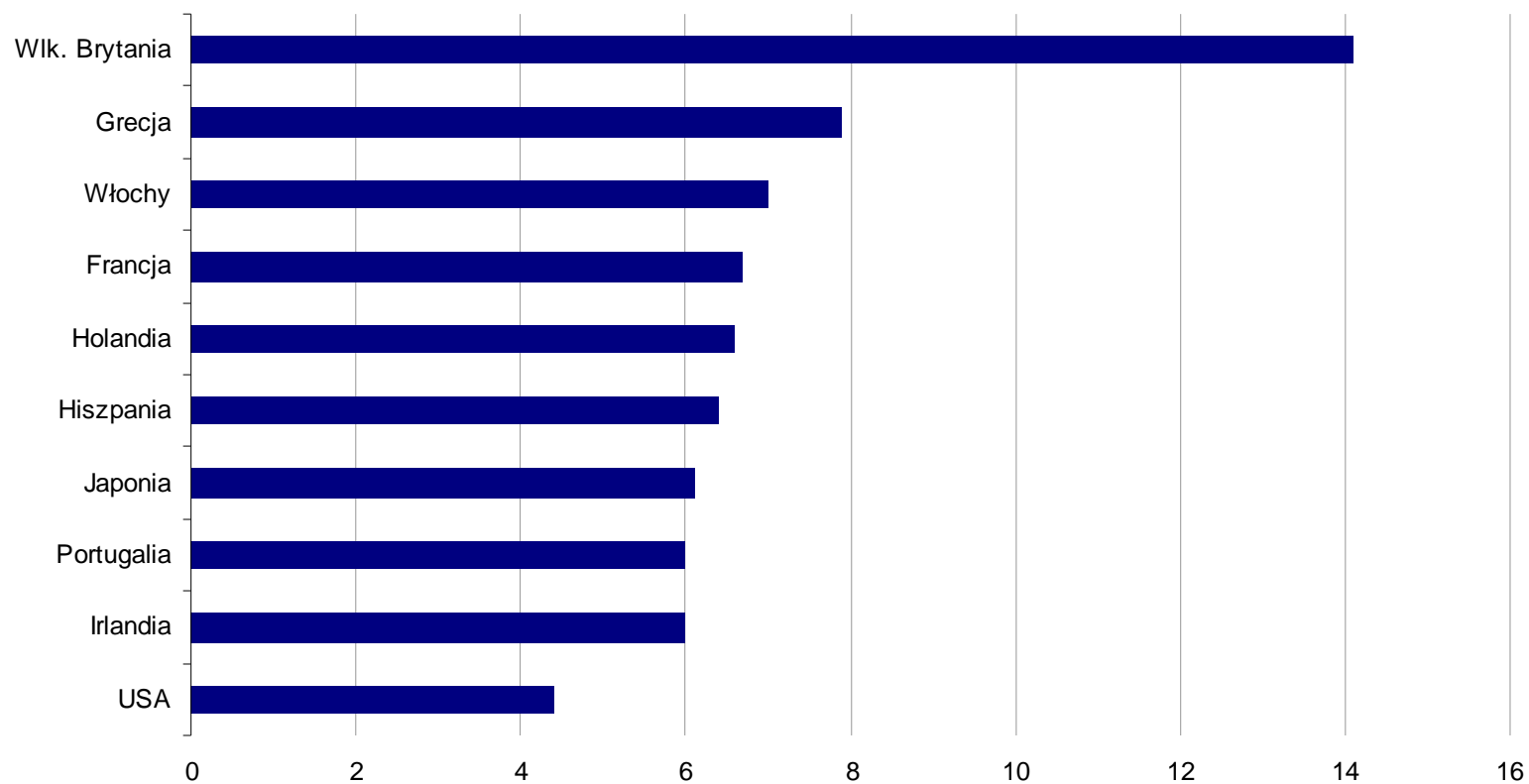


* w nawiasie podano rok, w którym ogłoszona została niewypłacalność.

Źródło: Cotarelli C. et.al., „Default in Today's Advanced Economies: Unnecessary, Undesirable, and Unlikely”, IMF Staff Position Note 10/12, 2010.

...a obecna zapadalność długu daje czas na reformy

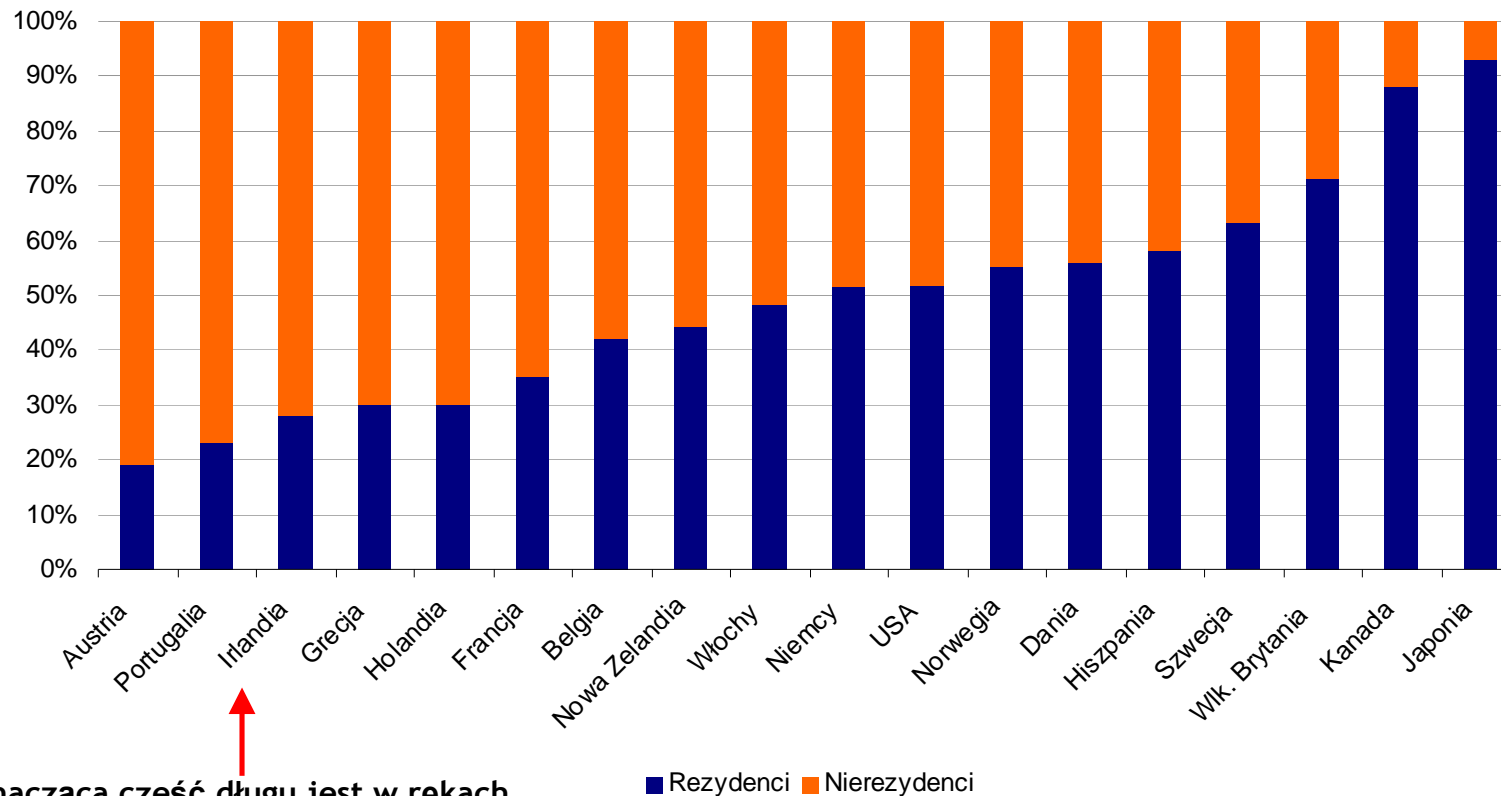
Przeciętna zapadalność długu publicznego (lata)



Źródło: IMF.

Zaangażowanie nierezydentów na niektórych rynkach oddała ryzyko bankructwa

Podział długu wg kryterium rezydencji posiadacza obligacji (%)



Znacząca część długu jest w rękach nierezydentów, co wyjaśnia zaangażowanie polityczne niektórych krajów w pomoc dla Irlandii czy Grecji

Źródło: IMF, Fiscal Monitor Nov. 2010.

Podsumowanie

- **Wzrost niezrównoważony i nadmiernie ekspansywna polityka fiskalna** doprowadziły do nagłego pogorszenia się sytuacji fiskalnej jako pokłosia kryzysu finansowego.
- Rynki finansowe przez długi czas **nie wyceniały** ryzyka fiskalnego, działając tak, jakby były **krótkowzroczne**.
- Rynki nie dostrzegały **ryzyka** związanego z sytuacją fiskalną krajów **PIGS**, mimo **pogarszającej się konkurencyjności** tych krajów.
- Kraje strefy euro (w tym kraje PIGS) są **inaczej postrzegane** niż kraje, ze względu na **uwarunkowania instytucjonalne oraz polityczne**, które sprawiają, że ryzyko niewypłacalności tych krajów jest **redukowane**.