

Sovereign Debt Crisis

Aktuárský seminář, 2.listopad 2012

Daniel Kozel, Generali PPF Asset Management



Sovereign Debt Crisis – Otázky a Odpovědi

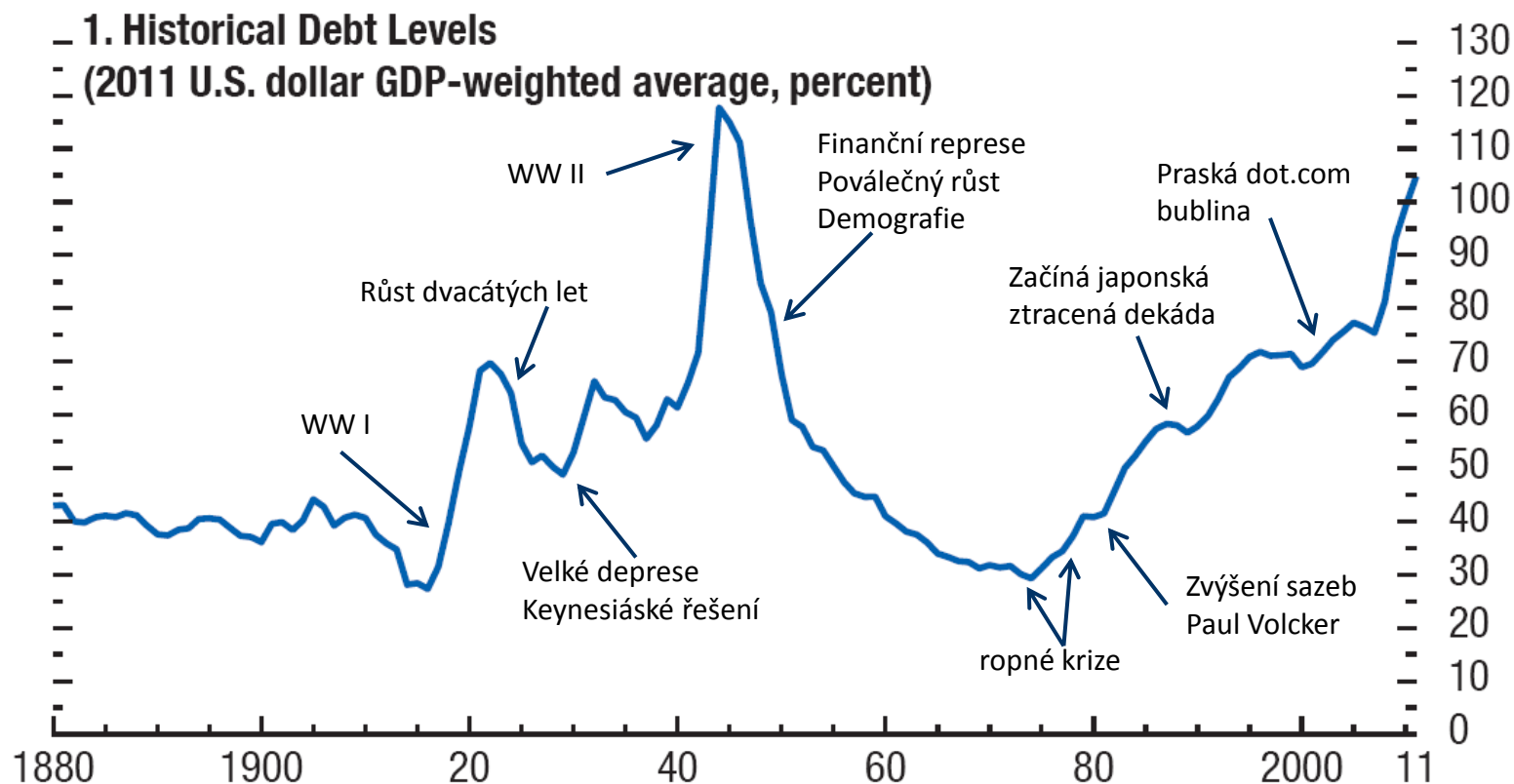
- **Cílem presentace je odpovědět na otázky:**
 - Jak se to stalo, že je veřejný dluh tak kolosálně velký? Jak velký?
 - Proč dluh rostl tak dlouho? A proč se jeho růst ještě zrychlil po 2008?
 - Proč to nevyvolalo inflaci?
 - Je dluhová krize záležitostí EMU nebo se týká vyspělých ekonomik jako celku?
 - Proč výnosy dluhopisů u některých zadlužených suverénů klesly na 300-letá minima a jiné stouply?
 - Co s námi bude dál? A co s výnosy GB?

- **Odpovědi jsou:**
 - Z menší části díky nezodpovědným vládám? Z větší části nutnost kompenzovat deleveriging privátního sektoru po 2008.
 - Růst privátní dluhové bubliny za posledních 30 let díky regulaci, centrálním bankám, nabídkovému šoku Číny (inlace, recyklace úspor, nízká výnosy)
 - Dluhová krize je problémem vyspělých ekonomik jako celku, nikoli pouze EMU.
 - Výnosy klesly všude mimo EMU. Růst výnosů je symptom špatného nastavení unie nikoli důsledkem výše jejího dluhu.
 - Výhled: Delší období nízkých výnosů, nízký růst, fiskální restrikce. V střednědobém horizontu trochu vyšší inflace (4-5%) kombinována s nízkými sazbami - likvidace dluhu.

Sovereign Debt Crisis – Na velikosti záleží

- Nikdy nebyl větší, když zrovna nebyla světová válka
- Změna Debt/GDP (reálný růst, reálná úroková sazba, deficit, jednorázové platby)

Graf 1: Public Debt/GDP in Advanced Economies



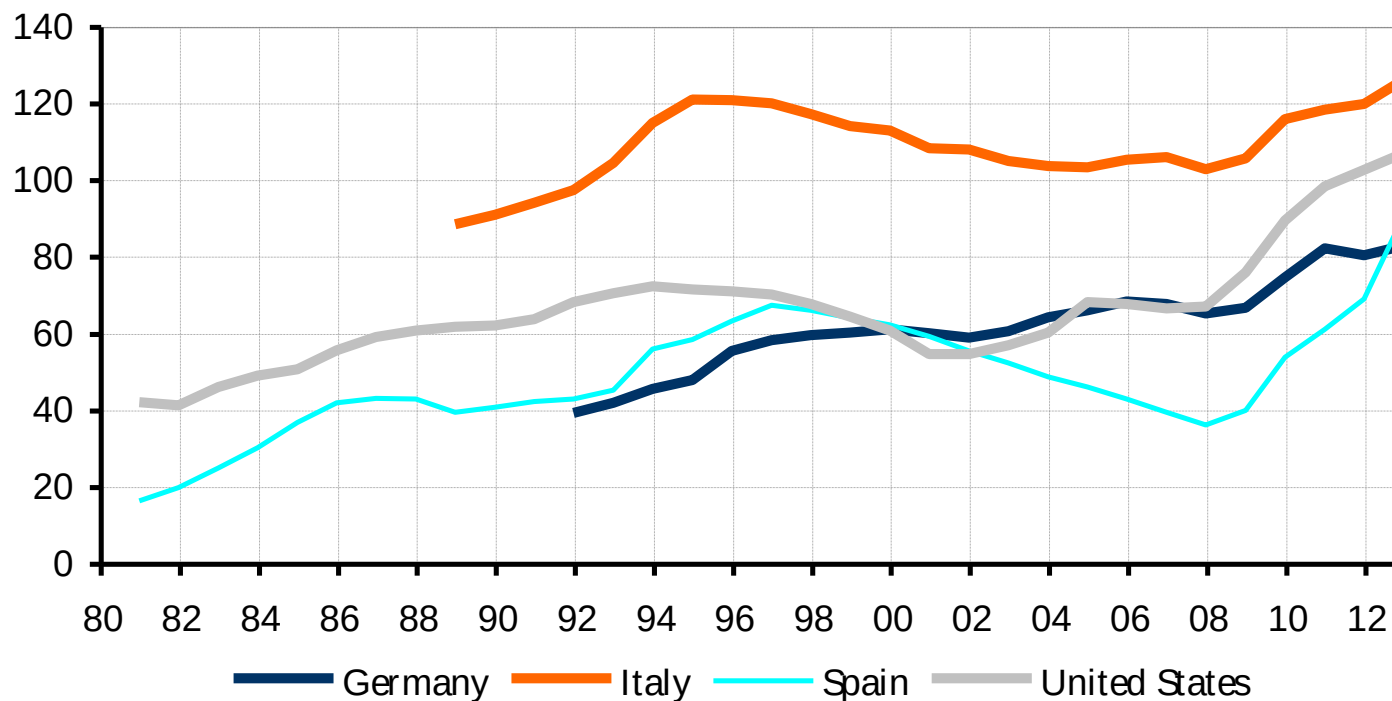
zdroj: IMF, WEO October 2012, popisky GP AM



Sovereign Debt Crisis – Co se stalo za poslední 3 dekády do 2008

- Nezodpovědnost států – u některých ano
 - Ale významné rozdíly

Gross government debt in % GDP



Source: IMF

Sovereign Debt Crisis – Důvody růstu veřejného dluhu do 2008

Kombinace více faktorů

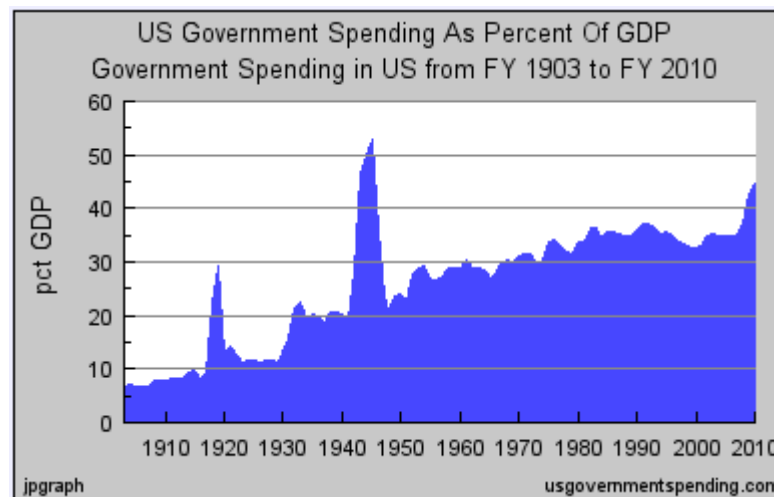
- Vyšší podíl států na ekonomice
- Dezinflace – nižší úroky jsou konzistentní s vyšší úrovní dluhu
- Názor, že úroveň 60-90% víceméně v pořádku
- Situace v předvečer krize (GFC) nebyla až tak nerozumná kromě JPN, GRE, IT

Tab: Gross Debt/GDP

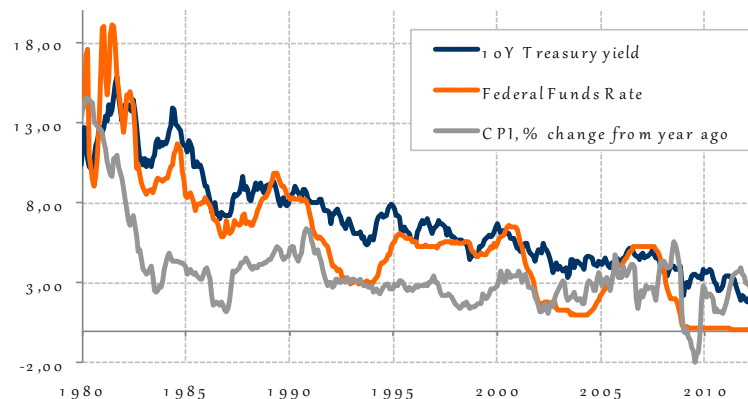
	2007
Japan	183
Greece	107
Italy	103
Belgium	84
Portugal	68
United States	67
Germany	65
France	64
United Kingdom	44
Czech Republic	28
Ireland	25
Advanced economies	74
Euro area	66
Major advanced economies (G7)	83

Source: IMF, WEO

Graf: US - podíl státu v ekonomice



US yield, FED's base rate and inflation

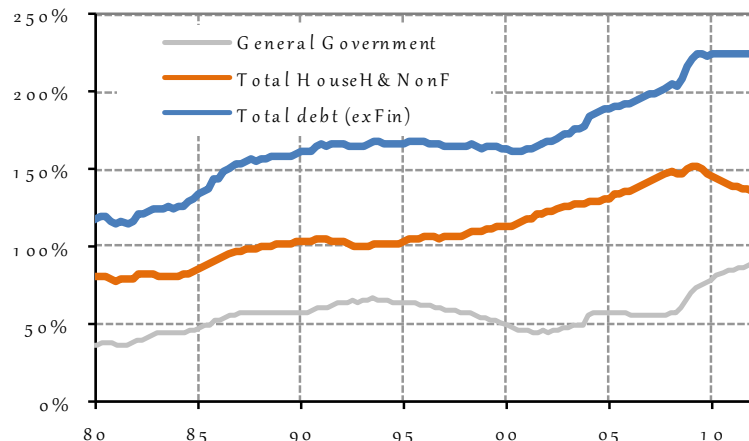


Sovereign Debt Crisis – Privátní sektor se zadlužil daleko více než erár

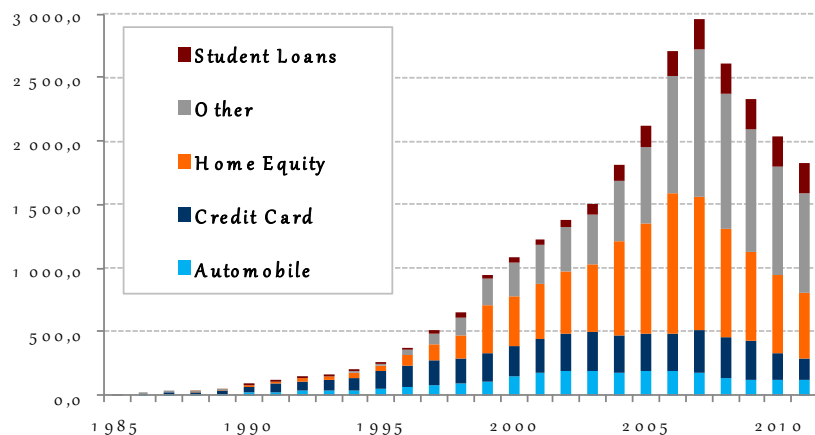
Růst leverage domácností, firem a bank– proč?

- Regulace finančního systému & finanční inovace & sekuritizace, chování ratingových agentur
- Klesající výnosy (recyklace úspor Číny)
- Klesající inflace (EM supply shock) i přes Greenpanovo „zalívání“ likviditou
- Vyšší equilibrium dluhu, Demografie
- Vede k Dot.Com bublině, následované Housing bublinou

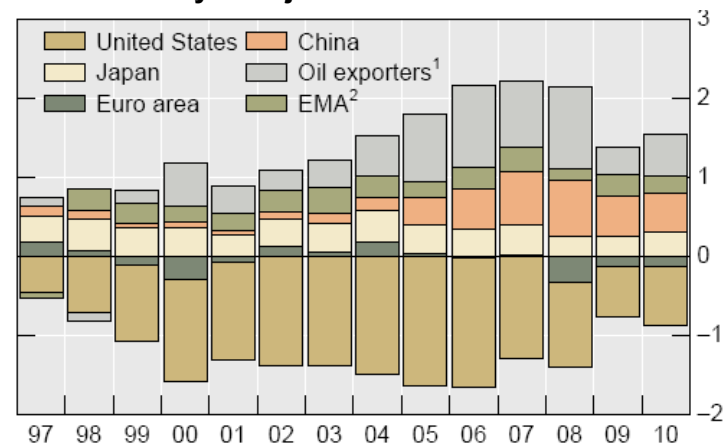
USA: Debt Outstanding in % GDP



US ABS outstanding (USD bn)



Graf: Běžný účet jako % světového GDP



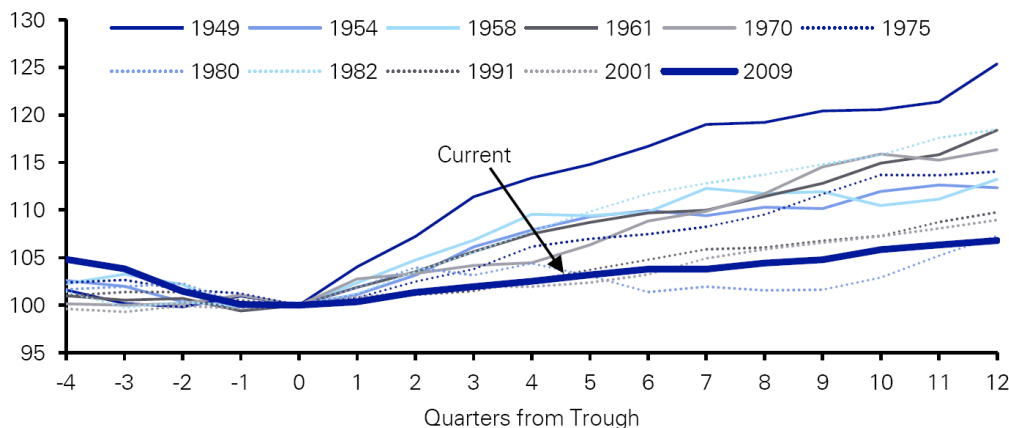
zdroj: BIS working paper 346

Sovereign Debt Crisis – Housing bublina kolabuje

Skokový nárůst dluhů po 2008

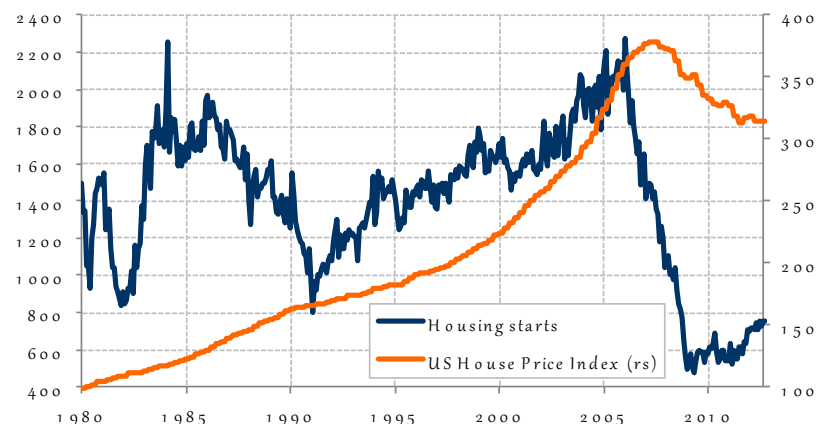
- Kolaps housingu zasahuje leveregovaný finanční systém – LehmanB; nejen v USA, ale díky ABS všude
- Bublina v UK, ES, IR
- Delevering privátu, erár levereguje automaticky + impuls (hrozba deflace)+výdaje na sanaci bank
- Recese hluboká, oživení pomalé

Real US GDP rebound since 1949

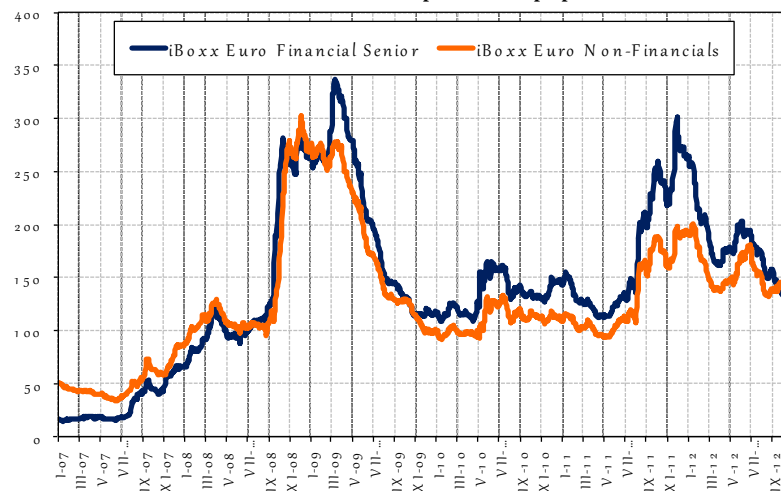


zdroj: DB, LT Asset study, 3/9/2012

US Housing bubble



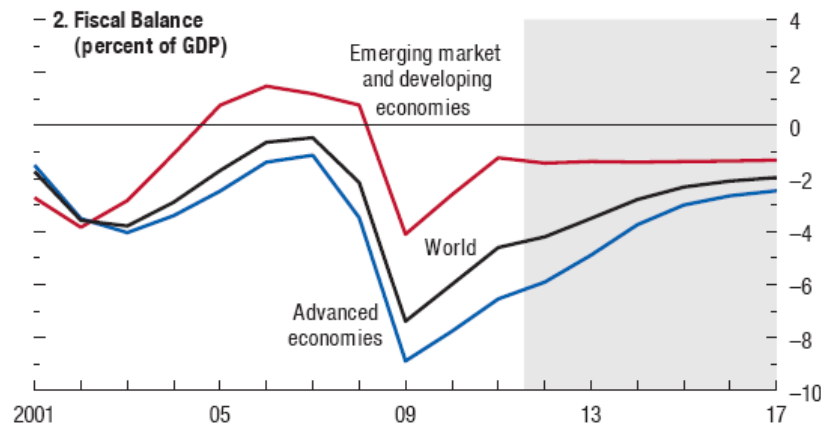
iBoxx IG € Corp. Asset Swap Spreads



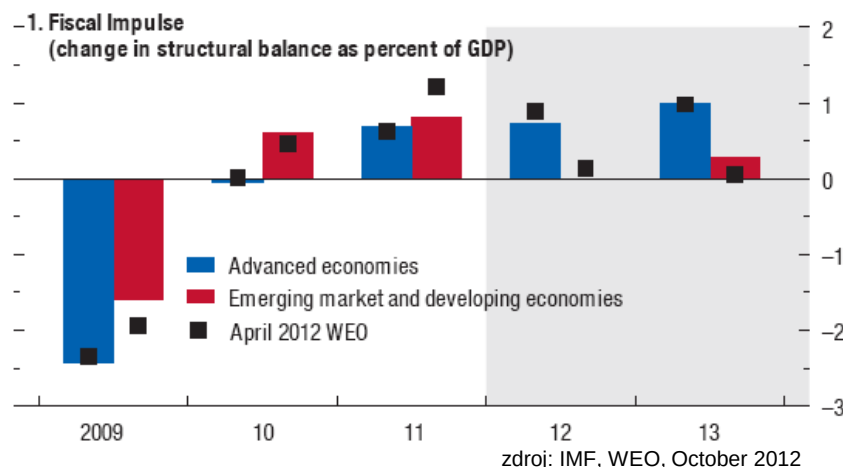
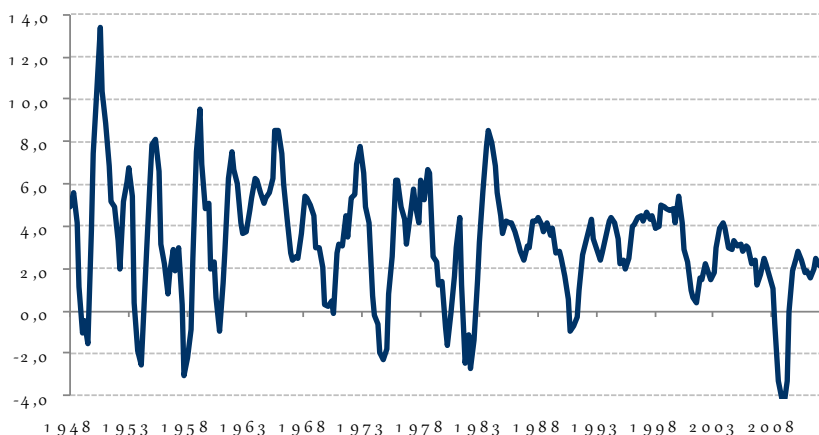
Sovereign Debt Crisis – Reakce hospodářských politik - FISKÁL

Povzbudíme poptávku, aby ne deflace

- Great Recession -fiskál provedl 2009 masivní impuls v zemích kde to šlo – USA, UK, Čína vs IT
- Pak už působí protirůstově přestože generuje astronomické deficity
- Vzniká odpor ve státech s možností se zadlužovat (US, GE) a ztráta schopnosti si půjčovat (periferie)
- Nutnost sanace finančního sektoru (nejdříve US (TARP 700mld) – dopadlo dobře, pak EMU (EFSF, ESM)



US Real GDP (% change yoy)

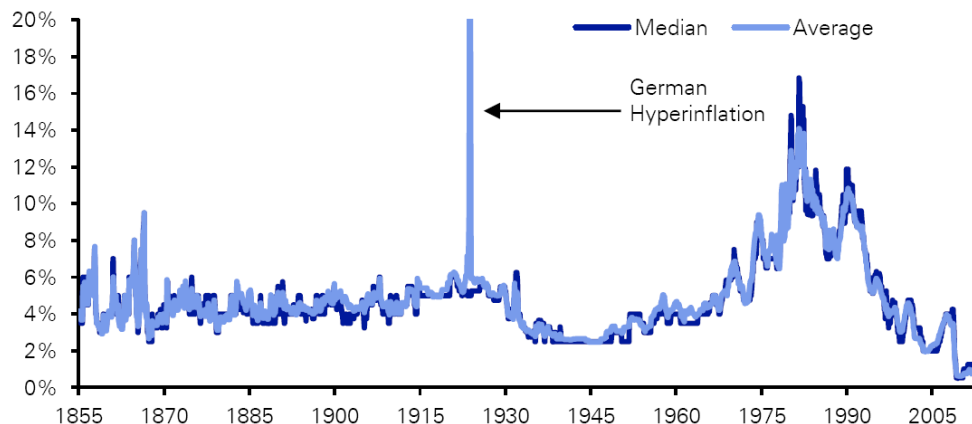


Sovereign Debt Crisis – Reakce hospodářských politik - MĚNOVKA

Povzbudíme poptávku aby ne deflace

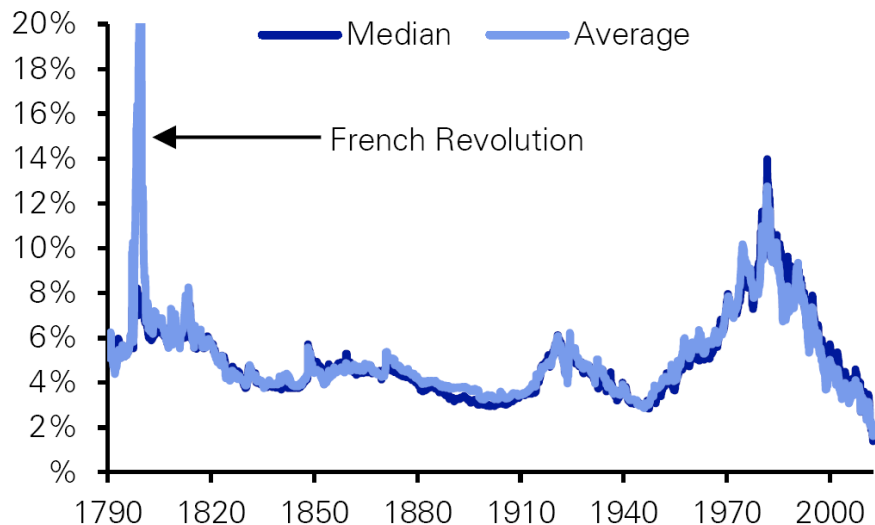
- Na hranice možností – sazby, sliby;
problém, že snižování z nízkých úrovní
(redefinice inflačního cíle)
- Nová paradigmata –TALF (1000mld), QE,
likvidita, kolaterál → opravdu nízké výnosy
- Přesto snaha snižovat/nezvyšovat zadlužení (HH,
Corp, G → balance sheet recession→past likvidity
- Dlouhé období sazeb nízko, nízký růst prožraný v
minulosti, ztěžuje demografie, likvidace dluhu
Inflací?

Base rate: G7+CH + ES



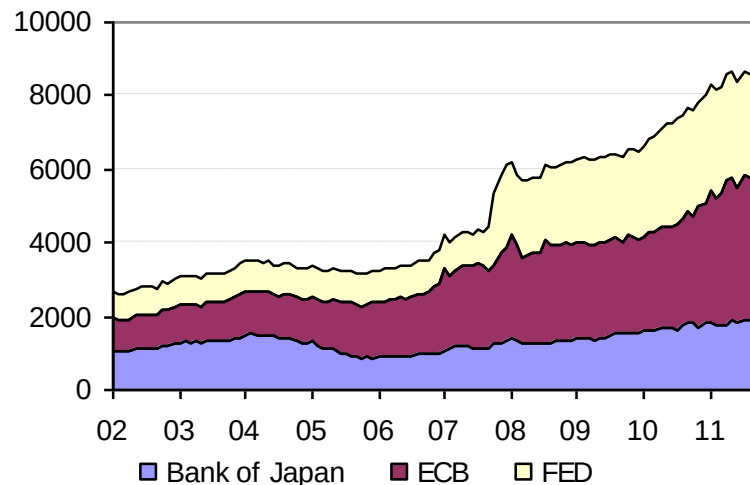
zdroj: DB, LT Asset study, 3/9/2012

10Y yield: G7+CH (bez IT, ES)



zdroj: DB, LT Asset study, 3/9/2012

G3: Central banks - total assets in bn USD

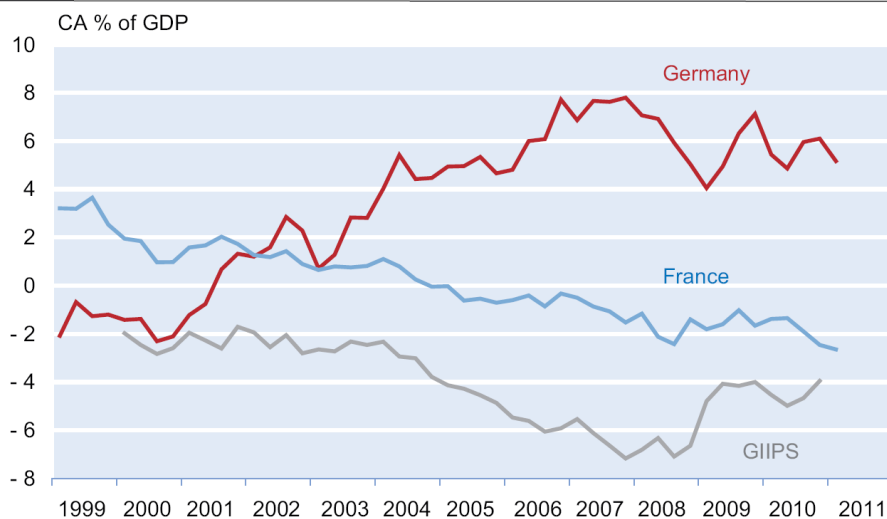


Sovereign Debt Crisis – EMU

EMU se neměla stát

- Krise evropských GB není způsobena vysokým zadlužením – vysoké výnosy pouze symptom
- Důležitá je nekonkurenceschopnost (CA deficit, w, ULC)
- Fixní kurzy a volné flow kapitálu
- Periferie má vysoké výnosy protože nemá věřitele poslední instance – vlastní CB
- ECB nechce kupovat protože to znamená kontaminaci BS, redistribuci bohatství (záruka za ztráty ECB)
- Periferní subjekty mají risk-free jiné než své GB

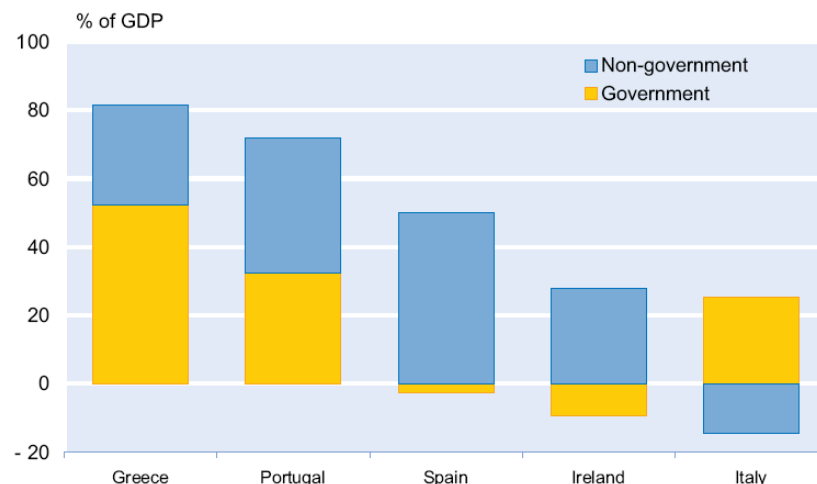
Current account balances in EMU



Sources: Eurostat; Haver Analytics; Deutsche Bank.

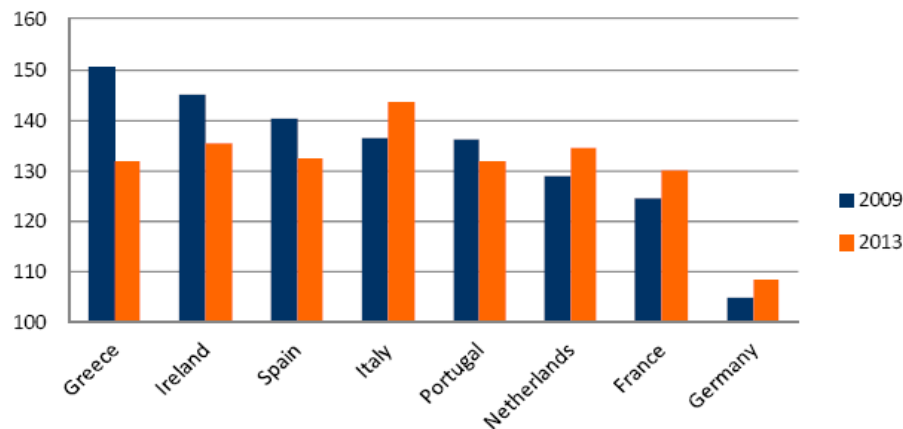
Generali PPF Asset Management a.s.

Cumulated net borrowing by the public and private sector, 1999–2007



Sources: Eurostat; Deutsche Bank.

Eurozone Core vs. Periphery: unit labour costs (1999 = 100)



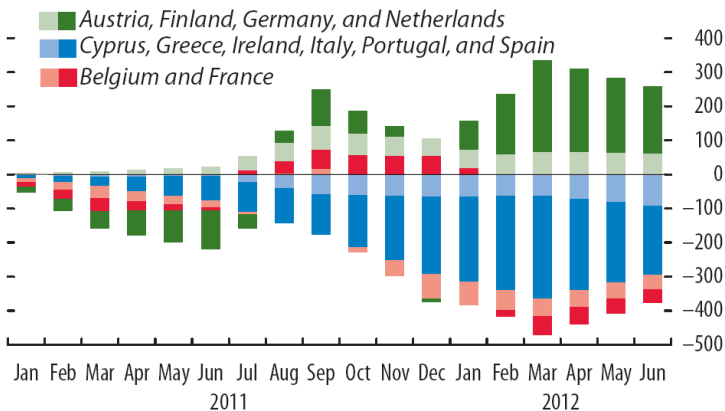
zdroj: Knot K., NCB, Speech HK, 9/2012

Sovereign Debt Crisis – EMU

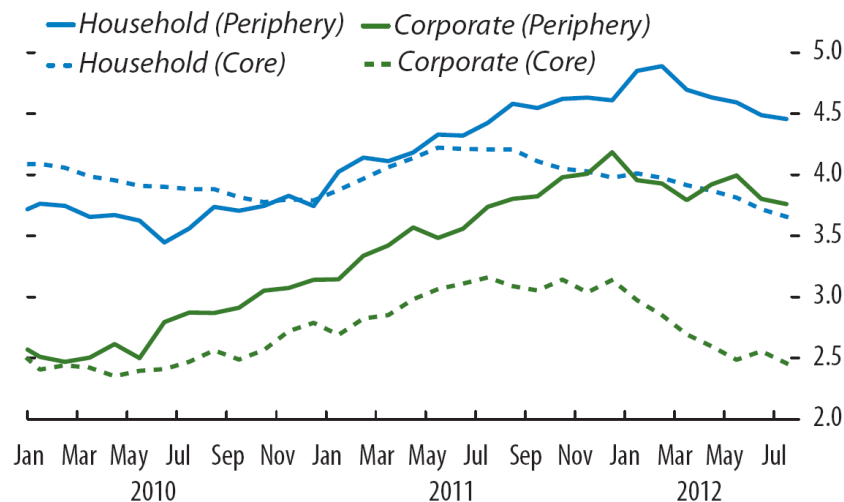
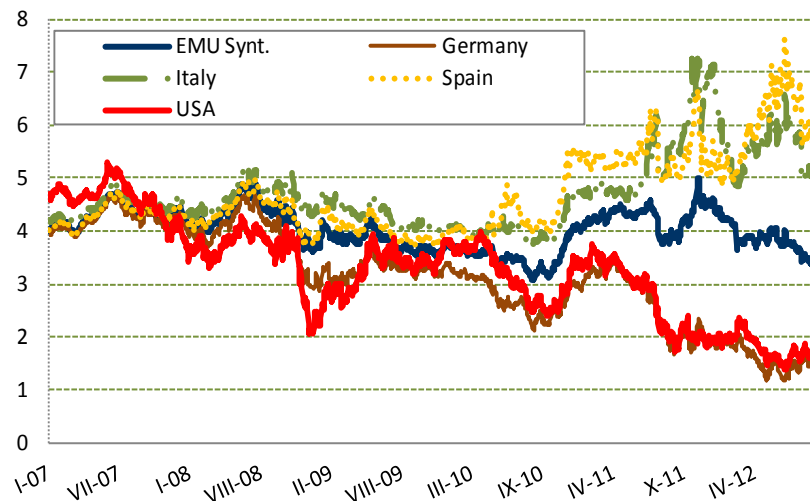
EMU

- Výnosy divergovaly – útek zahraničí i domácích
- Chybný manévr fiskálu
- EFSF, LTRO, SMP, ESM, OTM
- Zásah pro reálnou ekonomiku – CC
- Nyní: Default Union – ousterity – změni se
- Scénáře:
 - Transfer Union
 - Inflace v Německu
 - Rozpad

Bank deposit flow EMU (USD bn,cum)



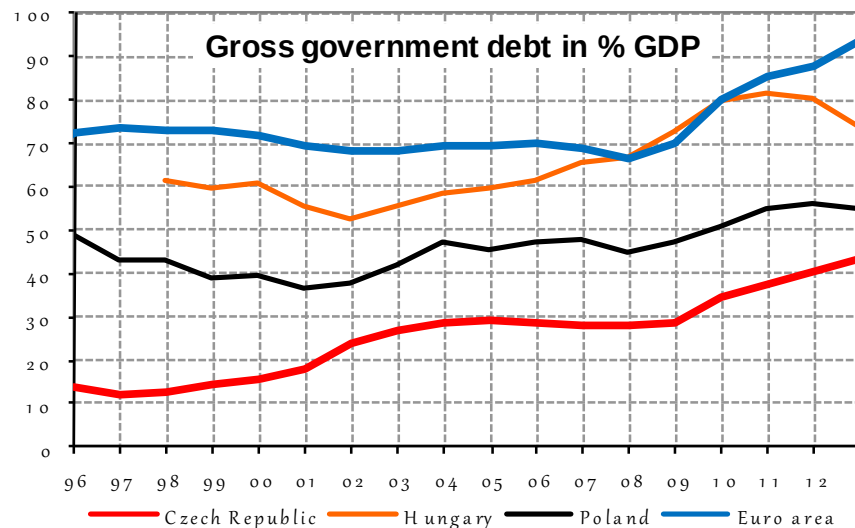
Yields 10Y GB



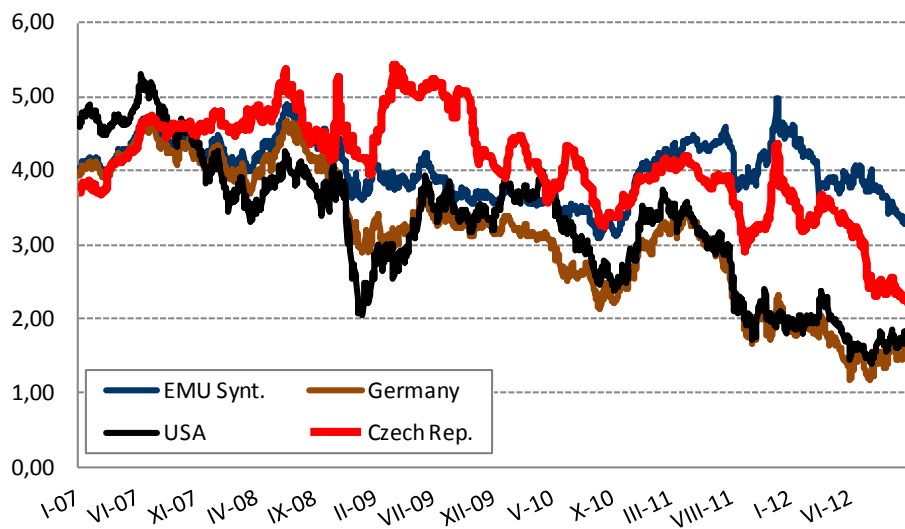
Sovereign Debt Crisis – Kde domov můj – ČR

Celkem dobrý

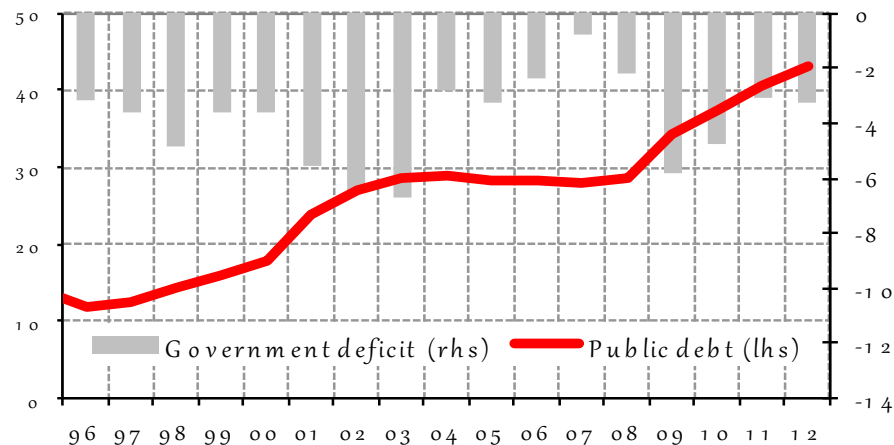
- Dluh rostl z velmi nízkých úrovní a je nízký - zachovat
- Výnosy jako v „safe haven“ zemích
- Cyklicky očištěné deficity byly velké – procyklická FP
- Malá, otevřená ekonomika - FP nepreferovaný nástroj
- Ale měnovka na hranici možností (QE-ne, FX-drahý)
- EMU – teď strategicky počkat...tak asi 50let



Yields on 10Y



Czech Republic: Public debt&deficit % GDP



Sovereign Debt Crisis – Závěry

- Dluh zčásti (v některých zemích) vyrostl díky nezodpovědným vládám
- Problematická část dluhu (>90%) díky zadlužování se po kolapsu privátních dluhů
- Dluhová krize je problémem vyspělých ekonomik jako celku, nikoli pouze EMU.
- Privátní dluhy se kumulovaly 30let před 2008 – regulace finančního trhu, měnová politika, EM šok
- Vlády se fiskálním impulsem snaží zabránit kontrakci celkového dluhu a deflaci
- S deflací bojuje i měnová politika – výnosy klesají na historická minima
- Růst výnosů na periferii je symptom špatného nastavení Unie nikoli důsledkem výše jejího dluhu
- ČR je v dobré startovní pozici, ale provázanost s EMU
- Výhled: Když bude dobře- nízké výnosy, nízký růst, fiskální restrikce.

Sovereign Debt Crisis – Detail

Appendix

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Gross Debt												
Australia	10.0	9.7	11.8	16.9	20.5	24.2	27.1	27.2	26.4	24.7	22.9	21.2
Austria	62.3	60.2	63.8	69.2	71.8	72.3	74.3	74.9	74.4	73.0	71.6	70.0
Belgium	88.0	84.0	89.3	95.7	95.6	97.8	99.0	99.4	98.6	96.5	93.9	91.1
Canada	70.3	66.5	71.3	83.3	85.1	85.4	87.5	87.8	84.6	82.3	80.3	78.1
Czech Republic	28.3	28.0	28.7	34.3	37.6	40.5	43.1	45.0	45.6	45.7	45.7	45.6
Denmark	41.0	34.1	41.9	40.6	42.9	44.1	47.1	47.6	47.8	47.9	47.3	45.6
Estonia	4.4	3.7	4.5	7.2	6.7	6.0	8.2	9.7	9.3	8.7	8.2	7.7
Finland	39.6	35.2	33.9	43.5	48.6	49.1	52.6	53.9	54.1	53.6	52.7	51.5
France	64.1	64.2	68.2	79.2	82.3	86.0	90.0	92.1	92.9	92.3	90.1	86.5
Germany	67.9	65.4	66.9	74.7	82.4	80.6	83.0	81.5	79.6	77.6	75.8	73.7
Greece	107.3	107.4	112.6	129.0	144.5	165.4	170.7	181.8	180.2	174.0	164.1	152.8
Hong Kong SAR	33.0	32.8	30.6	33.2	34.6	33.8	33.1	31.0	30.4	29.7	29.1	28.4
Iceland	30.1	29.1	70.3	88.1	92.8	99.2	94.2	90.5	87.4	84.0	78.6	77.0
Ireland	24.8	25.0	44.5	64.9	92.2	106.5	117.7	119.3	118.4	115.0	111.5	108.4
Israel	84.7	78.1	77.0	79.4	76.0	74.1	73.3	72.9	71.8	70.5	68.9	67.2
Italy	106.1	103.1	105.7	116.0	118.6	120.1	126.3	127.8	127.3	125.6	123.3	120.6
Japan	186.0	183.0	191.8	210.2	215.3	229.6	236.6	245.0	246.2	247.6	248.8	250.3
Korea	31.1	30.7	30.1	33.8	33.4	34.2	33.5	31.6	29.4	27.2	25.2	23.2
Netherlands	47.4	45.3	58.5	60.8	62.9	65.2	68.2	70.2	71.9	72.7	73.8	75.0
New Zealand	19.4	17.3	20.2	26.2	32.5	38.2	38.6	38.1	37.9	36.1	35.7	34.7
Norway	59.0	56.8	54.3	48.9	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6	49.6
Portugal	63.7	68.3	71.6	83.1	93.3	107.8	119.1	123.7	123.6	120.8	117.6	115.1
Singapore	86.4	85.8	96.9	103.3	101.2	107.6	106.2	103.4	100.8	97.8	95.1	96.4
Slovak Republic	30.5	29.6	27.9	35.6	41.1	43.3	46.3	47.2	47.6	48.1	48.4	48.7
Slovenia	26.4	23.1	22.0	35.0	38.6	46.9	53.2	57.4	58.7	59.2	59.1	58.7
Spain	39.7	36.3	40.2	53.9	61.3	69.1	90.7	96.9	100.0	101.1	101.4	101.2
Sweden	44.8	39.7	38.4	42.0	38.8	37.9	37.1	35.9	34.1	31.0	27.7	24.1
Switzerland	62.4	55.6	50.5	51.8	48.0	46.8	46.7	45.6	43.6	42.6	42.3	41.9
United Kingdom	43.0	43.7	52.2	68.0	75.0	81.8	88.7	93.3	96.0	96.6	95.8	93.7
United States	66.6	67.2	76.1	89.7	98.6	102.9	107.2	111.7	113.8	114.2	114.2	114.0
Average	77.2	74.5	81.5	95.2	101.4	105.5	110.7	113.6	114.2	113.7	112.8	111.7
Euro area	68.6	66.4	70.2	80.0	85.4	88.0	93.6	94.9	94.7	93.5	91.8	89.5
G-7	85.5	83.5	91.8	107.0	114.7	119.9	125.1	128.8	129.7	129.4	128.7	127.6
G-20 advanced	81.9	79.6	87.6	102.3	108.8	113.3	118.1	121.2	121.9	121.5	120.6	119.3

Contact details

Daniel Kozel

Senior Portfolio Manager

kozel@generalippf.eu

Generali PPF Asset Management a.s.

Děkuji za pozornost



Generali PPF Asset Management - disclaimer

Generali PPF Asset Management, a.s. (hereinafter the “Company”) provides all information with due care, but without any guarantee of correctness, completeness and accuracy of the provided data and information.

Descriptions, evaluations and conclusions (hereinafter “Statements”) provided in the form of miscellaneous texts reflect the opinions of the author of the respective text and apply to the time of their creation. Statements presented in these texts may not be always up-to-date or may be subsequently modified by the author, e.g. in case of change in external factors, but without any consequent modification of the original text. Statements may change without prior notice by the author or the Company.

All the historical data provided have only limited informative value and the future condition cannot be inferred from historical values.

All information is provided exclusively for the purposes of information and cannot be considered an advertisement, recommendation or any kind of consultancy in the field of financial, investment, legal or tax issues. Statements provided by the Company cannot be used as a basis for any conduct or decisions and do not constitute any offer or invitation to trade in any financial instruments either. The Statements do not reflect the specific and unique situation of the addressee of the Statement. At the same time, the Statements are not intended as a brokerage service to execute trades in any financial instruments or to mediate services of any nature.

The authors of the individual texts are the Company’s employees and no part of the remuneration provided to such employees has been and will be directly or indirectly associated with specific Statements. If the Czech National Bank (which supervises the Company) or another domestic or foreign administrative authority or institution supervising the financial market is mentioned in the text, such mention shall not be construed as a guarantee provided by the institutions that the financial instruments or investment services specified in the text will generate profit or as a recommendation on such instruments or services offered by the institutions.

The Company and/or companies that form a group with the Company, its executive bodies, management and employees may have interests associated with financial instruments to which the information presented in the provided texts is related and with the associated Statements.

Persons who get hold of the texts containing Statements should seek proper information on the existing limitations imposed on the distribution of such texts by different laws and regulations in the individual countries of the world and should be aware that failure to comply with any such limitation could result in a breach of the laws of the respective country.

