

Svjetska privreda i ekonomska politika pet godina nakon početka krize

Dubravko Mihaljek
Bank for International Settlements

Izlaganje u Institutu za javne financije
Zagreb, 26. lipnja 2013.

The views expressed in this presentation are those of the author and not necessarily those of the BIS.

1

Pregled izlaganja

1. Trenutačno stanje svjetske privrede
 - Konjunkturna kretanja
 - Financijska tržišta
2. Monetarna politika
3. Fiskalna politika i strukturne reforme
4. Izgledi za daljnji oporavak

2

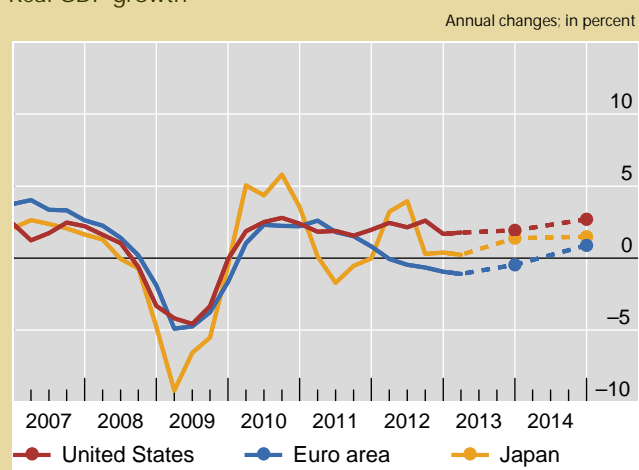
Konjunkturna kretanja - SAD

Oporavak teče različitim brzinama i na razne načine

- **SAD**: postojani rast BDP-a (2% y/y) baziran na osobnoj potrošnji, investicije još nisu oživjele, nezaposlenost još uvijek visoka (7.6%).
- Kućanstva značajno smanjila dug, tržište nekretnina oživjelo
- Poduzeća (osobito velika) i banke u dobroj financijskoj poziciji
- Vanjski deficit smanjen, pozitivan doprinos vanjske trgovine rastu
- Snažna fiskalna konsolidacija (*sequester*), utjecaj na potrošnju umanjen zbog povećanja vrijednosti imovine, ali dugoročan utjecaj nepovoljan zbog smanjenja javnih ulaganja u R&D

3

Real GDP growth¹



4

Konjunkturna kretanja - Japan

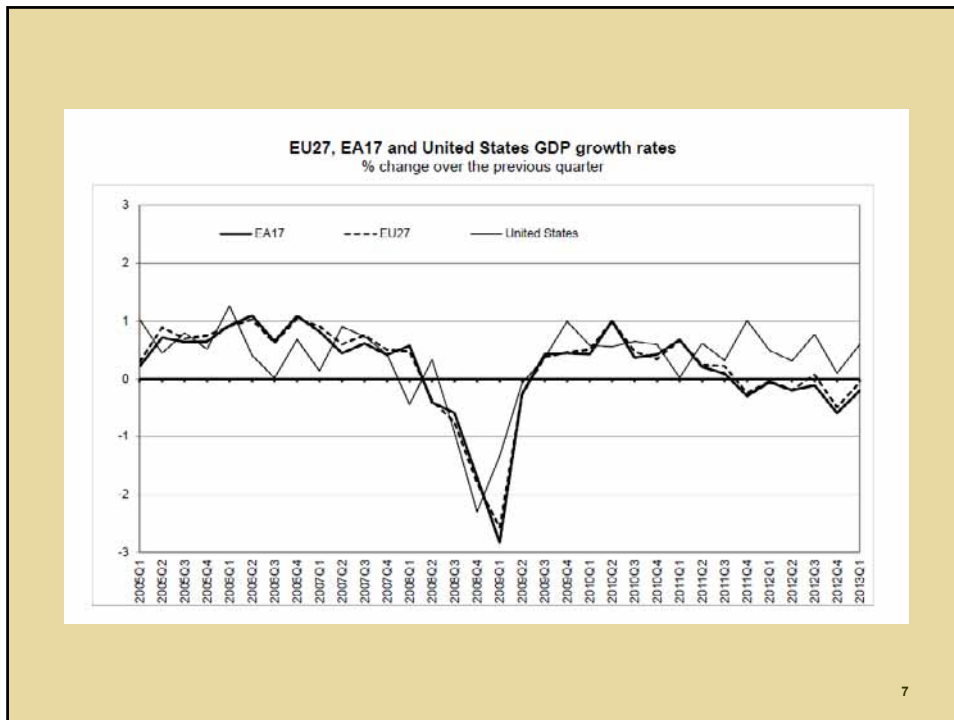
- **Japan:** ubrzani rast BDP-a (4% q/q u Q1:2013), veliki doprinosi osobne potrošnje i vanjske trgovine
- Poduzeća i kućanstava optimističnija
- Preokret u ekonomskoj politici, velika monetarna ekspanzija
- Deflacija pomalo posustaje
- Glavni dužnik u Japanu je država: javni dug 225% BDP-a
- Poduzeća, kućanstava i banke su u dobroj financijskoj poziciji (visoke stope štednje)

5

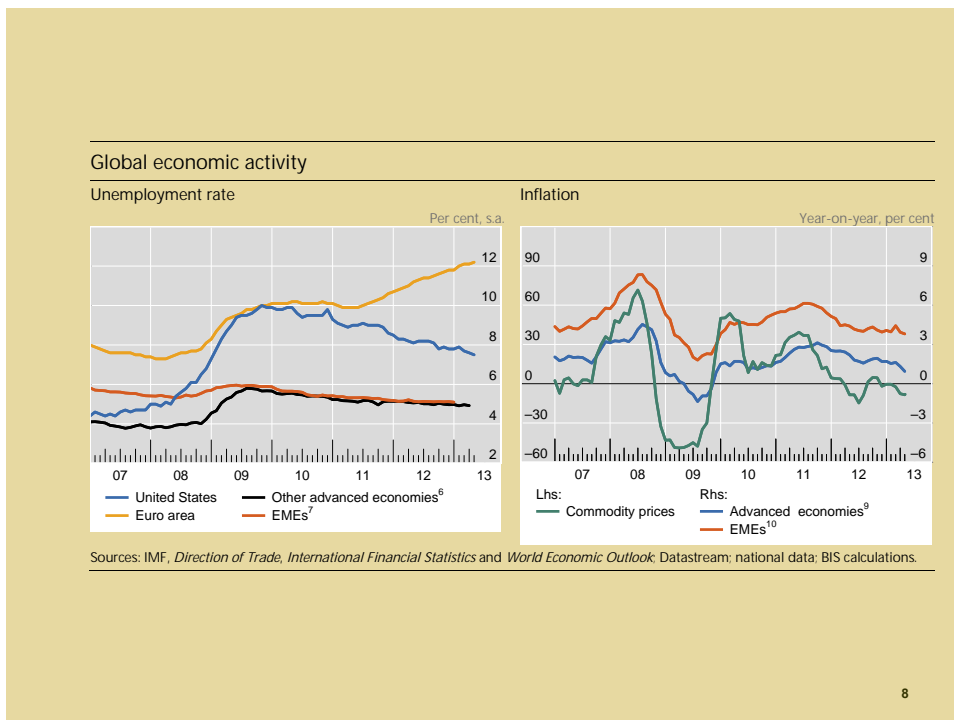
Konjunkturna kretanja – euro zona

- **Euro zona:** druga recesija od 2008-09, velike razlike izm. pojedinih zemalja (DE +0.2% u Q1, FR -0.8%, IT -2.6%)
- Vrlo niska inflacija, rekordna nezaposlenost
- Vrlo različiti stupnjevi zaduženosti poduzeća i kućanstava, uklj. izm. ekonomija u krizi (eg IT vs ES)
- Javni sektor skoro posvuda u velikim dugovima, rasprave o koristima i troškovima fiskalne konsolidacije
- Banke stoje slabije nego u SAD i Japanu, smanjuju bilance
- Velike prilagodbe u ekonomijama u krizi, popravljaju se njihova konkurentnost
- Manje prilagodbe u ekonomijama s vanjskim suficitom – Njemačka i dalje najkonkurentnija

6



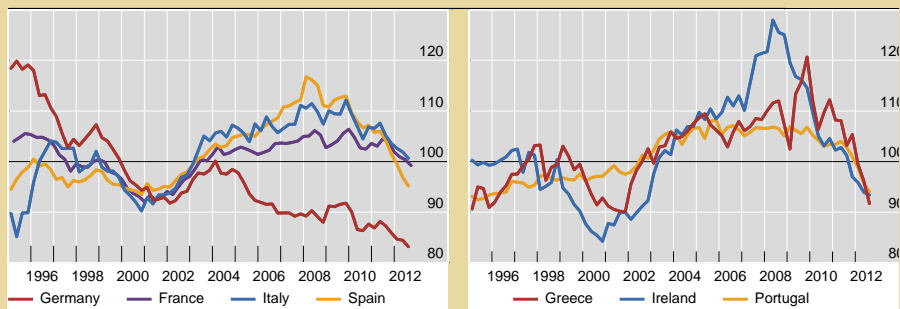
7



8

Competitiveness in the euro area¹

Q1 1995–Q4 2007 = 100



¹ ECB real harmonised competitiveness indicator based on effective exchange rate vis-à-vis major trading partners and other euro area members, deflated by unit labour cost.

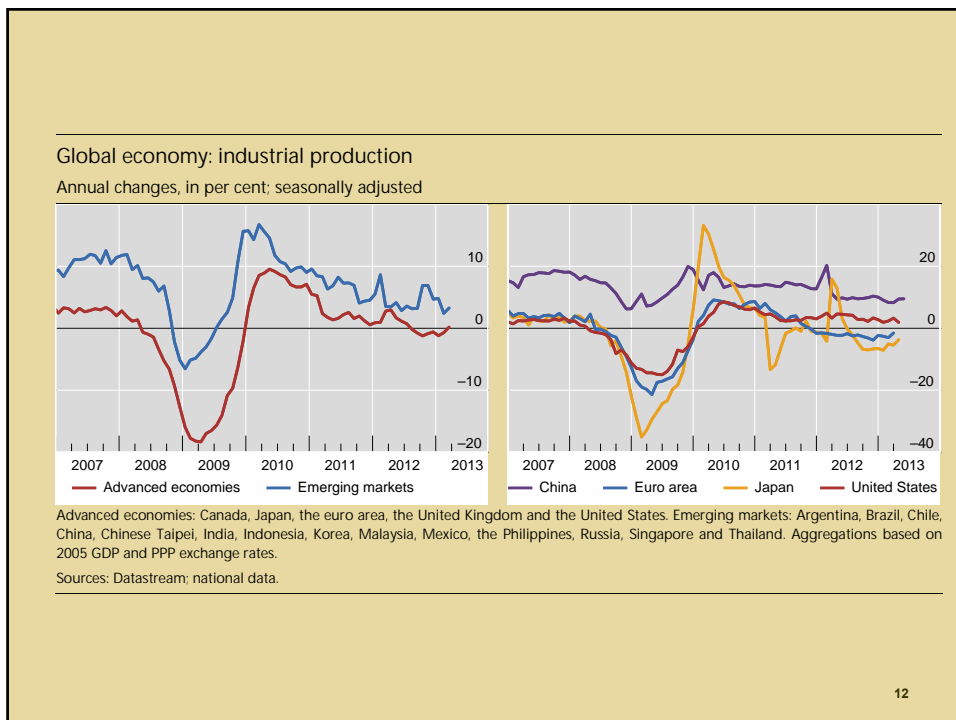
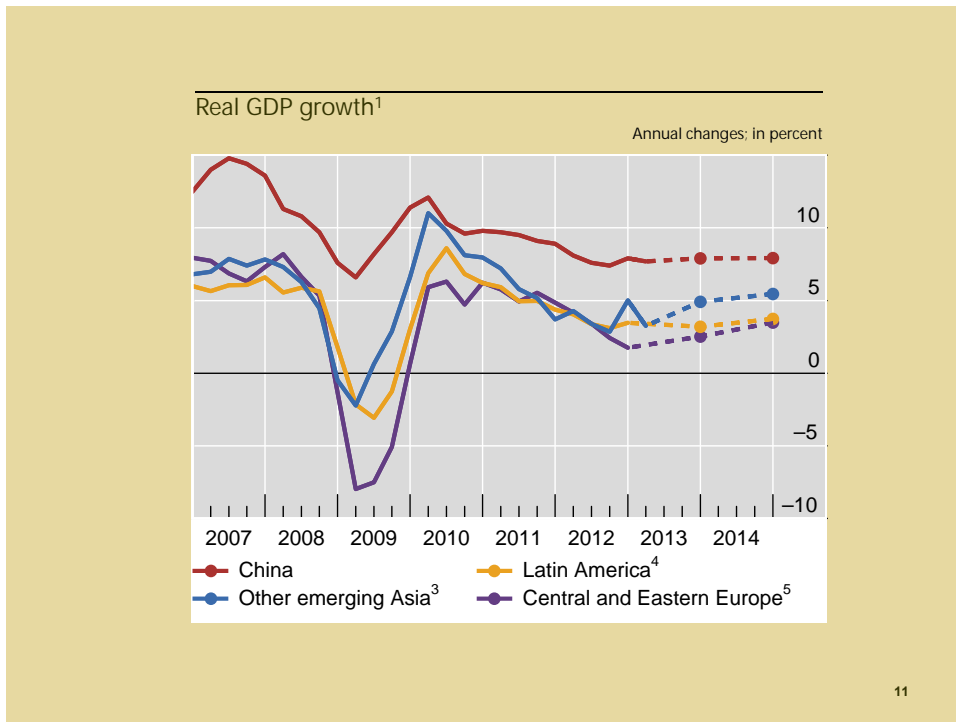
Source: ECB.

9

Konjunkturna kretanja - nove tržišne privrede

- **Nove tržišne privrede (NTP):** usporavanje rasta nastavljeno u Q1:2013, glavni izvor rasta domaća potražnja, međusobna trgovina (ie, manja ovisnost o razvijenim privredama)
- Kina počela rasti stopama < 8%
- Usporen rast u Indiji, Brazilu, Meksiku, Turskoj; djelomično odraz neodrživo visokog rasta u 2010-11 god., djelomično ekonomske politike usmjerene na makroekonomsku i financijsku stabilnost
- Središnja i istočna Europa raste najsporije od NTP regija
- Usprkos usporenog rasta, NTP zajednički daju veći doprinos rastu svjetske privrede od razvijenih ekonomija → važnost stabilnosti u novim privredama za stabilnost svjetske privrede

10



Financijska tržišta

Dva trenda u zadnjih godinu dana:

- Monetarna ekspanzija značajno oživjela tržišta dionica, korporativnih obveznica i NTP obveznica u domaćoj valuti od sredine 2012. do sredine svibnja 2013.
- Promjene u portfeljima investitora: manja potražnja za obveznicama razvijenih zemalja (osobito kriznih zemalja), osim za regulatorne svrhe; povećana potražnja za vrijedn. višeg stupnja rizika (korporativne obveznice, sve vrste NTP vrijedn.)
- Prinosi na obveznice US, DE, GB, JP na povijesno niskim razinama
- Cijene obveznica u razvijenim privredama vratile se na razine prije krize

13

Financijska tržišta (nast.)

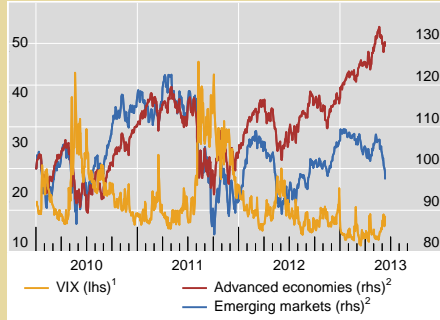
Drugi trend od kraja svibnja 2013:

- Najava mogućeg usporavanja monetarne ekspanzije u SAD
- Prinosi na obveznice US, DE, GB, JP porasli
- Cijene dionica pale
- Prinosi na korporativne obveznice i obveznice NTP zemalja porasli
- Većina valuta oslabila prema dolaru

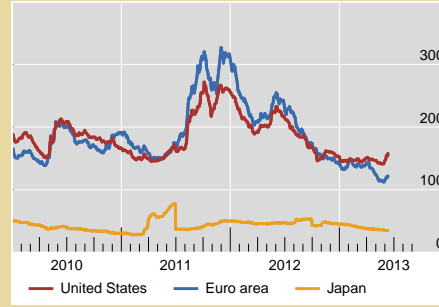
14

Equity prices and corporate bond spreads

Equity prices and implied volatility



Corporate bond spreads³

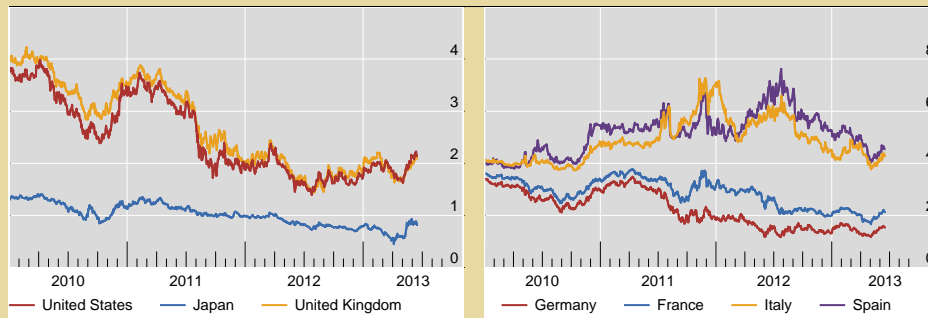


¹ Implied volatility on the S&P 500 index, in per cent. ² MSCI indices, in US dollars; January 2010 = 100; G7 index for advanced economies. ³ Option-adjusted spreads.

Sources: Bloomberg; Datastream; Merrill Lynch; Markit.

Advanced economies: long-term sovereign bond yields¹

In per cent

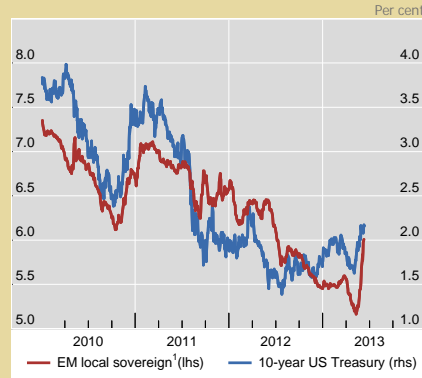


¹ Ten-year generic government bond yield.

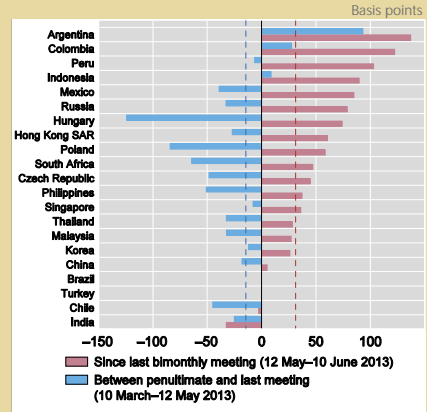
Source: Bloomberg.

Local currency bond yields in advanced and emerging markets

EM aggregate and US Treasury yields



Change during bimonthly periods²



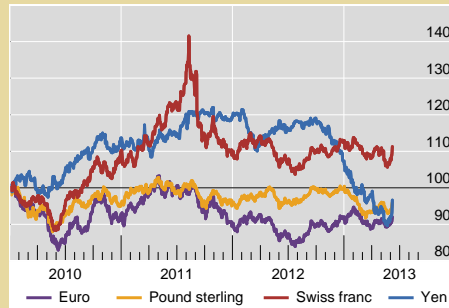
¹ JPMorgan GBI diversified. ² The dashed lines indicate the change in 10-year US Treasury yield during the respective bimonthly periods.

Sources: JPMorgan Chase; Bloomberg; BIS calculations.

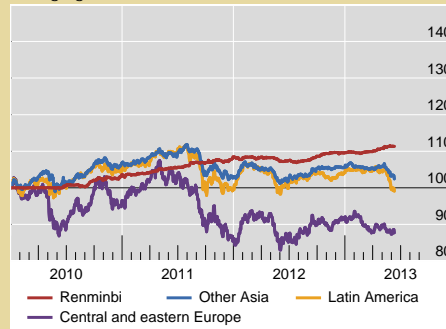
Nominal exchange rates¹

Vis-à-vis the US dollar; Jan 2010 = 100

Advanced economies

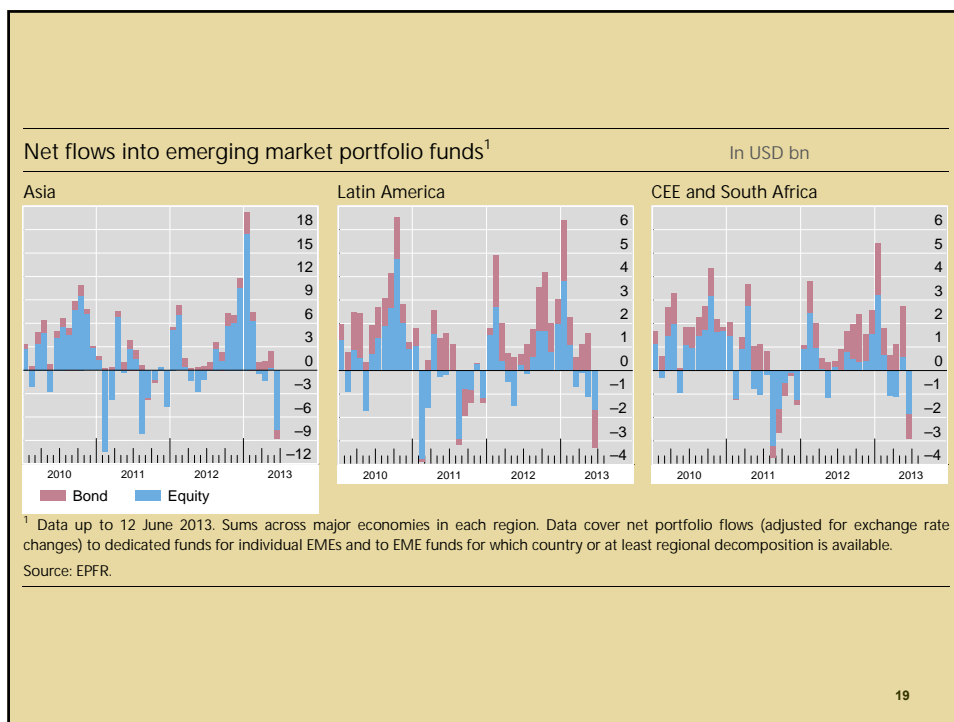


Emerging markets



¹ An increase indicates appreciation. Aggregates are simple averages of the major economies in the region.

Sources: Bloomberg; national data.



19

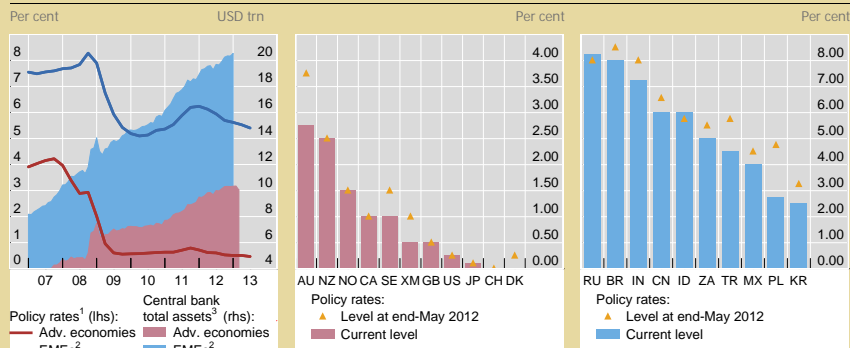
Monetarna politika

Velika monetarna ekspanzija od 2009.

- Kamatne stope snižene na razinu blizu nule
- Velik rast bilanci središnjih banaka (nekonvencionalna MP)
 - SAD, GB, Japan: prvenstveno radi stimuliranja rasta
 - ECB: prvenstveno radi očuvanja financijske stabilnosti (SMP, LTROs) i integriteta euro zone (OMT)
- Mandat financijske stabilnosti znatno proširen – novi cilj središnjih banaka, uz već postojeće ciljeve (eg stabilnost cijena (ECB), stabilnost cijena i dugoročnih kamatnih stopa te maksimalna zaposlenost (Fed))

20

Policy rates and central bank assets



AU = Australia; BR = Brazil; CA = Canada; CH = Switzerland; CN = China; DK = Denmark; GB = United Kingdom; ID = Indonesia; IN = India; JP = Japan; KR = Korea; MX = Mexico; NO = Norway; NZ = New Zealand; PL = Poland; RU = Russia; SE = Sweden; TR = Turkey; US = United States; ZA = South Africa; XM = euro area.

¹ Aggregations are weighted averages based on 2005 GDP and PPP exchange rates. ² Economies shown in right-hand panel plus Argentina, Chile, Chinese Taipei, Colombia, the Czech Republic, Hong Kong SAR, Hungary, Malaysia, Peru, the Philippines, Singapore, Thailand and Saudi Arabia. ³ Sum across the economies cited.

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; Bloomberg; Datastream; Global Financial Data; national data.

21

Monetarna politika (nast.)

Spriječen je kolaps globalnog finansijskog sistema

Stabilan i snažan ekonomski rast još uvijek nije uspostavljen

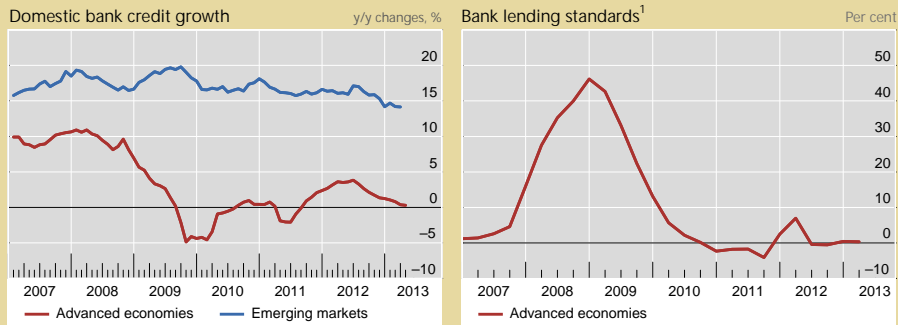
Slab rast kreditnih agregata

Porasli su finansijski rizici vezani uz ekspanzivnu monetarnu politiku (ukupan dug, rizična ulaganja)

Stvoren je pritisak na središnje banke da rješavaju ekonomske probleme koje monetarna politika ne može riješiti (eg kreditiranje malih i srednjih poduzeća)

22

Domestic credit growth and bank lending standards



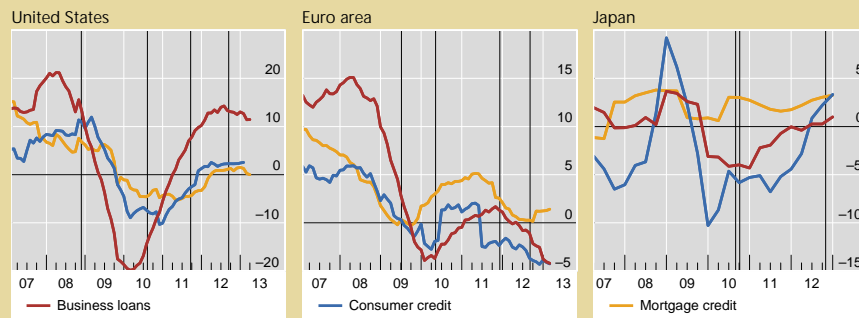
Advanced economies: Japan, the euro area, the United Kingdom and the United States. Emerging markets: Argentina, Brazil, Chile, China, Hong Kong SAR, Hungary, India, Indonesia, Korea, Malaysia, Mexico, Peru, Poland, Russia, Saudi Arabia, Singapore, South Africa, Thailand, the Czech Republic and Turkey. Weighted averages based on 2005 GDP and PPP exchange rates.

¹ Percentage of respondents who reported tightening, less percentage of those who reported easing of lending standards.

Sources: Datastream; IMF; national data.

Bank lending – sectoral developments¹

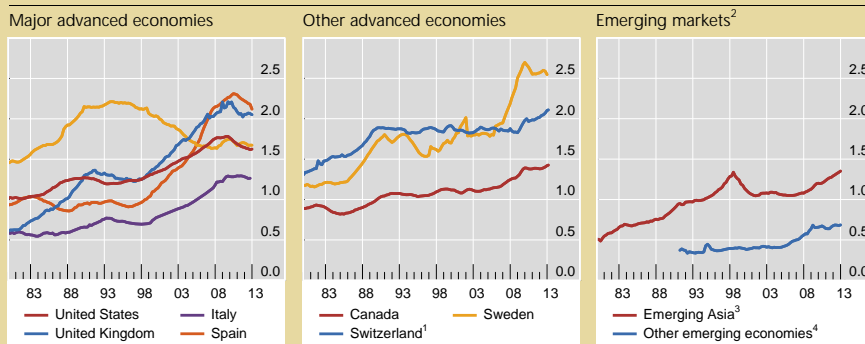
Year-on-year changes, in per cent



¹ The vertical lines represent the announcement or start dates of the respective central bank's unconventional monetary policy measures.

Sources: Datastream; national data; BIS calculations.

Private non-financial sector debt-to-GDP ratios



¹ Total private non-financial sector debt data for Switzerland is approximated using bank lending to the private non-financial sector from 2011. ² Simple averages. ³ China (starting Q4 1987), Hong Kong SAR, India, Indonesia, Korea, Malaysia (starting Q4 1991), Singapore (starting Q1 1991) and Thailand. ⁴ Argentina, Brazil (starting Q4 1994), Mexico, the Czech Republic (starting Q3 1994), Hungary, Poland (starting Q1 1992), Russia (starting Q2 1995), South Africa and Turkey.

Sources: IMF, *International Financial Statistics*; OECD: Datastream; national data; BIS.

25

Izazovi za monetarnu politiku

Normalizacija monetarne politike

Dvije komponente: nekonvencionalna MP (*balance sheet policy*) i kamatne stope

Što učiniti da proradi mehanizam monetarne transmisije?

Pitanje nesinhroniziranih ciklusa MP – nazire se kraj monetarne ekspanzije u SAD, Japan započeo veliku ekspanziju, ECB razmatra potrebe i mogućnosti za stimuliranje rasta monetarnom politikom

Ciljevi i konceptualni okvir za monetarnu politiku – kako integrirati mandat financijske stabilnosti s ostalim mandatima središnjih banaka?

Kako očuvati nezavisnost središnjih banaka?

26

Fiskalna politika i strukturne reforme

Kako osigurati fiskalnu održivost dok su kamatne stope još niske?

- O fiskalnoj održivosti treba voditi računa u vrijeme uzleta: stvarati fiskalne rezerve, ograničavati bujanje javne potrošnje (npr. uvesti kočnicu za dugove, *Schuldenbremse*), koristiti poreznu politiku kao markroprudencijalni instrument za ograničavanje rasta cijena nekretnina. Kad nastupi recesija, obično je već prekasno za saniranje javnih financija

Odnos izm. smanjenja javne potrošnje (povoljnije za rast u srednjem roku) i povećanja poreza tijekom fiskalne konsolidacije

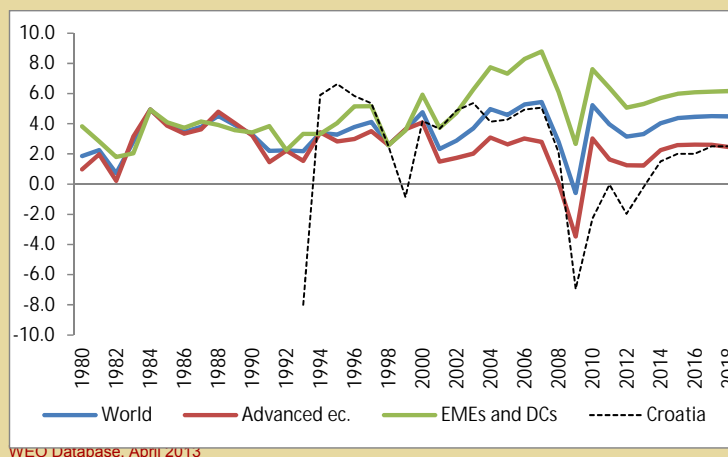
Koje strukturne reforme daju najbolje rezultate u pogledu ekonomskog rasta i zapošljavanja? (vidi OECD Working Paper no 835, R Bouis i R Duval, 2011)

Kako postignuti smanjenje globalnih neravnoteža u bilancama plaćanja, osobito u privredama s velikim viškovima?

27

Izgledi za daljnji oporavak

Projekcije rasta BDP-a iz travnja 2013.



28

Povlačenje međunarodnih banaka iz novih tržišnih privreda

- Veliko smanjenje kreditiranja banaka i nebankarskog sektora u novim tržišnim privredama sa strane međunarodnih banaka u 2011. i osobito 2012. god.
- Rast financiranja novih tržišnih privreda putem izdavanja obveznica

External financing of emerging economies
In billions of US dollars

Table 1

	2010		2011		2012	
	Bank lending ¹	Bonds ²	Bank lending ¹	Bonds ²	Bank lending ¹	Bonds ²
Total emerging markets ³	319	208	223	221	40	396
Banks	247	41	110	46	2	138
Non-bank sector	72	167	113	174	38	259

¹ External loans of BIS reporting banks vis-à-vis individual countries, estimated exchange rate adjusted changes. ² Net issues of international debt securities, all issuers, in all maturities, by nationality of issuer. ³ Including euro area member states Slovakia, Slovenia and Estonia; excluding international banking centres Hong Kong SAR, Macao SAR and Singapore.

Source: Dealogic; Euroclear; Thomson Reuters; Xtrakter Ltd; BIS locational banking statistics; BIS calculations

29

Zaključak

Svjetska privreda postepeno se oporavlja

Policy mix polako se mijenja

U prelasku na novu ravnotežu, moguća su razdoblja povećane nestabilnosti na financijskim tržištima

30