

nek katonai haderőt alkalmazni, akkor eleve nem kellett volna a vegyi fegyverek bevetésével kapcsolatban meghúzni a „vörös vonalat” Szíriában. Éppen az a rossz döntése, hogy szorgalmazta egy „vörös vonal” felállítását, nem pedig a Szíriában alkalmazott erőszak aggasztja az ázsiaiakat (és sok amerikaiat is). Obama elnök nem válaszolta meg és nem is oszlatta el kielégítően az ügy iránt felmerülő kétségeket.

GRUBER SZILVIA DÓRA

Strukturális reform és országhelyzet

CHRISTOPHER FINDLAY, SILVIA SORESCU, CAMILO

UMANA DAJUD:

STRUCTURAL REFORM LOWERS COUNTRY RISK

VOXEU 2014. AUGUSZTUS 29.

Az országok – látva az adósságaikkal kapcsolatos növekvő kockázati prémieket – felismerték a szerkezeti reformok szükségességét, de néhány politikus szerint szükségszerűek a megszorítások rövid távon, mert a strukturális reform túl sokáig tartana. Ezen cikk szerint a pénzügyi piacok korábbra tudják hozni az előnyeit a szerkezeti reformnak, és ezért az ilyen újításoknak nagyobb szerepet kellene játszaniuk a válságkezelési csomagokban.

2012 végén széles körűvé vált a pénzügyi stressz és a kockázattól való félelem csúcspontot ért. Az országok között a ragállyal kapcsolatos aggodalmak is növekedtek a prémiumok és számos gazdaság finanszírozási költségeit. A problémára megszorítás volt a válasz – hangsúlyozni a fontosságát annak, hogy az ezen problémával küzdő országok tisztán lássák a költségvetési helyzetet, és ezáltal az adósság szintjeit, felügyelet alatt. A válasz azonban bizonytalan

maradt: néhány ország pl. fokozatosan nagy államadósság mellett is profitál a történelmi mélypontra lépő kockázati felárakból, miközben számtalan államnak, amely radikális intézkedéseket alkalmazott, hogy csökkentse a közös adósságot, továbbra is fizetnie kell azt, még hozzá nagyon magas kamatlábbal. Például Franciaország államadósságától azt várták, hogy 2014-re elérje a 91,8 százalékot. 2014 júliusában az ország közel 3,4 milliárd eurót kötött le tízéves kötvényekben, az addigi valaha legkisebb, 1,77 százalékos kamatra.

A SZERKEZETI REFORM SZEREPE

Közgazdászok szerint fontos, hogy ne csak az adóssághányadot állapítsuk meg, hanem a lehetőséget is a növekedésre, és ennek kapcsolatát a növekedést megakadályozó megállapodások reformjához, az ún. *strukturális reformhoz*. A politikusok azonban úgy értékelték, hogy a krízisre megszorításokkal válaszoló strukturális reform túl sokáig tartott volna, míg látható eredményt produkál. Helyesek azok az értékelések, melyek azt állítják, hogy sokat kell várni, ameddig az újítások hatásai érződnek? Mely mechanizmusok tudnák korábbra továbbítani és korábbra hozni a reformok hatásait?

Miguel Cardoso és Rafael Doménech 2010. decemberi írásaikban feltételezték, hogy a pénzügyi piacok így fognak alakulni: „...a pénzügyi piacok nemcsak arra helyeztek nagyobb hangsúlyt, hogy a kormányzati kapacitások pénzügyileg konszolidálódjanak, hanem arra is, hogy az államok gazdasági fenntartsák a magas GDP-növekedési arányukat a középső időszakban pénzügyi és monetáris politika nélkül. Így a pénzügyi piacok miatt fejlett gazdaságok különböző

kockázat-megítélései tükrözik a különbségeket a nyilvános költségvetési hiány időszakában és az adósság szintjein (főleg külföldi kézben lévőkén), valamint a jövőbeli elvárásokban.” Beszámoltak munkájukról a további strukturális reform kapacitása és az ország kockázati prímiumai közötti összefüggéseken, amelyek igen magasnak és pozitívnak bizonyultak (0.75), azok is voltak, mivel azok a gazdaságok, amelyek nem vállalták a reformokat hasonló mértékben mint a többiek, magasabb kockázati felárakkal szembesültek később.

Ez egy érdekes megfigyelés, ha az arról szóló vitákat nézzük, hogy a relatív hozzájárulások a pénzügyi megszorításokhoz valamint a strukturális reform visszaveti az országokat a növekedési pályán a pénzügyi válságot követően. A jelenlegi fejtegetések hangsúlyozzák mindkettő értékét és a kettő közötti interakciót, de észre lehet venni, hogy a strukturális reform folyamata nem jövedelmez azonnali javakat, ahogy előbbiekben írták. Ez nagymértékben magyarázza, hogy a költségvetési megszorítási műveletek miért szereztek meg a szükséges politikai támogatást. A másik érdekes pont Cardoso és Doménech megfigyelésben az volt, hogy a pénzügyi piacok tulajdonképpen korábbra hozzhatják az újítás előnyeit a reformoknak az országkockázati felár értékelésin keresztül.

A STRUKTURÁLIS ÚJÍTÁS HATÁSA A KOCKÁZATI FELÁRAKRA

Ezt a lehetőséget számtalan szerkezeti-kapacitás-mutatót vizsgálva kutatták a szerzők – egyéb adatok mellett egy sor tényezőt vizsgálva, amelyet az irodalomban úgy ismernek, mint a fejlődés meghatározói az ország kockázati feláraiban,

úgy, mint adósságszintek és devizatartalékok – aztán ökonometriai módszereket használva meghatározták a fontos közreműködőket a kockázati felárakat nézve.

Ahogy Cardoso és Doménech, a szerzők is elfogadták az átlagos 5 éves hitel-nemteljesítési csereügyleteket (CDSs), hogy megmérjék egy ország kockázati felárát. Ezek biztosítják a szerződéseket, amelyekben egy párt védelmet vesz az esetleges veszteség ellen a csereügylet lejáratáig egy referenciainstanz hitelkockázati eseménye miatt. Egy ilyen CDS-szerződésben a védelmet vásárló fél meghatározott időközönként prímiumokat fizet a lejárat időpontjáig, vagy az első bekövetkező hitelkockázati eseményig. A hitelkockázati eseményen a védelmet vevő fél kompenzációt kap a kötvényértékek veszteségeiért. A CDS piaci árait évente fizetendő kiindulópontokkal határozták meg.

A bevett módszer a kockázati felárak meghatározásához, hogy a közdósság szintjére és a devizatartalék mértékére koncentrálnak. Ezt a modellt végigfuttatták a tanulmány szerzői a saját adatállományukkal, illetve CDS-ekkel, hogy megmérjék a kockázati felárakat. Az átlagos eredmény a következő lett: a több devizatartalék csökkenti a kockázati prímiumokat, míg a nagyobb adósság növeli azokat. Mindkét változó jelentős a várható jeleket nézve, viszont a feladat az, hogy modell kevés eltéréssel mutassa a felárakat. Ami a strukturális reformot illeti, sok forrást gyűjtöttek: 19 OECD ország politikai irányvonalának közel 40 különböző intézkedését a munkaerő-piac szabályozására, üzletviteli szabályozására, az intézmények minőségére és a szerződés végrehajtásának képességére, a humántőke intézkedésekre, az infrastruktúra szabályozására, valamint az innovációra való erőforrásra vonatkozó-

lag. Ezek a mutatók feltárták a politikai környezet strukturális reformját serkentő céljait, a közepes és a hosszú időszak lejártával. Ezeket a változókat belevették a becsült modellbe, és közülük sok szignifikánsnak bizonyult. Továbbá, a strukturális reform különféle variációit tartalmazó kiterjesztett egyenleteik több dolgot megmagyaráztak, mint az ilyen variációkat nem tartalmazó átlagos modellek.

A munka első néhány lépésében feltárták a különböző politikai területekkel kapcsolatos strukturális variációkhoz való hozzájárulásokat azért, hogy megmagyarázzuk a CDS-ek fejlődését. Ezután számtalan tesztet elvégezve megkeresték a kedvező változók készletét. Annak érdekében, hogy megtalálják a modellhez legkedvezőbb változót, a *Furnival* és *Wilson* által javasolt ún. „leaps and bounds” algoritmust használták. Az algoritmus megadja az optimális modellt minden lehetséges kimenetelre.

A variációkat tartalmazó regressziómodellben a variációk tulajdonságait 15 magyarázó változó hordozza. Az eredmények azt mutatják, hogy az első hét magyarázó változót tartalmazó optimális modellben nincs szükség makroökonómiai alapokra. A 8 és 15 közötti változót tartalmazó modellek a kettőből csak egy makroökonómiai alapot tartalmaznak az optimális modellhez. Mindezek mellett különböző információkritériumokat használtak, hogy elkülönítsék a modelleket (Mallow C, Akaike információkritériumát, Akaike javított információkritériumát, és a Bayesian információkritériumot). Ezek szerint a kritériumok szerint az optimális modellek 7, 13 és 14 magyarázó változót tartalmaznak. A 7 változót tartalmazó modellnek nincs makroökonómiai alapja. Azonban a 13 és 14 változót tartalmazó modellek változói között ott van az adósságszázalék,

valamint minden ide tartozó strukturális terület mutatói.

Van még egy érdekes eredmény az adósságintézkedés hatását tekintve, ha beleveszik a kiterjesztett modellbe. A jelei és jelentősége sokat változik, és mikor felállítanak egy végső készletet a jelentős strukturálisreform-változókból, az adósságintézkedés jelentős hatású, de nem pozitív, hanem negatív előjellel. A szerzők értelmezése az, hogy a magasabb adósságszintek nem társulnak magasabb kockázati prémiumokkal, amikor a hiteles országnak vannak strukturális politikai irányelvei, amelyek hozzájárulnak a növekedéshez és a viszfizetés lehetőségéhez.

KONKLÚZIÓ

Összegezve:

- Először, a szerzők értelmezése az volt, hogy a pénzügyi piacok „okosak”. Tudják, hogy kölcsönözhetnek alacsonyabb kockázattal nagy növekedéssel kecsegtető gazdaságoknak, ha azok helyes politikai irányelvekkel rendelkeznek. A pénzügyi piacok felismerték, hogy a politikai berendezkedés elősegítheti a kockázati prémiumok visszafizetését, ami tovább könnyíti a szükséges refinanszírozást.
- Másodszor ez azt jelenti, hogy a pénzügyi piacok korábbra hozhatják a strukturális reformok előnyeit, azaz van azonnali következménye az ilyen politikai csomagok iránti elkötelezettségnek. Ne felejtjük el a reform elkötelezettség azonnali előnyeit mutató skálát. Úgy következtettek, hogy az ilyen reformok jelentőségét a válságkezelési csomagban nagyobb súllyal kellene beszámítani.

LÍRA ÉS KÖZGAZDASÁG

Sarkadi-Szabó Kornél, elemző közgazdász versei

Juh-talék szonett

Sales-csapatok vijjognak a réten
Vad hívással csapnak a vevőkre
'Csak nyerhetsz velem, mint a mesében'
Harsogják, s bízd magad jötevekre!

Tedd be hozzánk bő vagyondod szépen
Majd forgatjuk, keresel belőle
Énekli a brókerhad eképpen
S hajtja ki a nyáját dús legelőkre.

Mikor kint van mind, felszáll a sales-had
A birkákra lassan virrad a vég
Nem tudják még, hogy a bróker szétkap

Mindent, mi pénz lesz, s ügyfél-martalék
Így válik birkákból elhagyott méhkas
Míg brókeré a kiizzadt juh-talék.

Tőzsdei ars poetica

Van egy ház: szólnak a kolompok
Ott élnek együtt a bolondok
Azt hiszik, hogy mindegyik egy hős, de
Sok kis Napóleont rejt a tőzsde
Boldogok ők, én meg kint szorongok...

Shortos lélektan

Beshortoltam mindent, mi remeg
Már tudhatod, a long halott.
E földön többé sohse veszek,
Mert a shortolás minő remek,
Ha könnyed, s nem pénzéd hullatod.

Tőzsdebuborék

Néha üt csak léket agyamba
Egy fura gondolat, humor-ék:
Hogy mind, amit látunk, szappanba
Mártott lila tőzsde-buborék..."

Börzekerzõ

Börze kövén baktat a bika
Likvid áramon vörös posztó
Követi lépteivel, mintha
Ez volna egyedüli minta:
Etalon, örök kapaszkodó
Brókerek körbenéznek mohón:
Mit vegyünk, mivel játszunk ma még?
Fel sem merül a tőzsdekorzón
Hogy akkor lehet venni olcsón
Mélyihöz ha húz a szakadék
Tajtékozva fut, hág a csorda
Taposva jelent és a jövőt
Nem gondolnak most az akolra
Bankok úzik őket csaholva
S bálványoknak nézik a cselszövõt.

Az EKB-nak

(egy korábbi kamatemelés alkalmából)

Kamatot miért emelsz, Te hős, mondd már!
Hogy ronggyá gyengüljön szét a dollár?!
S hogy égbe szökjön az olaj ára
Míg a fogyasztó ezt tolerálja...
Nem veszed észre, hogy ez globális
Bár lenne benned ész és morál is
Látnád, hogy FED-nyomda itt e méreg
Hány év, míg ezt fogod, s megérted!?