Bod Péter Ákos

Magyarország tőkepiaci megítélése – okok és következmények

A szerző áttekinti a magyar gazdaság nemzetközi megítélését formáló tényezőket és a közvetítő, alakító szereplőket. Magyarország külső képe a nemzetközi összehasonlító táblázatok, értékelések és indexek szerint a 2000-es évek közepétől sokat romlott, főként az állam terjedelme, működési hatékonysága és transzparenciája vonatkozásaiban. A 2007/08-as nemzetközi pénzügyi zavarok kitörésével hazánk külső megítélésének kritikus eleme a pénzügyi elemzői közösség véleménye, elsősorban a hitelminősítő intézetektől kapott országkockázati besorolás lett. A cikk következtetései szerinti korrekció középpontjában ezért az államháztartási hiány mérséklésének és a fiskális konzervativizmus hiteles hazai és külső meghirdetésének kell állnia.

Kulcsszavak: országimázs, országkockázat, nemzetközi összehasonlítás, szuverén kockázat tőkepiaci értékelése, magyar gazdaságpolitika

AZ ORSZÁGKÉP FOGALMA ÉS ANNAK SZEGMENTÁLÁSA

Egy ország a maga területi, társadalmi rétegek szerinti, korosztályi, belső kulturális tagoltsága miatt eleve nem jelenhet meg egységesen a külvilágban. Ugyanakkor maga a „külvilág" fogalma is túlságosan széles ahhoz, hogy világosan értelmezhető és az üzleti gyakorlatban hasznosítható megállapításokat lehessen tenni e vonatkozásban.

Jelentősen konkretizálható viszont az országkép (imázs, 'image') ügye a *gazdasági kapcsolatokra szűkítve*, mivel e vonatkozásban fennállnak az általános mérhetőség bizonyos minimális előfeltételei. Egy ország gazdasági teljesítményének ugyanis nemzetközileg ismert és elfogadott mércéi léteznek, mint amilyen a gazdasági növekedési ütem, az egy főre jutó hazai termék, az ország fizetőeszközének árfolyama (vásárlóereje), a pénz vásárlóerejének stabilitása (inflációs ráta). Maga a teljesítmény, valamint az arról nyilvánosságra kerülő, a szűkebb vagy tágabb nyilvánosságot befolyásoló mutatók és értékelések sokasága a gazdaság vonatkozásában valószínűleg jóval kevésbé szóródó minősítéseket eredményez az „úgy általában vett" véleményekhez képest. Míg például az „általában vett Amerika" megítélése a világban nagy kilengéseket mutat (különösen a 2001 és 2008 közötti időszakban), ha viszont az „amerikai gazdaság" a megítélés tárgya, a vélemények kevésbé szélsőségesek. Hasonló lenne a következtetés a Kínai Népköztársaság versus a kínai gazdaság megítélésében is.

A másik értelmes szűkítési mód az, ha az országképet csupán a *szakmaiság* bizonyos ismérveinek megfelelő szubjektumok körére vonatkoztatjuk, és csak abban a társadalmi körben mérjük. Nyilván jelentős különbség adódik valamely országról alkotott kép esetében a laikus megítélés és a szakmai közvélemény között. Feltehetjük, hogy minél szakmaibb (professzionálisabb) és ezáltal célra orientáltabb a megítélés, elvileg annál egyértelműbb és konszenzuálisabb kép formálódik ki az adott országról, annak gazdaságáról, üzleti életéről. A professzionális megítélés a köznapihoz képest több ténybeli (azaz nem annyira érzelmi vagy média közvetítette irreleváns) ismeretelemen nyugszik.

Természetesen hiba is fakadhat abból, ha egy ország külső imázsának ügyét csupán szűk szakértői kör nézeteire egyszerűsítjük, mivel fontos gazdasági következményei vannak annak, hogy mi a tág közvélemény impressziója, alapos vagy éppen téves nézete egy adott országról, annak gazdaságáról. *Turizmusból élő ország* esetében például nyilvánva-

lóan nagy üzleti értéket képviselhet a legáltalánosabb (szinte a sztereotípia szintjén maradó) köznapi országkép is. A tömegturizmus által érintettek tágas külső kört alkotnak: a volt és a leendő külföldi turisták, a turisztikai szolgáltatást közvetítő és nyújtó üzleti szervezetek, a biztosítási és pénzügyi közvetítők, és még egy sor szakma. Általában véve is fontos az általános országkép mint márka (brand) a *személyes szolgáltatástól*, valamint a *fogyasztási cikkek kivitelétől* nagymértékben függő gazdaságok esetén.

Óvatosan kell bánni a laikus minősítéssel is: a turistákat vagy a fogyasztási cikk végső vásárlóit/használóit valójában a fél-professzionális közösséghez számíthatjuk a fogyasztói kosarukba tartozó szolgáltatások minősége, megléte, elérhetősége és vonzereje szerinti ismereteik alapján, noha a turista egy ország életének leginkább csak a felszínével, gyakran regionálisan is csupán egy szeletével érintkezik, mint ahogy a vásárló is csupán felületes képet nyer egy adott gazdaságról. Némileg más – alaposabb és árnyaltabb – ismerethalmaz alapján formálnak véleményt a *vendégmunkások* egy adott ország egészéről és benne gazdaságáról, hiszen az emberközi és szervezeti kapcsolatok mélyebb és gazdagabb szintén szerezhetnek ismeretet és emóciót.

Mind a turista, mind a migráns országképét a múlt és a jelen formálja, és a tapasztalatok alapján alakul ki vélekedés (ha egyáltalán kialakul) az illető ország jövőjéről. A *professzionális értékelés* azonban éppen ezen a ponton válik el a valamilyen szinten informált fél-profitól vagy a tájékozott laikustól, mert kalkulatív módon tekint a jövőre. Egy országelemzőtől az ország gazdaságának megítélésében legfőképpen a *jövő előrejelzését* várják el. Ugyanis az egyszeri és véletlenszerű ügyleten túlmenő üzleti kapcsolatnál felmerül a *jövőbeli megbízhatóság* kérdése, amely súlyos költségalakító tényező.

A megbízhatóságnak egyaránt van a konkrét üzletre (üzleti partnerre) és az adott országra vonatkozó komponense. A szokásos üzleti kockázatok mellett mindig megtalálható az a rizikó, hogy az ügyfél országa mint olyan válik fizetésképtelenné. Sőt még államcsődig sem kell eljutni ahhoz, hogy az ország esetleges devizahiánya vagy egyéb üzleti zavara veszélyeztesse az ügyleteket. Különösen a *bankhitel* és a *kötvénybefektetés* érzékeny az országkockázatra. Míg a *közvetlen* beruházás („működőtőke", FDI) kevésbé függ az ország általános állapotától, mivel a beruházónak egy sor eszköze van a kockázatok alakítására, addig például egy államkötvény pontosan a fizetési ígéretet kibocsájtó állam jövőbeli fizetési képességét és készségét árazza be (Bod, 2001).

AZ ORSZÁGIMÁZS MAGYAR KONTEXTUSA

Az eddigiekből a témánk szempontjából az következik, hogy a külső üzleti megítélésnek számtalan releváns vonatkozása van. Hogy melyik vonatkozás válik kritikus jelentőségűvé, az értelemszerűen az illető ország helyzetétől, gazdasági szerkezetétől függ. Míg mondjuk egy turizmusból élő ország esetén a közbiztonság romlásáról szóló hírek (híresztelések) komoly anyagi következményekkel járnak, addig hasonló nemzetközi tudósítások csak érintőlegesen hatnak az olyan országban, amelynek fő üzleti tevékenysége a bányászat: a meglevő és potenciális befektetők (bányavállalatok) a számos operatív kockázat egyikeként tekintenek a közbiztonság adott szintjére, de emiatt nem állnak el az üzlettől (míg az előző esetben a turisták tömegesen elmaradhatnak). Az országimázs sokféle komponenségből az alábbiakban tehát a valóban relevánsakat kell kiemelnünk; esetünkben azokat, amelyek a magyar gazdaság szempontjából most és a belátható jövőben különösen nagy gyakorlati jelentőséget hordoznak.

Gazdasági helyzetünk ismeretében magától értetődőnek adódik a költségvetési hiány, az államadósság ügye és általában a pénzügyi vonatkozás. Bár ehhez is hozzátehetjük, hogy az államháztartás hiánya vagy a makacs infláció adatai önmagukban nyilván negatív hírek, de mint Olaszország vagy Spanyolország megtapasztalta az 1970-1980-as években, a közvetlen tőkebefektetők és a vegyesvállalat-alapítók különösebben nem aggódnak a makropénzügyi adatok miatt mindaddig, amíg ágazatspecifikus termelési előnyöket találnak az érintett gazdaságban. A *politikai biztonság, a jogrend működése* azonban nyilván kulcsfontosságú a működőtőke-beruházásról döntők számára is, máskülönben nem érezhetnék garantálva azokat az ösztönzőket (adókedvezmény, felmentés a helyi jogszabályok és előírások egy része alól, szubvenció, védelem kisajátítás alól), amelyeket egy adott kormánytól tartós jelleggel kaptak.

Az általános makrogazdasági megítélés és a politikai kockázat-elemzés komoly üzletág, amelyről részletesebben szólunk, ugyanakkor érdemes megemlíteni a tágan vett *médiát* is. A nagy példányszámú napilapok, magazinok által közvetített országkép, a publicisztikai mélységű (felszínességű) külső vélemény mint fél-laikus külső tükör egyáltalán nem lényegtelen. Egyfelől a szakmai, a fél-laikus (és részben a laikus) vélemények rendszerint egymással erősen korrelálnak, mivel hasonló evidenciákat is tartalmaznak. Másfelől a tőkékről, üzletekről, stratégiai választásokról döntő szakapparátus sem tudja magát

függetleníteni a köznapi véleményelemektől. Ezért is gond esetünkben az, hogy a nyugati professzionális médiumokban újabban igen előnytelenül jelenik meg hazánk: lásd a „magyar káosz", „Argentína a Duna mentén"„Magyarország a bóvli-kategória felé tántorog" szófordulatokat (Economist, 2008; Economist, 2009; Forbes, 2009), vagy azt, hogy az amerikai elnök Magyarország (és Ukrajna) közelgő bukásával jeleníti meg az Egyesült Államokra leselkedő veszélyeket (New York Times, 2009). Még dehonesztálóbb hangú cikkek sokasága idézhető a nyugat-európai, amerikai lapok belpolitikai viszonyainkat taglaló írásaiból.

Gazdaságunk szerkezetére és fennálló viszonyainkra tekintettel – elkülönítve a kritikus jelentőségű külső vélekedéseket és értékítéleteket azoktól, amelyek ugyan más tekintetben lényegesek és érdekesek lehetnek, de nem tartalmaznak kritikus kockázatot – a pénz- és tőkepiaci megítélés a kritikus. *Hazánk súlyos külső eladósodottsága, a pénzügyi szektor döntő hányadának külföldi tulajdonlása, a működőtőke-import fennmaradásától való függésünk következtében jelenleg a külső megítélők közül az országkockázat professzionális elemzői, a nemzetközi pénzügyi intézetek, és legfőképpen az országkockázat értékelésében piacvezetőnek számító minősítő (rating) intézmények a legfontosabbak.*

AZ ORSZÁGKOCKÁZAT ELEMZÉSE, MINT ÜZLETÁG

Az országkockázat (szuverén kockázat) jelentősége főként a nagy nemzetközi tőkemozgások korában nő meg. Az 1980-as évektől a devizakorlátozások csaknem általános megszűnése és a modern infokommunikációs technológiák elterjedése következtében a megtakarítások minden korábbi időszakhoz képest könnyebben lépik át az országhatárokat, elősegítve a hazai tőkeigények külföldről való kielégítését. Mindezzel azonban veszélyek és kockázatok is együtt járnak. A külföldön befektető ugyanis az otthon megszokottnál nagyobb rizikót vállal, amikor az ismert jogi, gazdasági környezeten kívül kötelezi el tőkéjét. Nyilvánvalóan akkor teszi meg ezt, ha a befektetéstől ésszerűen várható hozam a kockázatokat figyelembe véve is meghaladja az otthon elérhetőt. Minél kisebb ez a többletkockázat, annál könnyebben mozdul meg a lekötésre váró tőke, és így – ceteris paribus – annál könnyebb a hitelfelvevőnek kölcsönhöz jutnia. Vagy ami ugyanaz: olcsóbb lesz a kölcsöntőke ára a hitelfelvevő számára. Jelentős és nehezen felmérhető kockázat esetén viszont a kölcsöntőke birtokosa csak komoly *kockázati felár* mellett hajlandó megválni pénzétől.

A hitel- és kötvényügylet egymással szemben álló két szereplőjének a szempontjából egyaránt fontos a kockázatok megfelelő felmérése és lehetőség szerinti mérséklése. Nemzetközi ügylet esetén a kockázat tartalma tágabb, mint azonos gazdaságon belül a hitelező (bank) és a kölcsönvevő (ügyfél) között. Otthon a bankár szempontjából nézve az ügyfél vagy az ügylet kockázata a lényeges. Amikor viszont határon túlnyúló ügyletről van szó, akkor az ügylet kockázatához társulhat az *árfolyam-kockázat*, valamint mindenképpen fellép az *országkockázat*.

Minden pénzintézet, szakmai befektető végez formális vagy informális országelemzést, mielőtt elkötelezi magát egy határon túli jelentős ügylet mellett. Fordulhat külső nyilvános forráshoz vagy szakcéghez: az országkockázat (szuverén kockázat) elemzésének piacán rendkívül sokfajta intézmény található. A *politikai kockázattal* (az országok hírszerzőin kívül) kutatóintézetek, vezető napilapok, szakfolyóiratok foglalkoznak. A magyar külső pénzügyi megítélés szempontjából kiemelkedően fontos az *Euromoney* (2009), a *Forbes* (2009), a londoni *The Economist*. A szerkesztőségek mellett gyakran elemzési üzletág is létrejön, mint amilyen az Economist Intelligence Unit. Idézettség alapján kiemelhető a *Political Risk Services Group*, a *Business Monitor International*. Politikai és gazdasági elemzéseket üzleti alapon egy sor kutatóintézet állít elő és terjeszt előfizetőinek. Hazánkról rendszeresen közöl elemzést például az *Oxford Analytica* (2009). Az országkockázat elemzésével és kockázat elleni biztosítási termékekkel foglalkoznak az állami hitelbiztosítók, mint minálunk a *Magyar Exporthitel Biztosító Zrt.*, vagy a térségünkben aktív *Coface* (2009), *Euler Hermes, Allianz SE*.

A külső országkép természetét tekintve összehasonlító jellegű, a külső személy vagy intézmény valamely referencia-országhoz, illetve az ország típusát megtestesítő benchmarkhoz méri a szóban forgó gazdaságot. A média, beleértve a szaksajtót is, különösen szívesen idézi a nemzetközi összehasonlító listákat, mint amilyen az *IMD Versenyképességi jelentése* (2009), vagy a *World Economic Forum országversenyképességi* listája (2008). Ezeket szakmailag tekinthetjük szépségverseny-listának, amivel nem kell egyetérteni, és – mint a szépségversenyeken is gyakran – az előkelő helyezés nem mindig tükröz valós értékeket, de azért a jelentős visszacsúszás egy ilyen listán ront az érintett ország külső megítélésén – ez volt sajnos a magyar eset 2005 után, Magyarország relatív pozíciójának gyors visszaesésével.

Hazai viszonyainkra tekintettel érdemes megemlíteni az olyan tematikus országlistákat is, mint amilyen az üzleti szereplők által érzékelt korrupciót bemutató

Transparency International (2008), vagy a gazdasági és társadalmi szabadság foknak felmérésére vállalkozó *Freedom House*, amely a mi térségünkkel kiemelten foglalkozik a *Nations in Transit* című sorozatában (Freedom House, 2008). A magyar besorolás ezeken a listákon is romlott 2003 után, illetve a környezetünkbe tartozó országok besorolása javult, ami természetszerűen relatív helyzetünk gyengülésével egyenértékű.

A KRITIKUS VÉLEMÉNYFORMÁLÓK A MAGYAR ESETBEN

A nemzetközi versenyképességi, korrupciós, innovációs és egyéb üzleti jellegű indikátorok szerinti relatív (időnként sajnos abszolút) visszaesésünk tükrözi is, és áttételesen alakítja is külső országképünket. Ezeknek a listáknak a közvetlen üzleti jelentősége önmagában azonban egyenként nem nagy (bár befektetői elemzések, prezentációk során rendszeresen előkerülnek a fenti „szépséglisták"). Aminek közvetlen üzleti, pénzügyi következménye van a mi helyzetünkben, az a nemzetközi pénzügyi intézmények álláspontja. Elsősorban a *Nemzetközi Valutaalap* (IMF) országvéleménye számít, melyet a szokásos és kötelező ún. 4. cikkely szerinti konzultáció után tesznek közzé (IMF, 2008; IMF, 2007). A Valutaalap nyilvánosságra hozott jelentései egyfelől a maguk információs gazdagságukkal formálják a professzionális vagy alkalmi országelemzőket, másrészt viszont az intézmény állásfoglalásának messze ható következményei vannak a pénzügyi világban. Ha a Valutaalap végső hitelezőként kritikus képet alkot a hitelért hozzá forduló tagállamról, netán arra utal, hogy felfüggeszti annak finanszírozását, az valószínűleg a külső forrásokhoz való hozzájutás legvégét jelenti, hiszen ezt követően komoly pénzintézet nem vállalja a szóban forgó ország kockázatát.

Ehhez képest kevésbé direkt a hatása a *Világbank* vagy a londoni székhelyű *EBRD* országtanulmányainak, elemzéseinek, éppen azért, mert az elemzések kvalitatív következtetéseihez nem fűződik annyira közvetlen és drasztikus pénzügyi következmény. A Világbank (IBRD) által közzétett *Doing business* értékelés sokkal inkább tekinthető nem túl mély, de informatív elemzési eszköznek abban a vonatkozásban, hogy a Világbank nagyszámú tagországaiban a Bank elemzői szerint hol mennyire könnyű vagy nehéz – a többi országhoz hozzámérve – vállalkozásba fogni, adózni, céget működtetni (World Bank, 2008). Ez a lista is inkább közvetett országmarketing-hatású; közvetlen befektetési vagy tranzakciós következménynyel aligha jár. A magyar helyezés 2000 után romló és nem túl előnyös; főleg az állammal kapcsolatos vonatkozások (adózás, jogrend, korrupció, közszolgáltatások) mutatnak rá társadalmi-gazdasági fejlődésünk nemzetközi összevetésben is mérhető problémáira. Az EBRD minden tagországról – így hazánkról is – közzéteszi a saját országtanulmányát, az országgal kapcsolatos hitelezési stratégiáját illetve a rendszerváltozás (tranzíció) indikátorai szerinti állapotot (EBRD, 2008). Magyarország helyezése a *tranzíciós mutatók* (a privatizáció előrehaladta, a liberalizáltság foka, a pénzügyi mélység) szerint hagyományosan jó; mindebből azonban sok következtetés nem vonható le sem a követett állami politikák célszerűségéről, sem az ország külső megítéléséről.

Igen alapos országtanulmányt készít időről időre a párizsi székhelyű *OECD* (OECD, 2008), de annak inkább csak az elemzői közösségre van hatása – valamint elvileg a magyar kormányra, mely hivatalból megkapja, és arra reagál.

A nemzetközi szervezeteken túl a tőkepiaci finanszírozás szempontjából közvetlen és azonnali pénzügyi hatással van az országra a *hitelminősítő intézetek* által adott *országkockázati besorolás* (rating), amely az állam fizetési zavarának és végső soron csődjének valószínűségét jeleníti meg.

Magyar szempontból fontos két nagy amerikai minősítő intézmény a *Moody's Investors Service* és a *Standard* Poor's*, valamint a londoni központú *Fitch-IBCA* (Sebestyén, 2005). Érdekesség a mi esetünkben, hogy a három nagy mellett sokat nyom a latba a *Japan Credit Rating Agency* (JCRA Tokió) véleménye is; ez az intézmény a magyar szuverén kötvények elhelyezése szempontjából hagyományosan fontos japán tőkepiacon minősíti a kötvénykibocsátókat. Az MNB a kiadványaiban feltünteti a *Rating and Investment* által adott besorolást is.

ORSZÁGKOCKÁZATUNK ÉS ORSZÁGIMÁZSUNK ÁRA

A nagy hitelminősítő intézményektől kapott besorolás nem mindig volt kritikus jelentőségű, és oka van annak, hogy jelenleg ismét azzá vált. A rendszerváltoztató folyamat kezdetén még jelentős arányt tett ki a hivatalos forrásból származó finanszírozás, valamint a kormányzati stratégiának része volt a közvetlen beruházások ("működőtőke", FDI) beáramlásának ösztönzése; az első esetében nem lényeges, az FDI esetében sem meghatározó a szuverén kockázat mértéke, az ország ratingje. Majd amikor az 1990-es évtized során a hivatalos hitelezőink (IMF, WB, EBRD) részaránya már erősen mérséklődött, és megszaporodtak a portfólió-befektetések, amelyek nagyrészt az

állampapír-piacunkra és részvénypiacunkra irányultak, kezdett nagyon is számítani az országkockázati besorolásunk.

Ma ismét fontos üzleti és gazdaságpolitikai tényező lett az országkockázati mutató, tekintettel a nagy külső adósságra (azaz az állam és a nem-állami szereplők összegzett külső tartozására). A 2008. novemberi IMF-EU-WB hitelkeret csak átmeneti időre és kényszerűségből pótolta a nemzetközi tőkepiachoz való hozzájutást, amely lényegében megszakadt 2008 őszén: a magyar államadósság-kezelő központ csaknem fél évig nem tudott egy évnél hosszabb lejáratú forint államkötvényt kibocsátani. Az állam, a bankok, a vállalatok és – közvetítők útján - a háztartások hitelhez jutásában és a hitel árában komoly szerepe van az ország kockázati besorolásának.

A 2009-es év besorolásának értelmezéséhez tudni kell, hogy a tőkepiaci megítélésünk néhány évvel korábban sokkal előnyösebb volt. A Fitch 2000. novemberében, a S&P 2000. decemberében *A-* kategóriába sorolta a magyar hosszú távú devizaadósság kockázatát, a Moody's pedig 2002 őszén adta az addigi legmagasabb besorolást: *A1* (ez azonban része volt a térség egészére kiterjedő jelentős felértékelésnek). A kedvező értékelés indokai között a 2000. év fordulója között elért meglehetősen gyors gazdasági növekedés és a javuló adósság/GDP arány, valamint maga az európai tagság közeledte volt a leglényegesebb.

A felminősítés nagymértékben stabilizálta pénzügyi helyzetünket, főként a megelőző nehéz időszakhoz képest: 1990-et követően hosszú éveken át az ún. *spekulatív kategóriában* szerepeltek a magyar állam vagy az MNB által külföldön kibocsátott értékpapírok, mégpedig a szokásos elhatárolás szerint a *BB+* és az alatti besorolás csupán 'speculative grade', azaz aki megveszi, számoljon azzal, hogy komoly kockázatot vállal, vagyis spekulál a pénzével. A rendszerváltozással együtt járó válságszerű átalakulás közepette Magyarország szkeptikus tőkepiaci megítélése nagyon megnehezítette az ország külső finanszírozását, és láthatóan idő kellett ahhoz, amíg az óvatos hitelminősítők honorálták a magyar fizetőképesség megőrzéséért végzett munkát, és a befektetőknek ajánlott ('investment grade') kategóriába sorolták az országot. Ezzel az állam (valamint közvetve minden más gazdasági szereplő) külső hitelfelvevő képessége sokat javult. Éppen ezért nagy kár, hogy az EU-csatlakozás óta eltelt első öt esztendőben nemcsak hogy nem javult tovább besorolásunk, hanem vissza is esett.

A 2009. évi *BBB* körüli besorolásaink megítélésnél lehetne arra gondolni, hogy a nemzetközi pénzpiaci turbulenciák miatt óvatosabbá váló hitelminősítői hozzáállás következtében romlott a magyar besorolás a korábbi jobb mértékről. Sajnos nem ez a helyzet, amint a szomszédos országok minősítésének alakulása mutatja. A válság legfeljebb annyiban játszik szerepet a magyar leminősítésben, hogy a minősítők valóban jobban szemügyre vették a térség országait, és a hasonlóságok mellett észlelték is a különbségeket - ami nem szolgált javunkra. A pénzügyi válság következtében ugyan jelentősen esett a legtöbb kelet-közép-európai ország valutájának árfolyama 2008 októberétől (Szlovákia figyelemreméltó kivételével, ahol 2008/9 fordulóján áttértek a közös európai valutára, és ezzel tovább javult az ország ratingje), ám a megfelelő gazdasági alapokra tekintettel a lengyel vagy a cseh besorolás is megmaradt a válság előtti szinten. A magyar besorolás romlásában a magyar állam tényleges pénzpiaci kockázatosságának növekedése mutatkozik meg.

A besorolásnak van ugyan – pozitív és negatív – imázs-hatása, de a minősítő intézetek által adott osztá-

1. tábla
Magyarország hitelminősítése (2009 május)

Moody's	
Hosszú lejáratú devizaadósság	Baa1
Kilátások	Negatív
Standard & Poor's	
Hosszú lejáratú devizaadósság	BBB-
Kilátások	Negatív
Fitch Ratings	
Hosszú lejáratú devizaadósság	BBB
Kilátások	Negatív
Japan Credit Rating Agency	
Hosszú lejáratú devizaadósság	BBB+
Kilátások	Negatív
Rating and Investment	
Hosszú lejáratú devizaadósság	BBB+
Kilátások	Negatív

Forrás: MNB

2. tábla

Magyarország hosszú lejáratú deviza-adósságának alakulása (1992-2009)

A Standard&Poor's besorolása	Dátum
BBB-	2009.03.30.
BBB	2008.11.17.
BBB+ *N	2008.10.15.
BBB+	2006.06.15.
A-	2000.12.19.
BBB+ *P	2000.02.02.
BBB	1998.12.11.
BBB- *P	1998.01.22.
BBB-	1996.10.28.
BB+	1996.01.31.
BB+ *N	1995.02.07.
BB+	1994.11.23.
BB+ *P	1992.04.20.

*Ha a minősítés várhatóan javul: *P; ha romlik:*N*

Forrás: MNB

lyozás elsősorban árkérdés: a jobb rating rendszerint olcsóbb államadósság-finanszírozást von magával, a leminősítést pedig a kötvényhozamok növekedése kíséri. A magyar államadósság – amely a GDP-hez mérve a legnagyobb az összes volt tervgazdaság között – eddig is súlyos adósságszolgálati kiadásokkal terhelte meg az állami költségvetést, de különösen meghökkentő az, hogy a válság hatására a magyar állam milyen drágán, a biztos adósokhoz képest mennyivel nagyobb kamatszint mellett finanszírozza magát.

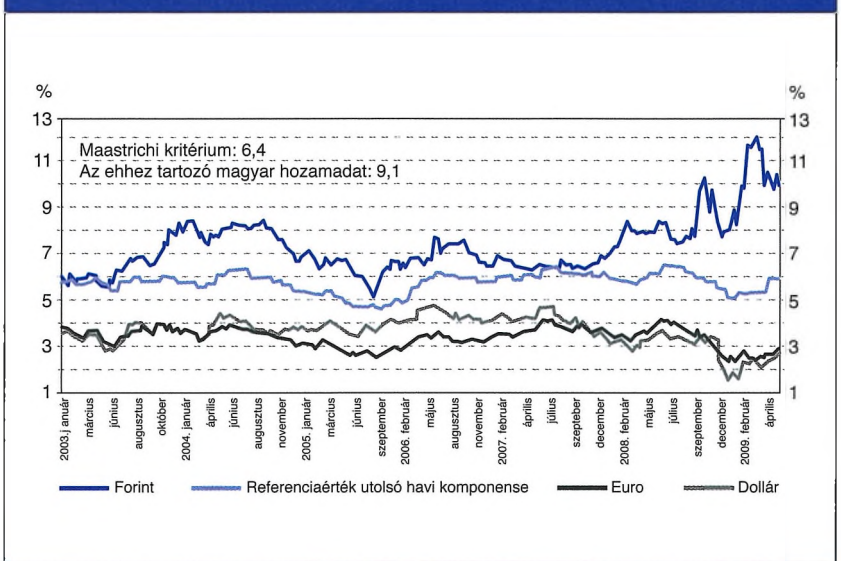
Az 1. sz. ábrán jól látható, hogy míg az USA és Németország (azaz a dollárban illetve az euróban legkisebb kockázatnak ítélt két szuverén hitelfelvevő) a pénzügyi válság bekövetkezte után a korábbinál is olcsóbban tudta finanszírozni adósságait, a magyar állampapírok hozama 2008 őszén meglepő magasságokba szökött, és csak az IMF/EU hitelcsomagjának odaítélése heteiben mérséklődött némileg. Hazánk külső pénzügyi megítélésének ingatagságát, sőt további romlását mutatja, hogy már a nemzetközi szervezetektől kapott hitel birtokában is tovább drágult a magyar állampapírok kamatszintje 2009 legelején. A szintemelkedés önmagában is nagy gond az adósságfinanszírozás költségei felől nézve, de ezen kívül az is tudható, hogy a kamatszint egyike az eurózónába való belépés ún. maastrichti feltételeinek; amint a 1. ábra mutatja, igen távolra kerültünk ennek a maastrichti ismérvnek a teljesítésétől.

A hitelminősítés különösen krízis idején válik lényegessé, amikor a pénztulajdonosok keresik a biztos befektetéseket, kerülik a kockázatosabbnak számító ügyfeleket és termékeket. Természetüknél fogva túl is reagálják az eseményeket; legalábbis ez olvasható ki a legjobbakkal szembeni kockázati felárak növekedéséből az európai értékpapírok piacán.

Amint a J.P. Morgan pénzintézet ún. Morgan Aggregate Index Europe (MAGGIE) statisztikája jól mutatja, az *AA*, az *A*, és különösen a *BBB* besorolású európai szuverén papíroknál a válságos időkben igen nagy lett a hozamok közötti különbség: a kockázatosabbnak tartott ország kötvényeit a legjobbhoz (a német állam kötvényéhez) mérve még 2009 áprilisában is 3-4 százalékkal magasabb kamatszint mellett fogadta el a pénzvilág, és a válság csúcsán akár 500 bázispont (5 százalékpont) fölé is ugorhatott a kockázati felár, holott itt részben eurózónabeli országokról van szó. A laikus vélekedésekhez és

1. ábra

Magyar állampapírhozamok – nemzetközi összevetésben



Forrás: MNB, ábrakészlet, 2009.május 25.

3. tábla

A visegrádi országok kockázati besorolása a válság kitörése előtt és után

Ország	*Moody's*	*S&P*	*Fitch*
Magyarország 2009	Baa1	BBB-	BBB
2007	A2	BBB+	BBB+
Csehország 2009	A1	A-	A-
2007	A1	A-	A-
Lengyelország 2009	A2	A-	A-
2007	A2	A-	A-
Szlovákia 2009	A1	A+	A+
2007	A1	A-	A

a fél-laikus üzleti közvéleményhez képest a tőkepiac stratégiai szereplői hirtelenül nagy különbséget tettek az európai országok megítélése terén.

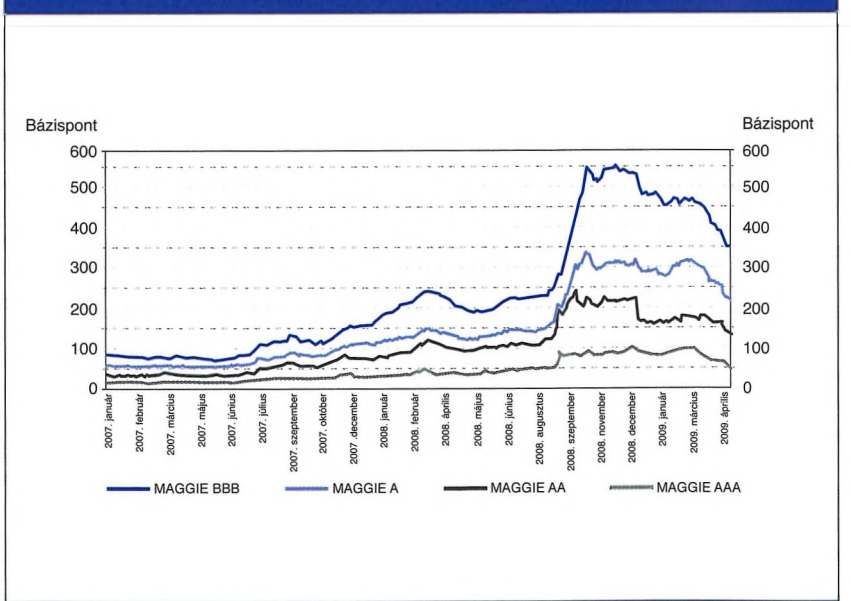
KÖVETKEZTETÉSEK

A magyar gazdaság 2006 utáni állapotában a külső kép, és különösen a professzionális pénzügyi megítélés legalább annyira fontossá vált, mint a rendszerválto-zás legelső, kritikus fázisában, a nemzetközi fizetőképesség megingásának és gyors stabilizálásának idején. A magyar gazdasági mutatatók romlása már jóval a 2007/08. évi nemzetközi pénzügyi zavarok előtt megkezdődött, és egyben erre az időszakra esik az általános országkép egyéb komponenseinek romlása, elsősorban a be politikai feszültségek, a rendőrségi fellépések és más kormányzati gyatraságok, a romaügyek megszaporodása és egyéb ügyek kapcsán, melyekről egyre több negatív tartalmú médiaközlés érte a külvilágot. Az üzleti döntéshozók által figyelt nemzetközi összehasonlító indikátorok, valamint a GDP-növekedés indexei alapján a magyar gazdaság már 2007-re a „problematikus új tagország" kategóriájába került. 2008 őszének egymást követő európai gazdasági eseményei viszont némileg módosítottak a helyzeten annyiban, hogy egyidejűleg több más, ráadásul korábban sikeresen növekedő országból is komoly gazdasági zavarokról jöttek a hírek (Írország, Észtország), azaz a magyar gazdasági és társadalmi bajok némileg relativizálódtak.

Ami a gazdaságot illeti, 2008-tól a külső megítélés kritikus eleme a tőkepiaci kockázatértékelés. A hitelminősítő intézmények presztízse ugyan sokat esett a válság körül (éppen hosszú távúnak szánt ország-, termék- és cégkockázati besorolásaik gyakori tévedései miatt), de jelentőségük mégsem csökkent. Számos nyugdíjalap és egyéb intézményes befektető saját belső szabályzata miatt egyáltalán nem tarthat spekulatív kategóriába tartozó aktívákat a portfóliójában, és ha egy ország besorolása a spekulatív/befektetői határ közelébe kezd süllyedni, akkor az ilyen értékpapíroktól meg akar szabadulni, de mindenképpen alulsúlyozza azokat a tárcájában tartott papírok között. A magyar államháztartás finanszírozhatóságához ezért mindenképpen az kell,

2. ábra

A kockázati felárak megnőnek a piaci zavarok idején



Forrás: MNB, Inflációs jelentés, 2009 május

hogy felfele mozduljon el a meghatározó kockázatminősítő intézetek által megítélt országkockázati besorolásunk.

Ehhez alapvetően a makrogazdasági és állampénzügyi adatok javulása és a javulási folyamat tartósságának üzenete szükséges. Azaz 2010-től a kormánynak nem csupán keményen kell fognia a rating szempontjából legfontosabb referenciaértékeket (államháztartási hiány, folyó fizetésimérleg-hiány, bruttó államadósság és bruttó külső adósság a GDP százalékában), de a fiskális szigort hosszú távra érvényes evidenciává kell tennie. A szükséges gazdaságpolitikai alaphang ezért csakis fiskálisan konzervatív lehet, noha az ilyen felfogás messze áll a több évtizedes hazai berögződéstől, és a rólunk kialakult külső evidenciáktól. Azonban a költségvetési fegyelem gondolatának megerősödését szolgálhatja az elmúlt 30 év második nagy eladósodási hulláma (2002-2006) súlyosan káros természetének széles körű megértése.

Az országimázs további műveleti terepe a külföldi közvetlen befektetők idevonzása: a világgazdasági visszaesést követő lassú fellendülés során nem mindegy, hogy hazánk a szomszédos országokkal a működőtőkéért folytatott lokációs versenyben hol tart akkor, amikor a nagyobb szereplők meghozzák fejlesztési, terjeszkedési döntéseiket. Ebben a vonatkozásban is sokat segít a „fiskális kijózanodás" és annak külső tudatosítása, mivel Magyarországnak a nemzetközi összevetésben leginkább visszahúzó vonatkozásai azok, amelyek a túlzott nagy és rossz hatásfokú államhoz kapcsolódnak.

HIVATKOZÁSOK

Bod Péter Ákos (2001): A pénz világa – a világ pénze. KJK-Kerszöv. Budapest.

Business Monitor International (2009): Hungary Business Forecast Report. Publ. date: May 15 2009

Coface (2009): Újabb országokat minősített le a Coface. Sajtóanyag, április 13.

EBRD (2008): Strategy for Hungary. 22 January 2008 http://www.ebrd.com/about/strategy/country/hungary/index.htm

Economist (2008): A Magyar mess. Hungary may soon be overtaken by its neighbours. March 27.

Economist (2009): Argentina on the Danube? Feb 19.

Economist Intelligence Unit (2009): Sovereign Ratings http://www.eiu.com/site_info.asp?info_name=sovereign_ratings Letöltve: 2009. május 31

Euromoney (2009): Country risk March 2009: No more safe havens.

Forbes (2009): Best Countries for Business- #40 Hungary. March 18

Forbes (2009): Hungary Teetering Toward Junk Status. March 31

Freedom House (2008): Nations in Transit http://www.freedomhouse.org/template.cfm?page=17&year=2008

IMF (2008): Hungary: Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, Sept 24, 2008. IMF Country Report No. 08/313 http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08313.pdf

IMF (2007): Hungary: Article IV Consultation—Staff Report; Staff Supplement; and Public Information Notice on the Executive Board Discussion, July, 2007 IMF Country Report No. 07/250 http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2007/cr07250.pdf

New York Times (2009): Obama and Brown Pledge Cooperation, Feb 4.

OECD (2008): Reforms for Stability and Sustainable Growth: An OECD Perspective on Hungary OECD Publishing 23 Apr 2008, Pages: 238

Oxford Analytica (2008): Hungary: Recession in 2009 may be deeper than forecast. Dec 19.

World Bank (2008): Doing business 2009: country profile for Hungary, 2008/09/29. Working Paper, Report Number: 45809

Forbes (2009): Best Countries for Business, #40 Hungary, March 18.

IMD (2009): World Competitiveness Yearbook http://www.imd.ch/research/publications/wcy/wcy_online.cfm

Sebestyén Tibor (2005): A magyar hitelképesség változási trendjei. Polgári Szemle. 1. évfolyam, 6-7. szám

Transparency International (2008): Corruption Perceptions Index 2008 http://www.transparency.org/policy_research/surveys_indices/cpi/2008

World Economic Forum (2008): The Global Competitiveness Report 2008-2009 http://www.weforum.org/en/initiatives/gcp/Global%20Competitiveness%20Report/index.htm

Bod Péter Ákos a közgazdaságtudomány kandidátusa, egyetemi tanár a Budapesti Corvinus Egyetemen és a Károli Gáspár Református Egyetemen

HUNGARY'S IMAGE ON THE INTERNATIONAL CAPITAL MARKETS – CAUSES AND CONSEQUENCES

The author reviews the factors, agents and shapers of the external image of the Hungarian economy, and determines that Hungary's foreign image has significantly deteriorated since the mid-2000s according to comparative international rankings and indices, particularly due to the excessive size of the public sector, its inefficiency and lack of transparency. Since the eruption of the international financial turbulences in 2007/08, the community of the international financial analysts, and particularly the major rating agencies that provide sovereign risk ratings, has emerged as the critical shaper of Hungary's external image. The conclusion of the paper is that in order to correct the recent negative trend in country perception, Hungary must keep on reducing budget deficit and should also declare convincingly her conservative fiscal stance both domestically and externally.

Key words: Country image, country risks, international comparison, capital market rating of sovereign risks, Hungarian economic policy

Péter Ákos Bod