

Ligeti Imre:

A hitelminősítések kulisszatitkai (3. rész)

Magyarország külső sérülékenységének csökkenése akár már idén felminősítést érhet az S&P-nél

Cikksorozatunk harmadik részében az S&P lépéseivel foglalkozunk, miután idén ez az intézet hozhat elsőként újabb pozitív döntést az ország hitelminősítésével kapcsolatban. Az S&P Magyarország hitelminősítését legutóbb tavaly szeptemberben vizsgálta felül. Bár ekkor nem módosított az ország „BB+” besorolásán és stabil kilátásán, a közleményben található információk az intézet hitelminősítési módszertana alapján abba az irányba mutatnak, hogy Magyarország külső sérülékenységének csökkenése akár már idén felminősítést érhet. Becslésünk szerint az S&P az elmúlt másfél évben lekövette a módszertana által javasolt felminősítést. A kulcsváltozók az S&P számításai szerint érdemben javultak és Magyarország befektetési kategóriába való visszakerülését a legnagyobb eséllyel a külső egyensúlyi profil részben már megvalósult, illetve további javulása válthatja ki 2016 során.

A fundamentális folyamatok, a hitelminősítők közelmúltban meghozott döntései, valamint a piaci mutatók mind abba az irányba mutatnak, hogy Magyarország hitelminősítése már idén visszakerülhet a befektetésre ajánlott kategóriába. Éppen ezért a jegybank egy szakmai cikksorozat keretében foglalkozik a három domináns hitelminősítő intézet döntéseivel, a felminősítés lehetséges időzítésével, illetve azokkal az előnyökkel, amelyeket a befektetésre ajánlott kategóriába való visszakerülés hozhat. A cikksorozat harmadik számában a Standard & Poor's (S&P) lépéseit mutatjuk be az intézet szuverén hitelminősítési módszertanán keresztül. **Fontos felhívni a figyelmet, hogy a bemutatott eredmények nem tekinthetők hivatalos S&P állásfoglalásnak, az itt közölt állítások az S&P honlapján elérhető információk alapján kizárólag a szerző véleményét és számításait tükrözik.**

Magyarország „BB+” besorolásának és stabil kilátásának legutóbbi felülvizsgálatát tavaly szeptember végén tartotta az S&P. És bár nem történt módosítás, a közlemény számos biztató, a felminősítés irányába mutató üzenetet tartalmaz. Ezeknek az üzeneteknek a megfejtésére – a sorozat első cikkében a Moody's esetében alkalmazotthoz hasonlóan – az intézet által elérhetővé tett szuverén hitelminősítési módszertant használjuk fel. Meglátásunk szerint az S&P módszertana alapján adódó indikatív besorolási sáv az elérhető módszertan, illetve a döntéseket kísérő közlemények alapján a Moody's-énál tapasztaltnál szemben nagyobb pontossággal becsülhető, így az egyes lépések rekonstruálása is nagyobb biztonság mellett tehető meg. Az alábbiakban az S&P modellje és számításai mentén

- **bemutatjuk, hogyan alakultak Magyarország kulcsváltozói az S&P számításai szerint az elmúlt másfél évben;**

- rekonstruáljuk, hogyan alakulhatott Magyarország értékelése a módszertanban meghatározott öt dimenzió mentén és ennek eredményeként a modell által számított besorolási sáv;
- végezetül megbecsüljük, milyen irányban változhat a modell indikatív hitelminősítése a 2016-os évben.

1.1. Az S&P öt dimenzió mentén értékeli a szuveréneket

Az S&P a szuverének esetében a vizsgált változókat öt nagyobb dimenzióba sorolja, mindegyiket 1 és 6 közötti pontszámmal értékelve. Az öt közül három (makrogazdaság, államháztartás, külső egyensúly) objektíven számszerűsíthető tényezőket foglal magába, míg kettő (intézményi hatékonyság és monetáris politika) inkább kvalitatív jellegű faktorokat vizsgál. Ezen öt dimenzió pontszámának összesúlyozása után egy eredménymátrix határozza meg a módszertan által javasolt három egységet átfogó besorolási sáv közepét (S&P 2014b).

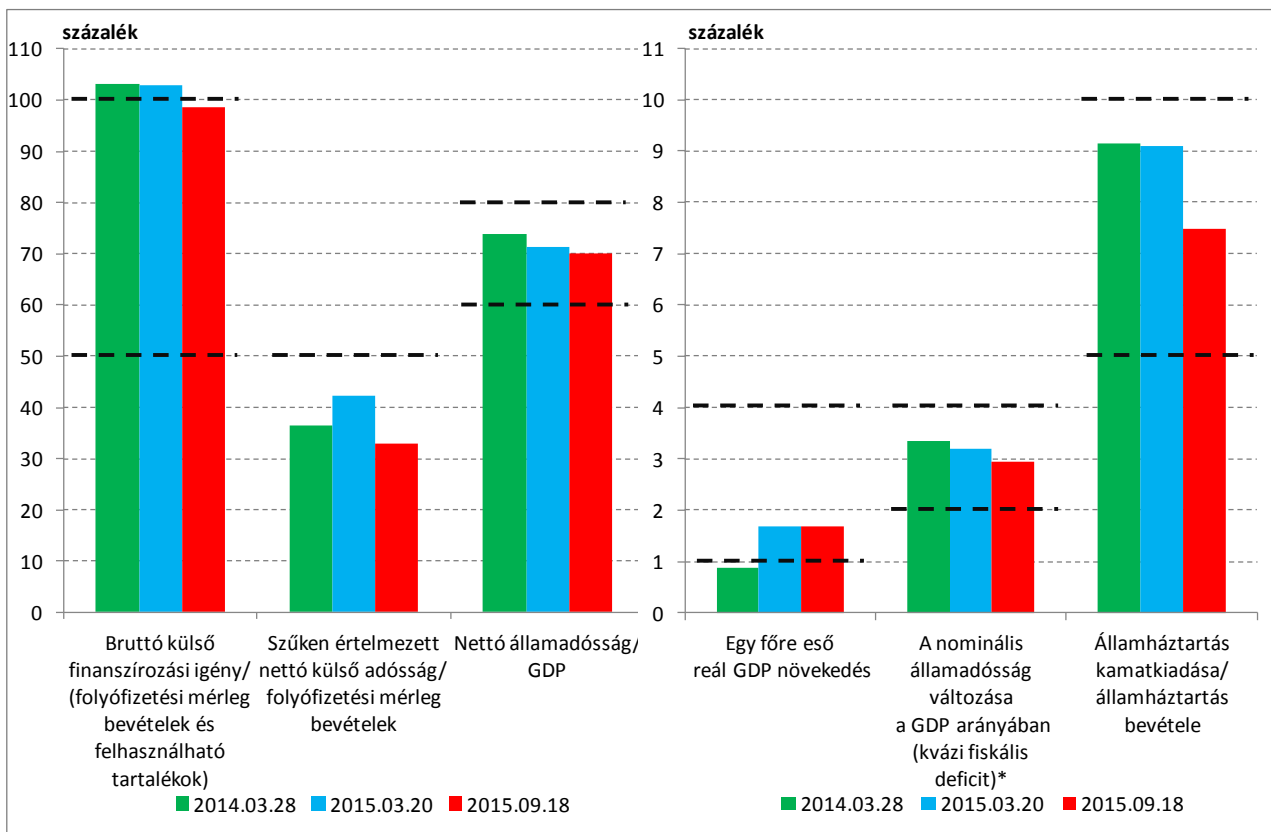
Az egyes dimenziók kiértékelésének a folyamata jellemzően néhány kulcsváltozó alapján előálló kezdeti pontszám meghatározásával indul, majd ezt a pontszámot további változók bevonásával finomhangolja a modell. A makrogazdasági dimenzió esetében például az aktuális évre becsült egy főre eső GDP határozza meg a kezdeti pontszámot, amit az egy főre eső reálgazdasági növekedés trendje, valamint a gazdaság szerkezetét leíró tényezők (a gazdaság szerkezetének diverzifikációja, volatilitása) módosíthatnak (S&P 2014b).

A döntéseket követő közlemények tekintetében az elmúlt másfél évben **az egyes dimenziókat meghatározó kulcsváltozókra számított értékek mellett az S&P azt is közölte, hogy az öt vizsgált dimenzió pontszámát a hatos skálán melyik harmadba helyezi el.** Ez különösen az intézményi struktúrát leíró dimenzió esetében jelent segítséget, ahol a módszertanban meghatározott minőségi ismérvek, valamint a közleményben található mondatok alapján nehezebb rekonstruálni, milyen pontszámot állapított meg a hitelminősítő (S&P 2014b).

1.2. Magyarország kulcsváltozói számottevő javulást mutattak a vizsgált időszakban

A bemutatott kulcsváltozók az öt közül a három leginkább számszerűsíthető dimenziót ragadják meg. A másik két dimenziót (intézményi struktúra, monetáris politika) az eredménymátrix során értékeljük. Három nevezetes dátumra végeztük el a számításokat: Magyarország „BB” minősítése kilátásának stabilra javítása (2014. március 28.), a „BB+” stabilra való felminősítés (2015. március 20.), valamint az utóbbi besorolás 2015. szeptember 18-i megerősítése.

1. ábra: Az S&P módszertanában szereplő kulcsváltozók Magyarországra kalkulált értékei az elmúlt másfél évben



Forrás: S&P (2014a, 2014b, 2015a, 2015b) és saját számítások (az egy főre eső reál GDP növekedés 10 éves átlagára)

Megjegyzés: A szaggatott vonalak a kulcsváltozók olyan értékhatárait mutatják, amelyeknek az átlépése az egyes dimenziók pontszámát módosíthatják. Az egy főre eső reál GDP esetében a magasabb, a többi változónál az alacsony érték a kedvezőbb. A nominális államadósság GDP arányos változását a fiskális deficit mellett egyéb tényezők, például a devizaárfolyam is befolyásolják.

- Az első legszembeütőbb változás, hogy **a változók többségénél látható javulást mutatott fel Magyarország az S&P szerint**. Fontos ismételt aláhúzni, hogy a javulás nem csupán a beérkező adatoknak köszönhető, hanem **az S&P várakozását is tükrözi**. Az egy főre eső reál GDP növekedés kivételével – ami egy 10 éves időszak átlaga – mindegyik mutató az aktuális évre becsült érték és az előrejelzett három év átlagaként áll elő.
- Másrészt **nem csupán a sokat hangoztatott áramlási (flow) jellegű indikátorok terén következett be a javulás** (például a költségvetési hiányban), **hanem a benchmark országokéhoz mérten továbbra is magas állomány típusú mutatókban is** (például a nettó államadósságban).
- Ezeket az eredményeket már részben érvényesítette az S&P a 2015. márciusi felminősítésben, azonban érdemes hangsúlyozni, hogy **a vizsgált másfél éves kedvező tendencia jelentős része az utolsó félévhez köthető**.
- **A hat kulcsváltozó közül kettő is kritikus értékhatárt meghaladóan javult**. Az egy főre eső reál GDP növekedés 1 százalékos fölé emelkedése meghatározó volt a 2015. márciusi felminősítésben. Előretekintve pedig a külső sérülékenységi mutató (bruttó külső

finanszírozási igény a folyófizetési mérleg bevételek és felhasználható tartalékok arányában) 100 százalék alá történő csökkenése lényeges a 2016-os potenciális felminősítés miatt.

1.3. A 2015. márciusi felminősítését a külső egyensúlyi profil és a makrogazdasági dimenzió javulása eredményezte

A fent bemutatott változók javulásának az ország hitelminősítésére gyakorolt hatásának bemutatásához érdemes végigvezetni a teljes modellszámítást. Fontos megjegyezni, hogy mivel **nem teljesen transzparens az S&P módszertana**, így néhány mutató bemérésénél, illetve súlyozásánál feltételezésekkel élünk. Éppen ezért bár **a módszertan alapján számított besorolási sáv a lehető legjobb tudásunk szerinti becslést mutatja, nem jelenti azt, hogy az ország hitelminősítéséről döntő bizottság is feltétlen ugyanerre az eredményre jutott.**

2. ábra: Az S&P módszertana és előrejelzései alapján Magyarország becsült indikatív besorolásának változása az elmúlt bő másfél évben és a további változása lehetséges iránya

| | Intézményi és makrogazdasági profil | | | | | | | | | | | |
|--|-------------------------------------|-----|-----|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | Kategória | 1 | 1,5 | 2 | 2,5 | 3 | 3,5 | 4 | 4,5 | 5 | 5,5 | 6 |
| Külső egyensúlyi, fiskális és monetáris politikai profil | 1 - 1,7 | aaa | aaa | aaa | aa+ | aa | a+ | a | a- | bbb+ | N/A | N/A |
| | 1,8 - 2,2 | aaa | aaa | aa+ | aa | aa- | a | a- | bbb+ | bbb | bb+ | bb- |
| | 2,3 - 2,7 | aaa | aa+ | aa | aa- | a | a- | bbb+ | bbb | bb+ | bb+ | b+ |
| | 2,8 - 3,2 | aa+ | aa | aa- | a+ | a- | bbb | bbb- | bb+ | bb | bb- | b+ |
| | 3,3 - 3,7 | aa | aa- | a+ | a | bbb+ | bbb- | bb+ | bb | bb- | b+ | b |
| | 3,8 - 4,2 | aa- | a+ | a | bbb+ | bbb | bb+ | bb | bb- | b+ | b | b |
| | 4,3 - 4,7 | a | a- | bbb+ | bbb | bb+ | bb | bb- | b+ | b | b- | b- |
| | 4,8 - 5,2 | N/A | bbb | bbb- | bb+ | bb | bb- | b+ | b | b | b- | b- |
| | 5,3 - 6 | N/A | bb+ | bb | bb- | b+ | b | b | b- | b- | <=b- | <=b- |

Forrás: S&P (2014a, 2014b, 2014c, 2015a, 2015b) és saját számítások a közleményekben megadott értékek alapján

Az S&P közleményeiben szereplő számok, a kvalitatív jellegű szöveges értékelések, valamint a dimenzió besorolásra vonatkozó információk felhasználásával **a modellszámításunk eredménye azt mutatja, hogy 2014 márciusában az indikatív sáv közepe „BB” volt, míg 2015. márciusban már az egy kategóriával jobb „BB+” szintre emelkedett. Mindkét időpontban tehát megegyezett az S&P által fenntartott besorolással, vagyis a hitelminősítő becslésünk szerint lekövette a modell által jelzett javulást.**

Keretes írás: A modellszámítás részletei

2014 márciusában, amikor az S&P negatívról stabilra módosította Magyarország „BB” besorolásának kilátását, az intézményi és makrogazdasági profilunk értékelése (a két dimenzió pontszámának átlaga) számításaink szerint 4,5 pont volt. A makrogazdasági profil kezdeti pontszáma a 13656 dollárra becsült egy főre eső GDP alapján 4-es volt. Ezt rontotta egy ponttal 5-ös értékre az 1 százalékos alatti (még a válság utáni lassú kilábalást is magába foglaló) átlagos egy főre eső reál GDP növekedés. Az intézményi struktúra értékeléséről tudjuk, hogy a középső harmadba helyezte az S&P, ami a dimenzió szöveges értékelése alapján, véleményünk szerint inkább 4-es pontszámot vehetett, és veszt fel a mai napig. Így állt elő az 5-ös és a 4-es érték átlagaként a 4,5-es pontszám az intézményi és makrogazdasági profilra.

A másik profil három dimenzió (külső egyensúly, fiskális és monetáris politika) értékelésének az átlagaként áll elő, ami pedig a becslésünk szerint a közepesnek (3 pont) ítélt fiskális és külső egyensúlyi dimenzió, illetve a gyengének

(4,8 pont) értékelt monetáris politikai dimenzió alapján 3,6 pont lehetett. **A két profil az eredménymátrix alapján a „BB” sávközeget jelölte ki, ami meg is egyezett az S&P által fenntartott 2014. márciusi besorolással (S&P 2014a, 2014b, 2014c).**

A 2015. márciusban kalkulált átlagos egy főre eső reál GDP növekedés már 1,7 százalék lehetett, ami az érdemben kedvezőbbé vált növekedési kilátásunknak volt köszönhető. Ez az érték már visszakerült az egy főre eső nominális GDP alapján számított kategóriához tartozó 1-4 százalékos növekedési sávba, vagyis a negatív módosító tényező érvényét veszítette. Éppen ezért az intézményi és makrogazdasági profil fél ponttal 4 pontra javult a korábbi 4,5-ről. A másik profil értékelése becslésünk szerint 3,37-re módosult, ami elsősorban a monetáris politikai dimenzió javulásának köszönhető (a háztartási devizahitelek forintosításának következtében erősödött a monetáris transzmissziós csatorna). **Az eredménymátrix a „BB+” sávközeget jelölte ki 2015 márciusában, és erre a szintre minősítette fel Magyarországot az S&P (S&P 2014b, 2015a).**

1.4. Magyarország potenciális felminősítését elsősorban a külső egyensúlyi profil további javulása válthatja ki

A jövőbeli kilátások értékeléséhez a 2015. szeptemberi megerősítéskor közölt számokból érdemes kiindulni. A kulcsváltozók közül – ahogy már utaltunk rá – **a külső sérülékenységet megragadó mutató értéke a kategóriahatárnak számító 100 százalék alá csökkent (S&P 2015b).** Ez a javulás a külső egyensúlyi dimenzió pontszámát 2-re javíthatja (a korábbi 3-ról), ami pedig a másik két dimenzióval együtt számított profil pontszámát becslésünk szerint 3,03-ra csökkentené. **Ez pedig ez eredménymátrix alapján azt jelentené, hogy az indikatív besorolási sávközép „BBB-”-ra emelkedne.** Ez a folyamat véleményünk szerint azért nem játszódott le a szeptemberi felülvizsgálat során, mert a módszertan szerint a kategória határ közelébe mért külső sérülékenységi mutató esetében mérlegelési lehetősége van az S&P-nek, hogy melyik kategóriapontszámot alkalmazza. Az elmúlt évek sérülékenység-csökkenésének várható folytatódása alapján **nagy valószínűséggel idén, az aktuális évben is 100 százalék alatt lehet a mutató, ami már nagyobb nyomatókat ad a javuló trendnek. Így az intézet is jó eséllyel érvényesíti a jobb pontszámot, amiből már befektetésre ajánlott kategóriát jelentő „BBB-” indikatív sáv adódik.** Az államadósság devizaarányának csökkenését a közlemények alapján kedvező tendenciaként értékeli a hitelminősítő, a módszertan azonban kizárólag – az aktuális hazai értéket érdemben meghaladó – 40 százalékos arányt tünteti fel olyan értékhatárként, aminek az átlépése befolyásolhatja az indikatív besorolást. **Összességében elmondható, hogy az S&P által tavaly szeptemberben kedvezőnek ítélt folyamatok fennmaradása esetén Magyarország 2016-os potenciális felminősítését a legvalószínűbb forgatókönyv szerint az ország külső sérülékenységének már megvalósult, illetve további csökkenése válthatja ki.**

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. február 5-én.”

FELHASZNÁLT FORRÁSOK:

Standard & Poor's Rating Services (2014a): *Outlook On Hungary Revised To Stable On Economic Rebalancing; Ratings Affirmed At 'BB/B'*

Standard & Poor's Rating Services (2014b): *Sovereign Rating Methodology.*

Standard & Poor's Rating Services (2014c): *Central And Eastern Europe Sovereign Rating Trends Mid-Year 2014*

Standard & Poor's Rating Services (2015a): *Hungary Long-Term Rating Raised To 'BB+' On Reduced External Vulnerability; Outlook Stable*

Standard & Poor's Rating Services (2015b): *Hungary 'BB+/B' Ratings Affirmed On Strong Economic Growth; Outlook Stable*