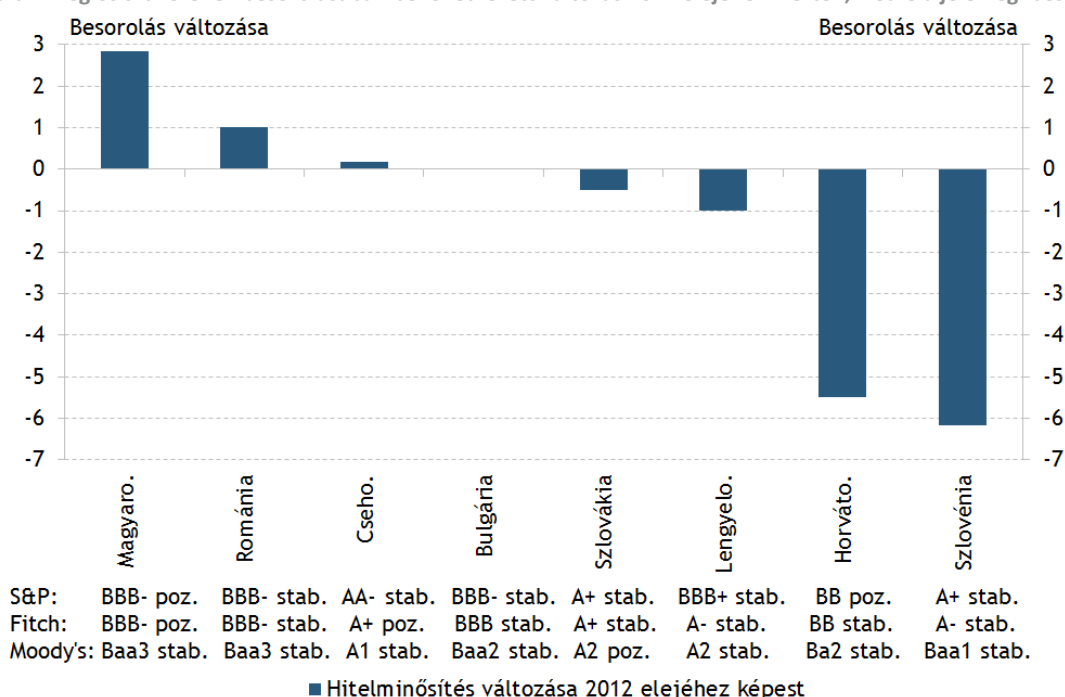


Pozitív kilátások – Milyen tényezőkön múlik a magyar hitelminősítés jövője

Az elmúlt évek során Magyarország hitelminősítése javuló pályára állt, mely tendencia tavaly is folytatódott: az S&P és Fitch is pozitívrá változtatta hazánk hitelminősítési kilátását. A hitelminősítők kommunikációja és módszertana alapján az elmúlt évek javuló besorolását alapvetően a külső sérülékenységünk csökkenése és a fiskális mutatók javulása, valamint a gazdasági növekedés erősödése magyarázta. Előretekintve a Fitchnél a nettó külső adósság folytatódó csökkenése, valamint a dinamikus GDP-növekedés fennmaradása, az S&P-nél az állami kamatkidadások mérséklődése és a pénzügyi rendszer további erősödése, míg a Moody's-nál a devizaadósság csökkenése és az intézményi hatékonyság növekedése eredményezheti a besorolás újbóli javulását.

Az európai szuverénválság akut szakaszának lecsengése után a hazai növekedési mutatók erősödésnek indultak, miközben a gazdaságpolitikai intézkedések hatására Magyarország külső sérülékenysége csökkent és fiskális mutatóink is fenntartható módon javultak. Mindezen folyamatok hozzájárultak a magyar hitelminősítés pozitív tendenciájához is, melynek dinamikája régiós összehasonításban is kedvező volt (1. ábra). A régiós országok közül az elmúlt években Románia hitelminősítési pályája tekinthető még enyhén javulóknak, illetve a Fitch pozitívrá változtatta Csehország stabil kilátását tavaly szeptemberben. Ugyanakkor a többi régióbeli ország hitelminősítési besorolása romlott az elmúlt öt évben. Általánosságban is megállapítható, hogy a régióban a magasabb hitelminősítési besorolással rendelkező országok rontottak, míg az alacsonyabb besorolással rendelkezők javítottak besorolásukon, azaz a hitelminősítések konvergáltak.

1. ábra: A régiós szuverének besorolásában bekövetkezett változás 2012 elejéhez mérten, illetve a jelenlegi besorolások



Megjegyzés: A pozitív változások javuló hitelminősítésre utalnak, ahol a három legnagyobb hitelminősítő (Fitch, Moody's, S&P) besorolásának átlagát vettük figyelembe. A hitelminősítők értékelésénél az egyes besorolások közötti különbséget 3 pontnak, a figyelmeztető listára kerülést („watch list”) egy pontos változásnak, míg a kilátás („outlook”) változását fél pontos változásnak tekintettük. Így az ábrán feltüntetett 3 pontos átlagos változás egyenértékű azzal, mintha mind a három hitelminősítő azonos irányba, egy besorolással változtatta volna meg a hitelminősítést.

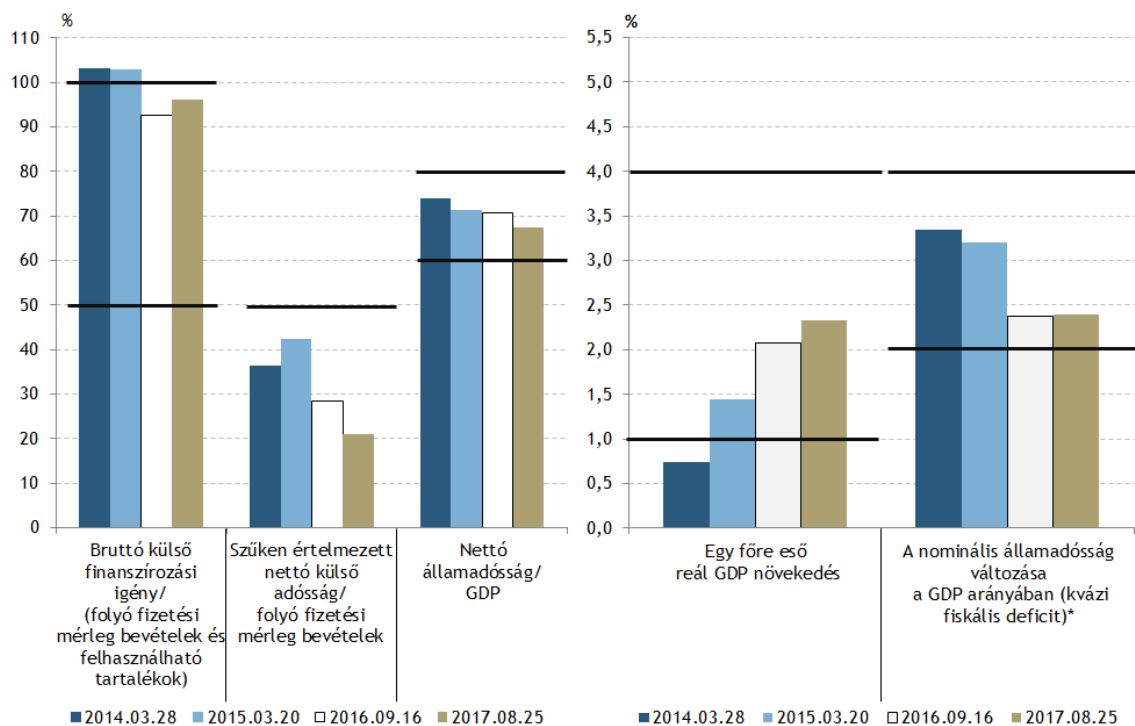
Forrás: saját számítások, tradingeconomics.com

A három meghatározó hitelminősítőnél az elmúlt évekbeli felminősítések közös magyarázatát főként a külső sérülékenység csökkenése (pl. nettó külső adósság, folyó fizetési mérleg) és a fiskális mutatók (pl. államadósság, költségvetési hiány) javulása, valamint a gazdasági növekedés erősödése jelentette. Az egyes intézményeknél a következő folyamatok válhatták ki az elmúlt évek besorolást javító döntéseit:

A Fitch lépéseinek részletes elemzése (Ligeti, 2015a) alapján az intézet kiemelt figyelemmel követte hazánk államadósság és külső adósság mutatóinak tendenciáját, illetve GDP-növekedési és költségvetési egyenleg kilátásait. A 2016. májusi felminősítés (FitchRatings, 2016) és a tavaly novemberben pozitívrá javított kilátás (FitchRatings, 2017) kommunikációjában a Fitch is ezeket a tényezőket, azaz a jelentősen csökkenő nettó külső adósságot, az erős folyó fizetési mérleg többletet, valamint a csökkenő államadósság pályát és fegyelmezett költségvetési egyenleget emelte ki kulcsfaktorként.

Az S&P kedvező döntéseinek vizsgálata (Ligeti, 2016a) az egy főre jutó reál GDP-növekedés emelkedését azonosította a 2015. márciusi felminősítés kulcsváltozójaként. Ezt követően az S&P esetében is a külső sérülékenység (a bruttó külső finanszírozási mutató 100 százalék alá) csökkenése, valamint a fiskális deficit mérésére szolgáló mutató (nominális államadósság változása a GDP arányában) mérséklődése vezethetett el a következő, 2016. szeptemberi felminősítéshez (S&P Global Ratings, 2016). A tavalyi kilátásjavítást pedig az intézmény szöveges értékelése alapján a monetáris politikai hatékonyság és a pénzügyi rendszer erősödése eredményezte (S&P Global Ratings, 2017a).

2. ábra: Az S&P módszertanában szereplő kulcsváltozók Magyarországra kalkulált értékei az elmúlt évek felminősítéseinek és kilátásjavításainak időpontjában



Megjegyzés: A 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.

Forrás: saját számítások, S&P Global Ratings (2014, 2015, 2016, 2017a)

A Moody's hitelminősítési lépéseinek áttekintése (Ligeti, 2015b) azt mutatta, hogy a kedvező hitelminősítési pálya mögött a stabilizálódó gazdasági növekedés mellett az államadósság és annak devizaarányában bekövetkező mérséklődés állt. A 2016. novemberi felminősítést is a devizaarány további csökkenése támogatta (Moody's Investor Service, 2016a).

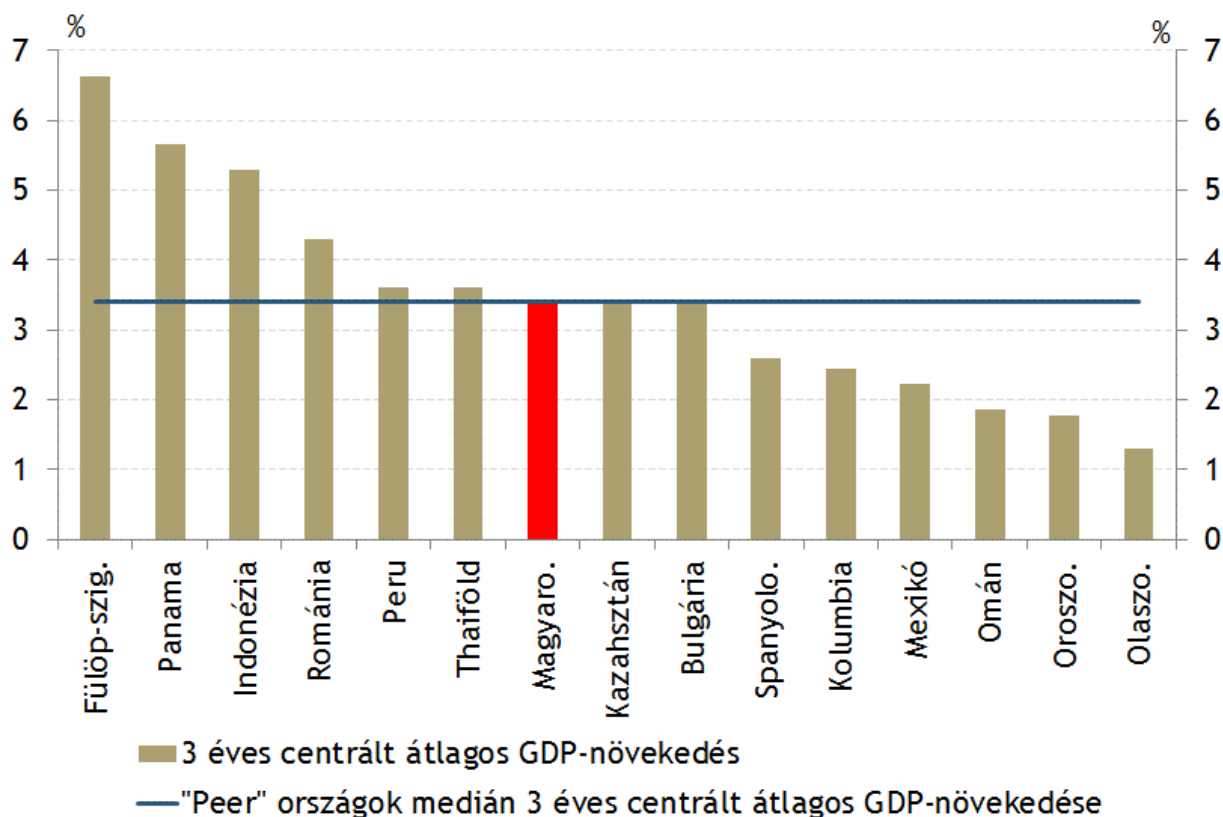
Előretekintve a nettó külső adósság, a devizaadósság és a kamatkidadások további csökkenése, illetve a GDP-növekedés és a pénzügyi rendszer erősödése vezethet felminősítéshez

A következőkben a hitelminősítők módszertanának és szöveges értékeléseinek felhasználásával mutatjuk be azokat a gazdasági indikátorokat, amelyek változása esetén további elmozdulás várható a hazai hitelminősítésben (Ligeti – Szórfi, 2016). Fontos felhívni a figyelmet, hogy eredményeink nem tekinthetők a hitelminősítők hivatalos állásfoglalásnak, az itt közölt állítások a hitelminősítők honlapján elérhető információk alapján kizárólag a szerzők véleményét és számításait tükrözik. Szintén lényeges, hogy mivel a hitelminősítők módszertana nem teljesen transzparens, ezért modellszámításainkban feltételezésekkel élünk, törekedve a legjobb tudásunk szerinti becslésre.

A Fitch tavaly novemberben javította pozitívrá hazánk „BBB-” besorolásához tartozó stabil kilátását. Szöveges értékelésében jelezte, hogy kvantitatív modellje alapján „BBB+” besorolás adódik Magyarország számára, amit két kvalitatív értékelési tényező csökkent le a „BBB-” szintre. Ez a

két kiemelt faktor a potenciális GDP-növekedés és a nettó külső adósság. A nettó külső adósság esetében a Fitch hazánknál 9 százalékos GDP arányos értékkel számol, míg a hasonló besorolású („peer”) országok mediánja -1 százalék. A mutató 2014-ben még 53 százalékon állt, így amennyiben a dinamikus csökkenés folytatódik, úgy rövid időn belül elérhetővé válik a „peer” országok mediánja (FitchRatings, 2017). A GDP-növekedés várhatóan szintén közeledni fog a „peer” országhoz. A Bloomberg felmérésében szereplő elemzői kör előrejelzése alapján a hazai 3 éves átlagos GDP-növekedés 2018-ra 3,4 százalékra fog emelkedni, amely lényegében megegyezik a Fitch által összehasonlítóhoz használt országok jövő évi medián előrejelzésével, így ez is a további felminősítés lehetőségét erősíti (3. ábra).

3. ábra: Magyarország és a Fitch által hasonló besoroláson tartott országok GDP-növekedése

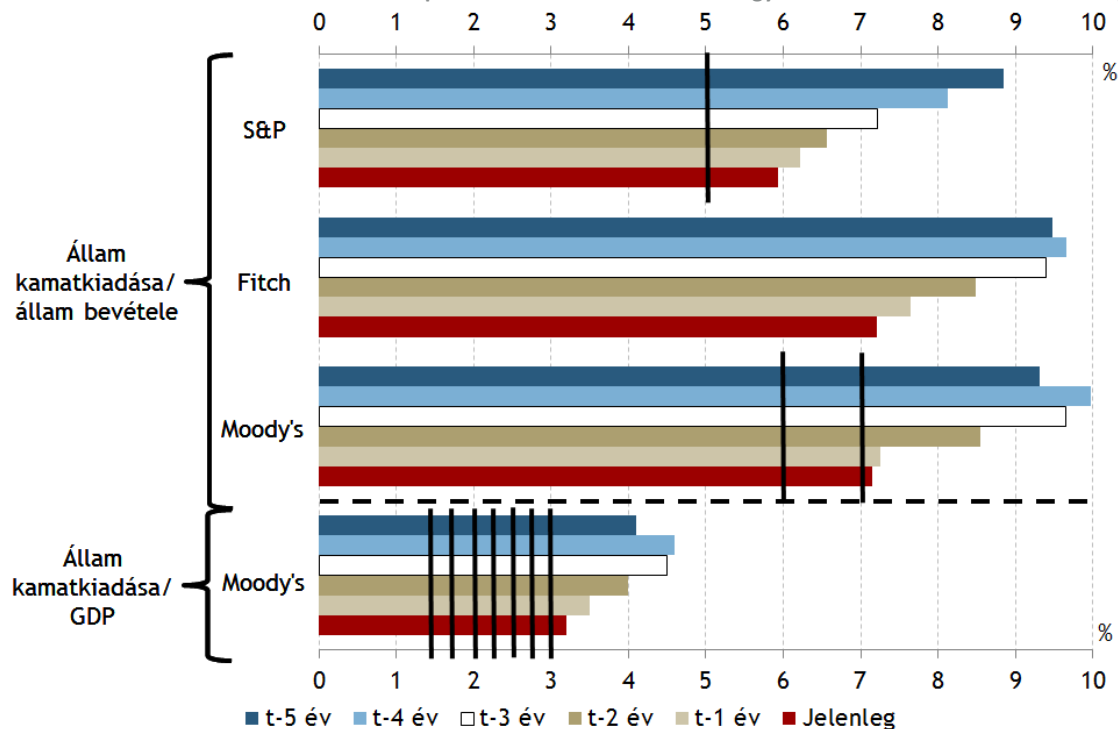


Forrás: saját számítások, Bloomberg

Az S&P szintén tavaly javította stabilról pozitívra hazánk „BBB-” besorolásához tartozó kilátását (S&P Global Ratings, 2017a). A hitelminősítő módszertana két profil alapján minősíti az országokat (S&P Global Ratings, 2017b). Az elsőnél („gazdasági növekedés és intézményi hatékonysági” profil), egy év alatt nem valószínű gyors javulás, mivel az S&P hosszú távú átlagolásra épülő módszertana és a figyelembe vett indikátorok sajátossága miatt itt nagyon lassúak az elmozdulások. A másik („flexibilitási és hatékonysági”) profilban viszont középtávon reális olyan mértékű javulás, amely elvezethet a további felminősítéshez. Ha ugyanis az államháztartás kamatkiadásainak bevételekhez mért aránya a jelenlegi 5,9 százalék körüli szintről 5 százalék alá mérséklődik, úgy az elegendő lehet a következő felminősítéshez. E célszint elérése ugyan csak akkor vezethet el a felminősítéshez, ha az a hazai pénzügyi rendszer (monetáris politika és bankrendszer) S&P általi értékelésével együtt javul, utóbbinál viszont az elmúlt években javulást jelzett a hitelminősítő a

szöveges értékelései során, és véleményünk szerint már a számításainál is érvényesítette azt (ez indokolhatta az augusztusi kilátásjavítást). Ezért **a kamatkiadások mérséklődése már elégséges lehet a felminősítéshez**. Bár a kamatkiadások csökkenése jelenleg csak az S&P esetében jelenthetne felminősítést, a Fitch és a Moody's is kiemelten figyeli a mutatót (4. ábra).

4. ábra: Az államháztartási kamatkiadással kapcsolatos mutatók alakulása az egyes hitelminősítők módszertana alapján



Megjegyzés: Az ábrán a fekete vonalak azokat a határokat jelölik, amelyek átlépése kedvező irányba mutató folyamatokat jelöl. Az S&P-nél a legfrissebb hazai értékeléséből származó adatokkal és az intézet módszertanával, míg a másik két hitelminősítőnél a módszertanuk alapján Eurostat adatokkal számoltunk.

Forrás: saját számítások, Eurostat, S&P Global Ratings (2017a)

Bár a Moody's tavaly nem változtatott az ország hitelminősítésén és kilátásán sem (Baa3, stabil), a 2016-os felminősítéséhez képest egy évvel később, 2017. november közepén új országjelentést adott ki. Ebben a hitelminősítést alátámasztó erősségek között a diverzifikált gazdaságot, a prudents költségvetési politikát, a folyó fizetési mérleg többletét és a devizaadósság csökkenését sorolta föl (Moody's Investor Service, 2017). A hitelminősítő módszertanát (Moody's Investor Service, 2016b) és a mögöttes adatokat részletesen elemezve becslésünk alapján több, fontosabb faktor közül az elmúlt egy év során a leglátványosabb javulás az ország makrogazdasági és intézményi hatékonyságot mérő mutatóiban volt (növekedési ütem, versenyképességi indikátor). Azonban az elmúlt egy évben az államháztartás dimenziójának erőssége nem változott, és az utolsó dimenzióban, a szuverén kockázati kitézettségben sem volt érdemi változás, ami a modell felépítése alapján összességében 2017-re változatlan minősítést valószínűsített.

Előretekintve a modell alapján a kormányzat pénzügyi erősségéhez tartozó faktorok esetén van esély rövid távon előrébb lépni. Ezen belül a 10 éves átlagban **3 százalékra emelkedő GDP-növekedési ütemre van szükség** (a jelenlegi 2,4 százalék), ami a 2012-es recesszió 2018-ban történő kikerülése miatt megvalósítható, bár az IMF jelenlegi előrejelzésében 2022-ig fokozatosan

2,2 százalékra mérséklődő növekedési ütemnél érdemben erősebb teljesítményt igényel. Az **intézményi faktorok** között a Világbank indexei közül a legnagyobb súlyú (kormányzati hatékonyság) előző évekre jellemző szintre való visszaemelkedése is javítaná a modell alapminőségét. Az államháztartás dimenzióin belül az **államadósság devizaarányának további, tartósan 25 százalék alá történő csökkentése** szintén elegendő volna a kategóriaugráshoz (az Eurostat értéke 2016-ra 28,7 százalék).

A besorolás javításának korlátai között említették a hitelminősítők, hogy a magyar államadósság még mindig érdemben magasabb a hasonló minősítéssel rendelkező országokra jellemző értéknél (Moody's). Kiemelték, hogy a hitelminősítés romolhat is, ha az alacsony költségvetési hiány melletti kormányzati elkötelezettség gyengül (Moody's, Fitch). Az S&P legfrissebb értékelése szerint az intézményi hatékonyság romlása szintén kockázatot jelenthet.

Összességében a Fitchnél a külső sérülékenység javulása, míg az S&P-nél a hazai pénzügyi rendszer erősödése tavaly elvezetett hazánk hitelminősítési kilátásának stabilról pozitívrá változtatásához. Az MNB korábbi számításai szerint a pozitív kilátásból a hitelminősítőknél átlagosan egy évnyi idő telik el, míg a felminősítés bekövetkezik (Ligeti, 2016b), illetve a Fitch és S&P saját definíciója alapján is nagyságrendileg 1-2 év alatt következhet be a jelzett iránynak megfelelő döntés. **Így a két hitelminősítő közül valamelyiknél már jó eséllyel az idei év során bekövetkezhet az újabb felminősítés.** A Fitchnél a nettó külső adósság további csökkenése, valamint a GDP-növekedés dinamikusabbá válása, az S&P-nél az állami kamatkiadások mérséklődése és a pénzügyi rendszer erősödése hozhatja el a felminősítést. Fontos azonban kiemelni, hogy a felsorolt indikátorok javulása csak akkor vezethet el a felminősítésekhez, amennyiben a hitelminősítők által figyelembe vett többi indikátor értéke nem romlik időközben. **Összességében előretekintve a hitelminősítőknél a kedvező hitelminősítési pálya folytatódása várható.**

FELHASZNÁLT FORRÁSOK:

FitchRatings (2016): *Fitch Upgrades Hungary to 'BBB-'; Outlook Stable*

FitchRatings (2017): *Fitch Revises Hungary's Outlook to Positive; Affirms at 'BBB-'*

Ligeti Imre (2015a): *A hitelminősítések kulisszatitkai (2. rész). Már a kedvező folyamatok változatlan fennmaradása is felminősítést hozhat jövőre a Fitch-nél.*

Ligeti Imre (2015b): *A hitelminősítések kulisszatitkai 1. rész. Magyarország felminősítését az adósságráta további várható csökkenése hozhatja el a Moody's-nál.*

Ligeti Imre (2016a): *A hitelminősítések kulisszatitkai (3. rész). Magyarország külső sérülékenységének csökkenése akár már idén felminősítést érhet az S&P-nél.*

Ligeti Imre (2016b): *A hitelminősítések kulisszatitkai (4. rész). A múltbeli tapasztalatok alapján Magyarország felminősítésének időzítése az idei évre eshet.*

Ligeti Imre – Szórfi Zsolt (2016): *A szuverén hitelminősítés módszertani kérdései – Rekonstruálhatók-e a szuverén hitelminősítési lépések?* Hitelintézeti Szemle 15. évf. 1. szám, 2016. március, pp. 7-32.

Moody's Investor Service (2016a): *Rating Action: Moody's upgrades Hungary's government bond ratings to Baa3; stable outlook*

Moody's Investor Service (2016b): *Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings.*

Moody's Investor Service (2017): *Announcement: Moody's: Hungary's credit profile supported by diversified economy and reduced external vulnerability; high public debt remains a constraint*

S&P Global Ratings (2014): *Outlook On Hungary Revised To Stable On Economic Rebalancing; Ratings Affirmed At 'BB/B'*

S&P Global Ratings (2015): *Hungary Long-Term Rating Raised To 'BB+' On Reduced External Vulnerability; Outlook Stable*

S&P Global Ratings (2016): *Ratings On Hungary Raised To 'BBB-/A-3' On Improving Fiscal, External, And Growth Expectations; Outlook Stable*

S&P Global Ratings (2017a): *Outlook On Hungary Revised To Positive On Financial Sector Improvements; 'BBB-/A-3' Ratings Affirmed*

S&P Global Ratings (2017b): *Criteria | Governments | Sovereigns: Sovereign Rating Methodology*

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2018. január 10-én.”