

Ligeti Imre:

A hitelminősítés kulisszatitkai 5. rész

Jól jártunk a felminősítéssel, tovább bővíthet az állampapír-piaci befektetői kör

A Moody's november 4-i felminősítésével Magyarország adósság-besorolása mindhárom vezető hitelminősítőnél visszakerült a befektetésre ajánlott kategóriába. A piac az őszi felminősítési lépéseket már korábban beárazta, így maguknak a döntéseknek, mint új információnak rövid távon nem volt érdemi hatása a forint állampapírhozamokra. A befektetésre ajánlott kategóriába való visszakerülés ugyanakkor további pótlólagos keresletet generálhat a külföldi szektor részéről, ami viszont hosszabb távon további hozamleszorító hatással járhat. A befektetői kör bővülését a forint állampapírok néhány globális kötvényindexbe való bekerülése, továbbá az válthatja ki, hogy a piaci szereplők által meghatározott egyedi hitelminősítési megkötések a forint értékpapírok vásárlását kevésbé korlátozzák.

A Moody's november 4-i felminősítést eredményező döntése mérföldkőnek számít Magyarország hitelminősítésének történetében, mert ezzel közel 5 év után került ismét befektetésre ajánlott kategóriába mindhárom hitelminősítőnél az ország adósság-besorolása. A jegybank az elmúlt 1 évben szakmai cikksorozatban foglalkozott a három hitelminősítő döntéseivel, a felminősítés lehetséges időzítésével. A cikksorozat ötödik, záró számában a befektetésre ajánlott kategóriába való visszakerüléstől várható előnyökkel foglalkozunk. Jelenlegi írásunkban az államadósság denominációjának forinttúlsúlya miatt a forint állampapír-piacot érintő pozitív hatásokat igyekszünk körbejárni, ahol

megbecsüljük, hogy a **felminősítés milyen mértékben lehetett beárazva a piaci eszközökbe;**

bemutatjuk, hogy a **kötvénypiaci indexekbe való bekerülésnek milyen technikai jellegű keresleti hatásai lehetnek a forint állampapír-piacon;**

végezetül rámutatunk arra, hogy a befektetési kategóriába való visszakerülés következtében a **befektetői kör hogyan bővíthet** annak eredményeképpen, hogy a **külföldi szereplők egyedi hitelminősítési megkötései a forint értékpapírok vásárlását kevésbé korlátozzák.**

A felminősítést már nagyrészt beárazta a piac

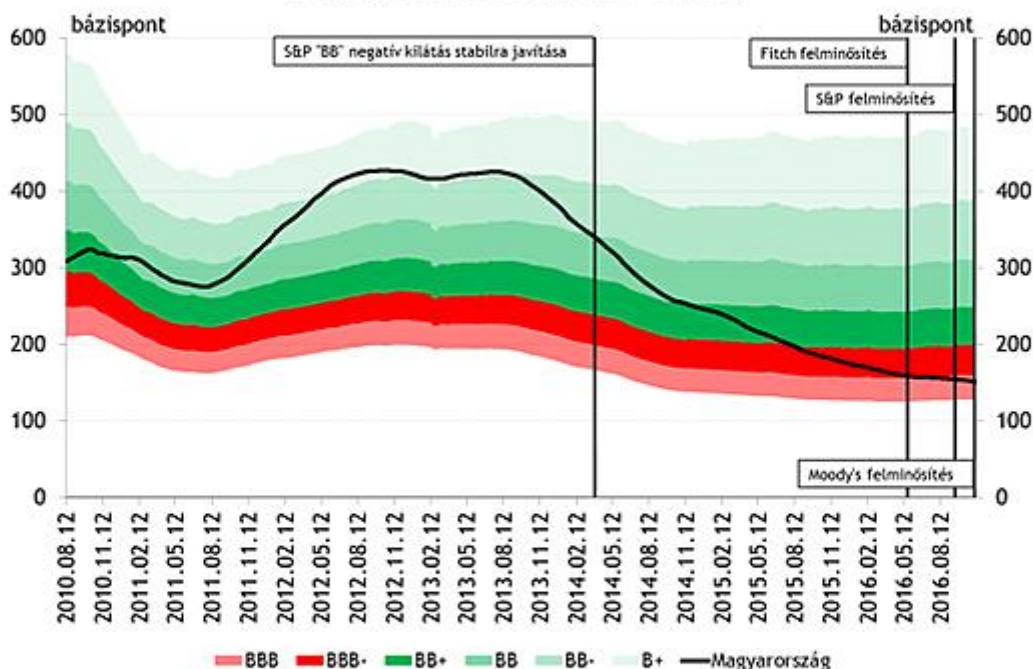
A hitelminősítők lépéseinek általában akkor lehet érdemi hatása a pénzügyi piaci eszközökre, ha a döntésen keresztül az értékelt kibocsátóval kapcsolatban érdemi új információt szolgáltatnak a piaci szereplők számára. A tőkepiacon aktív hitelfelvévők, így különösképpen a szuverén államok hitelképességét a hitelminősítő intézetek mellett természetesen számos szereplő elemzi, így **az empirikus tapasztalatok azt mutatják, hogy viszonylag ritkán képesek meglepetéssel szolgálni a hitelminősítők, vagyis a szereplők úgymond beárazzák a várható döntést.** A beárazással kapcsolatban azonban érdemes megjegyezni, hogy ha például a hitelminősítők mégis egy meglepő, a piaci vélekedéssel nem egyező döntést hoznának, abból jellemzően nem feltétlen következne az, hogy az eszközárak alkalmazkodnának a hitelminősítők besorolásaihoz. A piac úgymond "vitatkozhat" a hitelminősítőkkel, ami azért történhet, mert a hitelminősítők döntéseinek - szemben például a jegybankok rövid hozamokra gyakorolt hatásaival - jellemzően nincs kikényszerítő ereje.

Mindez ugyanakkor **nem jelenti azt, hogy fölösleges lenne a tevékenységük.** Egyrészt a szűkösebb elemzési erőforrással rendelkező, **kisebb szereplők igényt tarthatnak a "ratingek-ben" rejlő információkra, másrészt a minősítési kategóriák a pénzügyi szerződésekben és a szabályozói előírásokban markánsak megjelennek** (jegybanki fedezeti előírások, a hitelminősítéstől függő tőkekövetelményekre vonatkozó szabályok, a különböző hitelminősítési besorolások mentén felépülő benchmark indexek, stb.), **így ezeken keresztül befolyással vannak az eszközárak alakulására.**

A gyakorlat azt mutatja, hogy a piac jellemzően előre beárazza a hitelminősítők lépéseit, így később maguknak a döntéseknek már nincs érdemi hatása a piaci eszközökre. A döntések beárazottságának vizsgálatát legkézenfekvőbb módon a CDS felárak és a hitelminősítők besorolási kategóriái közötti kapcsolaton keresztül érdemes elvégezni. A kettő között exponenciális jellegű kapcsolat húzódik, azaz a gyengébb besorolási kategóriákhoz arányaiban magasabb CDS felár tartozik. A CDS felárak a hitelminősítők által évente két-három alkalommal elvégzett felülvizsgálatainál gyorsabban reagálnak a szuverén kibocsátók hitelkockázatának változására, éppen ezért van az, hogy egy adott ország CDS felára nem tartózkodik folyamatosan az ország aktuális ratingjének megfelelő CDS felár sávjában. A hitelminősítésen (és az arra vonatkozó várakozáson) kívül egyéb változók (likviditás, partnerkockázat,

egyéb kihagyott változók) is szerepet játszanak a CDS felár magyarázatában, a szemléltetés szempontjából azonban elegendő a rating.

Ábra: A hitelminősítési kategóriákhoz hozzárendelhető (kétéves átlagos) CDS-felársávok, valamint Magyarország (kétéves átlagos) CDS felárának alakulása az elmúlt 6 évben



Forrás: Thomson Reuters, Datastream

Megjegyzés: Az egyes hitelminősítési kategóriákhoz tartozó CDS-felár sávok a szuverének CDS-felárai és átlagos hitelminősítési kategóriái között megfigyelhető exponenciális kapcsolat alapján adódnak. A CDS felárak mind Magyarország, mind pedig a sávhatárok esetében 2 éves visszatekintő átlagos értéket mutatnak.

[Klikk a képre!](#)

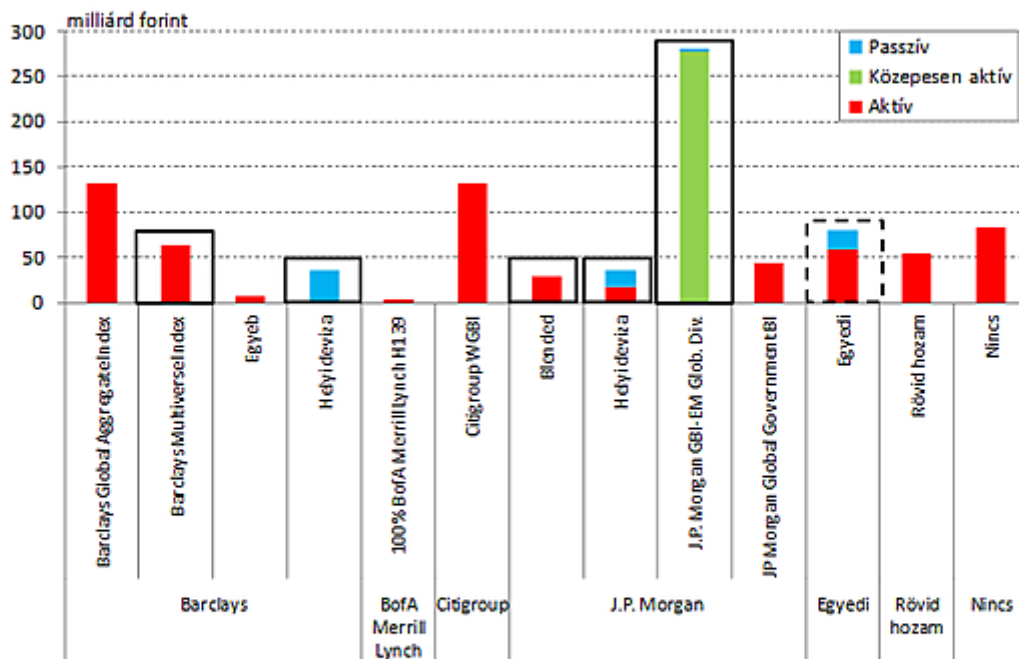
Magyarország esetében a fenti összefüggések alapján az figyelhető meg, hogy a piacot nem lepte meg érdemben a Fitch májusi felminősítése, amit jól mutat az, hogy az ország CDS felára akkor a "BBB-" országok felárszintjével volt konzisztens. És bár az S&P döntést követően a CDS felárak (két éves visszatekintő átlaga) elérve a "BBB" besoroláshoz tartozó sávot enyhén tovább csökkentek, a kockázati megítélésünkben bekövetkezett javulás érdemi része a Fitch felminősítést megelőző két évben történt meg. Mindezek alapján tehát elmondható hogy a felminősítésnek, mint az ország hitelkockázatával kapcsolatos új információnak rövidtávon nem volt érdemi hatása a hitelkockázat piaci megítélésére, és így az állampapír-piacra sem. **Az ország fundamentumaiban bekövetkező pozitív változásokat a piac a hitelminősítési lépések előtt/között folyamatosan árazta be, a felminősítések inkább igazolták a piaci vélekedést. A befektetésre ajánlott, illetve nem ajánlott kategória**

határa azonban némiképp kitüntetett szereppel bír, ugyanis a kötvénypiaci indexek egy része ennek mentén épül fel, és a piaci szereplők egyedi, az általuk megvásárolt értékpapírok hitelminősítésre vonatkozó megkötései is jellemzően a két kategóriára hivatkoznak. Éppen ezért **a befektetésre ajánlott kategóriába való visszakerülésnek lehet technikai jellegű keresleti hatása a kibővülő befektetői körön keresztül**. A továbbiakban ezeket a hatásokat vizsgáljuk.

A forint állampapírokat felminősítéstől függetlenül tartalmazó J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified index a legnépszerűbb benchmark a forintpiacon aktív külföldi befektetési alapok körében.

A kötvénypiaci indexek jelentőségét a továbbiakban a külföldi befektetési alapok szempontjából vizsgáljuk. Teljesítményük mérésére ezek a szereplők rendszerint különböző kötvényindexeket jelölnek meg, amelyeket a befektetési politikájuktól függően eltérő mértékben követnek aktív, illetve passzív módon. A Bloomberg adatbázisa alapján elvégzett gyűjtésünkben azt a 100 szereplőt vizsgáltuk meg, akik sorrendben a legnagyobb forint állampapír kitettséggel rendelkeztek 2015 végén. A vizsgált alapok összesen 981 milliárd forintnyi állampapírt kezeltek, ami a külföldiek állományának 25 százalékát tette ki a kérdéses időpontban. Arról, hogy a mintába bekerült alapok milyen megoszlást mutatnak a teljesítménymérőnek meghatározott indexek tekintetében, illetve hogy milyen arányban követik azt aktív, illetve passzív módon, a következő megállapításokat lehet megtenni:

2. ábra: A 2015 végén forint állampapír-piaci kitétséggel rendelkező külföldi befektetési alapok megoszlása a követett benchmark, valamint az aktív-passzív befektetési politika mentén



Forrás: Bloomberg, befektetési alapok honlapjai

Megjegyzés: A folytonos fekete keret azokat az indexeket jelöli, amelyek tartalmazták a forint állampapírokat 2015 végén, a szaggatott fekete vonal esetén a több index egyedi súlyozásából előállított benchmarkok egy része tartalmazta a forint állampapírokat. Az aktivitás mértékét a portfólió teljesítményének, valamint összetételének a megadott benchmarktól való eltérése alapján határoztuk meg.

A 2015 végén forint állampapírral rendelkező külföldi befektetési alapok által megadott benchmarkok között messze a legnépszerűbb a J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified indexe. Ez a helyi devizás, feltörekvő piaci állampapírokat tartalmazó index kizárólag fix kuponos kötvényeket tartalmaz és a súlyozás a piaci kapitalizáció szerint történik, ami országonként 10 százalékban maximalizálva van. Fontos hangsúlyozni, hogy az indexbe való bekerülés szempontjából az adott kötvény hitelminőségének nincs jelentősége. Magyarország súlya 2015 végén 5 és 6 százalék között alakult.

Két olyan népszerű kötvényindex emelhető ki, amelyek a felminősítések előtt nem tartalmaztak magyar forint kötvényeket: az egyik a Barclays Global Aggregate Indexe, a másik a Citigroup által létrehozott World Government Bond Index (WGBI). A forintban jegyzett állampapírok a felminősítéssel a Barclays indexbe ke-

rülhetnek majd be a 2017-es évben (a devizakötvények már bekerültek az ősz folyamán), ugyanis ott a fix kuponos (szuverén, kvázi szuverén, vállalati) kötvények hitelminősítésével kapcsolatos feltétel a megfelelő kibocsátott mennyiség mellett az, hogy a medián minősítés befektetésre ajánlott kategóriába essen. A Citigroup indexébe rövid távon a forint állampapíroknak nincs esélye bekerülni, miután a hitelminősítési kritérium jóval magasabb (A-/A3), másrészt a fix kuponos kötvénypiac méretkritériuma (50 milliárd dollár, azaz nagyságrendileg 15 000 milliárd forint) is távol esik a hazai államkötvénypiac jelenlegi méretétől.

A globális kötvénypiaci indexekbe való bekerülés rövid távon enyhe pótlólagos keresletet generálhat.

A külföldi befektetési alapok által megadott benchmark kötvényindexekről készült felmérésünk alapján azt lehet elmondani, hogy a Barclays Global Aggregate Index-ébe való visszakerülés rövid távon generálhat némi pótlólagos keresletet. Ez megvalósulhat úgy, hogy egyrészt azok az alapok, amelyek passzívan követik az indexet és emiatt jelenleg távol maradnak a forint állampapír-piacról vevőként léphetnek fel később, másrészt úgy is, hogy azok az alapok, amelyek az említett indexhez viszonyítva aktívan kezelik a portfóliójukat, nagyobb hajlandósággal tarthatnak forint állampapírokat a későbbiekben.

A passzív alapok megjelenését leíró elméleti lehetőség tesztelésére - forintpiacon elvégzett gyűjtés mintájára - **azokat a külföldi befektetési alapokat tekintettük át, amelyek tartottak lengyel zloty állampapírokat 2015 végén** (és a lengyel kitettség szerinti sorrendben az első száz alap közé tartoztak), **ugyanakkor nem tartottak forint állampapírt.** Összesen 31 releváns alapot tudtunk azonosítani, amelyek a vizsgált 100 alap által tartott állomány (50 milliárd zloty) 24 százalékát kezelték. Mindezek közül összesen egyetlen passzív alapot találtunk, amelyik a releváns zloty állampapír állomány 6 százalékát tartotta. Ez az alap ugyanakkor a Barclays Global Aggregate Index-ét replikálja, ami azt sugallja, hogy **valóban várható némi pótlólagos kereslet az indexbe való bekerüléstől, azonban ennek mértéke a 2015-ös év végi mintavétel alapján nem tűnik jelentősnek.**

A felminősítés hosszú távon elsősorban a stabilabb befektetőnek számító nyugdíjalapok, biztosítók megjelenését segítheti.

A befektetésre ajánlott kategória a fix kamatozású értékpapír-befektetések esetén általában fontos minőségi kritérium a konzervatív kockázatvállalási profillal jellemezhető intézményi befektetőknél, mint például a nyugdíjalapoknál, vagy biztosítóknál. Nem ritka ugyanakkor az sem, hogy egyéb szereplők is, mint például **a befektetési alapok, az általuk tartott értékpapírok hitelminősítésére vonatkozó limiteket határoznak meg.** A továbbiakban ennek a két csoportnak a szempontjából vizsgáljuk meg, hogy vajon a felminősítésnek milyen technikai jellegű keresleti hatása lehet, amennyiben ezek a limitek kevésbé lesznek megszorítóak a forint állampapírok esetében.

Az egyes befektetési alapok által alkalmazott limitek jellemzően olyan formát öltenek, hogy előre meg van határozva az a maximális arány, amennyit egy adott hitelminősítési kategóriánál alacsonyabb besorolással rendelkező eszközök kitehetnek a teljes eszközállományon belül. A mintába bekerült alapok közül összesen 23-an alkalmaznak az eszközök hitelminősítésétől függő megkötést. **A vízváltó hitelminősítés rendszerint (16 esetben) a befektetésre ajánlott tartomány aljánál ("BBB-"/"Baa3") található,** de előfordul az is, hogy ennél magasabb, illetve alacsonyabb minősítési kategóriánál húzzák meg a határt a befektetési alapok. A toleranciaküszöb 20-30 százalék körül szokott mozogni, vagyis **a megkötések tipikus esetében a befektetésre nem ajánlott kategóriába tartozó eszközök maximum a portfólió 30 százalékát érhetik el.**

A 23 megkötéssel élő befektetési alap közül 13 arról is ad információt a befektetési prospektusaiban, hogy hogyan határozzák meg egy adott értékpapír minősítési kategóriáját. **Az esetek túlnyomó többségében (11 alap) a három domináns hitelminősítő intézet által fenntartott hitelminősítési kategória közül a középsőt tekintik irányadónak,** míg mindössze két esetben veszik számításba a legmagasabbat. Fontos továbbá megemlíteni, hogy az alapok többsége külön felhívja a figyelmet arra, hogy az adott értékpapír minősítése a megkötések szempontjából a vásárlás pillanatában számít, és egy későbbi leminősítés esetén a menedzser mérlegelésén múlik, hogy a portfólióban tartja-e vagy sem az érintett értékpapírt. Így tehát automatikus eladásokat jellemzően nem generál a kritikus szint alá történő leminősítés.

A fentiek alapján elképzelhető, hogy a külföldi befektetési alapok esetében a befektetésre nem ajánlott kategóriába eső kötvényekre meghatározott limit akadály

volt a forintpapírok vásárlásának. **Ennek az elméleti lehetőség tesztelésére ugyan-csak azokat a külföldi befektetési alapokat tekintettük át, amelyek tartottak lengyel zloty állampapírokat 2015 végén** (és a lengyel kitettségek szerinti sorrendben az első száz alap közé tartoztak), **ugyanakkor nem tartottak forint állampapírt. Ezek közül 11 olyan alap volt található, amelyek hitelminősítésre vonatkozó megkötéseket is alkalmaztak**, és az általuk kezelt zloty portfólió összértéke 2,9 milliárd zloty volt, ami a releváns állomány 24 százaléka. Bár azt nem tudjuk eldönteni, hogy valóban a limit kimerítése volt az egyetlen ok, ami miatt forint állampapírokat nem tartottak ezek az alapok, de nincs kizárva, hogy ez is akadály volt. **A további felminősítés éppen az ilyen potenciális akadályok elhárításán keresztül is segítheti a vásárlói kör bővülését.**

Végezetül a konzervatív kockázatvállalási profillal jellemezhető külföldi intézményi befektetők részéről várható pótlólagos keresletet tekintjük át. Miután a forint állampapír-piacon aktív nem rezidens szereplőkről nem áll rendelkezésre részletes profilbontás, így **a lengyel zloty állampapír-piacon befektető külföldi szereplők szerkezeti bontását mutatjuk be, ami némi támpontot adhat arra vonatkozólag, hogy mekkora potenciál rejlik a nem rezidens intézményi befektetők keresletében.**

A külföldi szereplők lengyel zloty állampapír-állománya 2015. december 31-én mintegy 207 milliárd zloty-t tett ki, ami a teljes állomány közel 40 százaléka. **A lengyel adósságkezelő statisztikái szerint beazonosított módon a külföldi intézményi befektetők mintegy 66 milliárd zloty állampapír-befektetéssel rendelkeztek a 2015-ös év végén, ami a teljes állomány közel 13 százalékát teszi ki. A forint állampapírok iránti kereslet kapcsán mindez azt sugallja, hogy a potenciális keresleti oldal a felminősítés után hosszú távon tovább bővíthet a külföldi intézményi befektetők részéről.** Ugyanakkor azt is érdemes szem előtt tartani, hogy a lengyel hitelminősítés 2015 végén érdemben magasabb volt, mint a magyar, tehát hasonló részarány kialakulásához a minősítés további javulása lehet szükséges.

Összességében tehát Magyarország felminősítése elsősorban a külföldi intézményi befektetők fokozottabb megjelenésén keresztül hathat pozitívan a forint állampapír-piacra, ugyanakkor néhány globális indexbe való visszakerülés a befektetési alapok részéről további mérsékelt pótlólagos keresletet támaszthat, valamint a befektetési alapok egyedi megkötései is kevésbé lesznek effektívek, mint jelenleg.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfólió. hu oldalon 2017. február 2-án.”