

Ligeti Imre:

A hitelminősítések kulisszatitkai (2. rész)

Már a kedvező folyamatok változatlan fennmaradása is felminősítést hozhat jövőre a Fitch-nél

November 20-án a Fitch megerősítette Magyarország „BB+” besorolását és a hozzá rendelt pozitív kilátást. A közleményben megadott információk alapján a kulcsterületek többségében, így a növekedés és a költségvetési hiány középtávú alakulásában, valamint az államadósság pályájában javult az intézet megítélése az elmúlt fél évben. A pozitív kilátás fényében a kedvező folyamatok változatlanságát feltételezve az általunk várt alapforgatókönyv szerint a jövő évben újra visszakerülhet a magyar hitelminősítés a befektetésre ajánlott kategóriába.

A fundamentális folyamatok, a hitelminősítők közelmúltban meghozott döntései, valamint a piaci mutatók egyaránt abba az irányba mutatnak, hogy **Magyarország hitelminősítése hamarosan 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 második számában a Fitch idei lépéseit ismertetjük. Fontos felhívni a figyelmet, hogy a bemutatott eredmények nem tekinthetők hivatalos Fitch állásfoglalásnak, az itt közölt állítások a Fitch honlapján elérhető információk alapján kizárólag a szerző véleményét és számításait tükrözik.

November 20-án a Fitch megerősítette Magyarország „BB+” besorolását és a hozzá rendelt pozitív kilátást. A közleményben található információk alapján a hitelminősítő intézet várakozásai a kulcsterületek többségénél erősödtek, illetve tovább javultak a májusi kilátásjavítás óta, ami a jövő évben esedékes felülvizsgálatokra nézve mindenképpen kedvező. Miután a Fitch szuverén hitelminősítési módszertani útmutatója nem tartalmaz olyan részletes pontozótáblát, mint a Moody's, illetve az S&P esetében, így az intézet idei lépései elemzése kapcsán kizárólag a közleményben megadott jelzésekre támaszkodunk. Ennek alapján cikksorozatunk második részében **bemutatjuk, hogyan alakultak a felminősítés szempontjából kritikus változók a Fitch számításai szerint az elmúlt évben.**

1.1. A Fitch által hangsúlyosan követett változókat négy csoportba lehet sorolni

A szuverének hitelminősítési folyamatában a Fitch esetében is meghatározó elemzési eszközként jelenik meg az intézet által kidolgozott **szuverén rating modell**, továbbá a **modell által implikált besorolás fontos inputként szolgál a végső minősítésről döntő bizottság számára**. A másik két domináns hitelminősítővel ellentétben azonban a Fitch a módszertani útmutatóban nem ismerteti a változókhoz tartozó skálákat és súlyokat, valamint azokat a lépéseket, amelyek a modelltől adódó pontszámától a besorolási kategóriák megállapításig vezetnek.

A modellezési folyamat pontos levezetése helyett felsorolja a hangsúlyosan követett változókat, és mindössze a négy nagy változócsoporthoz összesített súlyát közli (Fitch 2014). A

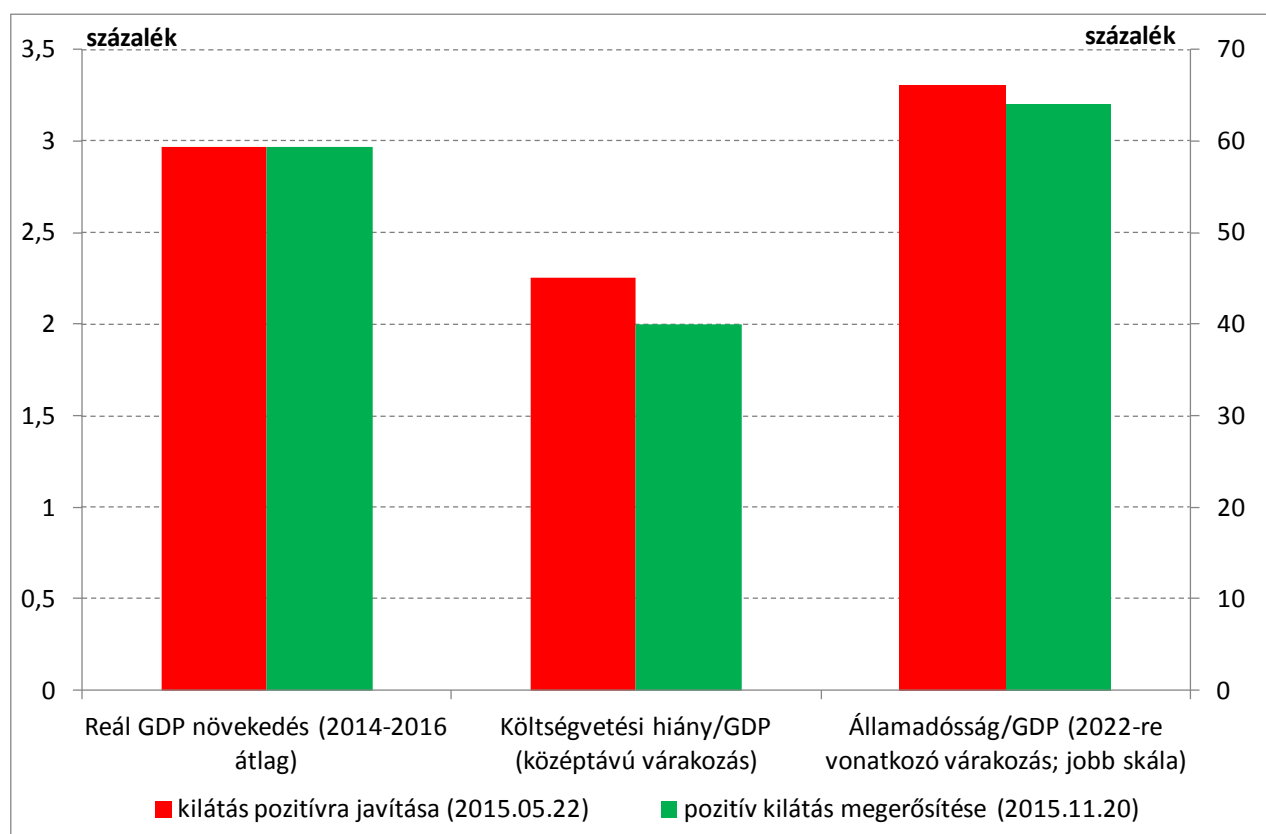
modellbesorolást legnagyobb mértékben (mintegy 50 százalékban) meghatározó változócsoporthoz **a gazdaság strukturális tényezőit leíró mutatók** alkotják. Itt az intézményi berendezkedés mellett a politikai kockázatot, valamint a pénzügyi szektor sérülékenységét vizsgálja a Fitch. A modellbesorolás szempontjából a második legnagyobb súllyal (mintegy 25 százalékkal) **az államháztartási folyamatokat megragadó változók** jelennek meg. Ezt követi a **külső egyensúlyi folyamatokat**, valamint a **makrogazdasági teljesítményt leíró mutatókat** magukba foglaló két változócsoporthoz, rendre 17, illetve 10 százalékos súllyal (Fitch 2014).

A mutatókra számított átlagoknál a vizsgált időszak jellemzően az aktuális évet övező +/- 1 éves időintervallum. Mindez persze nem jelenti azt, hogy bizonyos változóknál ne vegyenek figyelembe a gazdasági ciklust jobban megragadó, hosszabb időszakokat. Továbbá a Fitch is felhívja a figyelmet arra, hogy a modell által adódó indikatív besorolás nem feltétlen egyezik meg a besorolásról döntő bizottság döntésével (Fitch 2014).

1.2. A kulcsterületek többségében tovább javult Magyarország megítélése

A Fitch november 20-i közleménye alapján az ország besorolását meghatározó kiemelt területeken az intézet várakozásai erősödtek, illetve tovább javultak az elmúlt fél év alatt. A kulcsterületek közül néhány esetben konkrét előrejelzéseket is közöl az intézet a közleményben. Az alábbiakban három ilyen változónak a megítélését mutatjuk be, ahol az összehasonlítást az ország „BB+” minősítése mellé rendelt stabil kilátás pozitívra javítását eredményező értékelés (2015. május 22.), valamint a november 20-i megerősítés mentén végezzük el.

1. ábra: A magyar besorolást meghatározó néhány kulcsváltozó értékei a Fitch idén megjelent közleményei alapján



Forrás: Fitch (2015a, 2015b)

Megjegyzés: A GDP arányos költségvetési hiány májusi értéke a közleményben megadott, középtávon várt 2-2,5 százalékos tartomány átlagaként adódik. A reál GDP esetében a magasabb, a többi változó esetében az alacsony érték a kedvezőbb a hitelbesorolás szempontjából.

- Bár az idei és a következő évre vonatkozó **növekedési** előrejelzését nem módosította a Fitch, **a középtávú várakozásokat illetően** azonban új információként a novemberi közleményből kiderül, hogy reál értelemben **2 százalék feletti bővülést valószínűsít az intézet** (Fitch 2015a, 2015b).
- A költségvetési hiányszámok középtávú alakulását a májusi előrejelzéséhez képest kedvezőbben látja a Fitch.** Amíg ugyanis májusban 2 és 2,5 százalék közötti tartományba várta a költségvetési deficit alakulását, addig a kedvezőbb növekedési kilátásnak köszönhetően 2016 után szorosan a tartomány aljához, két százalék környékére várja az éves deficitet (Fitch 2015a, 2015b).
- A fenti két hatás eredőjeként, 5 százalékos nominális növekedést és tartósan 2 százalék körül alakuló éves hiányszámot feltételezve **a májusihoz képest gyorsabban csökkenő adósságpályát prognosztizál az intézet.** A Fitch novemberi várakozásai szerint a kedvezőbb pályával rendelkező államadósság 2017-re 72, míg 2022-re 64 százalékra csökkenhet. A 2022-re várt érték két százalékponttal alacsonyabb a májusi prognózishoz képest (Fitch 2015a, 2015b).

Az elmúlt években folyamatosan javuló külső egyensúlyi folyamatok terén a kedvező tendencia fennmaradásával számol a Fitch, ami a várakozásaiban a folyófizetési-mérleg változatlanul

magas többletében és a nettó külső adósság további, 2017-re 30 százalékra mérséklődő csökkenésében érhető tetten. A fentieken túl a **Fitch külön kiemeli a bankszektor terheinek enyhítését**, ami a hitelezés segítségével túl értékelése szerint a gazdaságpolitika stabilitásának és kiszámíthatóságának az erősítését is jelenti (Fitch 2015b).

1.3. Magyarország potenciális felminősítését a külső adósság és az adósságráta csökkenése, valamint a gazdaságpolitika kiszámíthatóságának erősödése hozhatja el jövőre

A Fitch november 20-i döntése volt az idei évre betervezett utolsó felülvizsgálat a három domináns hitelminősítőnél, így Magyarország befektetési kategóriába való visszakerülésére legkorábban jövőre kerülhet sor. A felminősítést potenciálisan kiváltó faktorok tekintetében két dolgot érdemes kihangsúlyozni: egyrészt a novemberi közlemény ugyanazt a három tényezőt jelölte meg, mint amit a májusban kiadott közlemény, másrészt mind a három tényezőben tovább javult a Fitch megítélése az elmúlt félévben. **A pozitív kilátás fényében a kedvező folyamatok változatlanságát feltételezve tehát az általunk várt alapforgatókönyv szerint a jövő évben újra visszakerülhet Magyarország hitelminősítése a befektetésre ajánlott kategóriába.** A Fitch esetében az elmúlt két évre meghirdetett potenciális felülvizsgálati időpontok alapján ez legkorábban 2016. május-júniusban történhet meg.

A cikksorozat további számaiban az S&P elmúlt másfél meghozott döntéseivel, a felminősítés lehetséges időzítésével, illetve azokkal az előnyökkel foglalkozunk, amelyeket a befektetésre ajánlott kategóriába való visszakerülés hozhat.

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. december 17-én.”

FELHASZNÁLT FORRÁSOK:

FitchRatings (2014): *Sovereign Rating Criteria. Master Criteria.*

FitchRatings (2015a): *Fitch Revises Hungary's Outlook to Positive; Affirms at 'BB+*

FitchRatings (2015b): *Fitch Affirms Hungary at 'BB+'; Outlook Positive*