

Ligeti Imre:

A hitelminősítések kulisszatitkai (4. rész)

A múltbeli tapasztalatok alapján Magyarország felminősítésének időzítése az idei évre eshet

A három domináns hitelminősítőből kettőnél is pozitív kilátással rendelkezik Magyarország adósságbesorolása. A múltbeli megfigyelések alapján a pozitív kezdeti kilátást az esetek kétharmadában átlagosan egy éven belül felminősítés követte. A fundamentális folyamatokban megfigyelt pozitív tendenciák fennmaradását feltételezve a Fitch esetében májusban, míg a Moody's esetében novemberében várható Magyarország felminősítése és így a befektetésre ajánlott kategóriába történő visszakerülése.

A fundamentális folyamatok, a hitelminősítők közelmúltban meghozott döntései, valamint a piaci mutatók mind abba az irányba mutatnak, hogy Magyarország már idén visszakerülhet a befektetésre ajánlott kategóriába. Éppen ezért a jegybank szakmai cikksorozatban foglalkozik a három hitelminősítő döntéseivel, a felminősítés lehetséges időzítésével, illetve a befektetésre ajánlott kategóriába való visszakerülés előnyeivel. A cikksorozat negyedik számában a felminősítésünk várható időzítésével foglalkozunk.

A Moody's 2015. november 6-i lépését követően a **három domináns hitelminősítőből kettőnél is pozitív kilátással rendelkezik Magyarország besorolása**. Feltételezve a fundamentális folyamatok pozitív tendenciáinak fennmaradását, joggal merül fel a kérdés, hogy mikorra várható az ország felminősítése. A hitelminősítők kilátással kapcsolatos definíciói, valamint a múltbeli döntések mintázata alapján ennek megfelelően jelenlegi írásunkban

- ismertetjük, hogy a besorolás változásának várható irányát jelző **kilátást hogyan definiálják a hitelminősítők**;
- bemutatjuk, hogy a historikus tapasztalatok alapján **milyen valószínűséggel és mennyi idő elteltével következett be az adott irányú kilátásnak megfelelő döntés**;
- végezetül becslést adunk arra, hogy **Magyarország mikor kerülhet vissza a befektetésre ajánlott kategóriába**.

A pozitív kilátást követő felminősítés jellemzően 1-2 éven belül következik be a minősítők

definíciói szerint

Az aktuális besorolás megváltozásának a valószínűségét a (negatív, stabil, pozitív) kilátás, illetve a figyelőlista (watchlist, review) kategóriák jelzik a hitelminősítők szimbólumrendszerében. Ezeknek a kategóriáknak az alkalmazása a 21-22 fokozatú diszkrét skála finomítása mellett elsősorban azt a célt szolgálja, hogy a kibocsátót, és a hitelezőt kellő időben felkészítse a lépésre. A potenciális leminősítésre vonatkozó figyelmeztetéssel (negatív kilátás, watchlist) ráadásul korrekcióra ösztönözhetik a hitelfelvevőt a hitelminősítők, amivel így a befektetők ügynökeként monitorozási funkciót is ellátnak.

A kilátást és a figyelőlistát alapvetően két dimenzió, a jelzett iránynak megfelelő döntés valószínűsége, valamint annak időzítése mentén lehet vizsgálni. A két kategória közötti alapvető különbség az, hogy a figyelőlista jellemzően valamilyen konkrét esemény rövid távon történő bekövetkeztéhez köti a potenciális döntést, míg a kilátás több vizsgált tényezőtől teszi függővé a későbbi lépést, aminek értékeléséhez hosszabb időre van szüksége a minősítőnek.

1. táblázat: A kilátás, illetve a figyelőlista jellemzői a három domináns hitelminősítő definíciói alapján

	Kilátás		Figyelő lista	
	Időtáv	Valószínűség	Időtáv	Valószínűség
Fitch	1-2 év	potenciális irány	6 hónap	potenciális irány
Moody's	középtávon	potenciális irány	30-180 nap	potenciális irány
S&P	6 hónap - 2 év	potenciális irány	6 hónap	potenciális irány

Forrás: Fitch, Moody's, S&P

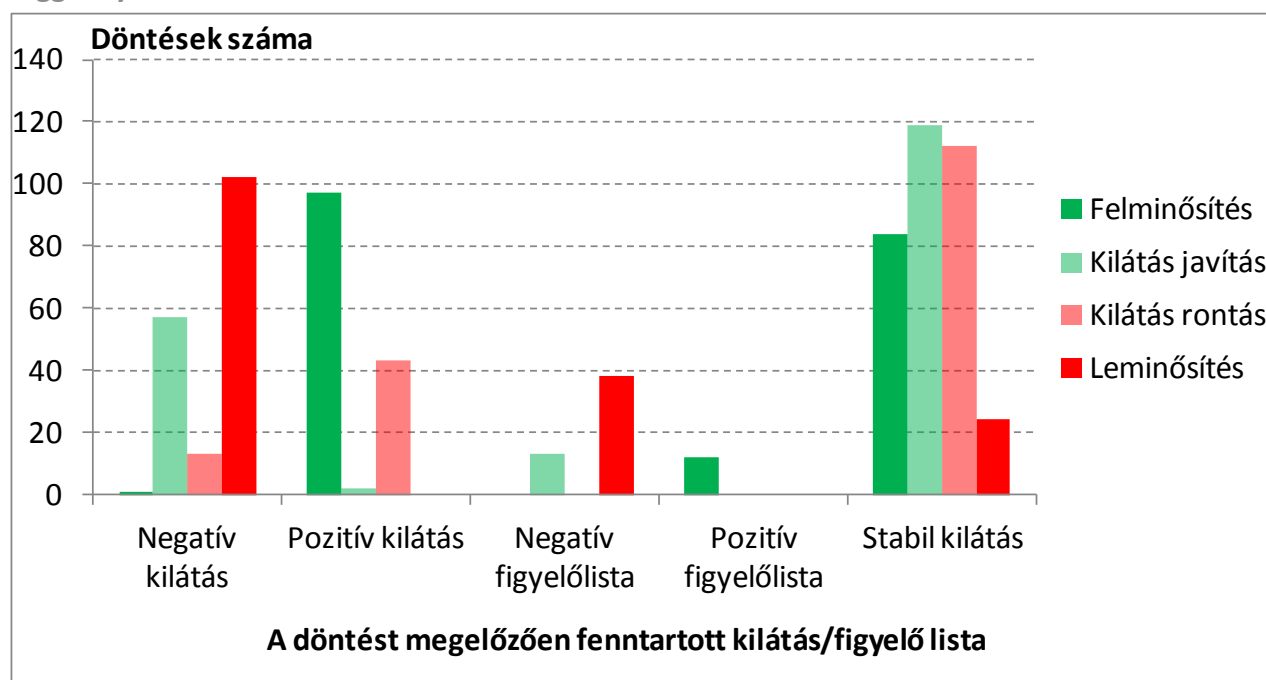
Mindhárom hitelminősítő értelmezésében a kilátás és a figyelőlista is a következő lépés potenciális irányát jelöli ki, de azt nem határozzák meg, hogy a lépés valószínűsége milyen mértékben emelkedik meg. Az időzítés tekintetében a **Fitch és az S&P definíciói alapján a figyelőlistára helyezett besorolás többnyire 6 hónapon belül változhat meg, míg a kilátás esetén jellemzően 1-2 éven belül módosulhat.** A Moody's a kilátás kapcsán az időtáv hosszát a középtávval azonosítja. Azt mindegyik hitelminősítő kiemeli, hogy a besorolás változásának nem előfeltétele a megfelelő irányú kilátás vagy figyelőlista, illetve az adott irányú jelzés nem garantálja a besorolás megváltozását.

A hitelminősítési döntések időzítésének keretet ad továbbá a szektor Európai Uniók szabályozása (CRA3), melynek értelmében a **hitelminősítő intézetek egy előre meghirdetett naptár szerint** kizárólag a pénteki piaczárást követően hozhatják **nyilvánosságra a szuverének hitelminősítését érintő bejelentéseket.** Ettől az eljárástól csak külön indokolt esetben térhetnek el. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy az intézetek mindegyik szuverén esetében évente két-három napot előre kijelölnek, amikor az adott szuverén hitelminősítését módosíthatják. A jogszabály arról is rendelkezik, hogy a szuverének hitelminősítésének felülvizsgálatát belsőleg legalább félévente el kell végezniük, ugyanakkor ez nem jelenti azt, hogy a felülvizsgálatot bejelentésnek is követnie kell. Így fordulhat elő, hogy egy előre meghirdetett napon az adott szuverén hitelminősítéséről még megerősítő közleményt sem közölnek az intézetek.

Pozitív kezdeti kilátást az esetek kétharmadában átlagosan egy éven belül felminősítés követte a múltban

Az alábbiakban a szuverén hitelminősítési lépéseket a szerint vizsgáljuk, hogy az adott döntést megelőzően milyen irányú kilátást vagy figyelőlistát tartott fenn a hitelminősítő. Szemléltetés céljából a Fitch döntéseire vonatkozó számításainkat mutatjuk be, mert ez a hitelminősítő látja el legrégebb óta pozitív kilátással Magyarország „BB+” (vagy annak megfelelő) besorolását. De a másik két hitelminősítő esetében is hasonló eredményeket kaptunk, és a fontosabb értékeket a megfelelő helyen jelezzük.

1. ábra: A Fitch hitelminősítési döntéseinek száma a döntést megelőző kilátás vagy figyelőlista függvényében



Forrás: Thomson Reuters és saját számítások a Fitch 2000. szeptember 21 után meghozott lépései alapján

Megjegyzés: Az X tengely kategóriái az adott döntést megelőzően fenntartott kilátást vagy figyelőlistát mutatják, míg az oszlopok magassága az adott típusú döntés számosságát mutatja. A kilátások illetve figyelőlisták esetében a pozitív valamint negatív figyelőlistát tekintettük rendre a legjobb, illetve leggyengébb kilátásának.

A döntések múltbeli mintázata alapján arra kerestük a választ, hogy **milyen átmenetek jellemzik az egyes hitelminősítési döntéseket, és két döntés között mennyi idő szokott eltelni:**

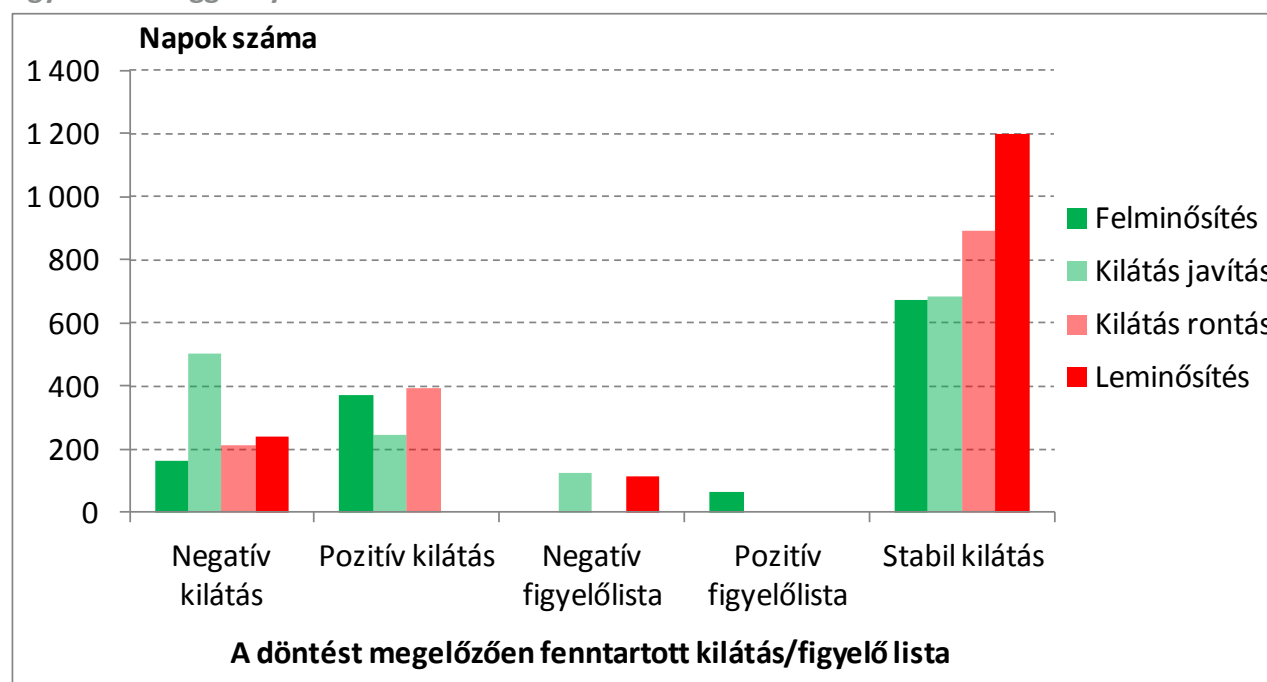
- A negatív és pozitív kezdeti kilátás esetében is érvényes az a hüvelykujjszabály, miszerint **nagyjából kétharmad arányban következik a kilátásnak megfelelő irányú besorolásváltoztatás és egyharmad arányban stabil kilátásra való visszatérés.** A Moody's esetében a pozitív kilátás és a felminősítés közé gyakran beékelődik a pozitív figyelőlista. De mindhárom hitelminősítőnél **a pozitív kilátás esetén a felminősítés relatív valószínűsége nagyobb, mint a negatív kilátást követő leminősítés relatív valószínűsége.** Ez alátámasztja a hitelminősítők monitorozási funkcióját, azaz a negatív kilátás esetén a szuverének igyekeznek elkerülni a leminősítést.
- **A pozitív figyelőlista után mindegyik esetben meg is történt a kategória javítása,** míg a negatív figyelőlista esetében 75 százalékban történt leminősítés.
- A definíció által sugalltnak megfelelően **a stabil kilátást** jellemzően a kilátás valamilyen irányú változtatása követi, de mindhárom minősítőnél **az esetek 30 százalékában kilátás-változtatás nélkül módosult a besorolás.**
- **A Fitch a leminősítést érdemben nagyobb arányban jelzi előre, mint amilyen arányban teszi ezt a felminősítéseknél.** A leminősítéseket 85 százalékban előzte meg negatív kilátás vagy

negatív figyelőlista, míg a felminősítések esetében csupán 56 százalékban jelezte előre a potenciális döntést. Ez a reláció a másik két hitelminősítő esetében is fennáll, ugyanakkor a két arány különbsége kisebb.

A továbbiakban azt vizsgáljuk meg, hogy a kezdeti kilátás függvényében a következő döntésig – legyen az a kilátás és/vagy a besorolás módosítása – mennyi idő telik el. Ezen a téren az alábbi főbb megfigyeléseket lehet megtenni:

- Ahogy a definíciók alapján várható volt a negatív, illetve pozitív kilátást követően átlagosan érdemben kevesebb nap telik el a következő lépésig, mint amennyi a kezdeti stabil kilátás esetén tapasztalható.
- **Kezdeti pozitív kilátás esetén átlagosan egy éven belül megtörténik a kategória/kilátás változtatása.** Negatív kilátás esetén a leminősítésig átlagosan 250 nap telik el, míg a kilátás stabilra javításáig ennek a duplája. Az S&P-nél pozitív kezdeti kilátás esetén átlagosan 400 nappal később következik a felminősítés, míg negatív kilátás esetén 232 nap múlva minősít le az intézet. A Moody's esetében ugyanehhez a két átmenethez rendre átlagosan 390, illetve 270 nap szükséges.
- A figyelőlisták esetén átlagosan fél éven belül döntést hoz mindhárom hitelminősítő.

2. ábra: A Fitch szuverén hitelminősítési döntései és a döntést megelőzően fenntartott kilátás legelső megítélésétől eltelt napok átlagos száma a döntést megelőzően fenntartott kilátás vagy figyelőlista függvényében



Forrás: Thomson Reuters és saját számítások a Fitch 2000. szeptember 21 után meghozott lépései alapján

Megjegyzés: Az X tengely kategóriái az adott döntést megelőzően fenntartott kilátást vagy figyelőlistát mutatják, míg az oszlopok magassága az adott típusú döntés, illetve a kilátás megítélése között eltelt napok átlagos számát mutatja. A megerősítéseket nem vettük figyelembe, így az

eltelt napok számát az adott kilátás legelős megítélésétől számítjuk. A kilátások, illetve figyelő listák esetében a pozitív valamint negatív figyelőlistát tekintettük rendre a legjobb, illetve leggyengébb kilátásának.

Magyarország potenciális felminősítése várhatóan az idén következik be

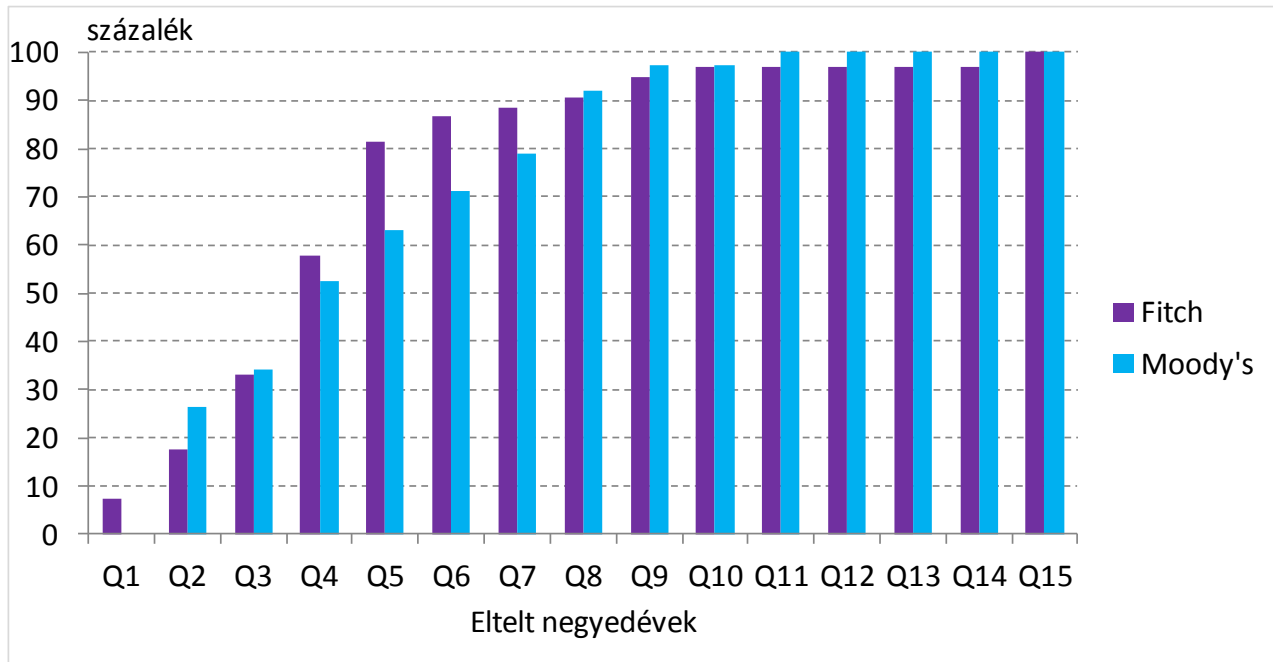
A fent bemutatott eredmények fényében becslést adunk arra, hogy Magyarország várhatóan mikor kerül vissza a befektetésre ajánlott kategóriába. **A pozitív kilátás következtében a felminősítés legnagyobb eséllyel a Fitch, illetve a Moody's esetében következhet be**, de nincs kizárva az S&P hasonló lépése sem a közeljövőben.

2. táblázat: Magyarország hitelminősítése, az idei évre eső felülvizsgálati napok és a potenciális felminősítéssel kapcsolatos empirikus tapasztalatok

Hitelminősítő	Aktuális hitelminősítés (mikortól)	A felminősítés empirikus valószínűsége az adott kezdeti kilátás esetén	A felminősítésig eltelt átlagos napok száma az adott kezdeti kilátás esetén	Idei felülvizsgálati napok (az átlagos időtávot teljesítő napok)
Fitch	BB+ pozitív (2015. máj. 22.)	70%	371	május 20; november 18
S&P	BB+ stabil (2015. márc. 20.)	20%	632	március 18; szeptember 16
Moody's	Ba1 pozitív (2015. nov. 6.)	74%	391	március 4; július 8; november 4

A három hitelminősítő közül a Fitch esetében áll fenn legrégebb óta a „BB+” besorolás mellé rendelt pozitív kilátás, így pusztán az empirikus tapasztalatok alapján ennél az intézetnél következhet be legkorábban a felminősítés. Az idei évre meghatározott naptár alapján erre már május 20-án sor kerülhet, ugyanis átlagosan 1 év elegendő volt a múltban az ilyen jellegű átmenetekhez. Novemberre már 6 negyedév telne el a 2015-ös kilátásjavítás óta, ami a múltbeli esetek 86 százalékában már meghozta a felminősítést. Mindebből az következik, hogy a fundamentális folyamatokban megfigyelt pozitív tendenciák fennmaradását feltételezve idén a Fitch jó eséllyel ismét befektetésre ajánlott kategóriába helyezi vissza az országot. A Moody's tavaly november 6-án javította pozitívrá az adósság-besoroláshoz tartozó kilátást, így a historikus megfigyelések alapján az ő esetükben legkorábban inkább november 4-én kínálkozik esély a felminősítésre. Az S&P stabil kilátást rendel jelenleg a hazai minősítéshez, és bár a felminősítés stabil kilátás mellől is megtörténhet, valószínűbbnek mutatkozik az a forgatókönyv, ami szerint a felminősítést megelőzi a kilátás pozitívrá javítása.

3. ábra: Pozitív kezdeti kilátás esetén a felminősítések kumulált aránya a felminősítésig eltelt negyedévek szerint a Fitch és a Moody's esetében



Forrás: Thomson Reuters és saját számítások a Fitch esetében 2000. szeptember 21. után, míg a Moody's esetében 2003. november 15. után meghozott lépések alapján

Összességében tehát – a fundamentális folyamatokban megfigyelt pozitív tendenciák fennmaradása esetén – a Fitch esetében már idén májusban, míg a Moody's esetében novemberében várható Magyarország felminősítése, így a befektetésre ajánlott kategóriába történő visszakerülése.

FELHASZNÁLT FORRÁSOK:

FitchRatings (2014): *Definitions of Ratings and Other Forms of Opinion*

Moody's Investor Service (2015): *Rating Symbols and Definitions*

Standard & Poor's Rating Services (2014): *Standard & Poor's Ratings Definitions*

„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2016. március 30-án”