

## Ligeti Imre:

### A hitelminősítések kulisszatitkai 1. rész

#### **Magyarország felminősítését az adósságráta további várható csökkenése hozhatja el a Moody's-nál**

*November 6-án stabilról pozitívrá javította Magyarország „Ba1”-es besorolása mellé rendelt kilátását a Moody's. A pozitív kilátáson túl, a közleményben található információk a potenciális felminősítés irányába mutatnak. Ezeknek az információknak a megértéséhez, továbbá a várható lépések becsléséhez a Moody's szuverén hitelminősítési módszertana a legalkalmasabb eszköz. A novemberi közlemény, valamint a kulcsváltozókra számított értékek alapján Magyarország befektetési kategóriába való visszakerülését a legnagyobb eséllyel az adósságráta várható csökkenése hozhatja el, ami véleményünk szerint jövőre be is következik.*

**A fundamentális folyamatok, a hitelminősítők közelmúltban meghozott döntései, valamint a piaci mutatók abba az irányba mutatnak, hogy Magyarország hitelminősítése 2016-ban visszakerülhet a befektetésre ajánlott kategóriába.** A tőkepiacon finanszírozáshoz jutó szereplők és a hitelnyújtók számára is fontos, hogy milyen minősítéssel látják el a hitelfeltevőt a hitelminősítő intézetek. Ez különösen igaz, ha a kérdéses szereplő hitelminősítése a befektetésre ajánlott kategória határán található. Magyarország jelenleg ebben a helyzetben van. 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 első számában a Moody's lépéseit mutatjuk be az intézet szuverén hitelminősítési módszertánán keresztül. Fontos felhívni a figyelmet, hogy a bemutatott eredmények nem tekinthetők hivatalos Moody's állásfoglalásnak, az itt közölt állítások a Moody's honlapján elérhető információk alapján kizárólag a szerző véleményét és számításait tükrözik.**

**November 6-án stabilról pozitívrá javította Magyarország „Ba1”-es besorolása mellé rendelt kilátását a Moody's. A pozitív kilátás mellett a közlemény számos biztató, a felminősítés irányába mutató üzenetet tartalmaz. Ezen üzenetek értelmezéséhez a legkézenfekvőbb megoldást a nyilvánosan elérhető szuverén hitelminősítési módszertan, valamint a közleményekben szereplő kvantitatív és kvalitatív információk nyújtják.** Az elmúlt évek szabályozói törekvéseinek köszönhetően ugyanis a hitelminősítők egyre inkább átláthatóbbá teszik a hitelminősítési döntéseik folyamatait. Publikálják a módszertanukat, és közleményeik évről évre részletesebb információkat tartalmaznak. Az alábbiakban a Moody's modellje mentén

- **bemutatjuk a kilátásjavulást elősegítő folyamatokat megragadó változók elmúlt évbeli alakulását;**
- **rekonstruáljuk, hogyan alakulhatott a négy dimenzió értékelése, valamint a modell által számított besorolási sáv;**

- végezetül megbecsüljük, milyen irányban változhat a modell által számított besorolási sáv a 2016-os évben.

### 1.1. A szuverének hitelminősítési módszertana többségében kvantitatív változók összesúlyozásán alapul

A hitelminősítők – így a Moody's is – az adott állam (szuverén) hiteltörlesztési képességéről valamint hajlandóságáról, vagyis kockázatosságáról alkotnak véleményt. Ehhez a hiteltörlesztési kockázatosságot befolyásoló reálgazdasági, pénzügyi, intézményi folyamatokat értékelik, aminek a végeredményét egy 21-22 fokozatú skálán mozgó hitelbesorolásban jelenítik meg. A hitelbesorolás későbbi potenciális változásának irányát pedig az úgy nevezett kilátással jelzik. **A szuverének kockázatosságának elemzési keretét a hitelminősítő módszertani összefoglalóiban publikált modell reprezentálja. A modell lényegében egy pontozótábla, ami a modellben szereplő változókat – a transzparencia erősségétől függően – egy előre meghatározott skálán értékeli, majd az így kapott értékek szisztematikus aggregálása után egy indikatív besorolási sávot ad eredményül.**

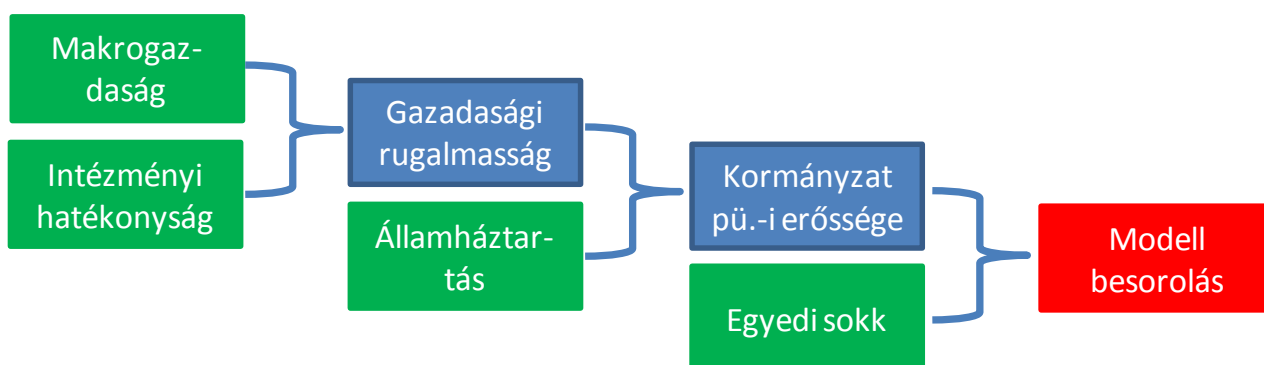
A változók nagy része kvantitatív, amelyekre jellemzően historikus és előrejelzett értékek súlyozott átlagát számolják a hitelminősítők. **A több éves (a Moody's esetében jellemzően 10 éves) értékek átlagolásának célja az, hogy a hitelminősítés a fundamentális folyamatokban megfigyelt változásokra reagáljon**, az üzleti ciklusok ingadozása ne befolyásolja a besorolást. **Vannak természetesen nehezen számszerűsíthető változók is**, az intézményi struktúrát leíró tényezők jellemzően ilyenek. Ezeknek az értékelése kevésbé standardizálható, a szakértői véleményalkotás itt nagyobb teret kap.

Bár a tényleges hitelminősítések jellemzően a módszertani modellből adódó (3 egységet átfogó) indikatív besorolási sávon belül találhatóak, de a gyakorlatban többször előfordul, hogy a hitelminősítésről döntő bizottság a modell által javasolt sávon kívülre eső besorolásról határoz. Összességében tehát, a módszertani modell jó iránytűként szolgál, de nem garantálja, hogy a tényleges besorolás és a modell által számított megegyezzen.

### 1.2. A Moody's négy dimenzió mentén értékeli a szuverén adókat

A Moody's módszertana négy jól elkülöníthető dimenzió mentén értékeli a szuverének hitelkockázatát. Az egyes dimenziók kiértékelésének a folyamata jellemzően 5-6 kulcsváltozó alapján előálló kezdeti pontszám meghatározásával indul, majd ezt a pontszámot további változók bevonásával finomhangolja a modell. A változók, valamint azok összesúlyozásából adódóan a dimenziók értékelése egy 1-15-ös skálán történik. **A négy dimenzió meghatározott sorrendben egy súlymátrix szerint kerül aggregálásra, ami végül kijelöli a módszertan által javasolt három egységet átfogó besorolási sáv közepét** (Moody's 2013).

1. ábra: A Moody's módszertanában szereplő dimenziók aggregálásának sematikus ábrája



Forrás: Moody's (2013)

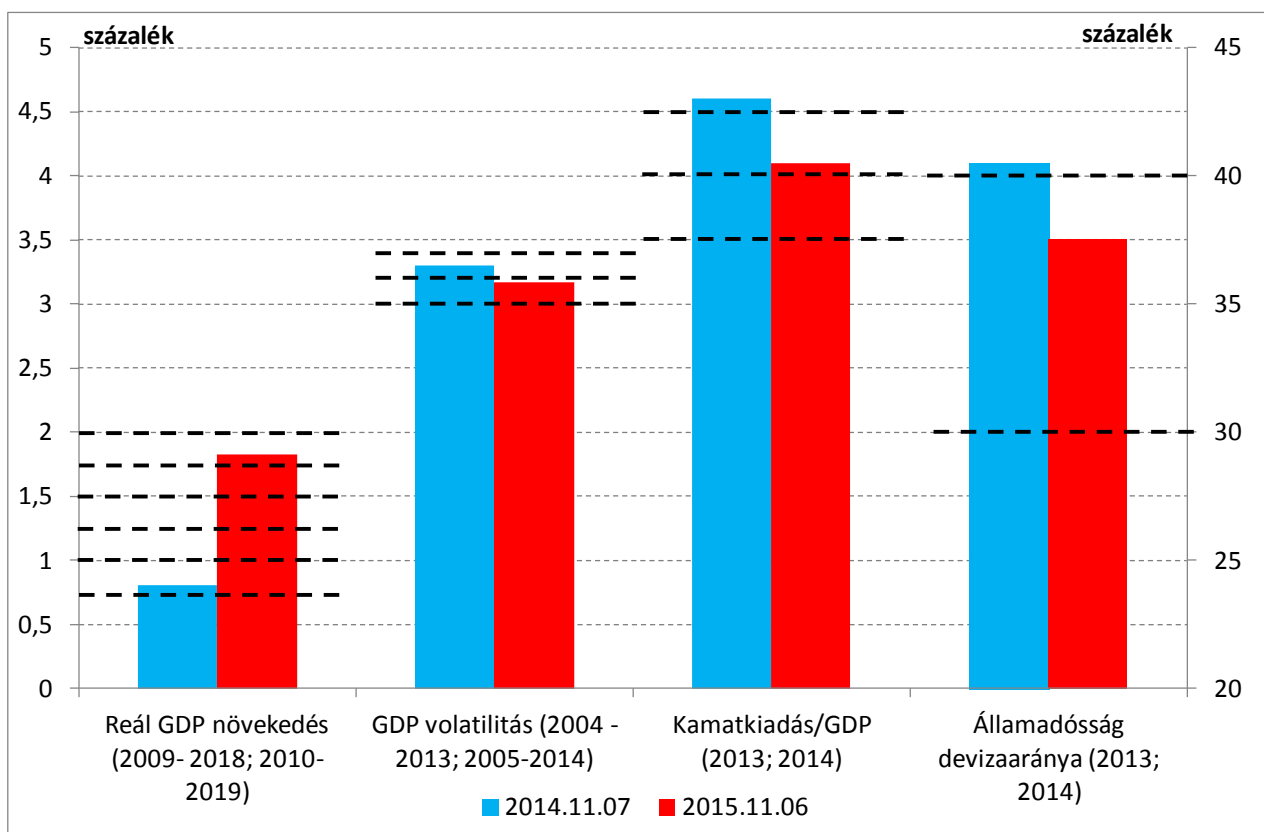
A külső egyensúlyi folyamatok értékelése a Moody's esetében – a másik két domináns intézethez képest eltérő módon – speciális formában jelennek meg. **A Moody's a legutolsó dimenzióban az egyedi sokkokra való érzékenységet vizsgálja, aminek csak része a külső sérülékenység alakulása**, emellett a politikai kockázat, az államháztartás likviditási helyzete, valamint a bankrendszer sérülékenysége is megjelenik. Ennél a dimenziónál ráadásul a súlyozás is eltér a megszokottól, ugyanis itt **az egész dimenzió pontszámát a leginkább kockázatosnak tartott terület pontszáma adja** (Moody's 2013).

A módszertanban az egyes dimenziók alappontszámát meghatározó változók mellett megtalálhatóak az értékelés alapját szolgáló abszolút skálák is, továbbá a változók dimenzió belüli súlyozása is ismert. Ugyanakkor az egyes dimenziók alappontszámának a finomhangolásáért felelős mutatók egy részéhez vagy nem tartozik értékelési skála, vagy maga a megragadni kívánt faktor nincs kifejezve explicit módon egy konkrét mutatóval. Így **a pontozótábla alapján előálló indikatív besorolási sáv csak érdemi bizonytalanság mellett becsülhető**. Mindezekén túl azt is érdemes szem előtt tartani, hogy a modelltől adódó indikatív sáv – még ha ténylegesen meg is egyezne a Moody's által számolttal – sem jelölné ki automatikusan a hitelbesorolást. Ugyanakkor így is elmondható, hogy **az egyes lépések utólagos megértését segítheti a módszertan**.

### 1.3. A kilátásjavítást kiváltó folyamatokat megragadó változók számottevő javulást mutattak fel az elmúlt évben

A Moody's közleménye alapján a november 6-i kilátásjavítást alapvetően az ország tartósan javuló növekedési kilátása, valamint a kedvezőbb szerkezetűvé váló és fokozatosan csökkenő államadósság váltották ki (Moody's 2015). A módszertan alapján ezek a mutatók a makrogazdasági, illetve az államháztartási dimenzióba tartoznak, az alábbiakban ezekre a kulcsváltozókra számított értékeket mutatjuk be. Az intézményi struktúra, valamint az egyedi sokk dimenziók értékelését a modellszámítás során ismertetjük. Két nevezetes dátumra végeztük el a számításokat, ami időrendben Magyarország „Ba1” minősítése mellé rendelt negatív kilátás stabilra javítása (2014. november 7.), valamint a stabil kilátás november elején megtörtént pozitívra javítása (2015. november 6.). A mutatók múltbeli értékei a módszertanban feltüntetett referencia időszakokra vonatkoznak, az előrejelzett értékeknél a Moody's becsléseinek hiányában az IMF prognózisait használtuk fel.

2. ábra: A november 6-i kilátásjavítás kulcsváltozóinak kalkulált értékei a Moody's módszertana alapján



Forrás: Moody's (2013), IMF WEO, Eurostat, ÁKK és saját számítások (a reál GDP növekedés és volatilitás esetében)

Megjegyzés: A szaggatott vonalak a változók olyan értékhatárait mutatják, amelyeknek az átlépése az egyes dimenziók pontszámát módosíthatják. A reál GDP növekedés esetében a magasabb, a többi változó esetében az alacsony érték a kedvezőbb a hitelbesorolás szempontjából. A reál GDP növekedés például becslésünk szerint tavalyhoz képest 4 kategóriát javult a 15-ös skálán.

- Számításaink szerint a **legjelentősebb**, a 15-ös skálán 4 egységet is elérő **javulás a reál GDP növekedés esetében figyelhető meg**. Az idei értékeléshez felhasznált, 2010-től 2019-ig terjedő időszakra az IMF prognózisa alapján átlagosan 1,8 százalékos növekedés adódik.

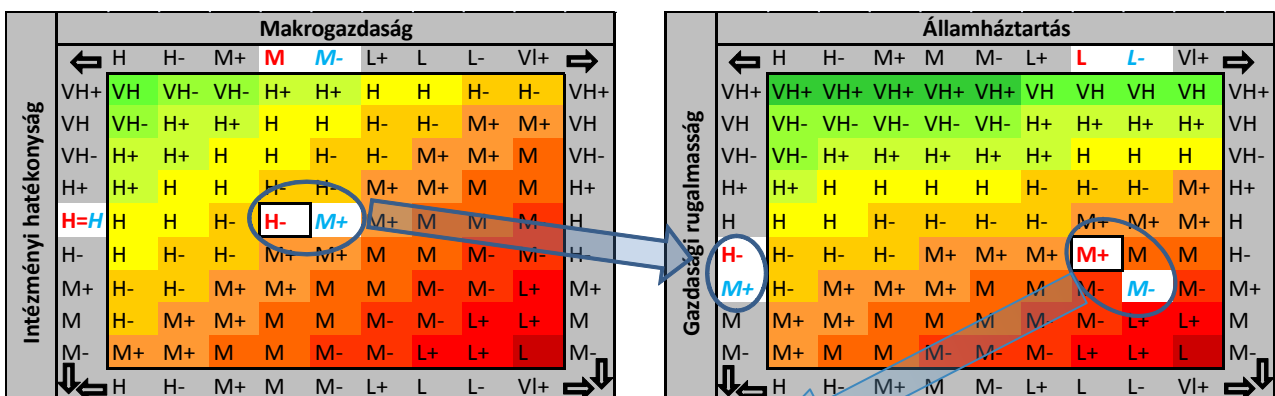
Véleményünk szerint ehhez nagyon hasonló értékkel kalkulálhat a Moody's is, ugyanis a közlemény alapján 2-2,5 százalékos bővülés vetít előre az intézet, ami nagyon közel esik az IMF várakozásához. Fontos megjegyezni, hogy a **tartósan 2 százalék feletti növekedésre vonatkozó várakozás mellett az is segítette a mutató javulását**, hogy egy évvel távolabb kerültünk a 2008-2009-es válságtól, így **idén már kiesett az átlagszámításból a 2009-es évben adódó 6,6 százalékos visszaesés**.

- Magyarország elmúlt években **stabilabbá váló növekedési profilját a GDP volatilitásának csökkenése ragadja meg**, ami előretétekintve várhatóan tovább mérséklődik, figyelembe véve a tartósan 2 százalék feletti várakozást. A mutató egy egységnyi javulása ugyancsak hozzájárult a makrogazdasági profil erősödéséhez.
- **Az ország adósságprofilja terén tapasztalt kedvező tendenciát az adósságállomány fokozatos csökkenésén túl a kamatkiadás, valamint a devizaarány mérséklődése reprezentálja legjobban**. Mindkét mutató egy-egy egységet javult a módszertanban meghatározott értékelési skála alapján. A tavalyi év végén a GDP arányos kamatkiadás 4 százalék közelébe süllyedt, míg az államadósság devizaaránya 37,5 százalékot tett ki. Az utóbbi érték 2015. szeptember végén már mindössze 33 százalék körül alakult, és a Moody's várakozása szerint jövőre már 30 százalék alá süllyedhet, ami a dimenzió megítélését tovább javítja.

#### 1.4. A kilátásjavítást a makrogazdasági, valamint az államháztartási dimenzió kedvezőbb értékelése váltotta ki

Ahhoz, hogy pontosan lássuk, hogy a fent bemutatott változók javulásának milyen hatása volt, illetve lehet a jövőben az ország hitelminősítésére, érdemes végigvezetni a teljes modellszámítást. Fontos megjegyezni, hogy mivel **nem teljesen transzparens a Moody's módszertana**, így néhány mutató mérésénél, illetve súlyozásánál feltételezésekkel élünk. Éppen ezért bár **a módszertan alapján számított besorolási sáv a lehető legjobb tudásunk szerinti becslést mutatja, az ország hitelminősítéséről döntő bizottság ettől eltérő eredményre is juthatott**.

3. ábra: A Moody's módszertana alapján Magyarország becsült indikatív besorolásának változása az elmúlt évben



		Kormányzat pénzügyi erőssége								
		← H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	→
Egyedi sokk	VI-	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	VI-
	VI	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	VI
	VI+	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	VI+
	L-	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	L-
	L	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	L
	L+	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	L+
	M-	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	M-
	M=M	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	M
M+	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	M+	
		H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	

Forrás: Moody's (2013, 2014, 2015), ÁKK, ECB, Eurostat, IMF WEO, WEF, World Bank és saját számítások

Megjegyzés: A késsel szedett kategóriák a 2014-es, míg a pirossal szedett kategóriák a 2015-ös becslésünket mutatják. A dimenziók értékelése 15 fokos skálán történik, ahol a „VH+” jelenti a legmagasabb, míg a „VL-” a legalacsonyabb értéket.

A Moody's közleményeiben szereplő kvalitatív jellegű szöveges értékelések, a módszertanban meghatározott mutatókra elvégzett számítások, valamint a gazdasági rugalmasság képzett dimenzió a **Moody's általi besorolására vonatkozó információk felhasználásával a modellszámításunk** eredménye azt mutatja, hogy az indikatív besorolási sáv közepe tavaly "Ba2", míg idén novemberben két kategóriával jobb "Baa3" lehetett. Mindez azt jelenti, hogy amíg tavaly a modell által javasolt sáv felső határának megfelelő szinten tartotta az ország hitelminősítését a Moody's, addig idén a sáv két egységgel történő javulását a kilátás pozitívrá erősítésével követte le az intézet.

#### Keretes írás: A modellszámítás részletei

2014 őszén a makrogazdasági és az intézményi hatékonyság dimenzió összevonásából adódó gazdasági rugalmasság profil értékelését „medium” besorolással látta el az intézet, ami a 15-ös skálán a 7-9-es pontszám valamelyikének felelt meg. A makrogazdasági dimenzióra számításaink szerint „M”-es értékelés állhatott elő, amit a benchmark országokétól érdemben elmaradt 10 éves átlagos GDP növekedés vélhetően „M”-ra rontott. Az intézményi hatékonyság értékelése becslésünk szerint „H” értéket vett fel, így a két dimenzióból képzett gazdasági rugalmasság profil „M-” besorolást kaphatott. Az államháztartás dimenzió az államadósság magas devizaaránya, valamint a Moody's akkori megítélése szerint a szint stabilizálódása miatt „L-” értékelést kaphatott. Az egyedi sokk dimenziót pedig „M” besorolással láthatta el a Moody's. Az egyes dimenziók szisztematikus összesúlyozása alapján pedig az eredménymátrix a „Ba2” közepű (Ba1-Ba3 közötti) besorolási sávot jelölhette ki, vagyis becslésünk szerint az akkori sávnak a felső besorolását tartotta fenn a hitelminősítő (Moody's 2013, 2014).

Idén novemberben a makrogazdasági dimenzió megítélése a kedvezőbb és stabilabb növekedési kilátásnak köszönhetően véleményünk szerint a tavalyihoz képest egy értékkel magasabb „M”-es értékelést kaphatott. Az intézményi hatékonyság dimenzió értékelése véleményünk szerint nem változott. A gazdasági rugalmasság profil pedig ennek megfelelően „H-” szintre javult. A közleményből tudjuk, hogy ennek a képzett dimenzióknak az értékelése a Moody's-nál „high level”

besorolást kapott, ami összhangban van a modellszámításunkkal. A közlemény szöveges üzenete, valamint a kulcsváltozók értékelése alapján az államháztartási dimenzióra „L” besorolást kaphatott Magyarország, ami szintén egy egységgel jobb, mint a tavaly megállapított szint. A két dimenzió terén felmutatott javulás pedig két egységgel magasabb értékelést eredményezett a kormányzat pénzügyi erősségében. Ez utóbbi képzett profilnak, valamint a véleményünk szerint továbbra is változatlanul „M”-ra értékelt egyedi sokk dimenzióknak az összevetése pedig „Baa3” sávközépet jelöli ki (Moody’s 2013, 2015).

#### **1.5. Magyarország potenciális felminősítését az adósságráta további csökkenését előidéző folyamatok fennmaradása válthatja ki**

A jövőbeli kilátások értékeléséhez a közleményben megfogalmazott feltételekből, valamint a modellbecslésből érdemes kiindulni. **A közlemény alapján a felminősítés akkor következhet be, amennyiben azok a folyamatok, amelyek az államadósság csökkenését biztosították az elmúlt években, továbbra is fennmaradnak.** Itt elsősorban a gazdaságpolitikai intézkedések stabilitását, illetve mindennek a növekedési pályára, fiskális konszolidációra, valamint a külső sérülékenység további mérséklődésére kifejtett hatását vizsgálja majd a Moody’s (Moody’s 2015). **Becslésünk szerint a módszertani modell által indikált besorolási sáv közepe idén már a befektetésre ajánlott kategóriában található,** így amennyiben a jelenlegi, a Moody’s által is előrejelzett folyamatok fennmaradnak, akkor **jövőre jó eséllyel érvényesíti is a „Baa3”-as besorolási kategóriát az intézet.**

**Összességében elmondható, hogy az adósságráta csökkenését támogató folyamatokat idén pozitív kilátással jutalmazta a Moody’s, a kedvező tendenciák fennmaradása esetén jövőre (november környékén) véleményünk szerint nagy valószínűséggel a befektetésre ajánlott kategóriába tartozó „Baa3”-as szintre javíthatja a magyar besorolást.**

*„Szerkesztett formában megjelent a Portfolio.hu oldalon 2015. november 19-én.”*

#### **FELHASZNÁLT FORRÁSOK:**

*Moody’s Investor Service (2013): Rating Methodology. Sovereign Bond Ratings.*

*Moody’s Investor Service (2014): Moody’s changes outlook on Hungary’s Ba1 rating to stable from negative; affirms rating*

*Moody’s Investor Service (2015): Moody’s changes outlook on Hungary’s Ba1 ratings to positive, affirms ratings*