

## Mindhárom kiemelt hitelminősítőnél stabil Magyarország adósság-besorolásának kilátása

*A Fitch a pénteki piaczáras után változatlanul hagyta Magyarország hitelminősítését, így idén már nem várható módosítás a magyar adósság-besorolásban. A Moody's november 7-én meglépett kilátásjavítása ugyanakkor fordulópontot jelent a magyar hitelminősítések elmúlt éves történetében, hiszen így már mindhárom kiemelt hitelminősítő intézet stabil kilátást rendel a hazai besorolás mellé. Éppen ezért érdemes áttekinteni a legfrissebb pozitív irányú hitelminősítői lépés mögötti tényezőket.*

*A Moody's hivatalos indoklása szerint elsősorban a flow jellegű indikátorok tartós javulása járult hozzá a kilátásjavításhoz. Így többek között a növekedés vártnál nagyobb mértékű erősödése, a kormánynak a költségvetési deficit 3 százalékos cél alatt tartása melletti erős elkötelezettsége, valamint a külső sérülékenységünk érdemi csökkenése váltotta ki a pozitív hitelminősítői döntést. Bár az állományi mutatóink továbbra is kedvezőtlenebb képet festenek a benchmark országokhoz képest, a legtöbb flow jellegű indikátor alapján Magyarország már most is a befektetésre ajánlott országok csoportjába tartozik, amit egyébként a piaci hitelkockázati indikátorok is visszatükröznek. Ennek fényében van rá esély, hogy a közeljövőben újabb pozitív irányú lépésről döntenek a hitelminősítő intézetek. A Moody's jelzése szerint ez akkor következhet be, ha tovább javul az ország növekedési kilátása és tartósan csökkenő pályára áll az államadósság.*

A Fitch a pénteki piaczáras után változatlanul hagyta Magyarország hitelminősítését, így idén már nem várható módosítás a magyar adósság-besorolásban. A Moody's november 7-én meglépett kilátásjavításának ugyanakkor több szempontból is kiemelt jelentősége van. Egyrészt az S&P márciusi kilátásjavítása után immáron a Moody's-nál is megszakadt a hazánk adósság-besorolását érintő döntésekben megfigyelt több éve tartó kedvezőtlen tendencia, ami azt is jelenti, hogy **fordulópont**hoz értünk a magyar hitelminősítések elmúlt évekbeli történetében, hiszen így már mindhárom kiemelt hitelminősítő intézet stabil kilátást rendel a hazai besorolás mellé.<sup>1</sup> Másrészt a Moody's esetében fokozottan üzenetértékű a pozitív irányú lépés, hiszen a historikus tapasztalatok azt mutatják, hogy a három domináns szereplő közül a Moody's hitelbesorolásai bizonyulnak a legstabilabbnak. Vagyis, amíg a másik két intézet, különösen az S&P gyakorlata erősebb érzékenységet mutat a ciklikus tényezőkre, addig a Moody's megközelítése nagyobb hangsúlyt fektet a hosszabb távon érvényes, tartósabb folyamatokra. Más szóval **a Moody's kilátásjavítása erőteljesebben mutatja hazánk fundamentális folyamataiban bekövetkezett fordulatot.** Ugyanakkor azt is érdemes megjegyezni, hogy az állományi mutatóink továbbra is kedvezőtlenebb képet festenek a benchmark országokéhoz képest, így a befektetésre ajánlott kategóriába való visszakerüléshez az alapfolyamatokban megfigyelt javulásnak a tartós fennmaradása szükséges.

---

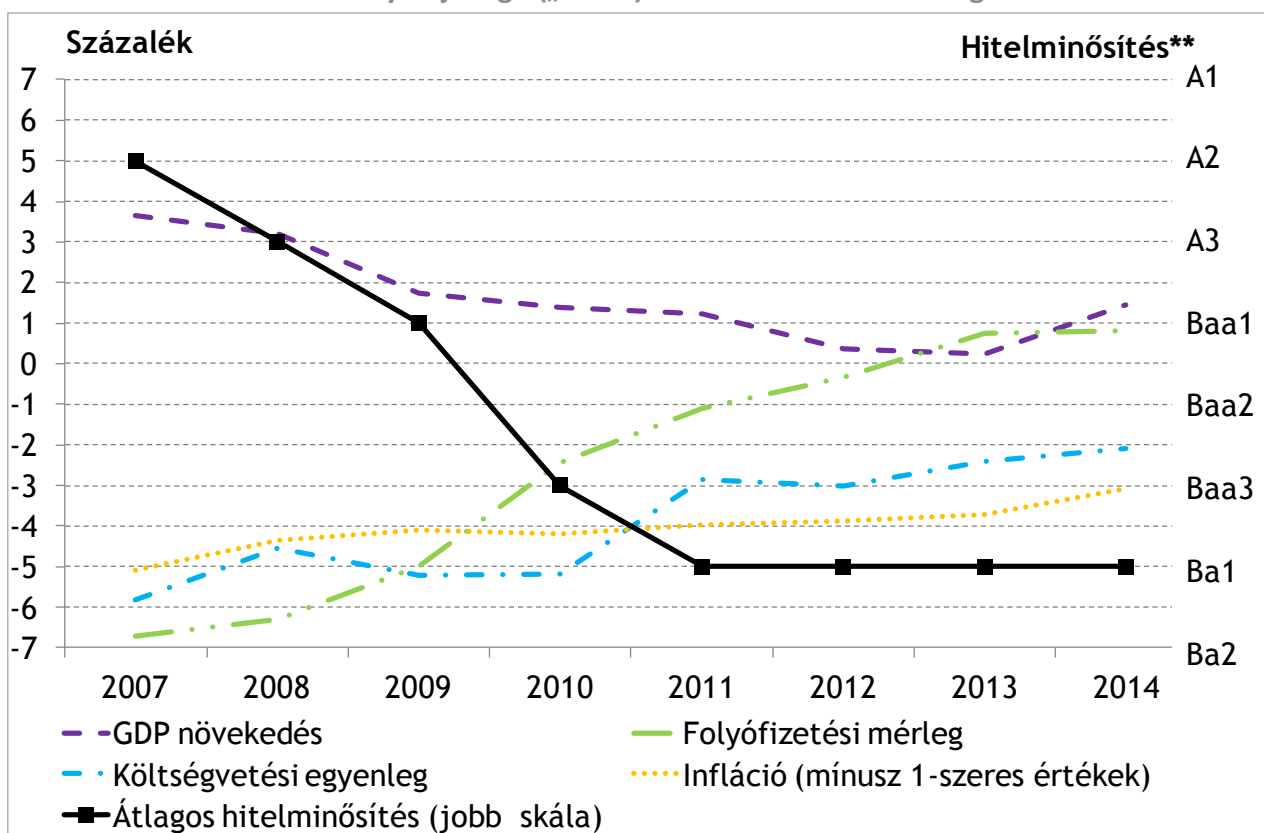
<sup>1</sup> Fitch: BB+ (stabil kilátás), Moody's: Ba1 (stabil kilátás), S&P: BB (stabil kilátás)

Jelen írás célja, hogy a Moody's hivatalos indoklása mentén áttekintsük, melyek voltak azok a tényezők, amelyek hozzájárultak a kilátásjavításhoz. Megmutatjuk továbbá, hogy a hasonló besorolású országokhoz viszonyítva, hol helyezkednek el a magyar indikátorok, és rámutatunk azokra a dimenziókra is, amelyeknek a javulása további pozitív hitelminősítési lépést vonhat maga után a közeljövőben.

### 1.1. Elsősorban a flow indikátorok tartós javulása járult hozzá a kilátásjavításhoz

A Moody's indoklása a kilátásjavítást három kiemelt dimenzióban megfigyelt előrelépéshez köti, amelyek mögött nagyrészt a flow jellegű indikátoraink tartós javulása húzódik meg (1. ábra). Érdeemes itt megjegyezni, hogy a hitelminősítők módszertana a „TTC” (through the cycle) megközelítést követi, vagyis az adott szuverén hitel-visszafizetési képességét, illetve hajlandóságát befolyásoló indikátorok tekintetében a teljes üzleti ciklust igyekszik megragadni. A Moody's esetében ez azt jelenti, hogy a kiemelten figyelt flow jellegű indikátoroknál 10 éves átlagos szinteket vizsgál az intézet, amely átlagok historikus, valamint előrejelzett értékekből állnak elő. Mindez arra szolgál, hogy a hitelbesorolás a fundamentális folyamatokban megfigyelt változásokra reagáljon, és az üzleti ciklusok ingadozása ne befolyásolja a besorolást. Ennek a simításnak a mértéke természetesen a hitelminősítő intézetek módszertana szerint eltérő lehet.

1. ábra: Magyarország Moody's általi hitelminősítése, illetve a hitelminősítés szempontjából fontos folyamjellegű („flow”) indikátorok 10 éves átlaga\*



Forrás: IMF WEO adatbázis 2014 október, Moody's

\*Megjegyzés: Az indikátorok 10 éves átlagait az adott évet megelőző 4 év tényadatai, illetve az IMF adott évi és az azt követő 5 évre vonatkozó előrejelzései alapján számítottuk.

*\*\*A Moody's módszertana szerint a „Ba1” besorolás az S&P és a Fitch által használt „BB+” kategóriával ekvivalens.*

- **A Moody's indoklása a kilátásjavítás mögötti tényezők közül elsőként a növekedési momentum vártnál nagyobb mértékű erősödését emeli ki.** A hitelminősítő intézet 2014, valamint 2015 tekintetében a legfrissebb előrejelzése szerint rendre 3, valamint 2,4 százalékos növekedéssel számol és a következő 3 évre átlagosan 2,2 százalékos bővülést prognosztizálnak. Ezek az értékek érdemben haladják meg az intézet korábbi előrejelzéseit. A másik tényező, ami a magyar növekedési kép megítélését javíthatta az a módszertan sajátosságából is fakadhat, miután idén a 10 éves átlagos reálgazdasági növekedés számításánál kiesett a korábbi évek átlagait lényegesen lefelé húzó 2009-es év közel 6,8 százalékos visszaesése.

Itt tesz említést a hitelminősítő intézet a közel **4,5 éve tartó negatív beruházási trendben tapasztalt fordulatról, amihez a jegybank kis,- és közepes vállalkozások hitelhez jutását segítő NHP programja is számottevően járult hozzá.** A beruházási aktivitás emelkedését segíti továbbá az EU-s források fokozott felhasználása is. Mindezeknek köszönhetően a növekedés alapjai a korábinál szélesebb körűek lehetnek, ami segít tompítani az eurozóna térségében megfigyelt lassulás negatív hatásait, valamint az orosz-ukrán konfliktushoz kapcsolódó kockázatokat

- **A második kiemelt tényező a kormány erős elkötelezettsége a GDP arányos államháztartási deficit 3 százalékos cél alatt tartása mellett.** A több éven át felmutatott fegyelmezett költségvetési politika olyan hitelességi tőkét kovácsolt ezen a téren, aminek köszönhetően az előrejelzések is tartósan 3 százalék alatti éves hiánnyal számolnak.

A prudens fiskális politikának köszönhetően a Moody's megítélése szerint **sikerült stabilizálni a GDP arányos államadósságot,** és bár továbbra is magas szintet tesz ki az állomány, előrejelzésük szerint **közép távon egy fokozatos csökkenést biztosító pályára áll a szuverén adósság.** Ezt a folyamatot az alacsony hiányszámok mellett az egészségesebb szerkezetű gazdasági növekedés is támogatja. Bár az adósság, denominációját tekintve továbbra is magas devizaarányal rendelkezik, a hitelminősítő intézet meglátása szerint az MNB önfinanszírozási koncepciója az adósság belső forrásokból történő finanszírozásának az irányába mutat.<sup>2</sup> Mindez azt is megerősíti, hogy az elmúlt években indult MNB-programok (NHP, önfinanszírozási program) várható összhatásait tekintve a hitelminősítő intézet várakozásai pozitívak.

Érdemes kiegészíteni a Moody's értékelését azzal, hogy az állampapír-piacon is a stabilitás irányába mutató folyamatok zajlottak az elmúlt években. A kibocsátási stratégia változásának köszönhetően egyrészt az állomány átlagos futamideje 4 év közelébe emelkedett, másrészt a devizaarány csökkent, ami várhatóan a jövőben is folytatódik. Bár a külföldi befektetők

---

<sup>2</sup>[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizatartalek\\_es\\_serulekenyseg/Hoffmann\\_Mihaly\\_Kolozsi\\_Pal\\_Peter\\_Az\\_onfinanszirozasi\\_program\\_stabilabb\\_allampapirpiacot\\_eredmenyezett.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/Hoffmann_Mihaly_Kolozsi_Pal_Peter_Az_onfinanszirozasi_program_stabilabb_allampapirpiacot_eredmenyezett.pdf)

aránya továbbra is magas, az utóbbi években az állománynövekedés jelentős része stabilabbnak tekinthető, „real money” típusú befektetőkhez volt köthető.<sup>3</sup>

- **A kilátásjavítás mögötti harmadik érv a külső sérülékenységek érdemi csökkenése.** Itt elsőként ugyancsak egy flow jellegű indikátort, az évek óta pozitívumot felmutató folyófizetési mérlegünket, és a részben ennek köszönhetően a GDP 35 százalékát elérő devizatartalékunkat emeli ki a hitelminősítő.

**A sérülékenységi, valamint külső adósságmutatóinkat tekintve ugyancsak látványos javulást mutatott fel Magyarország az elmúlt 5 évben.**<sup>4</sup> A Moody's számításai szerint az idei év végén a bruttó külső adósságunk GDP arányosan 128 százalékon alakulhat, ami közel 58 százalékpontos javulásnak felel meg a 2009-es csúcshoz képest. A tulajdonosi hitelek nélkül számított adósságmutatóink hasonló dinamikával ugyancsak folyamatosan csökkenő pályán mozognak 2010 óta: az idei évi nettó külső adósságunk a GDP 39 százalékára, a bruttó külső adósságunk pedig 93 százalékára mérséklődött a korábbi 60, illetve 120 százalék feletti szintről (2. ábra). **A külső sérülékenység szempontjából kiemelten fontos rövid külső adósság szintén érdemben csökkent (38-ról 26 milliárd euro közelébe), amit az MNB programjai is érdemben támogattak.**<sup>5</sup>

---

<sup>3</sup>[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizatartalek\\_es\\_serulekenyseg/Horvath\\_Daniel\\_Sztano\\_Gabor\\_Kik\\_tartanak\\_magyar\\_allampapirokat.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/Horvath_Daniel_Sztano_Gabor_Kik_tartanak_magyar_allampapirokat.pdf)

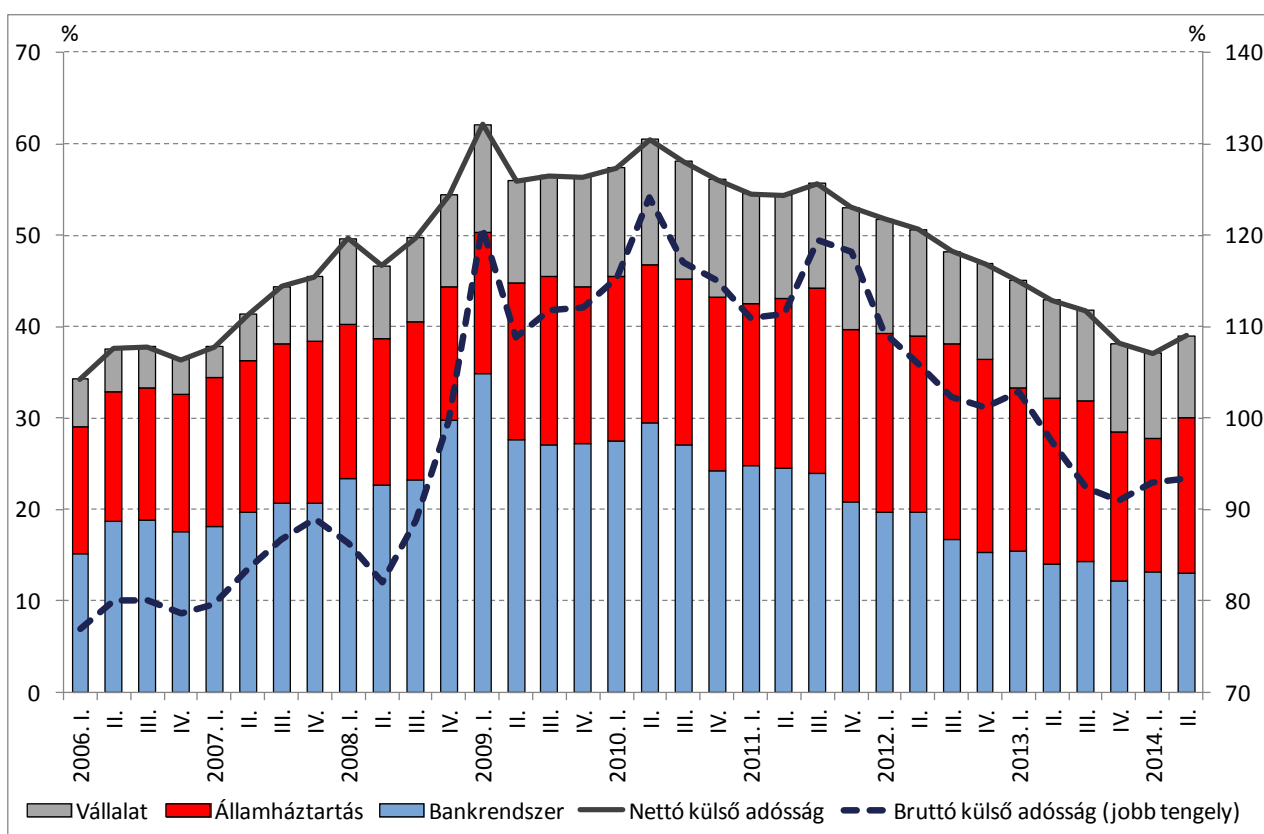
<sup>4</sup> Lásd az MNB Fizetési mérleg jelentéseit. [http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu\\_jelentes\\_a\\_fizetesi\\_merlegrol](http://www.mnb.hu/Kiadvanyok/mnbhu_jelentes_a_fizetesi_merlegrol)

[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizatartalek\\_es\\_serulekenyseg/cikk\\_fizmerleg\\_teljes.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/cikk_fizmerleg_teljes.pdf)

[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/Devizatartalek\\_es\\_serulekenyseg/Visszanyerni\\_az\\_egyensulyt\\_cikk\\_teljes\\_Csavas\\_Koroknai.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/Devizatartalek_es_serulekenyseg/Visszanyerni_az_egyensulyt_cikk_teljes_Csavas_Koroknai.pdf)

<sup>5</sup>[http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai\\_cikkek/hitelezeshp/Szakmai\\_cikk\\_Matrai\\_Robert\\_Csokkentette\\_az\\_orosz\\_ag\\_serulekenyseget\\_az\\_NHP\\_III\\_pillere.pdf](http://www.mnb.hu/Root/Dokumentumtar/MNB/Kiadvanyok/szakmai_cikkek/hitelezeshp/Szakmai_cikk_Matrai_Robert_Csokkentette_az_orosz_ag_serulekenyseget_az_NHP_III_pillere.pdf)

2. ábra: A nettó külső adósság szektorok szerinti felbontása és a bruttó külső adósság



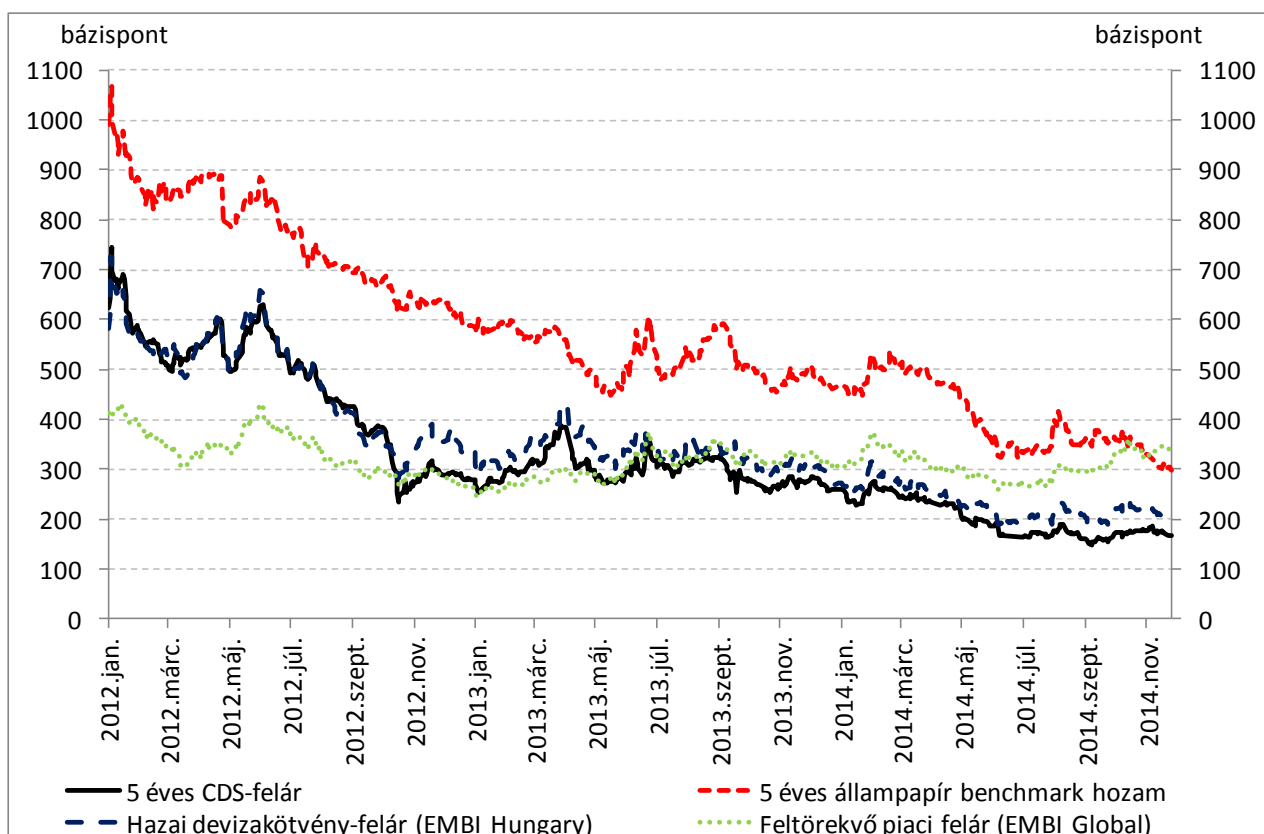
Forrás: MNB

- Bár a Moody's nem tesz róla külön említést, az infláció alakulása téren is igen látványos javulást sikerült felmutatni az elmúlt években. A hosszú távú trendet megragadó 10 éves átlagos mutató 3 százalék közelébe süllyedt az idei évben. Ez pedig az MNB monetáris politikájának vitele szempontjából is kedvező adatként értékelhető.

## 1.2. A gazdasági fundamentumokban tapasztalható kedvező folyamatok a pénzügyi piaci mutatóinkban is tükröződnek

A gazdasági helyzet és a sérülékenység kedvező alakulása a pénzügyi piaci indikátorokban is megmutatkozott az elmúlt években. A hazai 5 éves CDS-felár a 2011 végi 700 bázispont környékéről 170 bázispont közelébe csökkent, az 5 éves forint hozamok pedig 10 százalékról 3 százalék közelébe mérséklődtek. A hazai és az átlagos feltörekvő piaci devizakötvény felár (EMBI Global felárak) alakulása arra is rávilágít, hogy a javulás egy jelentős része országspecifikus okokhoz volt köthető, hiszen a vizsgált időszak elején a magyar mutató az átlagos feltörekvő piaci szint felett alakult, mostanra azonban érdemben az alá csökkent (3. ábra). Ez abból a szempontból is lényeges, hogy a hitelminősítések a csőd kockázatnak nem abszolút, hanem relatív mérőszámai, és a fentiek alapján hazánk nem csak abszolút értelemben, hanem relatíve is jelentősen javított pozícióján.

3. ábra: Néhány magyar pénzügyi piaci indikátor alakulása

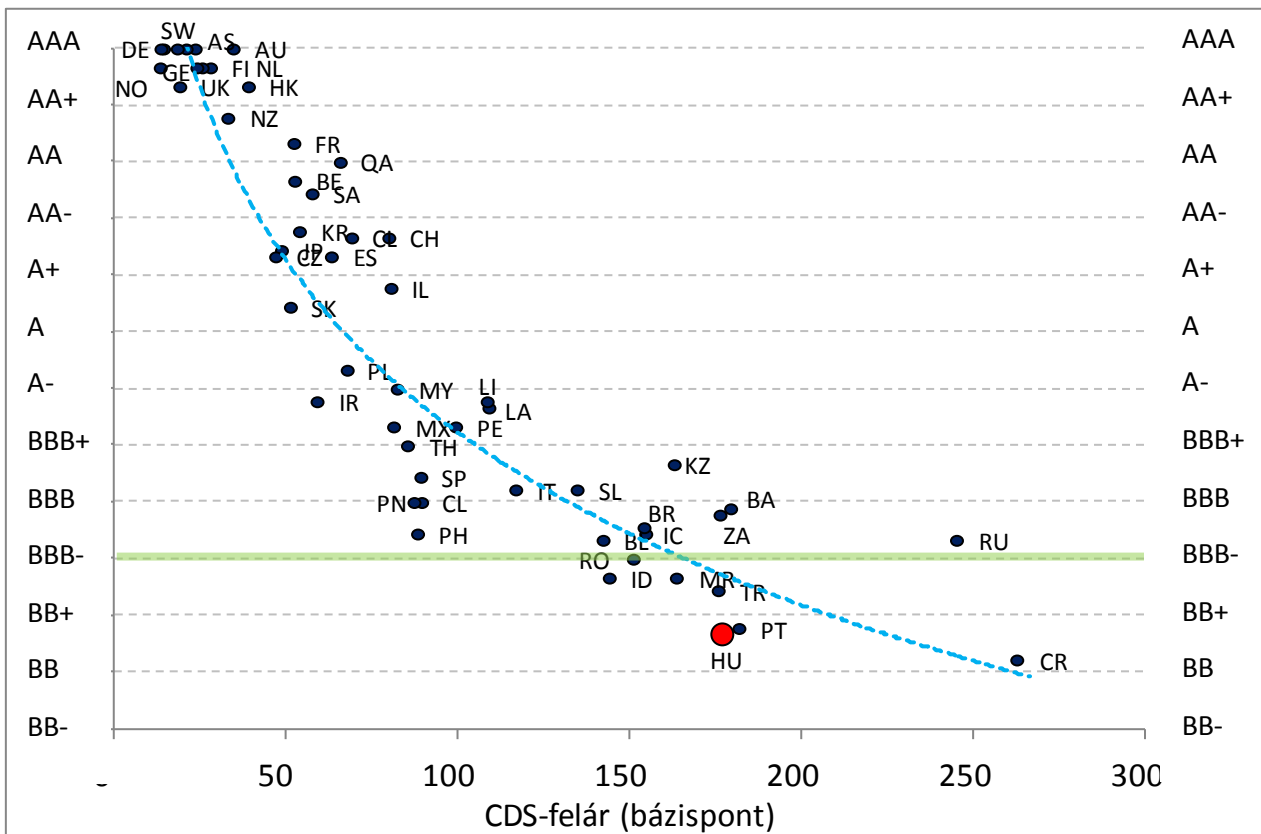


Forrás: Bloomberg

Érdeemes külön megvizsgálni a hazai CDS-felár, valamint az aktuális besorolásunk közötti kapcsolatot, hiszen alapvetően mindkét indikátor az adott szuverén hitelkockázatát igyekszik megragadni. A szuverének piaci megítélését tükröző CDS jegyzések, valamint a hitelminősítések között azonban több különbség is megállapítható. Egyrészt a CDS jegyzések gyorsabban reagálnak egy adott kibocsátó gazdaságáról megjelenő friss információkra, mint a hitelminősítések. Másrészt a piaci szereplők nagyobb súllyal veszik figyelembe a ciklikus tényezőket, ami miatt a CDS jegyzések lényegesen zajosabbak, mint az adott szuverén fundamentumok által indokolt kockázatosságának a változása. Végül szintén fontos különbség, hogy a CDS jegyzéseket, mint minden egyéb piaci instrumentumot, torzító tényezők is befolyásolhatják, amelyek függetlenek a szuverén hitelkockázatosságától (piaci likviditás, a termék szabályozásának a változása).

Éppen ezért a piaci megítélést tükröző CDS jegyzések és a hitelbesorolások között akár tartósabban fennálló eltérések is lehetnek, és a két mutató későbbi igazodásának az iránya a fent felsoroltak miatt nem egyértelmű. Amennyiben az egyes szuverének átlagos hitelminősítését, valamint az 5 éves CDS jegyzésének az összefüggését, vizsgáljuk, jól látszik a két mutató közötti erős, nem lineáris kapcsolat. Ugyanakkor azt is látjuk, hogy egyes országok esetében a piac az átlagos hitelminősítés által sugalltnál kedvezőbb, mások esetében annál kedvezőtlenebb kockázati megítélést áraz (4. ábra).

4. ábra: Átlagos hitelminősítések és az 5 éves CDS-felárak kapcsolata



Forrás: Standard & Poor's, Fitch, Moody's, Datastream

**Hazánk esetében megállapítható, hogy CDS-felárunk a befektetési kategória határán álló országok felárához áll közel.** Az ennél alacsonyabb átlagos besorolásunk azt jelenti, hogy Magyarországot a hitelminősítők a nemzetközi trend által kirajzolt görbe alá helyezik el. Mindez jelentheti akár azt is, hogy a CDS-piac a hitelminősítőkhöz képest már előbb beárzta a fundamentumainkban bekövetkezett javulást, ami akár további pozitív hitelminősítői lépést vetíthet előre.

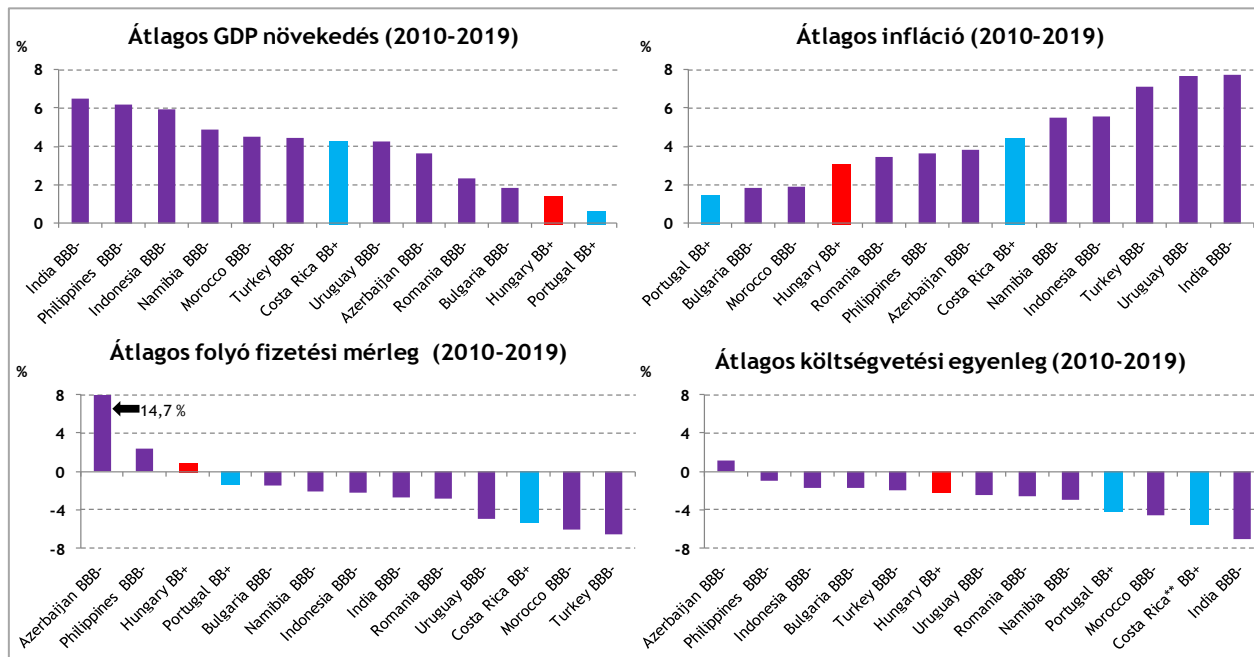
A Moody's szuverén hitelminősítésekre vonatkozó módszertana figyelembe is veszi a piaci megítélést, azonban nem a CDS szinteket vizsgálják, hanem a kötvények árfolyamából visszafejthető kvázi piaci minősítést. Ez azonban csupán egy a számos faktor közül, amit a szuverének hitelminősítésekor figyelembe vesznek, és ezzel is inkább a piaci forrásbevonás képességét, vagy más szóval a likviditási kockázatot kívánják közelíteni.

### 1.3. A legtöbb flow jellegű indikátorunk a befektetésre ajánlott kategóriájú országokéhoz hasonlít

Tágabb kontextusba helyezve, érdemes összehasonlítani a Moody's által is kiemelt flow jellegű indikátorainkat a hozzánk hasonló, illetve eggyel jobb, azaz már befektetésre ajánlott kategóriájú országok mutatóival, ahol az egyes mutatók átlagos értékét a Moody's által követett módszertan szerint, az IMF legfrissebb Világ gazdasági kilátások (WEO) című jelentésének előrejelzési alapján számítottuk. **Infláció, fizetési mérleg és költségvetési egyenleg tekintetében hazánk a befekte-**

teszre ajánlott kategória alsó határán álló országokhoz hasonló jellemzőkkel bír, azaz ezek a szempontok kedvezőbb besorolást is indokolhatnának. A 10 éves átlagos növekedés tekintetében a befektetésre ajánlott kategória alatti legfelső besorolásba tartozó országok mutatói hasonlítanak Magyarországhoz, ugyanakkor hazánk esetében érdemes kiemelni, hogy a 10 éves minta-periódus elejét a válság még érinti, míg a növekedési fordulat csak az elmúlt időszakban kezdett kibontakozni, azaz a következő években ebben az összehasonlításban is tovább javulhat a kép.

5. ábra: Makrogazdasági indikátorok 10 éves átlagos értéke a Magyarországhoz hasonló és a kedvezőbb besorolású országokban\*



Forrás: IMF WEO adatbázis, Standard & Poor's, Fitch, Moody's

\*Megjegyzés: Az indikátorok 10 éves átlagait az adott évet (2014) megelőző 4 év tényadatai, illetve az IMF adott (2014) évi és az azt követő 5 évre vonatkozó előrejelzései alapján számítottuk. A hitelminősítések a három nagy intézet átlagos minősítése alapján állnak elő.

A teljes képhez ugyanakkor az is hozzátartozik, hogy bár a fenti indikátorok jól megragadják a fundamentumok változását kiváltó folyamatokat, azok csupán egy részét alkotják a hitelminősítők által értékelt dimenzióknak. Ennek megfelelően az állományi (stock jellegű) mutatók, vagy egyéb inkább kvalitatív jellegű változók hasonlóképpen fontos részei egy adott szuverén hitelkockázati megítélésének.

#### 1.4. A növekedési kép további javulása mellett az államadósság határozottabb ütemű csökkenése válthat ki újabb pozitív lépést

A hitelminősítői döntések indoklása rendszeresen tartalmaz iránymutatást arra vonatkozóan, hogy melyek azok a dimenziók, amelyek mentén, ha javulást ér el az adott szuverén, akkor az potenciálisan felminősítést válthat ki a közeljövőben. Ezúttal két konkrét pontot emelt ki a Moody's:



- a bankrendszer stabilitását is biztosító gazdaságpolitikai mix által támogatott növekedési kilátás további javulása,
- az államadósság csökkenő pályáját elősegítő további tényezők megjelenése.

A fenti pontokban jelentkező javulás esetén tehát a közeljövőben újabb pozitív irányú hitelminősítési lépésre van kilátás a Moody's részéről.

Érdekes röviden áttekinteni a másik két szereplő iránymutatását is. A Fitch a június 6-i felülvizsgálatához hasonlóan az elmúlt pénteken (november 28.) stabil kilátás mellett megerősítette Magyarország „BB+” besorolását. A döntést kísérő rövid közleményben szereplő, potenciális felminősítést kiváltó tényezők nagyrészt átfedésben vannak a Moody's által megjelöltekkel. A Fitch azonban a növekedési kilátás további javulásán és az államadósság tartós csökkenésén kívül, külön kiemelte a külső adósság további mérséklődését is, mint felminősítést kiváltó lehetséges tényezőt.

Az S&P szeptember 19-én erősítette meg a magyar besorolást stabil kilátás mellett, ami jelenleg egy kategóriával lejjebb található, mint amiben a másik két intézet tartja hazánkat. Az S&P iránymutatása ugyancsak nagyrészt egybevág a másik két hitelminősítőjével, a különbség az, hogy itt a felminősítés irányába mutató faktorok között szerepeltetik a befektetéseket erőteljesebben támogató gazdaságpolitika irányába történő elmozdulást.

Bár az állományi mutatóink továbbra is kedvezőtlenebb képet festenek a benchmark országokhoz képest, a legtöbb flow jellegű indikátor alapján Magyarország már most is a befektetésre ajánlott országok csoportjába tartozik, amit egyébként a piaci hitelkockázati indikátorok is visszatükröznek. Ennek fényében van rá esély, hogy a közeljövőben újabb pozitív irányú lépésről döntenek a hitelminősítő intézetek.

*„Szerkesztett formában megjelent az Index.hu oldalon 2014. december 1-jén.”*