

Simon József – Simon-András Henrietta

A nemzetközi hitelminősítők makrogazdasági kockázatelemzéseinek értékelése a megalapozottság és hitelesség elvek tükrében

ÖSSZEFOGLALÓ: A nemzetközi hitelminősítő szervezetek rendszeresen, évente kétszer értékelik az állampapírok és ezáltal az adott ország kockázati szintjét. A kockázatok feltárása érdekében valamennyi hitelminősítő szervezet saját módszertant dolgozott ki, amelyekkel igyekeznek a gazdasági és államháztartási folyamatokat értékelni és a fellépő kockázatokat azonosítani. Az elvégzett értékelések nemzetközi szinten befolyásolják az adott ország finanszírozási lehetőségeit és ennek feltételeit. A nemzetközi hitelminősítő szervezetek által végzett értékelések javuló eredménye a gazdaságpolitika egyik sikerkövetelményévé vált. Ugyanakkor mindez csak abban az esetben lehet reális feltétel és a siker mércéje, ha az elvégzett értékelés módszertanilag megalapozott és ennek következetes végrehajtásával adódó értékelések tudományos szempontból is hitelesek. A cikk részletesen bemutatja a három fő nemzetközi hitelminősítő által alkalmazott értékelési módszertant az egyes országok, illetve állampapírok értékelésére vonatkozóan. A cikk az általános szempontok bemutatását követően felhívja a figyelmet arra, hogy a nemzetközi hitelminősítő szervezetek értékelése során az objektivitás, a hitelesség és a módszertani meghatározottság elvei a gyakorlatban korlátozottan érvényesülnek.

KULCSSZAVAK: államadósság, nemzetközi hitelminősítő szervezetek, értékelési módszertan, objektivitás, hitelesség

JEL-kódok: G24, H30, H63, M19

DOI: https://doi.org/10.35551/PSZ_2019_3_2

A pénzügyi piacokon számos szervezet foglalkozik makrogazdasági kockázatok elemzésével. E szervezetek közé tartoznak a nemzetközi hitelminősítők, az Európai Bizottság (az országjelentés készítése során), a Nemzetközi Valutaalap (IMF), a Világbank és a Gazda-

sági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (OECD), valamint a különböző, egyéb értékeléssel is foglalkozó tanácsadó vállalkozások.

E szervezetek alapvetően két fő körbe sorolhatók. Az egyikbe tartoznak azok, amelyek jellemzően az egyes makrogazdasági változók és általában a gazdasági növekedés értékelésével és előrejelzésével foglalkoznak. Számukra lényegében a makrogazdasági kockázatokat

Levelezési e-cím: sijo015@gmail.com

a gazdasági növekedést veszélyeztető kockázatok jelentik. Elemzéseik, értékeléseik az egyes makrogazdasági tényezők (például beruházások, hitelek iránti kereslet, infláció, fogyasztás, megtakarítások stb.) alapján tartalmaznak következtetést a gazdasági növekedés alakulására, jellemzően külön meghatározott módszertan nélkül.

A második körbe tartoznak a nemzetközi hitelminősítő szervezetek, amelyek a nemzetközi pénzügyi rendszer fontos szereplői. E vállalkozások alapvető feladatai közé tartozik a pénzügyi és tőkepiacokon a különböző termékeket kibocsátó szervezetek értékelése abból a szempontból, hogy a befektető számára mekkora kockázatot jelent valamely más gazdasági szereplő által kibocsátott pénzügyi termék megvásárlása (Tózsér, 2015). Másképp azt értékeli, hogy mekkora az esélye annak, hogy a forrást kölcsönvevő gazdasági szereplő nem tudja visszafizetni tartozását és a kapcsolódó hozamot.

A nemzetközi hitelminősítők tevékenységében azonos jellemző, hogy az általuk meghatározott módszertan szerint végzik az értékeléseket, amelyben rögzítettek az értékelendő tényezők és az ez alapján adódó minősítési kategóriák (Fennel, Medvedev, 2011; Afonso és társai, 2011; Langhor és Langhor, 2010).

A minősítés eredménye a piaci szereplők számára több szempontból is jelzésértékű. Egyrészt a befektetők az értékelésnek megfelelően alakítják ki keresleti döntéseiket. Például egy relatíve nagyobb kockázattal rendelkező értékpapír, illetve kibocsátó esetén elképzelhető, hogy kisebb mennyiséget szeretnének vásárolni az értékelés eredményének közzétételét követően. Másrészt a befektetők a kockázati szint alapján szokták jellemzően kialakítani a hozamelvárásukat – minél magasabb a kockázat, annál magasabb az elvárt hozam. Az értékelés eredményének romlása jellemzően az adott értékpapír hozamainak növekedéséhez vezet akár már rövid távon is. Harmadrészt az

értékelés eredménye regionális hatással is bír. A környező országokat érintő pénzügyi események az adott régióban ügyleteket kötő befektetők döntéseit is befolyásolja. Például, ha egy adott ország által kibocsátott állampapírok kockázati minősítése jelentősen romlik, több befektető is átviheti megtakarítását a szomszédos országokba vagy akár más régióba. Mindez általában a befektetők egyedi megítélésétől és kockázatvállalási hajlandóságától függ.

A minősítések hatását a kibocsátók oldaláról vizsgálva megállapítható, hogy a minősítési kategóriák közötti váltás befolyásolja a kibocsátó finanszírozási lehetőségeit és a finanszírozás költségét is (Gaál, 2014; Kiff és társai, 2012). Mindez érvényes az államháztartásra is, ezért is fontos értékelni, hogy milyen szempontok alapján történik a hazai állampapírok nemzetközi kockázati minősítése és ezen értékelés mennyire felel meg a tudományos értékelés általános követelményeinek.

A NEMZETKÖZI HITELMINŐSÍTŐK ÉRTÉKELÉSI MÓDSZEREI

A nemzetközi hitelminősítők között három fő intézményt célszerű említeni jelentőségük és kiterjedt tevékenységi körük miatt. Ezen intézmények a Fitch Ratings (a továbbiakban FR), a Standard & Poor's (a továbbiakban SP), valamint a Moody's.

A Fitch Ratings értékelési módszere

Az értékelési módszer elérhetősége

Az FR értékelési tevékenysége kiterjed a vállalkozásokra, a pénzügyi intézményekre, a speciális pénzügyi termékekre, a különböző gazdasági projektekre, valamint az államháztartás és a helyi önkormányzatok által kibocsátott értékpapírokra. Az értékelési kritériumok nyilvánosak, bárki számára hozzáférhetőek az FR hivata-

los honlapján. (<https://www.fitchratings.com/site/criteria>)

Az értékelés módszere és ennek korlátai

Az egyes országok és a kormányzat által kibocsátott értékpapírok értékelésére vonatkozóan két egyedi értékelési módszertan áll rendelkezésre. Ezek közül az egyiket kifejezetten az ország (Fitch Ratings 2018a és 2019a), a másikat pedig az állampapírok kockázati értékelésére dolgozta ki az FR (Fitch Ratings 2018b és 2019b).

Az országkockázatok a módszertan alapján hat fő tényezőcsoport alapján határozódnak meg. Ezek a következők:

- a jogszabályi és szabályozói kockázat,
- az intézményi korlátok a nemzetközi kereskedelem és tőke szabad áramlása ellen,
- a gazdasági integráció mértéke,
- a pénzügyi integráció mértéke,
- az alacsony és stabil inflációs szint,
- és az árfolyam-politika hitelessége.

A tényezőcsoportok minősítése 16 indikátor alapján történik és minden tényezőcsoport 0 és 3 közötti értékeléssel rendelkezhet, amelyből a 0 érték fejezi ki a kockázat hiányát. Az egyes indikátorok értékelése egy 0–5 közötti skála alkalmazásával történik. Minden tényezőcsoporthoz egy-egy súlyérték tartozik (az első kettőhöz 10 százalék, a továbbiakhoz 20–20 százalék), amelyek alapján az együttes értékelés elvégezhető.

A módszertan az indikátorok pontos tartalmát azonban nem mutatja be. Például az infláció volatilitása kapcsán nem definiált milyen időszakra és milyen módszerrel adódik az indikátor értéke vagy az árfolyam-politika flexibilitásának tartalma sem pontosan értelmezett.

Az országkockázatok értékelése elsősorban a fizetőképesség kifejezésére szolgál és jellemzően az adott ország válsághelyzetét fejezi ki. Az országok többségét ezek alapján az FR aszerint értékeli, hogy van vagy nincs országkockázat az adott ország kapcsán. A legutóbbi ilyen kocká-

zatjelzés Venezuela esetében történt 2017-ben.

Az állampapírok kockázati értékelése hasonló módszertant követ, mint az országkockázatok értékelése. Az állampapírok kockázati értékelése során a tényezőcsoportok közé a következők tartoznak:

- a strukturális jellemzők, amelyek a különböző sokkok és a politikai rendszerből adódó kockázatok elleni védelmi erőt mutatják,
- a makrogazdasági teljesítmény, amely a gazdasági növekedés ütemét és stabilitását fejezi ki,
- a költségvetési egyensúly, amely a hiány és államadósság fenntarthatóságát, valamint a hosszú lejáratú kötelezettségvállalások alakulását értékeli,
- és a külső egyensúly, amely a folyófizetési mérleg, a tőkemérleg és a külső adósság alakulását méri.

Minden tényezőcsoporton belül kulcskritériumokat határoz meg a módszertan, és ezekhez definiál 3–6 indikátort (összesen 18 darabot) az aktuális adatok értékeléséhez és 3-3 indikátort a kockázatok előrejelzése érdekében.

Az egyes tényezőcsoportok értékelése –2 és +2 közötti tartományban mozoghat, amelyből a +2-es érték fejezi ki a kockázat hiányát. Az egyes tényezőcsoportok súlya sorrendben 54,7 százalék, 10,5 százalék, 16,7 százalék és 18,1 százalék.

A súlyok regressziós modell alapján kerültek meghatározásra, ennek részletesebb bemutatására azonban nem kerül sor az értékelési módszertanon belül. Az egyes indikátorok részaránya szintén az említett regressziós modell segítségével került meghatározásra.

A strukturális jellemzők esetében az indikátorok között szerepel a kormányzat tevékenysége indikátor. Ez alapvetően a Világbank hat kormányzati indikátorának értékein alapul (szabályozottság, korrupciós kontroll, kormányzati hatékonyság, átláthatóság és fele-

lősségre vonhatóság, szabályozási minőség és politikai stabilitás). Az értékelési módszertan a Világbank mérési módszerének megbízhatóságára hivatkozva javasolja alkalmazni ezen indikátorokat.

Az értékelési módszertan az egyértelműen meghatározott indikátorok mellett (például az egy főre jutó GDP, részarány a világ exportteljesítményéből) több olyat is tartalmaz, amelyek tartalma nem pontosan definiált (például a gazdasági szerkezetátalakítás óta eltelt idő, a politikai stabilitás, a politikai kapacitás vagy a szcenárióelemzésen alapuló elsődleges egyenleg). Emellett az üzleti környezet és a gazdasági stabilitás indikátorok esetében más versenyképességi rangsorok eredményét használja (Doing Business és Human Development Index), amelyek megbízhatósága szintén kérdéses.

Az indikátorok esetében megfigyelhető, hogy a pénzügyi területre vonatkozók jellemzően jól definiáltak és számszakilag mérhetők, azonban a közpénzügyi indikátorok alapvetően származtatott mutatószámokra épülnek, nem egyértelműen meghatározott tartalommal.

Az értékelési módszertan egy általános példát is bemutat a módszertan működésére. Ebből látszik, hogy az indikátorok és a tényezőcsoportok együttes értékelése alapján határozható meg az adott ország által kibocsátott állampapír együttes kockázati besorolása az AAA-tól a legrosszabb egyéb kategóriáig terjedően.

A módszertan ugyanakkor arra vonatkozóan nem ad iránymutatást, hogy az értékelések évközi felülvizsgálata során milyen adatokkal készülnek, amikor még az adott évre vonatkozóan nem állnak rendelkezésre aktuális adatok. Ezáltal előfordulhat, hogy például az adott év értékeléséhez valamely indikátor még az előző vagy az egy évvel korábbi adatot tartalmazza.

Az elkészült értékelés nyilvánossága

Magyarország esetében az FR 2019. február 22-én hozta nyilvánosságra közleményét, amely szerint a besorolást BBB, stabil kilátású-

ra módosította (Fitch Ratings, 2019c). A közlemény röviden tartalmazza az egyes indikátorok értékét, valamint a mellékletben elérhető az összevont értékelési táblázat is.

Azonban az értékelés szempontjából nem derül ki mi alapján történt az egyes indikátorok 2019-re és 2020-ra vonatkozó adatainak előrejelzése. Mindez azért fontos, mert a 2018. évi adatokban egységesen javuló tendenciát állapít meg a közlemény, azonban e tendencia megszakadását nem indokolja.

A minősítés fő szempontja ezek alapján nem egyértelmű, valamint az egyes tényezőcsoportoknál is egységesen pozitív vagy stabil minősítés szerepel. Például a külkereskedelmi egyenleg GDP-arányos értékének csökkenésével számol az FR, amely alapján magas kockázatúnak minősíti azt, majd a tényezőcsoport értékelésénél már stabil tényezőként értékeli.

Az FR teljes értékelése ugyanakkor nyilvánosan nem érhető el. Ez alapján nem nyomon követhető, hogy a felülvizsgálat során pontosan mely tényezők alapján történt a magyar besorolás módosítása és ebben a különböző indikátorok, egyéb körülmények mennyiben és milyen okból játszottak szerepet.

A Standard & Poor's értékelési módszere

Az értékelési módszer elérhetősége

Az SP értékelési tevékenysége, hasonlóan az FR-hez kiterjed a vállalkozásokra, a pénzügyi intézményekre, a speciális pénzügyi termékekre, a különböző gazdasági projektekre, valamint az államháztartás és a helyi önkormányzatok által kibocsátott értékpapírokra. Az értékelési kritériumok nyilvánosak, bárki számára hozzáférhetők az SP honlapján (https://www.standardandpoors.com/en_US/web/), az ezekhez való hozzáférés azonban ingyenes regisztrációhoz kötött.

Az értékelés módszere és ennek korlátai

Az egyes országok és a kormányzat által kibocsátott értékpapírok értékelésére vonatkozóan egységes módszertan áll rendelkezésre (Standard & Poor's, 2017). Hasonlóan az FR értékelési módszeréhez, az SP is tényezőcsoportokat alkalmaz, és ezek együttes értékelése révén határozza meg az adóbsbesorolást.

A kockázati minősítés öt fő tényezőcsoport alapján határozódik meg. Ezek a következők:

- intézményi környezet,
- gazdasági környezet,
- külső környezet,
- pénzügyi környezet,
- monetáris környezet.

Az intézményi környezet a kormányzati intézmények és a költségvetési döntéshozatal kockázatait értékeli, elsősorban a költségvetés egyensúlyának fenntarthatósága, valamint a gazdasági növekedés szempontjából. A gazdasági környezet a GDP növekedését és összetevőinek fejlődési körülményeit méri és értékeli. A külső környezethez tartozik az adott ország fizetőeszközének nemzetközi konvertibilitása, a devizabelföldi szereplők likviditási helyzete és megtakarításainak nagysága. A pénzügyi környezethez tartozik az eladósodottság szintje, összetétele és a költségvetés rugalmas reagálási képessége a különböző sokkhatásokra. A monetáris környezet az árfolyam-mechanizmus kiegyensúlyozottságát és a pénzügyi rendszer likviditási helyzetét értékeli.

A tényezőcsoportok minősítése külön-külön – 1-től 6-ig terjedő – skálán történik. Ebből az 1-es érték a legerősebb képességet, a 6-os érték pedig magas kockázatot jelent.

Az együttes minősítés egy mátrix alapján alakul ki, amelynek egyik dimenzióját az első két tényezőcsoport értékelése jelenti, a másik dimenzió pedig a másik három tényezőcsoportból tevődik össze. Ezek alapján a legjobb minősítési kategória (aaa) a mátrix bal felső, a legrosszabb pedig a jobb alsó sarkában adódik. Ugyanakkor a módszertan nem definiálja,

hogyan az egyes dimenziók értékelése a 2, illetve 3 tényezőcsoport alapján hogyan alakul ki.

Mindkét dimenzió két végpontot (kiváló és gyenge), valamint 9 köztes kategóriát tartalmaz a nagyon erőstől a nagyon gyengéig történő átmenettel.

Az értékelési módszertan számos kivételt is tartalmaz, amikor az értékelés eltér a mátrixban adódó értékeléstől. Például, ha különösen magas a külső adósság, de minden más feltétel pozitív irányba változik, akkor az értékelés a b minősítésnél (a mátrix legrosszabb minősítése) lehet jobb. Vagy, ha jelentős likviditással rendelkeznek a gazdasági szereplők és minden más feltétel is pozitív irányba változik, akkor is mérlegelheti az értékelést összeállító bizottság, hogy együttesen nem kiváló (aaa) a minősítés valamely átmeneti vagy egyedi feltétel miatt.

Az egyes tényezőcsoportok értékelése jellemzően általános és nem számszerűsített kritériumok alapján történik az intézményi környezet esetében. A gazdasági és monetáris tényezőcsoportnál öt, a külső környezetenél tíz, a pénzügyi környezetenél hat indikátor szerepel.

Az intézményi környezetenél a módszertan a költségvetési intézmények és a politikai döntéshozatal hatékonyságát, stabilitását és kiszámíthatóságát említi, valamint az adatok és folyamatok transzparenciáját és elszámoltathatóságát. Utóbbi fő szempont esetében az intézmények gazdálkodásának egyensúlyát és ellenőrzését, a korrupciós szintet, a vállalt kötelezettségek végrehajtását és a jogszabályok betartását, valamint a statisztikai adatok előállításáért felelősnek és a médiának a függetlenségét vizsgálja.

Érdekes megvizsgálni a legjobb értékelés feltételeit a módszertanban. Eszerint az intézmények gazdasági egyensúlya és megfelelő ellenőrzése, a jogszabályok betartása, az információk szabad áramlása, a statisztikai adatok időben és megbízható módon való rendelkezésre állása eredményezi a legjobb minősítést.

Azonban a módszertan e kategóriák tartalmát, értékelési módszerét és a kapcsolódó indikátorokat, valamint az adatgyűjtés módszerét sem tartalmazza.

Összehasonlítva a külső adósság minősítésénél négyféle szempont alapján egy külön mátrix segítségével adódik az értékelés az 1-től 6-ig terjedő skálán. E szempontok mindegyike egy-egy mutatószám alapján egyértelműen meghatározható. Ugyanakkor kiegészítő feltételeket is megállapít a módszertan, amelyek pozitív vagy negatív irányba mozdíthatják el az értékelést. Például ezek közé tartozik pozitív irányba a szignifikánsan erősebb nettó finanszírozási pozíció, valamint negatív irányba a külkereskedelmi mérleg egyenlegének volatilitása. Ezen feltételeknél az eltérés mértékét is megadja a módszertan, ami alapján az értékelés adódik.

Az értékelési módszertan általános korrekciós szempontokat, illetve módszereket is tartalmaz. Ezek között szerepel, hogy ha a külső forrásokhoz való hozzájutás korlátozott vagy az értékelő bizottság szerint azzá válik, akkor az együttes minősítés negatív irányba módosítható. Mindez azért fontos, mert azt már nem határozza meg a módszertan, hogy mi alapján történik az előrejelzés. Ugyanez a helyzet az intézményi kockázatokkal is. E területen a módszertan szerint az értékelés lefelé módosítható, ha az értékelés súlyos és növekvő kockázatot tár fel. Azt ugyanakkor nem rögzíti, hogy mikor és milyen feltételek mellett lehet az adott kockázatot ide sorolni és értékelni. Ezek alapján az értékelést végző meglehetősen nagy szabadságfokot kap az értékelés módosítására, akár objektív indok nélkül is.

Az elkészült értékelés nyilvánossága

Magyarország esetében az ST 2019. február 15-én hozta nyilvánosságra közleményét, amely szerint a besorolást BBB/A-2, lassú növekedés mellett, stabil kilátására módosította (Standard & Poor's, 2019).

A közlemény röviden tartalmazza a feltárt kockázatokat, körülményeket is. Ezek szerint kiemeli a gazdasági növekedés ütemét, a bruttó bérek és a megatakarítások növekedését, a munkanélküliségi ráta alacsony szintjét, a nettó külső adósság csökkenését, valamint az autópári beruházások felfutását, ezáltal a külgazdasági feltételek robusztusságát.

A kockázatok között említi az értékelés az uniós források várható csökkenését, amelyet a GDP 1-2 százalékában valószínűsít, valamint a demográfiai problémákat a migráció elutasításából adódóan, valamint a kis- és közepes méretű vállalkozások alacsony termelékenységét. A kedvezőtlen kormányzati intézkedések között nevesíti az értékelés az ágazati különadókat. A negatív körülmények közé sorolja továbbá az infláció lassú emelkedését, valamint a lakásárak emelkedését.

Az értékelés tartalmazza az egyes kiválasztott indikátorok adatait, azonban – az FR értékeléséhez hasonlóan – itt sem szerepel annak indoklása, hogy mi alapján történt az előrejelzés. Ugyanakkor az értékelés szövege és az indikátorok előrejelzése között ellentmondás van. Például a reál GDP növekedési üteme nem csökkenhet megközelítőleg változatlan inflációs ráta és növekvő GDP mellett. Továbbá az értékelés az államadósság-mutató romlását vetíti előre 2020-at követően, ehhez képest az indikátor előrejelzésénél 2020-hoz képest 2022-re 2,4 százalékpontos csökkenést vetít előre. Ezek alapján megállapítható, hogy a szöveges értékelés egy pesszimistább forgatókönyvet vázol fel, mint amit az indikátorok előrejelzése mutat.

Mindezek alapján ellentmondás figyelhető meg a tényezőcsoportok minősítésében is. A gazdasági környezet eredményeit kiemeli a szöveges értékelés, ehhez képest a közepesnél eggyel rosszabb értékelést kapott az indikátorok értékelésénél. Ugyanez a helyzet a pénzügyi környezet esetében is az államadósság alakulására vonatkozóan. Ezzel szemben a költségvetés rugalmas reakálási képessége 2-es, vagyis

erős pozitív minősítést kapott. Az értékelésből nem derül ki, hogy mi alapján alakultak ki a minősítések. Mindez különösen az intézményi környezet esetében szembetűnő, ahol például a jogi környezet és a fiskális politikai döntéshozatal értékeléséről nem szól a minősítés, vagyis nem derül ki mi alapján történt az értékelés.

A Moody's értékelési módszere

Az értékelési módszer elérhetősége

A Moody's értékelési tevékenysége, hasonlóan a többi nemzetközi hitelminősítő tevékenységéhez, kiterjed a vállalkozásokra, a pénzügyi intézményekre, a speciális pénzügyi termékekre, a különböző gazdasági projektekre, valamint az államháztartás és a helyi önkormányzatok által kibocsátott értékpapírokra. Az értékelési kritériumok nyilvánosak, bárki számára hozzáférhetőek a Moody's honlapján (<https://www.moody.com>), azonban az ehhez való hozzáférés ingyenes regisztrációhoz kötött.

Az értékelés módszere és ennek korlátai

Az egyes országok és a kormányzat által kibocsátott értékpapírok értékelésére vonatkozóan egységes módszertan áll rendelkezésre (Moody's, 2018). Hasonlóan a másik két hitelminősítő értékelési módszeréhez a Moody's is tényezőcsoportokat alkalmaz, és ezek együttes értékelése révén határozza meg az adóbsorolást.

A kockázati minősítést négy fő tényezőcsoport alapján határozzák meg. Ezek a következők:

- a gazdasági környezet erőssége,
- az intézményi környezet erőssége,
- a pénzügyi környezet erőssége,
- a kockázatok bekövetkezésére vonatkozó hajlam erőssége.

Az első két tényezőcsoport értékelése alapján alakul ki a gazdasági rugalmasság értékelése. Ez kiegészülve a pénzügyi környezet erős-

ségével határozza meg a kormányzat pénzügyi erősségét. Majd a legszélesebb megközelítés, kiegészülve az egyéb kockázatokkal alakítja ki az állampapírok kockázati minősítését.

Az egyes tényezőcsoportokhoz indikátorok tartoznak, amelyekhez értékelési tartományt és egy-egy súlyértéket határozott meg a módszertan. Az adott érték alapján a VH+-tól (mint legjobb érték) a VL--ig terjedhet az értékelés, összesen 15 kategóriában.

A gazdasági környezet tényezőcsoport értékelése hét indikátor alapján történik. Ezek

- a reál gazdasági növekedés üteme,
- ennek volatilitása,
- a Világgazdasági Fórum versenyképességi rangsorában elfoglalt helyezés (GCI-index),
- a nominális GDP,
- az egy főre jutó GDP,
- a hitelek növekedési üteme és
- az egyéb tényezők.

Utóbbiak közé tartozik például a gazdaság mérete, a fejlődés egyensúlyi problémái, a természeti erőforrás-ellátottság és a strukturális változások. Megállapítható, hogy a GCI-index és az egyéb tényező alkalmazása erős szubjektivitást visz az értékelésbe, nincsenek egyértelmű kritériumok, hogy mikor és milyen módon kell alkalmazni az egyéb tényezőket.

Az intézményi tényezőcsoport esetében a módszertan a világbank kormányzati hatékonyság indexét, a jogi szabályozottság indexét és korrupciós indexét használja, emellett az inflációs rátát és a korrekciós indikátort. Ez utóbbiak közé sorolja a módszertan a kormányzati programok sikeres megvalósítását, valamint egyéb átfogó kritériumokat, amelyeket azonban nem nevesít részletesen.

A pénzügyi környezet erőssége tényezőcsoport esetében is szerepelnek a korrekciós tényezők. Ezek között szerepel például az államadósság trendje, a bruttó külső adósság aránya a teljes adóssághoz viszonyítva, valamint a nem nevesített egyéb tényezők.

A kockázatok bekövetkezésére vonatkozó hajlam erőssége tényezőcsoporton belül található indikátorként a Moody's piaci értékelés mutatója és a külső sebezhetőség index. A piaci értékelés mutató az előző, már elvégzett értékelés során meghatározott értékelést tartalmazza. Mindez azért problémás módszertani megoldás, mert az adott időszak teljesítményét egy korábbi időpontra vonatkozó indikátorral méri. A külső sebezhetőség index ezzel szemben objektív részindikátorokon alapszik, mert értékét a folyó fizetési mérleg egyenlege, a tartalékok nagyságrendje és a nettó nemzetközi befektetési pozíció határozza meg.

Az egyes tényezőcsoportok értékelése a bennük szereplő indikátorok értékének és súlyának együttes figyelembevételével kerül kiértékelésre.

Az első két tényezőcsoport értékelése alapján alakul ki a gazdasági rugalmasság értékelése, amely egy mátrix segítségével határozható meg. A mátrix függőleges dimenziójában szerepel az intézményi környezet, a vízszintes dimenzióban pedig a gazdasági környezet erőssége.

Mindez kiegészülve a pénzügyi környezet erősségével határozza meg a kormányzat pénzügyi erősségét szintén egy mátrix alkalmazásával, ahol a függőleges tengelyen szerepel a gazdasági rugalmasság.

A legszélesebb körű megközelítés, kiegészülve az egyéb kockázatokkal alakítja ki az állampapírok kockázati minősítését. Az ennek meghatározására szolgáló mátrix bal felső sarkában szerepel a legjobb Aa1-es minősítés, a jobb alsó sarkában pedig a legrosszabb Caa3-as minősítés.

Az elkészült értékelés nyilvánossága

A Moody's által készített értékelés nem nyilvános, mindössze az erről szóló közlemény érhető el a hivatalos honlapján. A közlemény röviden és tárgyilagosan mutatja be az értékelés eredményét és néhány főbb indikátor értékét, azonban részletes értékelés nem áll rendelkezésre.

Mindez csak a regisztrált, tagdíjat fizető felhasználók részére érhető el.

AZ ÉRTÉKELÉSEK TUDOMÁNYOS KÖVETELMÉNYEKNEK VALÓ MEGFELELÉSE

A nemzetközi hitelminősítők által készített értékelések objektivitása akkor lehetséges, ha az értékelést végző szervezet elfogulatlanul, az általuk alkalmazott értékelési módszerek átláthatók és egyértelműen definiáltak, valamint az elkészített értékelés az előre rögzített módszertani előírásokon alapul. (Hajnal, Szűcs, 2018)

Az értékelést végző elfogulatlansága

Az értékelési eredmények megbízhatósága szempontjából kiemelt jelentőséggel bír, hogy annak a szervezetnek, amely az értékelést végzi, a függetlensége és a pártatlanság biztosított legyen. A függetlenség és a pártatlanság nem biztosított azokban az esetekben, amikor a szervezet finanszírozása nem átlátható, vagy olyan stakeholderektől részesül támogatásban, amelyeket az értékelési rendszere is értékelt.

A bemutatott hitelminősítő szervezetek egy-egy vállalati holding tagjai, amelyek a honlapjukon szereplő információk alapján széles körű tevékenységi körrel rendelkeznek, beleértve a pénzügyi tanácsadást és a befektetési tevékenység közvetítését is. Emellett az SP és a Moody's anyavállalat részvényei a NASDAQ-piacon is forgalmazottak. E körülmény abból a szempontból fontos, hogy a tulajdonosai által pénzügyi tevékenységekkel is foglalkozó értékelő szervezet mennyiben tekinthető függetlennek és pártatlannak.

Mindezt jól mutatja, hogy a 2008-ban kirottant pénzügyi válság kialakulása során a hitelminősítő szervezetek sem értékelték helyesen a pénzügyi kockázatokat. Több alkalommal is jobb értékelést adtak az egyébként

többszörös áttétel mellett kibocsátott kockázatos vállalati értékpapírokról. A hitelminősítő szerepét e folyamatban részletesen elemezte a hazai szakirodalom (Bánfi és társai, 2011; Botos, Halmosi, 2010; Móczár, 2010).

Az értékelési módszerek átláthatósága és egyértelmősége

A tudományos értékeléssel szemben az alapvető követelmény, hogy az alkalmazott módszertant és a felhasznált adatforrásokat olyan részletezettséggel szükséges leírni, hogy független tudományos kutató a kutatást megismételhesse, és ellenőrizhesse a megállapítások a levont következtetések helyességét. Alapvető követelmény annak bemutatása, hogy mikor, milyen módszerekkel és milyen adatok alapján történt az értékelés.

A nemzetközi hitelminősítő szervezetek állampapírok értékelésére vonatkozó módszertana nyilvánosan elérhető, ugyanakkor a megismerhetőséget korlátozza, hogy az SP és a Moody's értékelési módszere csak regisztrációt követően érhető el.

A nemzetközi hitelminősítők értékelési módszereinek felépítése hasonló logikát követ. A kockázatok értékelése néhány korlátozott számú tényezőcsoport részértékelése alapján történik. Alapvetően az értékelés általános módszere kidolgozott, és bemutatásra kerül ennek főbb tartalma. Ugyanakkor az értékelési módszerekben számos ponton bizonytalanság és tartalmi hiányosságok fedezhetők fel.

Az FR esetében az értékeléshez szükséges bizonyos indikátorok fogalmi értelmezése nem áll rendelkezésre. A módszertan regressziós elemzésre hivatkozva állapítja meg a tényezőcsoportok és az indikátorok súlyát, azonban ezen elemzés részletei nem derülnek ki (mikor, milyen időszakra és milyen adatok alapján hajtották végre). Emellett a versenyképesség mérésére használt indikátorok átvétele is csökkenti a módszertan megalapozottságát és

objektivitását. Továbbá az sem egyértelmű, hogy az évközi felülvizsgálatok során milyen adatok kerülnek figyelembevételre. Az értékelésekben található előrejelzések kialakítási módszeréről nem ad útmutatást a módszertan. Ezek alapján nem nyomon követhető és ellenőrizhető az értékelés eredménye.

Az SP értékelési módszertana kapcsán problémaként merül fel, hogy több esetben nem meghatározott az egyes tényezőcsoportok minősítésének módszere, valamint bizonyos esetekben nem számszerűsített indikátorokat alkalmaz. Nehezen nyomon követhető az egyedi feltételek alkalmazása is. A módszertanból nem derül ki pontosan, hogy mikor és milyen feltételek mellett szükséges alkalmazni az egyedi feltételeket. Továbbá arra sem ad választ mi van abban az esetben, ha egyszerre több egyedi feltétel is alkalmazásra kerül. Az értékelés készítője ezáltal meglehetősen nagy szabadsággal rendelkezik az értékelés elkészítése, valamint a következtetés levonása során.

A Moody's értékelési módszertana szintén jelentősen támaszkodik a versenyképességi indikátorokra, valamint a versenyképességi rangsorban elfoglalt helyezésre. A módszertan számos egyéb tényezőt nevesít, azonban nem tartalmazza ezek alkalmazásának feltételeit és részletes módszerét. A módszertan több esetben nem számszerűsített indikátorokat alkalmaz, például ezek közé tartozik a kormányzati programok sikeres megvalósítása. További módszertani problémát jelent, hogy az értékeléshez az előző értékelés eredményét is felhasználja, egy aktuális értékelést jellemzően korábbi évekre vonatkozó adatokkal támaszt alá.

Az értékelésekhez felhasznált adatok átláthatósága

Az FR az értékelési módszertanában rögzíti, hogy az indikátorokhoz az adatok forrását különböző nyilvánosan elérhető adatok jelen-

tik. Konkrét adatforrásként ugyanakkor mindössze az IMF-et és a Világbankot jelöli meg a módszertani dokumentum.

Az értékelésről szóló közleményben hét indikátor értéke szerepel, azonban az egyes indikátorok adatforrását nem adja meg az FR. A módszertanban meghatározott, egyes további tényezőknél mindössze a kockázati minősítés szerepel.

Az SP értékelési módszertanában nem rögzítette az indikátorokhoz felhasznált adatok forrását. Az alapvető gazdasági indikátoroknál hivatkozik a Nemzetközi Valutaalap adataira, azonban az egyéb indikátoroknál nem mutatja be az adatok pontos forrását.

A Moody's értékelési módszertana az indikátorok adatainak forrásaként jeleníti meg az IMF-t, az OECD-t, a Világbankot, az Európai Bizottságot és a BIS-t (a nemzetközi elszámolásokért felelős pénzügyi intézményt). Emellett néhány indikátorra vonatkozóan a Moody's által foglalkoztatott statisztikusok készítenek becsléseket a nemzeti statisztikai adatok alapján. Ugyanakkor az érintett indikátorok megnevezése és a becslések pontos adatforrása nem szerepel a módszertanban (Ligeti, Szórfi, 2016).

Ezek alapján megállapítható, hogy a nemzetközi hitelminősítő szervezetek értékelési módszereinek átláthatósága korlátozottan érvényesül.

A módszertanban szereplő tényezők mérhetősége

Az FR állam által kibocsátott értékpapírokra vonatkozó módszertanában szereplő 18 tényező közül mindössze kilenc tényezőre vonatkozó adatok állnak rendelkezésre a közleményben. E tényezőkhöz felhasznált adatok a következők:

- az egy főre jutó GDP,
- a reál GDP növekedési üteme,

- az infláció,
- a kormányzati szektor hiánya,
- az államadósság értéke,
- a folyó fizetési mérleg egyenlege,
- és a nettó külső adósság.

Ezek mindegyike egy-egy általános közgazdasági mutatószám, amelynek a tartalma egyértelműen definiált. Mindezt erősíti, hogy e tényezők rövid értelmezése is szerepel az értékelést tartalmazó közleményben.

Ezzel szemben a kormányzati teljesítményt jellemző tényező, valamint a pénzügyi folyamatokat jellemző tényezők adatai nem kerülnek kifejtésre. Mindez azért is jelent problémát módszertani szempontból, mert az egyes tényezők következő évekre vonatkozó előrejelzései is elméletileg ezen adatokat használják fel.

Az FR a módszertanban meghatározott indikátorokat közli egy külön összefoglaló táblázatban. A gazdasági környezet tényezőcsoportnál 11 indikátort szerepeltet, amelyek között az alapvető gazdasági mutatószámok találhatók (a nominális GDP, a reál GDP növekedési üteme, a beruházási ráta, a GDP-arányos megtakarítási ráta, az export növekedési üteme, és a munkanélküliségi ráta). A külső környezethez kapcsolódóan 14 indikátort, a monetáris környezet tényezőcsoport esetében 8 indikátort szerepeltet. A pénzügyi környezet tényezőcsoporton belül 10 indikátor szolgál a költségvetés gazdasági jellemzésére. Ezen indikátorok közé tartozik az uniós módszertan szerinti hiány, az elsődleges egyenleg, a centralizációs és az újraelosztási arány, az adósság jellemzésére szolgáló államadósság-mutató és a nettó külső adósság mutató, valamint a likvid eszközök GDP-hez viszonyított aránya.

Az SP értékelése, hasonlóan a módszertanhoz, nem tartalmazza a statisztikai adatok forrását. Továbbá a 2019–2022-es időszakra vonatkozóan szerepeltetett előre jelzett adatok forrása sem került bemutatásra.

Emellett az intézményi környezet tényezőcsoport esetében csak tényezőket jelöl meg a

módszertan, azonban nem definiál külön indikátorokat e terület mérése érdekében. E tényezők ebből az okból kifolyólag nem mérhetők egzakt módon. Erre példát jelent az információ szabad áramlása kritérium vagy a statisztikai adatok időben történő rendelkezésre állása.

A Moody's értékelési módszertanában összesen 33 indikátor szerepel. Ezek közül 17 indikátor egyértelműen számszerűsíthető és alapvető gazdasági mutatószámokat alkalmaz, vagy ezekre épül. 4 indikátor a WEF versenyképességi felméréséből származik, 3 egyéb tényező szerepel benne, illetve további 9 indikátor egy-egy gazdasági helyzetet értékel. Ezek közé tartozik például a nem teljesítő hitelek arányának emelkedése vagy a hitelezési ráta GDP-növekedést meghaladó mértéke. Ezen indikátorok szintén közgazdasági tartalommal rendelkeznek, azonban külön empirikus alátámasztás nem szerepel a módszertanban az értékelés megalapozásához.

A nemzetközi hitelminősítő szervezetek értékelési módszertana jelentős számban tartalmaz szubjektív elemeket, amelyeknek tartalma pontosan nem definiált. Ezek alapján az általuk végzett értékelés eredményeinek kialakulása kevésbé követhető nyomon. A devizában denominált adósságra vonatkozóan ennek értékelését részletesen *Hajnal és Szűcs*, 2018. évben megjelent tanulmánya mutatja be.

Változások a módszertanban

Az FR jellemzően évente felülvizsgálja a módszertanát. A publikusan elérhető módszertani változatok (2015-ig visszamenőleg) lényegi módosítást nem tartalmaznak, mindössze néhány speciális helyzet beépítésére került sor. Ezek közé tartozik például a nemzetközi tartalékvaluta fogalmának megítélése, valamint a különböző devizapiaci intervenciók figyelembe vétele az árfolyam-politika hitelessége tényezőcsoport esetében.

Az FR-hez hasonlóan az SP és a Moody's is rendszeresen felülvizsgálja módszertanát. A publikusan elérhető módszertan lényegében nem változott az elmúlt években, az aktuális módszertan mindössze a PPP-konstrukció fogalmát pontosította az SP esetében, valamint a Moody's az egyéb tényezők fogalmát, illetve ezek értelmezését aktualizálta.

A módszertanok általános megközelítésmódja

A nemzetközi hitelminősítő intézmények egyetemesen az általános makrogazdasági mutatószámokból indulnak ki. Ezek között ugyanakkor számos strukturális egyensúlyt vagy egyensúlytalanságot jellemző indikátor nem található meg. Ezek közé sorolhatók többek között a foglalkoztatási, az adózási, a demográfiai és az általános egészségügyi indikátorok. Többek között a hitelminősítő szervezetek nem foglalkoznak a munkanélküliségi, aktivitási, jövedelmi és általános társadalmi indikátorokkal és ezek hatásaival.

Például önmagában a magas GDP nem feltétlenül fejezi ki a gazdaság állapotát, ettől még számos területen merülhetnek fel olyan kockázatok, amelyek ennek fenntarthatóságát veszélyeztetik. Mindez fordítva is igaz, kevésbé előnyös egyéb általános mutatószámok mellett is biztosított lehet a gazdasági növekedés, csak szükséges figyelembe venni, hogy az adott országnak melyek a gazdasági és társadalmi sajátosságai.

Az értékelések nyilvánossága és átláthatósága

Az FR teljes értékelése az állam és az állampapírok kockázati értékelésére vonatkozóan nem érhető el nyilvánosan. A szöveges értékelés több ponton ellentmond az indikátorokból

és a módszertan alapján levonható következtetéseknek.

Az SP értékelése sem nyilvános, mindössze egy bővebb közlemény formájában érhető el. Az értékelése nem nyomon követhető és átlátható, mert a szöveges indoklás nincs összhangban az indikátorok adataival. Az értékelés részletes adatai nem állnak rendelkezésre. Erre jó példa az intézményi környezet értékelése, ahol csak az összevont minősítési érték szerepel, de nem kerültek feltüntetésre a mögöttes indikátorok adatai és ezek részletes értékelése.

A Moody's által készített értékelés nem nyilvános, mindössze az erről szóló közlemény érhető el a honlapján. A közlemény röviden mutatja be az értékelés eredményét és néhány főbb indikátor értékét, azonban részletes értékelés nem áll rendelkezésre. A részletes értékelés csak a regisztrált, tagdíjat fizető felhasználók részére érhető el. Ezek alapján az értékelésének nyilvánossága és átláthatósága nem biztosított.

KÖVETKEZTETÉSEK

A cikk rámutatott arra, hogy a nemzetközi hitelminősítő szervezetek által kidolgozott értékelési módszertanokban olyan nyitott elemek vannak, amelyek révén az értékelés módszertani megalapozottsága nem teljeskörűen érvényesül. Az értékelési módszertanokban a nemzetközi hitelminősítő szervezetek meghatározták ugyan az egyes országok és az állampapírok értékelésének alapvető értékelési szempontjait, azonban tudományos megközelítésben az elvégzett értékelések nem tekinthetők hitelesnek. Mindez visszavezethető a módszertanokban alkalmazott szubjektív tényezőkre, az adatforrásokkal és a felhasznált adatokkal kapcsolatos bizonytalanságokra, az alkalmazott tényezők tartalmának definiálásával összefüggő hiányosságokra, valamint az

egyes tényezők közötti kapcsolatok pontos definiálásának elmaradására. Ezáltal nem biztosított az értékelési eredmények megbízhatósága sem.

A szubjektív módszertani elemek révén az indikátorok értékelése nagymértékben az értékelést végző megítélésén múlik, akár jelentősen eltérítve az összesített értékelést. Mindez jól látható Magyarország esetében az elmúlt években végzett értékeléseknél a nemzetközi hitelminősítő szervezetek által. Az értékelési módszerekben meglévő szubjektív elemek tág teret biztosítanak az értékelést végző számára az eredmények módosítására, ennek módszertani alátámasztására. Ugyanakkor a mögöttes adatok és a pontos módszertani háttér ismerete nélkül az értékelések eredményei nem követhetők nyomon és támaszthatók alá teljeskörűen.

A nemzetközi hitelminősítő szervezetek által kidolgozott értékelési módszerek nem biztosítják átfogóan az objektivitást, a nyomon követhetőséget és az áttekinthetőséget követelményét. A nemzetközi hitelminősítő szervezetek pénzügyi piacok által deklarált függetlensége és objektivitása a gyakorlatban ezek alapján csak korlátozottan érvényesül.

A nemzetközi hitelminősítő szervezetek értékelési módszertanával és az elvégzett értékelésekkel kapcsolatban felmerült módszertani problémák bemutatása azért is kiemelten fontos, mert az értékelések jelentősen képesek befolyásolni az adott ország államadosságának finanszírozását és ennek költségét. A befektetői bizalom egyik alapeleme a nemzetközi hitelminősítő szervezetek által végzett értékelésekben a kedvező megállapítások megléte. Azonban a pozitív és a negatív értékelések megfogalmazása során a zárt és áttekinthető módszertani háttér alapvető elvárás a befektetők, az értékelés alanyát jelentő ország, valamint az állampolgárok részéről.

IRODALOM

- AFONSO, A., GOMES, P., ROTHER, P. (2011). Short- and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. *International Journal of Finance and Economics*, 16(1), pp. 1-15
- BÁNFI T., KÜRTHY G., BÁNFI A. (2011). Szabályozás a pénzügyi válság(ok) után (között): kényszer és lehetőség. *Pénzügyi Szemle*, 56. évfolyam 2. szám, 191-210. oldal
- BOTOS K., HALMOSI P. (2010). Jelzálogpiacok az Amerikai Egyesült Államokban és Európában. *Pénzügyi Szemle*, 55. évfolyam 4. szám, 781-790. oldal
- FENNEL, D., MEDVEDEV, A. (2011). An economic analysis of credit rating agency business models and ratings accuracy. *Financial Services Authority Occasional Paper Series*, No. 41., November, pp. 1-38, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/occpapers/op41.pdf>. (letöltve: 2019. július 1.)
- GAÁL F. (2014). *A nem állami szereplők hatalma: a ratingügynökségek szerepe a nemzetközi politikában és gazdaságban*. kki.hu/assets/upload/Gael.pdf (letöltve: 2019. július 7.)
- HAJNAL G., SZŰCS N. (2018). A hitelminősítések átláthatósága – Magyarország minősítésének rekonstruálása. *Hitelintézet Szemle*, 17. évfolyam 3. szám, 29-56. oldal
- KIFF, J., NOWAK, S., SCHUMACHER, L. (2012). Are Rating Agencies Powerful? An Investigation into the Impact and Accuracy of Sovereign Ratings. *IMF Working Paper*, No. 12/23, pp. 1-34, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp1223.pdf>. (letöltve: 2019. július 7.) Authors: International Monetary Fund, <https://doi.org/10.5089/9781463931858.001>
- LANGHOR, M., LANGHOR, T. (2010). *The rating agencies and their credit ratings. What They Are, How They Work, And Why They Are Relevant*. Wiley. pp. 366-370
- LIGETI I., SZÓRFI Zs. (2016). A szuverén hitelminősítés módszertani kérdései – Rekonstruálhatók-e a szuverén hitelminősítési lépések? *Hitelintézet Szemle*, 15. évfolyam 1. szám, 7-32. oldal
- MÓCZÁR J. (2010). A globális pénzügyi válság anatómiája és tanulságai. *Pénzügyi Szemle*, 55. évfolyam 4. szám, 727-749. oldal
- TŐZSÉR T. J. (2015). A hitelminősítés fundamentumai – fogalom, eljárás és szerződés. *Pázmány Law Working Papers*, 6. évfolyam 9. szám, 1-17. oldal
- Fitch Ratings (2018a). *Country ceilings criteria*. <https://www.fitchratings.com/site/re/10037793> (letöltve 2019. 04. 22.)
- Fitch Ratings (2019a). *Country ceilings criteria*. <https://www.fitchratings.com/site/re/10081234> (letöltve 2019. 07. 15.)
- Fitch Ratings (2018b). *Sovereign rating criteria*. <https://www.fitchratings.com/site/re/10037181> (letöltve 2019. 04. 22.)
- Fitch Ratings (2019b). *Sovereign rating criteria*. <https://www.fitchratings.com/site/re/10072225> (letöltve 2019. 07. 15.)
- Fitch Ratings (2019c). *Fitch Upgrades Hungary to 'BBB'*. <https://www.fitchratings.com/site/pr/10063297> (letöltve 2019. 04. 22.)
- Moody's (2018). *Sovereign bond ratings*. https://www.moody.com/researchdocumentcontentpage.aspx?docid=PBC_1151027 (letöltve 2019. 04. 22.)

Standard & Poor's (2019). Hungary Ratings Raised To 'BBB/A-2' On Solid Growth And External Resilience. https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/type/HTML/id/2168305 (letöltve 2019. 04. 22.)

Standard & Poor's (2017). Sovereign Rating Methodology, https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/article/-/view/sourceId/10221157 (letöltve 2019. 04. 22.)