

Havi elemzés – Március

Hevér Judit

Mitől lesz jó adós egy ország?

Leminősítések sorozata után Magyarország szuverén adósságát jelenleg mindhárom hitelminősítő - Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings - negatív kilátással sorolja a befektetési sáv utolsó kategóriájába, amit már egyetlen további leminősítés spekulatív besorolásra módosítana. A befektetési politikák szigorúsága miatt a „bóvli” kategóriába kerülés súlyos piaci következményekkel járna, hiszen a magyar állampapírok és a forint iránti kereslet visszaesne, mely többek között az államadósság magasabb hozamok melletti finanszírozhatóságát és árfolyamgyengülést eredményezne. A leminősítés elkerüléséhez szükséges gazdaságpolitikai lépések ezért nélkülözhetetlenek. Érdeemes megvizsgálni, melyek azok a fő tényezők, amelyek a leminősítéshez vezethetnek, hol lehet meghúzni általában egy képzeletbeli határvonalat a befektetési kategóriájú országok és a rosszabb adósnak tekintett spekulatív kategóriába minősített államok között.

A befektetési és a spekulatív sávba eső országok szétválasztását logisztikus regresszió segítségével végezhetjük,¹ mely elsősorban abban különbözik a klasszikus regressziótól, hogy az eredményváltozónk csak két értéket vehet fel.² A modell becslésekor számos magyarázó változó közül, melyek feltehetően szerepet játszanak a hitelminősítők döntésekor (infláció, egy főre jutó GDP dollárban, bruttó és nettó államadósság a GDP százalékában, munkanélküliségi ráta, nettó külső adósság a GDP százalékában, alapkamat, CDS, folyó fizetési mérleg egyenlege), csak két változó szignifikáns, azaz befolyásolja az országok széles körére a minősítést. Az egyik a bruttó államadósság a GDP százalékában, mely a kamatterhek nagyságán keresztül (közvetlen adat nincs a becsléshez elegendő országra) az adósságdinamika fenntarthatóságáról árulkodik, a másik pedig a fejlettség mutatójának tekinthető egy főre jutó GDP dollárban. A fejlettség szerepét indokolhatja, hogy a hitelminősítők ezeket az országokat benchmarknak tekintik az országok minősítésének megállapításakor, illetve hogy a fejlett országok esetében az arányaiban magasabb jóléti kiadások átcsoportosítása nagyobb teret biztosít az adósságcsökkentésnek.

A két magyarázó változó mentén a modell találati aránya közel 84 százalék, azaz 110 ország közül 92 országot sorolunk megfelelő osztályba. Az 1. ábra az országok hitelminősítések szerinti két csoportját (zöld szín a befektetési, kék a spekulatív sáv), és a modellből becsült szétválasztó egyenest jeleníti meg.

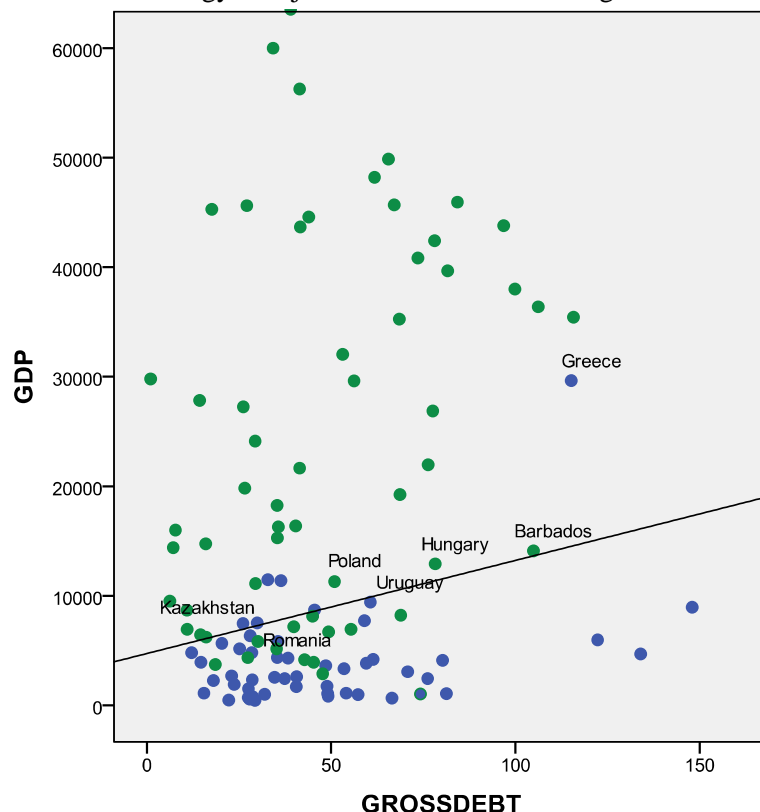
A magyarázó változók terében a sokaságot kettészelő egyenes az intuíciónknak megfelelően pozitív meredekségű, azaz a magasabb egy főre jutó GDP növeli, míg a magas államadósság

¹ Esetünkben azért a logisztikus regresszió az alkalmazott osztályozó eljárás, mert nem kell hozzá feltenni a változók normalitását, illetve a csoporton belüli variancia-kovariancia struktúra egyezése sem feltétel. Ezen feltételek teljesülése esetén kézenfekvő lenne például diszkriminancia elemzést végezni.

² Ez persze a becslési eljárás megváltoztatásának szükségességét is maga után vonja. Logit modell illesztésekor a befektetési és a bóvli kategóriába esés valószínűségének hányadosát logaritmizáljuk, majd Maximum Likelihood módszerrel becsüljük.

csökkenti a befektetési kategóriába kerülés valószínűségét. A meredekség abszolút nagysága a dimenziók fontosságát tükrözi. Vízszintes egyenes esetén kizárólag a GDP figyelembevételével történne az osztályozás, így a meredekség alapján arra következtethetünk, hogy a nagy államadósságban rejlő kockázat is szerephez jut. Annyira azonban nem meredek a szétválasztó egyenes, hogy a fejlett országok minősítése a növekvő bruttó államadósság miatt veszélybe kerülhessen a közeljövőben.

Az országok szétválasztása az egy főre jutó GDP és bruttó adósság térben



Az egyenes feletti kék, illetve az egyenes alatti zöld ponttal jelölt országok besorolását nem találja el a modell. A hibázás hátterében valamely, az adott ország minősítését jelentősen befolyásoló magyarázó változó kihagyása, a különböző intézetek besorolása közötti eltérés, esetleg az ország várható le vagy felminősítése áll. Marokkó például a Moody's értékelése alapján továbbra is a spekulatív kategóriába esik, míg az S&P³ 2010-ben a kedvező adósságdinamikára hivatkozva már befektetési sávba emelte a minősítést. Lettországnál fordított a helyzet, a Fitch már befektetési kategóriába sorolja az országot, de az S&P minősítése még változatlan. Venezuela esetében számos, a modelltől kimaradt változó miatt nem kapjuk vissza a főleg politikai eredetű kockázatokra visszavezethető spekulatív minősítést.

³ A modellezés során az S&P minősítése alapján soroltam be az országokat.

Bizonyos országok egyértelműen máshova kerülnének

	GDP (per capita, mln USD)	Gross debt/GDP	S&P	Prob
Morocco	2882	48	BBB-	0,18
Thailand	3941	45	BBB+	0,23
Tunisia	4171	43	BBB	0,25
Venezuela	11383	36	BB-	0,72
Latvia	11466	33	BB+	0,74
Greece	29635	115	BB+	0,98

Görögország helyzetének extrémítása (a besoroláshoz képest magas egy főre jutó GDP dollárban kifejezve) az eurozóna tagságából ered. Az euró védőernyője a válság során megakadályozta a gazdaság devizaleértékelődésen keresztüli alkalmazkodását. Ha most azonnal bevezetnék a drachmát, annak azonnali jelentős leértékelődése a dollárban kifejezett GDP-t is jelentősen csökkentené, és Görögország közelebb csúszna az elválasztó egyeneshez. Emellett az önálló monetáris politika hiánya azt is eredményezi, hogy az adósság kinövése, elinflálása nem járható út, így a bedőlési kockázat eleve jóval nagyobb, mint amit a modell magyarázó változói megragadnak.

Több ország is a pontthalmazt kettészelő egyenes közvetlen közelében helyezkedik el, ami a besorolás bizonytalanságát tükrözi. Ilyen például Törökország és Románia, amelyek közelsége a befektetési kategóriához a modellben, összhangban van a potenciális felminősítésre vonatkozó piaci várakozásokkal a való életben. Magyarország ezzel szemben a leminősítés szélén táncol.⁴ Ahhoz, hogy a hitelminősítők felülbírálják a minősítésünket, vagy legalábbis visszavonják a negatív kilátást, a modell alapján az egy főre jutó GDP emelkedése, vagy a bruttó államadósság csökkenése jelenthet megoldást. Olyan lépésekre van tehát szükség, melyek legalább az egyiket megvalósítják, úgy, hogy emellett nem rontják tovább a másik változó értékét sem. A kormányzat nemrég közzétett reformcsomagja mindkét szempontból biztató, mivel következetes végrehajtása egyszerre emelheti a potenciális növekedést és csökkentheti az adósságrátát.

⁴ A modell alapján annak valószínűsége, hogy a befektetési kategóriába tartozunk 60%.

Készítette az AEGON Global Asset Management / AAM CEE

Hevér Judit – elemző

Felügyeleti szerv: Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete

Az oldalon megjelenő valamennyi információ kizárólag tájékoztatásul szolgál. A múltbéli hozamok nem jelentenek garanciát a jövőbeni hozamokra nézve. Az AEGON Global Asset Management / AAM CEE nem vállal felelősséget a jelen kiadvány alapján hozott befektetési döntésért és annak következményeiért, illetve a dokumentumban található adatok esetleges hiányosságaiért vagy pontatlanságaiért.