

Ratingi jako oceny wiarygodności na rynku obligacji.

- Zdolność kredytowa emitenta jest głównym aspektem dla każdego chcącego nabyć obligacje. Podczas gdy nabywcy mogą określić ją samodzielnie to jednak może być to długotrwały i ciężki proces szczególnie dla małych i niezrzeszonych inwestorów. Więc często zlecają te zadania wyspecjalizowanym instytucjom nazywanym agencjami ratingowymi. Dwie największe z nich to Standard & Poor's (S&P) oraz Moody's, a nieco za nimi w zestawieniu jest Fitch.
- Agencje ratingowe nie publikują porad inwestycyjnych lub analiz ile kapitału inwestora jest zagrożone.
- „Rating w opinii S&P jest to ogólna zdolność kredytowa emitenta, lub zdolność kredytowa emitenta z uwzględnieniem zabezpieczeń kredytowych i innych finansowych zobowiązaniach, uwarunkowanych w istotnych czynnikach ryzyka”
- Dwoma kluczowymi terminami jest „opinia” i „zdolność kredytowa”. Agencje ratingowe nie publikują porad inwestycyjnych tylko opinie. Jest to istotna różnica prawna pomiędzy tymi terminami, ponieważ porada zgodnie z prawem ma być prawdziwa-opinia niekoniecznie. Łatwiej agencji obronić się w sądzie z błędnie wydanej opinii niż z błędnej porady.
- Od agencji ratingowych wymaga się aby miały odpowiednie doświadczenie dotyczące ryzyka kredytowego, i rzeczywiście przez wielu ich oceny są uznawane za rzetelne. W konsekwencji ich ratingi są uznawane zarówno przez uczestników rynku jak i instytucje państwowe. Wielu inwestorów jest zobowiązanych do posiadania tylko ocenionych instrumentów.

Ratingi

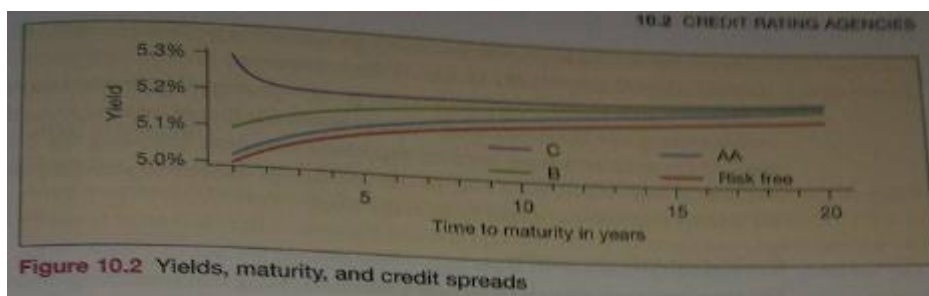
- Ratingi są przedstawione jako ocena podana od AAA do D (jak w tabeli poniżej S&P i Moody's) obie mają podobny system oceniania jednakże trzeba pamiętać o tym że nie zawsze oceny obu są do siebie porównywalne tzn. że ten sam instrument często otrzymuje inną ocenę.
- Ratingi są wystawiane emitentom obligacji takim jak korporacje bądź państwa. Ratingi zawierają ilościowe i jakościowe i prawne analizy. Analiza ilościowa zawiera głównie finansowy raport który zawiera: zestawienie bilansowe, przepływy pieniężne jak i rachunek zysków i strat. Analiza jakościowa opiera się na jakości zarządzania firmą, jej konkurencyjności i spodziewanego wzrostu sektora w którym operuje, jest ona wrażliwa na technologiczne, regulacyjne zmiany a także na zmiany na rynku pracy. Ocena jest oczywiście subiektywna. Ratingi są wystawiane zazwyczaj raz na rok.

Moody's	S&P	Fitch	Stopień obsługi długu	
Aaa	AAA	AAA	Świetny	inwestycyjny
Aa1	AA+	AA+	Wysoki	
Aa2	AA	AA		
Aa3	AA-	AA-		
A1	A+	A+	Wyższy średni stopień	
A2	A	A		
A3	A-	A-		
Baa1	BBB+	BBB+	Niższy średni	
Baa2	BBB	BBB		
Baa3	BBB-	BBB-		
Ba1	BB+	BB+	Spekulacyjny	spekulacyjny
Ba2	BB	BB		
Ba3	BB-	BB-		
B1	B+	B+	Wysoce spekulacyjny	
B2	B	B		
B3	B-	B-		
Caa1	CCC+	CCC	Poważnie ryzykowny	
Caa2	CCC+		Ekstremalnie spekulacyjny	
Caa3	CCC-		Niewypłacalny z małymi szansami na ożywienie	
Ca	CC			
C	C			
C	D	DDD	Niewypłacalny	
/		DD		
/		D		

źródło: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Ratingi-Wielkiej-Trojki-hustaja-gieldami-2393655.html>

- Spready

Krzywa zysków (yield curve) pokazuje wysokość odsetek pomiędzy instrumentami o różnym okresie zapadalności (maturity). Każda obligacja ma swoją własną krzywą zdeterminowaną wystawionym ratingiem. Różnica między wartościami odsetek nazywana jest spreadem.



- Krytyka agencji ratingowych

Krytycy wypominają agencjom ratingowym ich agresywne podejście do zbierania opłat za rating. Zostało to udokumentowane przez Washington Post (2004) oto jeden z przykładów:

Agencja Moody's poinformowała niemiecką firmę ubezpieczeniową Hannover Re w latach 90', że zdecydowała się ocenić firmę bez opłat, ale oczekują na zapłatę za rating. Hannover Re odmówił, i nigdy nie zapłacił agencji Moody's, Moody's i tak ocenił firmę na Aa2 w 1998 i obniżył 3 razy aż do poziomu niemalże śmieciowego Baa1 w 2003. Podczas gdy S&P którym Hannover Re zapłacił ocenił firmę na AA-. Moody's zaprzestał ratingu Hannover Re w 2008.

- Konflikt interesów

Ratingi są wystawiane za opłatą emitenta a nie inwestorów.

Dobre ratingi umożliwiają chodliwość dłużnych papierów wartościowych, umożliwiają emitentom spłatę długu łatwiej i po niższej stopie procentowej. Możliwość złej oceny może bardzo źle wpłynąć na kondycje emitenta, jednakże pozbawia agencje ratingowe zysków z opłat. Zdarzało się, że emitenci zwracali się do kilku agencji ratingowych o wstępną ocenę ich emisji, po czym zamawiali finalną ocenę w tej która oceniła ich najlepiej. Mimo to agencje ratingowe wykluczają możliwości konfliktów interesów.

Ten problem stał się wyjątkowo widoczny podczas kryzysu z 2008 r.

W okresie niskich stóp procentowych banki udzielały kredytów na ogromną skalę, a w momencie gdy popyt na nieruchomości był już zaspokojony banki zostały zmuszone do zmniejszenia wymagań dotyczących zdolności kredytowej. Spowodowane to było krótkowzroczną polityką amerykańskiego rządu chcącego każdemu zapewnić mieszkanie. Zaczęto udzielać tzw. kredyty subprime o które mógł się starać każdy, nawet bez wkładu własnego, o nikłej zdolności kredytowej gdzie było wiadome, że osoba taka nie będzie w stanie spłacić tego kredytu. Kolejnym błędem było utworzenie CDO czyli „Collateralised Debt Obligation”. CDO łączył zbiór należności finansowych w jeden produkt. W tym przypadku kredyty wysokiego ryzyka połączono z kredytami o niskim ryzyku tak aby inwestor nie miał pewności które kupuje. Problem w tym że amerykańskie agencje ratingowe S&P, Fitch oraz Moody's oceniły CDO na najwyższą możliwą ocenę AAA. Taką sama jaką mają obligacje amerykańskiego rządu, a poza nimi niewiele krajów może pochwalić się ratingiem na takim poziomie. Gdy już toksyczne instrumenty zostały przerzucone na inne podmioty agencje ratingowe obniżyły oceny do poziomów śmieciowych wywołując wielkie zamieszanie na rynkach finansowych. Wywołane było to właśnie tym, że agencje ratingowe opłacane były przez instytucje sektora bankowego.

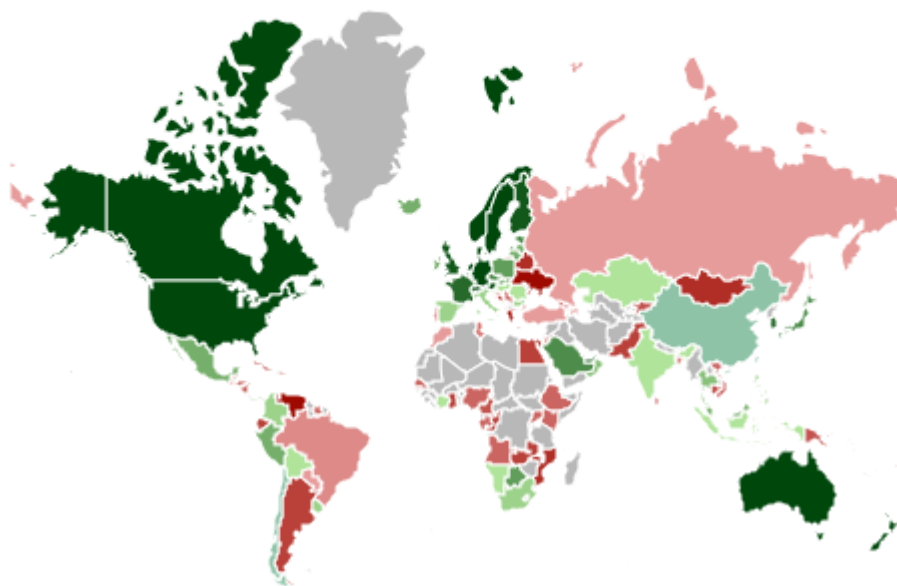
- Ratingi jako samospełniająca się przepowiednia

Jest to mechanizm który powoduje że sama informacja o obniżeniu ratingu w szczególności ratingu danego kraju powoduje, że inwestorzy tracą do niego zaufanie i nie są tak skłonni kupić obligacji, w tym przypadku danego kraju, a nawet chcą wyzbywać się już posiadanych, powoduje to że dany rating nawet niesprawiedliwie nadany, po krótkim czasie może się okazać jak najbardziej prawdziwy ponieważ obligacje danego kraju nie są już tak chodliwe a emitent musi zaproponować wyższe wynagrodzenie (oprocentowanie) za jego kupno tym samym w rzeczywistości dany emitent

rządowy czy korporacyjny jest mniej konkurencyjny na rynku a koszty pozyskania pieniądza i obsługi długu rosną. Działa to także w drugą stronę - wyższa ocena niż wykazywałyby prawa rynkowe powodują, że dany kraj czy firma jest postrzegana jako bardziej rzetelna a jej obligacje mniej opłacalne ale za to pewniejsze, a także bardziej chodliwe.

- Rating a polityka

Całkiem niedawno rating wiarygodności Polski został, po raz pierwszy w historii, obniżony przez agencję Standard & Poor's z AAA- na BBB, jednak pozostałe agencje Wielkiej Trójki nie zmieniły swych ocen. Agencja S&P swoją decyzję uzasadniła obawami co do przyszłego stanu niezależności politycznej NBP więc obniżka ratingu nie miała ścisłego powiązania ze stanem gospodarki RP.



Zielony - rating inwestycyjny

Czerwony - rating nieinwestycyjny (w tym "śmieciowy")

listopad 2016 r.

źródło: tradingeconomics.com

- Udział instytucji oceniających w rynku

Obecnie szacuje się, że S&P ma około 40-proc. udział, na równi z Moody's. Fitch posiada zaś około 15%. Pozostałe 5 % przypada natomiast na resztę agencji.

Przy tym jak podaje najnowszy raport Swiss Re, aż około 80% wszystkich przychodów agencji ratingowych na całym świecie przypada po połowie na Standard & Poor's oraz Moody's, 14% na Fitch, 4% na A.M. Best, a zaledwie 2% na pozostałe agencje.

Podsumowanie

Dominacja "Wielkiej Trójki" na rynku credit-ratingu jest niepodważalna, a to sprawia że instytucje te mają kolosalne znaczenie dla oceny ryzyka inwestycyjnego szczególnie w gronie inwestorów indywidualnych. Dominujące podmioty wykorzystują asymetrię informacji występującą na rynkach obligacji, aby wzmocnić swoją pozycję i móc manipulować przepływem informacji. Oznacza to że wolnorynkowe przecież agencje ratingowe dbają w pierwszej kolejności o interes własny i kierować się mogą chęcią zysku a przez to tracą na wiarygodności. Mimo kilku poważnych niedoskonałości w systemie oceniania wiarygodności kredytowej agencje te pozostają jedynym w swoim rodzaju źródłem niezwykle pożądaną, przystępną i darmową - dla inwestorów - informacji, co sprawia że ich pozycja na rynku pozostaje niezachwiana.

Bibliografia:

1. "Global Financial Systems. Stability and Risk." - Jon Danielsson
2. "Credit - rating" - Danuta Dziawgo
3. <http://www.bankier.pl/wiadomosc/Agencje-ratingowe-Najpierw-analiza-pozniej-ocena-1179947.html>
4. http://tolykofinanse.pl/2016/05/15/agencje-ratingowe-jak-wielka-maja-wladze/#Kto_placi_za_rating
5. http://www.gpwcatalyst.pl/wykaz_ratingow
6. <http://www.gpwcatalyst.pl/ratingi>