



ФОНД
НАУЧНИ
ИЗСЛЕДВАНИЯ

МИНИСТЕРСТВО НА ОБРАЗОВАНИЕТО И НАУКАТА

25 години

ВИСШЕ УЧИЛИЩЕ ПО АГРОБИЗНЕС И РАЗВИТИЕ НА РЕГИОНИТЕ
Юбилейна международна научна конференция БЪЛГАРИЯ НА РЕГИОНИТЕ

Перспективи за устойчиво регионално развитие

27-28 октомври 2017 г., Пловдив, България



25 years

UNIVERSITY OF AGRIBUSINESS AND RURAL DEVELOPMENT
Jubilee International Scientific Conference BULGARIA OF REGIONS

Sustainable Regional Development Perspectives

27-28 October 2017, Plovdiv, Bulgaria

<http://regions.uard.bg>

Assessment of Political and Economic Risk to the Countries by the Major Rating Agencies

Dinko Kazepov

University of agribusiness and rural development - Bulgaria

Abstract: The paper provides an assessment of the political and economic risk to the countries of the major rating agencies. The credit rating is analyzed as an independent assessment, a step in the process of making investment decisions and a result of in-depth analysis. Rating criteria, rating agency discrepancies, market impact, and credit rating role are discussed. Key findings are made on the activities of credit rating agencies and their role in the context of turning credit rating into a critical element of the financial system.

Keywords: risk, rating agencies, rating, credit rating.

Оценка на политическия и икономическия риск пред страните от големите рейтингови агенции

Динко Казепов

Висше училище по агробизнес и развитие на регионите – Пловдив

Резюме: Докладът представя оценка на политическия и икономическия риск пред страните от големите рейтингови агенции. Кредитният рейтинг е анализиран като независима оценка, стъпка в процеса на вземане на инвестиционни решения и резултат на задълбочен анализ. Дискутирани са критериите за определяне на рейтинга, различията между рейтинговите агенции, пазарното влияние и ролята на кредитния рейтинг. Направени са основни изводи за дейностите на агенциите за кредитен рейтинг и тяхната роля в контекста на превръщането на кредитния рейтинг в критичен елемент на финансовата система.

Ключови думи: риск, рейтингови агенции, рейтинг, кредитен рейтинг.

Кредитният рейтинг е независима оценка на способността и намеренията на даден емитент да изплати напълно и навреме своите финансови задължения (главница и лихва). Рейтингът представлява стъпка в процеса на вземане на инвестиционни решения. Оценката за кредитния рейтинг изразява външно обективно и безпристрастно мнение относно кредитоспособността на дадена страна или организация. Той е резултат от задълбочен анализ, който е представен по лесен за възприемане начин. Чрез него се оценява качеството на дълга, от гледна точка на кредитора по отношение на лихвата и капитала, който не се изплаща от длъжника и степента, до която заемодателят е защитен, в случай, че се реализира вероятността за изпадане на длъжника в неизпълнение. Различните агенции използват собствени технологии за определяне на кредитния рейтинг. Те предлагат различни подходи и различен вид дейност при оценяване на даден вид институция.

Рейтингите могат да бъдат издавани поотделно за краткосрочните и дългосрочните задължения. Дългосрочните рейтинги анализират и оценяват способността на емитента да посрещне своите отговорности по отношение на всичките си ценни книжа. Краткосрочните оценки се фокусират върху специфични ценни книжа, отразяващи текущото финансово състояние на дадена компания или държава и на общите условия за съответната индустрия или регион.

Кредитните рейтинги могат да се разгледат и като: суверенен кредитен рейтинг и корпоративен кредитен рейтинг. Суверенният кредитен рейтинг е кредитен рейтинг на суверенния субект като национално правителство. Той показва риска от инвестиране в една страна и се използва от инвеститорите, когато търсят да инвестират в конкретни юрисдикции и също така се взема предвид политическият риск. Корпоративният кредитен рейтинг разглежда една

корпорация, като подробно анализира и оценява нейните финансови инструменти, например облигации.

Най-големите три агенции за кредитни рейтинги, определящи бъдещето на цели държави, са Standard and Poor's (S&P), Moody's и Fitch. S&P и Moody's са базирани в САЩ, докато Fitch има управление в Ню Йорк и Лондон. Големите три притежават около 95% от пазара. S&P и Moody's притежават по 40%, а Fitch само около 15%. Така тези корпорации осъществяват олигопол, насочвайки потока от финансови инвестиции в желаната от клиента (клиентите) им посока. В последователен ред ще разгледаме някои аспекти на даваните оценки.

Суверенен рейтинг

Суверенните кредитни рейтинги често се обособяват в две широки категории – инвестиционен и спекулативен рейтинг. Например Fitch и S&P използват AAA, AA, A и BBB за дългосрочен кредитен риск с инвестиционен рейтинг, и BB, B, CCC, CC,C и D за спекулативен дългосрочен кредитен риск. Използват се различни модификации за по-ясно разграничаване на между рейтингите във всяка една от по-широките модификации. Fitch и S&P използват плюсове и минуси (например AA+ и AA-), докато Moody's използват номера (Aa1 и Aa3). Агенциите за кредитен рейтинг обикновено подават предварително сигнал за намеренията си да направят промени в рейтинга. Така например Fitch, Moody's и S&P използват термини като „преглед“ или „под наблюдение“, за да обозначат, че е вероятно понижаване в рамките на следващите 90 дни. Те използват негативни „перспективи“ за посочване на възможността за понижаване в рамките на следващите две години (една година в случай на спекулативен кредитен рейтинг).

Това е оценка на вероятността дадено правителство, в качеството си на заемополучател, да не изпълни задълженията си. Рейтинговата агенция тълкува рейтингите като указания за относителния риск емитентите на дълг да нямат възможност и желание за пълно и навременно изплащане на главницата и лихвата в рамките на периода за погасяване на задълженията (Standart & Poor's 1998). Въпреки че кредитните рейтинги са неизбежно повлияни от циклични фактори, дългосрочните рейтинги в чуждестранна валута се опитват да пренебрегнат икономически, политически, кредитни и стокови цикли. Ето защо една рецесия или затягане на глобалната ликвидност не следва да води до понижение на суверенния рейтинг. Промените в рейтинга следва да бъдат обвързани с промяна във фундаменталните фактори. През последните години, както S&P, така и Moody's, и Fitch Ratings допълват своите суверенни кредитни рейтинги с кредитна перспектива, предназначена да показва оценката на агенциите за фактори, които може да предизвикат преразглеждане на рейтинга през следващите 6 до 24 месеца. Перспективата може да бъде положителна, стабилна или отрицателна. Въпреки това, както S&P отбелязва, перспективата не е задължително да е предвестник на промяна в рейтинга (Standart & Poor's 1998).

Критерии за определяне на рейтинга

Агенциите за кредитен риск оценяват икономическия и политически риск пред дадената страна. Първият риск се асоциира със способността на

правителствата да изплащат задълженията си в срок и е функция както на количествени, така и на качествени фактори. Вторият риск се отнася до желанието за изплащане на дълга. Агенциите определят държавния рейтинг въз основа на набор от количествени и качествени фактори, с които те преценяват способността и желанието на една страна да изплати дълга си. Ограниченият брой държавна неплатежоспособност в исторически план не дава голяма възможност за емпирични тестове с цел определяне на устойчивостта на една страна. Друг фактор, който отличава рейтинга на държавите от останалите рейтинги, е концепцията „желание за плащане“. Тази концепция е отражение на потенциалния риск, че дори и правителството да е в състояние да плати, може да не го направи, ако оценява социалните или политическите разходи като прекалено високи. За да оценят този елемент, агенциите за кредитен рейтинг ползват редица качествени фактори като: показатели за институционална сила, политическа стабилност, фискална и монетарна гъвкавост. Освен това историческият опит на страната (кредитната история) е важен показател за готовността за плащане, една характеристика, която иначе е трудно да се измери обективно. Тези качествени фактори са допълнени с количествени фактори като нивото на задлъжнялост и на официални международни резерви, структурата на дълга (валутна и матуритетна структура), и степента на тежест на дълга, измерена например чрез разходите за лихви.

Различия между рейтинговите агенции

Фундаменталният анализ, на който се базира рейтингът, е сравним между агенциите, но се различава по начина, по който отделните фактори са класифицирани и групирани. Така, въпреки че изходната информация е подобна, Moody's и Fitch класифицират своите показатели в четири категории ключови фактори, докато S&P използва девет. Агенциите за кредитен рейтинг използват публична информация, както и допълнителна информация, предоставена им от властите в страната. Въпреки че агенциите правят значителни усилия да използват ясни и обективни критерии, за да оценят страната по изпълнение на всеки критерий, реалният рейтинг не е механично претегляне на тези фактори.

Също така, методологиите на агенциите се развиват във времето и продължават да бъдат коригирани. Тези корекции обикновено са малки и агенциите за кредитен рейтинг се стремят да ограничат броя на промени в рейтинга, предизвикани от тези корекции. Въпреки това след Азиатската криза от 1997 г., когато агенциите за кредитен рейтинг са широко критикувани, че не са оценили скритите рискове, настъпват някои по-съществени промени в методологиите. Например Fitch коригира своя подход за засилване на контрола върху страни с висок дял на краткосрочния външен дълг, дори ако общите нива на задлъжнялост са ниски, а S&P увеличава фокуса си върху външните задължения, включително и външния дълг на частния сектор.

Съществуват и някои различия между методологиите, които рейтинговите агенции ползват. Например Fitch и S&P изглежда да отдават относително по-голяма тежест на условните задължения на правителството, докато Moody's отдават такова на риска от настъпване на определено събитие. По същия начин Moody's и S&P разглеждат по-широка група фактори при

определяне на общата икономическа конюнктура, включително неравенство на доходите, конкурентоспособност и протекционистки фактори (S&P), както и иновациите, и инвестициите в човешкия капитал (Moody's) в сравнение с Fitch. Значението на всеки фактор се определя и от особеностите на икономиката на самата страна. Например нивото на резервите е много по-съществен фактор за страни с фиксиран режим на валутен курс.

Като цяло агенциите за кредитен рейтинг обявяват кредитен рейтинг както в чуждестранна, така и в местна валута за всяка страна. Въпреки че често съществува малка разлика между двата рейтинга при развитите икономики, в случая на развиващите се страни рейтингът в местна валута обикновено е по-висок поради способността на централната банка да монетизира дълга. Вероятността от девалвация на валутата и последваща обезценка на дълга се оценява от пазарите чрез наличието на допълнителна пазарна рискова премия.

Пазарно влияние на кредитния рейтинг

Влиянието на кредитните рейтинги върху пазара се обяснява чрез три основни теории:

♦ *Информационна теория* – според нея би трябвало да наблюдаваме значителна реакция на пазара към промени в рейтинга или перспективата към рейтинга, независимо от първоначалната отправна точка.

♦ *Сертификационна теория* – според нея би трябвало да се наблюдава значителна реакция на пазара към промени в кредитния рейтинг, които преминават даден праг (например получаването на инвестиционен рейтинг) спрямо други промени на рейтинга.

♦ *Мониторингова теория* – според нея би трябвало да има значителна реакция на пазара към понижение на рейтинга, в последвал период, в който агенцията е изследвала отблизо състоянието на наблюдаваната страна. В този случай понижението се счита за сигнал, че агенцията е стигнала до извода, че въз основа на наличната информация, до дкяото е имала достъп по време на периода, не са изпълнени необходимите условия за запаване на рейтинга и е необходима нозходяща корекция (Boot, Milbourn and Schmeits, 2006).

Анализ на обявяването на кредитните рейтинги показва, че последните наистина отразяват информация, която не е предварително известна на пазарните участници. По-голямата част от ценната информация обаче се пренася чрез обявяване на негативните перспективи по кредитните рейтинги, които предупреждават за евентуално понижение, отколкото чрез самата промяна на рейтинга. Въпреки че голяма част от кредитните рейтинги вече са отразени в пазарната цена и затова имат по-слабо влияние, преминаването на прага на инвестиционния рейтинг води до значителна промяна в спредовете на така известните CDS's, което е емпирично потвърждение на сертификационната теория.

Роля на кредитния рейтинг

Рейтингите отдавна играят важна роля в търговията с инструменти с фиксиран доход, но с течение на времето те също са намерили своето място в различни правила и регулации. В резултат на това едно намаляване на рейтинга често води до верижни и странични ефекти, които могат да имат дестабилизиращо въздействие върху финансовите пазари. Централните банки

продължават да използват кредитните рейтинги по-скоро механично в своите правила, които определят ценни книжа годни за обезпечение. По същия начин ЕЦБ изисква активи, които отговарят на „високи кредитни стандарти“, за да бъдат приети като обезпечение, което от своя страна означава най-малко BBB-кредитен рейтинг от една от одобрените агенции за външна кредитна оценка (ЕЦБ 2008a, 2008b, и 2009)¹.

Проучване на Securities and Exchange Commission (2003)² относно използването на кредитни рейтинги от регулаторните органи установиха, че се разчита на кредитни рейтинги в регламентите и законодателството за банковото дело и сектора на ценните книжа, докато използването на кредитни рейтинги е по-ограничено в застрахователния сектор. Изискванията за кредитен рейтинг са по-широко разпространени в законодателството и нормативната уредба на САЩ и Канада в сравнение с тези в Европа, Япония и Австралия. Повечето взаимни фондове, пенсионни фондове, застрахователни компании и фондации използват кредитни рейтинги, за да се съобразят с вътрешни ограничения или инвестиционни политики, които изискват определени минимални кредитни стандарти. Външните кредитни рейтинги представляват обективни и леснопроверими от трети страни становища. Установено е, че институционалните инвеститори често използват оценки за осигуряване на съответствие с различни регулаторни изисквания, въпреки че обикновено извършват собствен анализ за кредитен риск за целите на управлението. Освен това представянето на портфолио мениджърите често се съпоставят със стандартните показатели, които обикновено са построени на базата на кредитни рейтинги.

Връзка между държавния и корпоративния рейтинг

Има поне три причини за съществуването на положителна връзка между суверенния и корпоративните рейтинги и за наличието на т.нар. *суверенен таван* – или негативното влияние, което неплатежоспособността на правителствата оказва върху стабилността на частния сектор. Излагането на големи външни шокове чрез условията на търговия например е един такъв източник на уязвимост. Чрез увеличаването на волатилността на печалбите на компаниите и данъчните приходи нараства нестабилността и се увеличава вероятността на неизпълнение на задълженията.

Вторичният негативен ефект, произтичащ от неплатежоспособността на правителството, би могъл да окаже влияние на частните емитенти на дълг. Възможно е правителството да предприеме мерки, които пряко засягат възможността на частния сектор за погасяване на дълга, като прибегне до инфлационно финансиране и/или големи увеличения на данъците.

¹ Европейска Централна Банка -

https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/date/2009/html/act_10297_amend.bg.html (2017-10-06)

² Securities and Exchange Commission Regulations 2003 -

https://www.google.bg/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&cad=rja&uact=8&ved=0ahUKewi7ILK6gZXQAhXE2CwKHZvMABkQFgguMAM&url=http%3A%2F%2Fwww.investcorpgh.com%2Fwp-content%2Fuploads%2F2014%2F07%2FSecurities-and-Exchange-Commission-Regulations-20031.pdf&usq=AFQjCNFbVng2htGMKqD_7uvDT27Avxx7PA (2017-10-06)

Третият ефект се проявява чрез въвеждането на директен капиталов контрол или други административни мерки, които ефективно предотвратяват обслужването на външните задължения от частни заемополучатели.

Първият и вторият канал предполагат положителна корелация между частния и публичния рейтинг, но не и съществуването на горна граница на рейтинга. Средно фирми в страни с по-рискови правителства ще бъдат по-рискови, но няма причина, поради която те не биха могли да имат по-висок рейтинг от правителството.

Третият канал, за разлика от първите два, осигурява главна причина за наличието на суверенен таван – поради налагането на капиталов контрол частният сектор няма да обслужва задълженията си по външния сектор, когато държавата спре да погасява дълга си.

Заключение

В крайна сметка изводите, до които достигаме, могат да бъдат конкретизирани:

Първи извод: Агенциите за кредитен рейтинг в продължение на дълги години доказваха своята репутация и осигуряваха важна информация за участниците в дълговите пазари. Неадекватната регулация направи кредитните рейтинги критичен елемент на финансовата система, без да въведе механизми за гарантиране на тяхната обективност. Това създаде условия за поява на редица конфликти на интереси, които стимулираха множество пазарни участници да създават или инвестират в надценени финансови инструменти. Неизбежно процесът завърши с глобална финансова криза, т.е. „трите големи“ изиграват ключова роля във финансовия срив.

Втори извод: В света има само три големи рейтингови агенции. Официално те отправят препоръки за купуване, а дефинират оценките си като мнения. Претенциите за обезщетения при грешни оценки са изключени. При тях има силно разминаване между дефинирането на кредитните рейтинги като „необвързващи мнения“, от една страна, и тяхното влияние върху поведението на инвеститорите и функционирането на пазарите, от друга.

Трети извод: Moody's, Standard & Poor's и Fitch са мощен монопол и много влиятелен участник в света на финансите. Придобиват мощност с помощта на правителството на САЩ, частни фирми и Wall Street. Този алианс оказва сериозен политически натиск върху агенции за кредитен рейтинг. Създадена им е една среда, в която е предотвратена всякаква форма на конкуренция.

Използвани източници

1. Агенция за кредитен рейтинг, BCRA www.bcra-bg.com/files/file_213.pdf (08.10.2017)
2. Институт за пазарна икономика, И.П.И <http://ime.bg/bg/articles/preat-li-ni-kreditnite-reitingi-i-zashto/> (08.10.2017)
3. Bloomberg TV Bulgaria, <http://www.bloombergtv.bg/novini/2017-03-18/rusiya-sas-sobstvena-agentsiya-za-kreditni-reyting> (15.10.2017)

4. Credit Rating Agencies (CRAs); The EU Regulatory Framework Assessment-Helsinki Metropolia University of Applied Sciences Bachelor of Business Administration-Boehm Kristina - 18.05.2016

5. Fitch Rating-Definition of Rating and Other of Opinion; – Dec 2016

6. Fitch Ratings,

<https://www.fitchratings.com/site/search?content=research&request=bulgaria>www.fitchratings.com(03.10.2017)

7. Investor BG,

<http://www.investor.bg/temi/%D0%BA%D1%80%D0%B5%D0%B4%D0%B8%D1%82%D0%B5%D0%BD%20%D1%80%D0%B5%D0%B9%D1%82%D0%B8%D0%BD%D0%B3/>(16.10.2017)

8. Moody's Investors Service-Rating Symbols and Definitions; 2016

9. Moody's, <https://www.moody's.com/researchandratings/region/europe-middle-east-africa/004001/4294967174/4294967230/-1/0/-0/-/-/en/global/rr>(03.10.2017)

10. Standard & Poor's,

https://www.standardandpoors.com/en_US/web/guest/ratings/ratings-actions(03.10.2017)

11. Standard and Poor's. Default, Transition, and Recovery 2009 Annual Global Corporate Default Study And Rating Transitions, 2016.