

**Patrycja Krawczyk**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## **RATING RYNKÓW WSCHODZĄCYCH AZJI**

### **1. Wstęp**

Zglobalizowany świat dynamicznie zmienia swoje oblicze. Wielką zmianą ostatnich lat w stosunkach międzynarodowych jest wzrost znaczenia rynków wschodzących, które stały się istotnym ogniwem w przepływach kapitałowych. Ze względu na swą specyfikę są wyzwaniem dla inwestorów, z jednej strony oferując wysokie stopy zwrotu zainwestowanego kapitału, z drugiej – przynosząc często wysokie ryzyko niepowodzenia. Rzetelna informacja umożliwia maksymalizację zysku przy minimalnym ryzyku.

### **2. Rynki wschodzące**

Rynki wschodzące (*emerging markets*) to określenie używane w stosunku do niektórych regionów świata ze względu na ich charakterystyczne cechy rozwoju gospodarczego i aktywności rynków finansowych. W pojęciu tym mieszczą się wszystkie państwa, które znalazły się na drodze od gospodarki rozwijającej się do gospodarki rozwiniętej. Przykładowymi rynkami wschodzącymi są Chiny, Indie, Malezja czy kraje Europy Środkowo-Wschodniej (także Polska). Z reguły cechują się one szybkim wzrostem gospodarczym oraz dużym poziomem inwestycji (choć nie zawsze jest to regułą), dlatego też stają się atrakcyjnym miejscem do lokowania kapitału (szczególnie na rynkach papierów wartościowych, z których zazwyczaj można uzyskać stopy zwrotu wyższe niż z giełd krajów wysoko rozwiniętych).

Według Morgan Stanley Capital International do krajów rynków wschodzących należy zaliczyć: Argentynę, Brazylię, Chile, Chiny, Kolumbię, Republikę Czeską, Egipt, Węgry, Indie, Indonezję, Izrael, Jordanię, Koreę, Malezję, Meksyk, Maroko, Pakistan, Peru, Filipiny, Polskę, Rosję, RPA, Tajwan, Tajlandię i Turcję.

### 3. Rating – podstawowe źródło informacji w ocenie ryzyka

Serce skutecznego zarządzania ryzykiem stanowi informacja. Brak odpowiednich informacji uniemożliwia świadome podejmowanie skutecznych decyzji. Prawidłowa informacja pozwala stosować różne metody zarządzania ryzykiem. Należy pamiętać o fakcie, że zazwyczaj bardziej ryzykowne decyzje charakteryzuje ograniczona informacja. Nie dziwi więc światowy sukces podmiotów, które zajmują się gromadzeniem takowych informacji – agencji ratingowych.

Prototypem agencji ratingowych była założona przez Louisa Tappana w 1841 r. w Nowym Jorku pierwsza agencja oceniająca handlowców. W tym samym roku Robert Dun również założył agencję, która opublikowała swoją książkę z ocenami w 1859 r. W 1849 powstał podobny podmiot założony przez Johna Brandstreeta (w 1857 r. opublikowano pierwszą książkę z ocenami). W 1933 r. te dwie agencje połączyły się, tworząc istniejącą do dziś agencję Dun and Bradstreet.

W 1909 r. John Moody stworzył uniwersalny kod literowy stosowany do dziś (od Aaa do C). W swej książce *Manual of Railroad Securities* porównał on 250 największych kolei. Sukces, jaki odniosła ta pozycja, spowodował, że skonstruowany przez Moodego ranking obejmował już w 1910 r. inne branże (przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, firmy przemysłowe, walory emitowane przez miasta).

Potrzeba informacji wzrosła w latach 80. XX wieku, kiedy to zaczął narastać kryzys zadłużeniowy. Dynamiczny i nieprzewidywalny proces globalizacji przyniósł wiele nowych zagrożeń dla stabilnego rozwoju zarówno jednostki, jak i całych gospodarczych. Rating jest niezależną i obiektywną oceną ryzyka kredytowego dokonywaną przez wyspecjalizowane agencje ratingowe. Umożliwia konstruowanie rankingów ryzyka. Do najczęściej spotykanych rodzajów rankingów należą:

- ratingi międzynarodowe – umożliwiają ocenę ryzyka inwestycyjnego kraju na tle innych krajów, wskazując tym samym na atrakcyjność inwestycyjną,
- ratingi branżowe – grupują przedsiębiorstwa według rodzaju prowadzonej przez nie działalności, z uwzględnieniem różnic w poziomie ryzyka,
- ratingi regionalne – umożliwiają porównywanie atrakcyjności inwestycyjnej poszczególnych regionów danego kraju.

Rating kredytowy określa całościową wycenę i klasyfikację przyszłego ryzyka inwestycyjnego związanego z określonym emitentem i jego emisją. Ocena ratingowa jest wyrażana systematycznie za pomocą zestawu symboli (kodów literowych) według przyjętej skali i jest wynikiem przeprowadzenia wszechstronnej analizy nie tylko sytuacji określonego podmiotu, ale także otoczenia, w jakim on działa. Rating państwa obejmuje w rzeczywistości górny pułap dla obligacji państwowych denominowanych w walutach zagranicznych, podlegających politycznej kontroli. Obiektywna ocena państwa jest odpowiedzią na pytanie, czy pożyczkobiorcy określonego państwa będą mieli dostęp do walut, których będą potrzebować do obsłużenia swoich przyszłych zobowiązań (innymi słowy, czy istnieje zagrożenie

niedotrzymania międzynarodowych zobowiązań). Oceną za pomocą ratingów zajmują się wyspecjalizowane agencje ratingowe.

Na świecie działalność prowadzi wiele agencji ratingowych, niektóre z nich mają znaczenie lokalne, inne zaś to agencje o znaczeniu branżowym lub regionalnym. Dominujące są trzy agencje ratingowe o znaczeniu ponadnarodowym (globalnym), mające swoje oddziały w wielu regionach świata; są to mianowicie: Fitch Ratings, Standard and Poor's, Moody's Investors Services.

Skale ratngu wyrażane są odpowiednimi symbolami literowymi, a według agencji ratingowej Fitch Ratings i Standard & Poor's długookresowe poziomy ratingowe to: poziom inwestycyjny (AAA, AA, A, BBB) i poziom spekulacyjny (BB, B, CCC, CC, C, DDD, DD, D).

Skala ocen agencji ratingowych dla zobowiązań długoterminowych przedstawia się następująco:

- AAA – obligacje o najwyższej jakości kredytowej, bardzo wysoka zdolność emitenta do obsługi swoich zobowiązań,
- AA – obligacje o bardzo wysokiej jakości kredytowej, bardzo wysoka zdolność emitenta do obsługi swoich zobowiązań,
- A – obligacje o wysokiej jakości kredytowej, wysoka zdolność emitenta do obsługi swoich zobowiązań, istnieją jednak czynniki, które mogą w przyszłości spowodować obniżenie oceny,
- BBB – obligacje o dobrej jakości kredytowej, zadowalająca zdolność emitenta do obsługi swoich zobowiązań,
- BB – obsługa zobowiązań z tytułu emisji obligacji może być wątpliwa w przypadku wystąpienia niekorzystnych zjawisk w otoczeniu emitenta,
- B – obsługa zobowiązań z tytułu emisji obligacji jest wątpliwa w przypadku wystąpienia niekorzystnych zjawisk w otoczeniu emitenta,
- CCC – obsługa zobowiązań z tytułu emisji obligacji jest prawdopodobna jedynie w przypadku wystąpienia sprzyjających warunków w otoczeniu emitenta,
- CC – obligacje poważnie zagrożone zaprzestaniem płatności przez emitenta,
- C – obligacje emitentów znajdujących się w trakcie postępowania upadłościowego, ale zapewniające ciągle umówione płatności,
- D – obligacje, dla których zaprzestano płatności odsetek, lub niewykupione.

Ratingi krótkoterminowe nadawane są w walucie zarówno zagranicznej, jak i lokalnej danego kraju, obejmują w przypadku większości zobowiązań okresy krótsze niż 13 miesięcy. W przypadku ratingów krótkoterminowych kładzie się większy nacisk na płynność finansową niezbędną do terminowej realizacji zobowiązań finansowych. Fitch Rating stosuje tu następujące skale:

- F1 – wiarygodność kredytowa najwyższej jakości, jest wskazaniem najsilniejszej zdolności do terminowej obsługi zobowiązań finansowych; z dodanym znakiem „+” oznacza wyjątkowo silną zdolność kredytową,

- F2 – dobra wiarygodność kredytowa, zadowalająca zdolność do terminowej obsługi zobowiązań finansowych, przy czym margines bezpieczeństwa nie jest tak wielki, jak w przypadku wyższych ratingów,
- F3 – wiarygodność kredytowa na zadowalającym poziomie, zdolność do terminowej obsługi zobowiązań finansowych jest dostateczna, jednak zaistnienie niekorzystnych zmian w krótkim horyzoncie czasowym może doprowadzić do obniżenia ratingu do poziomu spekulacyjnego,
- B – poziom spekulacyjny, minimalna zdolność do terminowej obsługi zobowiązań finansowych oraz podatność na niekorzystne zmiany warunków finansowych i ekonomicznych w bliskiej przyszłości,
- C – wysokie ryzyko niewypłacalności, występuje realna możliwość niewypłacalności podmiotu; zdolność do terminowej obsługi zobowiązań finansowych opiera się wyłącznie na utrzymaniu się korzystnych warunków biznesowych i gospodarczych,
- D – określa podmiot lub państwo, które utraciło zdolność do obsługiwania wszystkich swoich zobowiązań finansowych.

Trzecią potęgą usług ratingowych jest agencja Moody's Investors Service, założona w 1909 r. przez Johna Moody'ego. Agencja ta jako pierwsza na świecie w 1918 r. przyznała rating krajom (Wielkiej Brytanii, Francji, Włochom, Niemcom, Japonii, Chinom). Kody literowe stosowane przez tę agencję przy ocenie zobowiązań długoterminowych różnią się nieco od dwóch wcześniej wymienionych. Przy ocenie krótkoterminowych zobowiązań agencja ta stosuje oceny P1, P2, P3. Kody ratingu zadłużenia długoterminowego stosowane przez Moody's Investors Service to Aaa, Aa, A, Bbb – poziom inwestycyjny, Bb, B, Ccc, Cc, C – poziom spekulacyjny.

#### 4. Ocena ratingowa rynków wschodzących Azji

Do rynków wschodzących Azji należy zaliczyć: Chiny, Indie, Indonezję, Koreę, Malezję, Filipiny, Tajwan, Tajlandię. Systemy gospodarcze tych państw rozwijają się dynamicznie, warto jednak przyjrzeć się opinii niezależnych ekspertów z agencji ratingowych oceniającej poziom ryzyka w tych krajach.

Tabela 1. Ocena Fitch Ratings

Państwo	Chiny	Indie	Indonezja	Korea	Malezja	Filipiny	Tajwan	Tajlandia
Rating zobowiązań długoterminowych w walutach obcych	A+	BBB-	BB	A+	A	BB	A+	BBB+
Rating zobowiązań długoterminowych w walucie lokalnej	AA-	BBB-	BB	AA	A+	BB+	AA	A

Źródło: Rating Review of Emerging Markets, Special Report, November 2008.

Chiny to, jak wiadomo, najludniejsze państwo świata, którego populacja przekracza 1,3 mld osób. Pod względem powierzchni zajmuje czwarte miejsce na świecie, a pod względem wielkości gospodarki (PKB nominalny) zajmuje 3 miejsce po USA i Japonii. Dynamiczny rozwój doceniają specjaliści agencji Fitch Ratings, przyznając Chinom ocenę A+/AA. Oznacza to wysoką wiarygodność kredytową dla zobowiązań długoterminowych w walucie zagranicznej oraz bardzo wysoką wiarygodność dla zobowiązań w walucie lokalnej. Rating A oznacza oczekiwanie niskiego poziomu ryzyka kredytowego. Zdolność do obsługi zobowiązań finansowych ocenia się jako silną. Rating AA oznacza oczekiwanie bardzo niskiego poziomu ryzyka kredytowego. Wskazuje na bardzo wysoką zdolność do obsługi zobowiązań finansowych. Wpływ możliwych do przewidzenia wydarzeń na tę zdolność nie jest znaczny. Agencja Standards&Poor's bardzo wysoko ocenia wiarygodność Chin, nadając rating AA– (rating nadany 18 stycznia 2002 r.). Moody's Investors Service plasuje je na pozycji A, czyli wśród krajów o wysokiej wiarygodności kredytowej, w stosunku do których otoczenie może mieć pewien ograniczony wpływ na poziom ryzyka.

Tabela 2. Rating agencji Standard and Poor's

Państwo	Chiny	Indie	Indonezja	Korea	Malezja	Filipiny	Tajwan	Tajlandia
Rating zobowiązań długoterminowych (data nadania)	AA– (18.12.02.)	BBB– (30.01.07.)	BB+ (26.06.06.)	A+ (13.11.01.)	A+	BB+ (17.01.05.)	–	A (07.10.03.)

Źródło: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), 04.03.2009 r.

Gospodarka Indii nazywanych „drugim gigantem Azji” oceniana jest jako bardziej ryzykowna niż Chin. Fitch Ratings utrzymuje ocenę na poziomie BBB– (dobra wiarygodność kredytowa). W Indiach jest aktualnie niski poziom ryzyka kredytowego, zdolność do obsługi zobowiązań finansowych uznaje się za wystarczającą, jednak jest prawdopodobne, że niekorzystne zmiany w czynnikach i warunkach gospodarczych mogą ją osłabić. Ratingowi Indii należy się szczególnie przyglądać, gdyż ocena BBB– jest najniższą z kategorii ratingów na poziomie inwestycyjnym. Ponadto ocenę w walucie zagranicznej charakteryzuje perspektywa stabilna, natomiast w walucie lokalnej – perspektywa negatywna. Standards&Poor's również nadaje ocenę na poziomie BBB–, a Moody's Investors Service ocenę Bbb.

Indonezja jest wyspiarskim państwem w Azji Południowo-Wschodniej, które zajmuje 4. miejsce na świecie pod względem liczby ludności. Ryzyko zobowiązań długoterminowych w Indonezji jest oceniane tak samo przez trzy najważniejsze międzynarodowe agencje ratingowe – na poziomie BB. Jest to już ocena na poziomie spekulacyjnym. Oznacza to, że istnieje możliwość wzrostu ryzyka kredytowego, szczególnie w wyniku niekorzystnych zmian w gospodarce. Ocena ta jest stabilna i żadna z agencji nie przewiduje jej zmiany.

Tabela 3. Rating agencji Moody's Investors Services

Państwo	Chiny	Indie	Indonezja	Korea	Malezja	Filipiny	Tajwan	Tajlandia
Rating zobowiązań długoterminowych (data nadania)	A (26.06.07.)	Bbb (24.05.06.)	Bb (18.10.07.)	Aa (25.06.07.)	A (15.12.04.)	Bb (24.05.06.)	Aa (24.03.94.)	A (24.05.06.)

Źródło: [www.moody.com](http://www.moody.com), 04.03.2009 r.

Trzydzieści lat temu PKB Korei Południowej przypadający na jednego mieszkańca porównywalny był z poziomem PKB w biedniejszych krajach Afryki i Azji. Dzisiaj PKB *per capita* Korei jest 7 razy wyższy niż w Indiach, 13 razy wyższy niż w Korei Północnej i porównywalny z poziomem PKB w mniejszych krajach UE (26 000 USD)<sup>1</sup>. Dynamika pozytywnych zmian ma swoje odzwierciedlenie w ocenie agencji ratingowych. Fitch i Standard and Poor's nadały Korei ocenę na poziomie A, a Moody's Investors Services na poziomie Aa. Obie oceny są oczywiście na poziomie inwestycyjnym, oznaczają wysoką wiarygodność kredytową, niskie oczekiwanie ryzyka kredytowego, a otoczenie może mieć pewien wpływ na poziom ryzyka. Niepokojące może być, iż agencja Fitch zmieniła perspektywę dalszej zmiany ratingu ze stabilnej na negatywną, co w dłuższym okresie może spowodować spadek oceny.

Malezja jest jednym z najszybciej rozwijających się krajów Azji Południowo-Wschodniej (dynamika wzrostu PKB w 2008 5,5%)<sup>2</sup>. Agencje Fitch, Moody's Investors Services i Standard and Poor's zgodnie plasują ją na poziomie A (poziom inwestycyjny) w swoich ratingach. Niestety, podobnie jak w przypadku Korei agencja Fitch zmieniła perspektywę ratingową z pozytywnej na stabilną.

Dynamicznie rozwijającym się państwem w Azji są również Filipiny. Filipiny są jedynym chrześcijańskim krajem w tym regionie świata. Ocena ratingowa znajduje się na poziomie BB (poziom spekulacyjny). Filipiny zostały ocenione na równi z Indonezją, ich perspektywa ratingowa jest również stabilna, czyli w najbliższym czasie nie przewiduje się jej zmiany ani w górę, ani w dół.

Republika Chińska, znana zazwyczaj jako Tajwan (państwo to jest nieuznawane przez społeczność międzynarodową za część ChRL), nie otrzymała od agencji Standard and Poor's oceny ratingowej. Fitch, uznając Tajwan za część Chin, nadaje mu taki sam rating A ze stabilną perspektywą. Natomiast agencja Moody's Investors Services uznała, iż ryzyko zobowiązań długoterminowych Tajwanu jest niższe niż Chin, i przyznała mu rating Aa, co oznacza bardzo wysoką wiarygodność kredytową z minimalnym poziomem ryzyka, jednak większym niż w przypadku poziomu Aaa.

<sup>1</sup> <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ks.html#Econ>.

<sup>2</sup> <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/my.html#Econ>.

Ostatnie z omawianych państw rynków wschodzących Azji – Tajlandia jest oceniana przez agencje ratingowe podobnie jak jej południowy sąsiad Malezja na poziomie inwestycyjnym A, ze stabilną perspektywą rozwoju ratingu. Jedyne rating zobowiązań długoterminowych w walutach obcych przyznany przez agencję Fitch znajduje się na poziomie niższym, czyli BBB.

## 5. Podsumowanie

„Beneficjentami” kryzysu, który rozpoczął się na rynku nieruchomości w Stanach Zjednoczonych, są w mniejszym lub większym stopniu wszystkie światowe systemy gospodarcze. Zachwianie to widać również na rynkach wschodzących. Krytykowane w ostatnim czasie agencje ratingowe (przez niektórych uważane za współwinnego powstania kryzysu) są ostrożne w swych poczynaniach. Przykładem może być ostatni raport sporządzony przez Fitch Rating – „Rating Review of Emergings Markets” – który nie przynosi znacznych zmian w ocenie ratingowej rynków wschodzących Azji. Większość państw oceniona została na poziomie inwestycyjnym, wyjątek stanowią Filipiny i Indonezja, które to znajdują się na poziomie spekulacyjnym. Najlepiej oceniane są zobowiązania długoterminowe w walucie lokalnej Chin i Korei. Warto śledzić zmiany w ocenach ratingowych, ponieważ mimo iż nie jest to narzędzie doskonałe, jak do tej pory analitycy nie proponują lepszego.

## Literatura

Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1998.

<http://www.msctbarra.com>.

<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook>.

Kaczmarek T.T., *Ryzyko i zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Difin, Warszawa 2006.

Rating Review of Emerging Markets, Special Report, November 2008.

[www.fitchpolska.com.pl](http://www.fitchpolska.com.pl).

[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com).

[www.moody.com](http://www.moody.com).

[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).

Zachorowska A., *Ryzyko działalności inwestycyjnej przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2006.

## RATINGS OF EMERGING MARKETS IN ASIA

### Summary

The term ‘emerging markets’ is used to describe a nation's social or business activity in the process of rapid growth and industrialization. Currently, there are around 25 emerging markets in the

world, the Biggest Emerging Market (BEM) economies are Brazil, China, Egypt, India, Indonesia, Mexico, Poland, Philippines, Russia, South Africa, South Korea, and Turkey.

A credit rating assesses the credit worthiness of an individual, corporation, or a country. These are assigned by credit rating agencies such as Standard & Poor's, Moody's or Fitch. The Standard & Poor's rating scale is as follows, from excellent to poor: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC, C, D. Anything lower than a BBB rating is considered a speculative or junk bond. The Moody's rating system is similar in concept but the naming is a little different. It is as follows, from excellent to poor: Aaa, Aa, A, Bbb, Bb, B, Ccc, Cc, C.

Fitch Agency classifies China – A, India – BBB, Indonesia – BB, Korea – A, Malaysia – A, Philippines – BB, Taiwan – A, Thailand – BBB on a credit rating scale.