

הקשר שבין דירוג האשראי לבין תשואות השוק

דוח מיוחד | נובמבר 2016

אנשי קשר:

אילאיל שטנר, אנליסטית

ilil@midroog.co.il

אבי בן-נון, ראש תחום מוסדות פיננסיים

avib@midroog.co.il

האם דירוג אשראי אמור לשקף את התשואות בשוק האג"ח?

מעט לעת מועלות טענות ע"י פעילים בשוק ההון על מידת ההתאמה או היעדר ההתאמה בין דירוגי האשראי לבין התשואות של אגרות החוב בשוק. בפרט נכון הדבר בעתות של מצוקה כלכלית או פיננסית שמשפיעה על שווקי ההון ותשואות האג"ח בתוכם. כיצד יכול להיות כי השוק "מקדים" את חברות הדירוג? באיזו מידה הדירוג בכלל משקף, את תשואות השוק? במאמר זה נרצה להתייחס ולהתמודד עם טענות אלה תוך מתן הסבר למשמעות הדירוג ויחסי הגומלין בינו לבין "דירוגי השוק" ומתן דוגמאות מתוך הניסיון בשוק האג"ח המקומי והבינלאומי. נציין, כי למתודולוגיות הדירוג והמידע אליו חשופות חברות הדירוג קיימת השפעה מהותית על הדירוג, אולם במאמר זה לא נתעכב על נושאים אלה. בנוסף, יש לציין כי אין עדיפות לאינפורמציה מסוג מסוים והמחירים בשוק אמורים ומשקפים את כל המידע הידוע, כאשר דירוג אשראי הוא עוד אחד מהכלים הקיימים למשקיעים בשוק חוב יעיל.

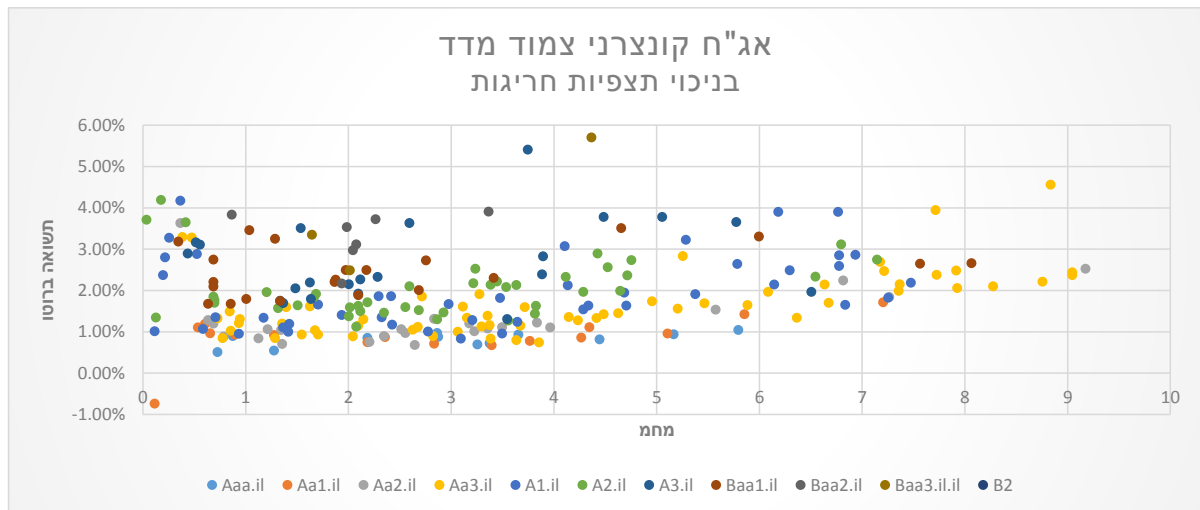
ממצאים עיקריים:

- סיכון האשראי מהווה רק מרכיב אחד, אם כי משמעותי, להסבר פרמיית הסיכון של אג"ח;
- אין לראות בדירוג כאינדיקטור יחיד, המשקף בכל נקודת זמן את פרמיית הסיכון של השוק - קיימים גורמים נוספים ומהותיים המשפיעים על פרמיית הסיכון כגון נזילות, כוחות שוק, סיכונים סיסטמטיים, אירועי קיצון, תיאבון לסיכון בשוק, רמת ריבית הבסיס ועוד;
- האיכות של דירוג האשראי, בהיותו סולם סדר המצביע על סיכון אשראי יחסי של מכשירי חוב שונים, מקבלת תוקף בבחינת פרמיות ה-CDS בשווקים הבינלאומיים בחתכים שונים ובמרווחים החציוניים בשוק החוב המקומי;
- המהות של הדירוג כהערכה לטווח ארוך של איכות האשראי של מנפיקים מקבלת ביטוי ביציבות יחסית של דירוג האשראי לעומת הדירוג הנגזר ממשתני שוק לנקודת חתך מסוימת, כגון מרווחים ופרמיות CDS, שבמהותם מאופיינים ברמת אבחנה גבוהה לחברות בקשיים, אולם גם בתנודתיות רבה יותר ורעשים שאינם תמיד משקפים עליה בסיכון האשראי;

אין לצפות למתאם חיובי ומלא בין דירוג האשראי לבין פרמיית הסיכון

קשה להתווכח עם הטענה שהדירוגים אינם משקפים באופן מלא את התשואות לפדיון בשוק המקומי. מספיק להסתכל על גרף של תשואות לפדיון של האג"ח הסחיר בשוק המקומי לכל נקודת חתך כדי להבין, כי תשואות האג"ח לא מסודרות לפי הדירוגים, אולם ברמת התשואה החצינית לפי רמת דירוג סולם הסדר נשמר, כפי שמשקף בטבלה מטה.

התפלגות תשואות אג"ח קונצרניות צמודות מדד, לפי מח"מ ודירוג, ליום 26.10.2016



התפלגות תשואות אג"ח קונצרניות צמודות מדד החציניות, לפי דירוג, ליום 26.10.2016

	Aaa.il	Aa1.il	Aa2.il	Aa3.il	A1.il	A2.il	A3.il	Baa1.il	Baa2.il	Baa3.il
תשואה לפדיון	0.7%	0.9%	1.0%	1.4%	1.7%	1.8%	2.2%	2.2%	3.2%	5.9%

התרשים לעיל מציג את התפלגות התשואות בשוק איגרות החוב צמודות המדד המדורגות בקבוצות הדירוג עד וכולל Baa, כפונקציה של המח"מ, נכון לסוף יום המסחר בתאריך ה- 26 לאוקטובר 2016. "ענן" התשואות המופיע בגרף זה אכן תומך בטענה זו ומצב זה אינו שונה מהותית בכל נקודת חתך אחרת, אבל עולה השאלה האם טענה זו בכלל רלוונטית? לגישתנו הדירוג יכול וצריך לשקף את התשואות לפדיון, או את פרמיית הסיכון/ מרווח (תוספת תשואה מעל ריבית חסרת סיכון לאותו זמן לפדיון) אך ורק במקרה שיתר הפרמטרים המסבירים את המרווח למעט איכות האשראי זהים בין כל המנפיקים. היות ובפועל זהו איננו המצב, סביר שיהיו מנפיקים בעלי דירוג זהה, שנסחרים בתשואות לפדיון שונות. להבהרת טענתנו ראשית יש להבין מה משקף הדירוג ומה משמעות התשואה לפדיון, או המרווח. דירוג אשראי משקף את סיכון חדלות הפירעון היחסי של המנפיק, או אומדן יחסי להפסד הצפוי בקרות אירוע כשל פירעון (EL) - אשר הינו פונקציה של ההסתברות לאירוע כשל (PD) וההפסד שיספוג המשקיע בעת אירוע כשל (LGD). סיכון חדלות פירעון נובע מאי הודאות באשר ליכולת הפירמה לשרת את התחייבויותיה (ריבית ו/או קרן). כתוצאה מאי ודאות זו, כמו גם מההפסד הצפוי האבסולוטי במקרה של כשל אשראי, דורשים מלווים/ משקיעים פיצוי מעל ריבית חסרת הסיכון. אולם, פיצוי זה על סיכון כשל אשראי הינו רק חלק מהמרווח. פרמיית הסיכון מגלמת בתוכה סיכונים נוספים מעבר לסיכון חדלות פירעון ובהם פרמיית סחירות, כוחות שוק- ביקוש והיצע, סיכונים סיסטמטיים, פרמיית גודל, מיסוי ואחרים ועל כן סביר כי לא יהיה מתאם מלא וחיובי בין סולם הסדר של הדירוג המשקף אך ורק איכות אשראי, לדירוג השוק הפרטני, כפי שמשקף בתשואות לפדיון. אולם, בדירוג השוק החציני ניתן לראות שסולם הסדר נשמר. בנוסף, ראוי לציין הבדל משמעותי נוסף והוא כי התשואה לפדיון מטבעה משקפת נקודת חתך מסימת (Point In Time), כאשר המרווחים משתנים (נפתחים ונסגרים) בתדירות גבוהה יחסית וכנגזר מכך משקפים, או מבחינים בצורה טובה ומבעוד מועד באירועי

קיצון, אולם גם מלווים בהרבה רעשים ותנודתיות, בעוד שהדירוג אמור להיות יציב יותר ולשקף טווח זמן ארוך יחסית, אשר לוכד מחזוריות כלכלית (Through The Cycle), אולם גם סיכויי חדלות פירעון מספיק זמן מראש. לצורך כך, נציין כי איכות אשראי של מנפיק תלויה במכלול גורמים, חלקם מאפיינים אותו עצמו וחלקם נובעים מהסביבה הכלכלית והעסקית שבה הוא פועל. בעוד שלחלק מגורמים אלו השפעה זמנית על איכות האשראי של המנפיק, לגורמים אחרים עשויה להיות השפעה ארוכת טווח על פרופיל האשראי שלו. חברות הדירוג שואפות לשנות את הדירוגים, רק כאשר הן משוכנעות ברמה גבוהה של סבירות כי השינוי במאפיינים הבסיסיים של איכות האשראי הינו שינוי ארוך טווח. באמצעות ייחוס כלי אופק הדירוג, מסוגלת חברת הדירוג לבטא מידע משתנה, ייתכן וחולף, שאינו מקבל ביטוי בדירוג עצמו, לגבי מאזן סיכויי האשראי העומדים בפני המנפיק. לעיתים לא מדובר דווקא במידע זמני באופיו, אלא מהסוג שעוצמת השפעתו תיוודע לאורך זמן.

כך, בהתבסס על "דירוגי השוק" היינו אמורים לחזות במספר רב יותר של חברות מדווחות מגיעות לכשל פירעון בשנים 2011-2012 ממה שהתממש בפועל. על כן, כאשר מבקשים להשוות בין פרמיית סיכון השוק לבין הדירוג יש לבדוד את סיכון חדלות הפירעון מכלל המרווח. מכיוון שפעולה זו מורכבת יחסית נציע הסתכלות קצת אחרת בכדי להבין האם הדירוג רלוונטי, או משקף סיכון חדלות פירעון. לצורך כך נבחן מכשיר נגזר שכל מטרתו להעניק סוג של ביטוח כנגד אירוע כשל פירעון ונקרא CDS ובנוסף נסתכל בצורה פשוטה על התשואות החציוניות לפי רמות דירוג בשוק המקומי בכדי לבדוד תצפיות חריגות ולבחון את מידת ההתאמה ביחס לדירוג.

פרמיית הסיכון המשתקפת מחוזי ה-CDS בשוק הגלובאלי ותשואות חציוניות בשוק המקומי- מקרה בוחר לתקפות דירוגי האשראי

ה-CDS (Credit Default Swap) הינו מכשיר פיננסי להעברת חשיפת אשראי של מכשירים בעלי הכנסה קבועה (Fix Income) בין שני צדדי העסקה. חוזה ה-CDS הוא נגזר אשראי המהווה ביטוח כנגד כשל פירעון של צד שלישי (שאינו צד בעסקה) שהנפיק את נכס הבסיס. קונה ה-CDS מקבל "הגנת אשראי" ממוכר החוזה, שמבטיח את כושר ההחזר של נכס הבסיס ונוטל על עצמו את סיכון חדלות הפירעון של מנפיק נכס הבסיס, וזאת בתמורה לפרמיה שמשלם קונה החוזה למוכר לפי תנאי החוזה ועד לפירעון הסופי של המכשיר, או הגעה לאירוע כשל פירעון. אותה פרמיה שמשלם קונה החוזה מגלמת את סיכון חדלות הפירעון של נכס הבסיס וגם את שיעור השיקום הצפוי. כך, ככל שהפרמיה המשולמת גבוהה יותר, סיכון האשראי גבוה יותר. בשוק הישראלי לא קיימים מכשירי CDS ועל כן נבחן את הקשר בין סולם הדירוג לפרמיות ה-CDS¹ בשוק הגלובאלי, כפי שמשקף בנתונים של מודי'ס ליום ה- 21.11.2016². מנתונים אלו, קל לראות שסולם הסדר של הדירוג- קרי איכות האשראי היחסית מתואמת באופן מלא וחיובי עם פרמיית ה-CDS, אשר מבטאת סיגנל שוק מזוקק יותר לסיכון חדלות פירעון מאשר מרווחי האג"ח. נציין כי, גם כשבוחנים את סולם הסדר לפי התשואות החציוניות בשוק האג"ח המקומי ניתן לראות שברוב התקופות ולרוב הדירוגים סולם הסדר של הדירוג ו"דירוגי השוק" נשמר.

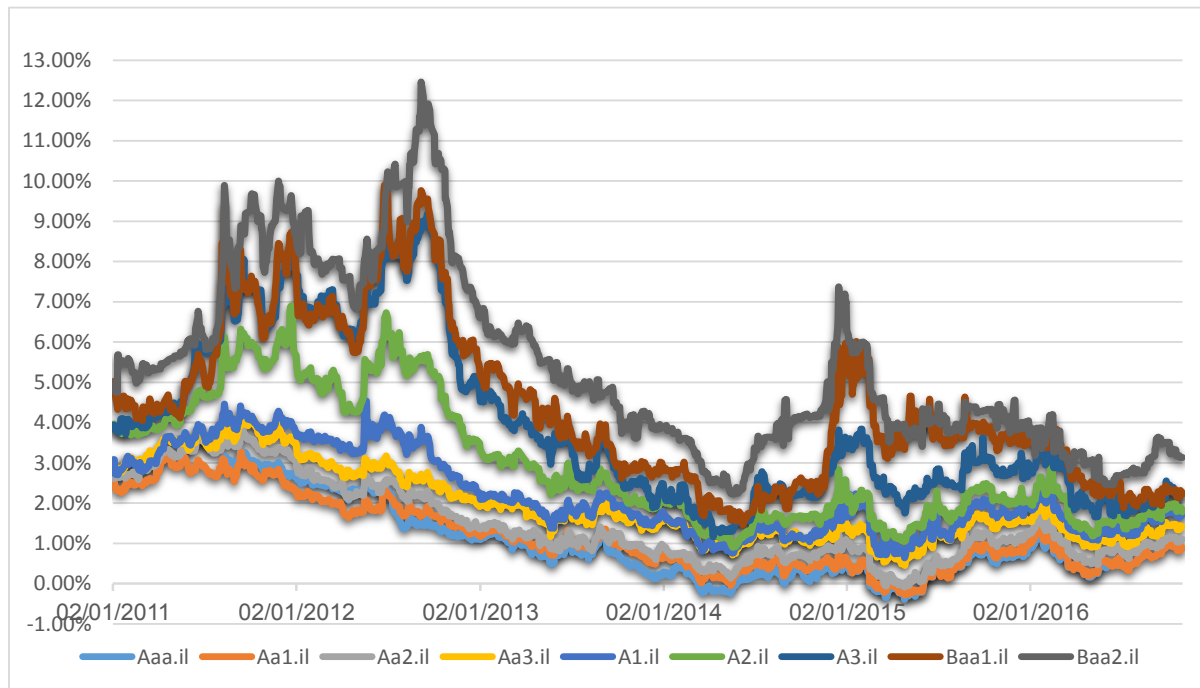
פרמיית CDS חציונית (בנקודות בסיס) אל מול סולם הדירוג (רמות דירוג)- חתך גלובאלי:

	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3
פרמיית CDS	13	17	22	29	39	51	61	72	85	113
גודל המדגם	79	262			374			448		

¹ כל הפרמיות הן בנקודות בסיס על נתונים חציוניים לטווח של 5 שנים.

² הנתונים נלקחו מאתר מודי'ס: www.moodys.com

תשואות חציניות בשוק האג"ח המקומי בחלוקה לדירוגים



הדירוג הינו לטווח ארוך וחוצה מחזוריות כלכלית

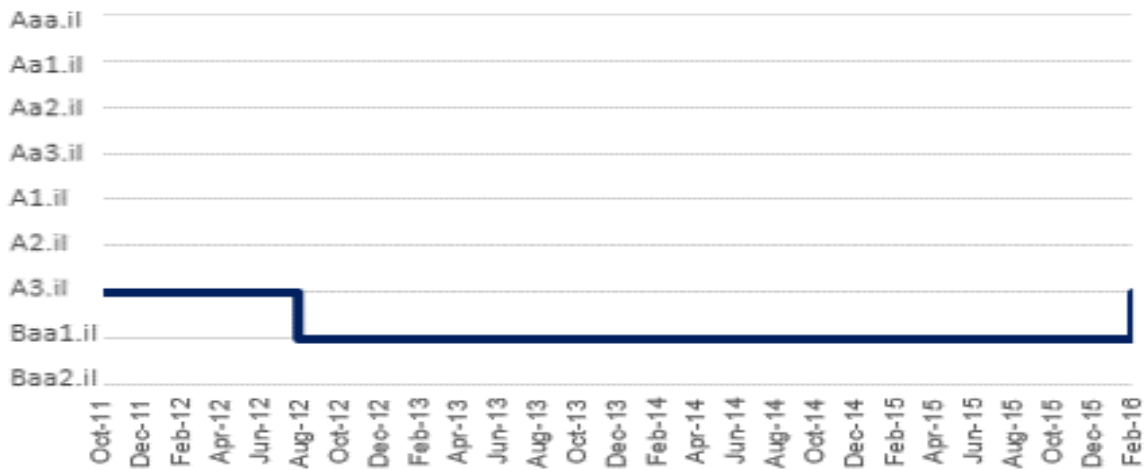
על מנת להמחיש את ההבדל בין טווח הזמן שאמור לשקף הדירוג (Through The Cycle) לחתך הרגעי שמשקפים דירוגי השוק (Point In Time) נעזר בשני מקרי בוחן של חברות מקומיות- האחת אינטרנט גולד קווי זהב בע"מ (דירוג של A3.il באופק יציב)- חברת החזקה שמחזיקה בשרשור בבזק והשנייה הוט מערכות תקשורת בע"מ (A1.il באופק שלילי). לצורך כך, נסתכל על התפתחות המרווח של שתי החברות לאורך השנים 2012-2016 כמדד לסיכון האשראי של החברות- או דירוג השוק שלהן ובמקביל על התפתחות דירוג האשראי של שתיהן.

התפתחות המרווחים (%) ודירוגי האשראי של אינטרנט זהב והוט לשנים 2012-2016

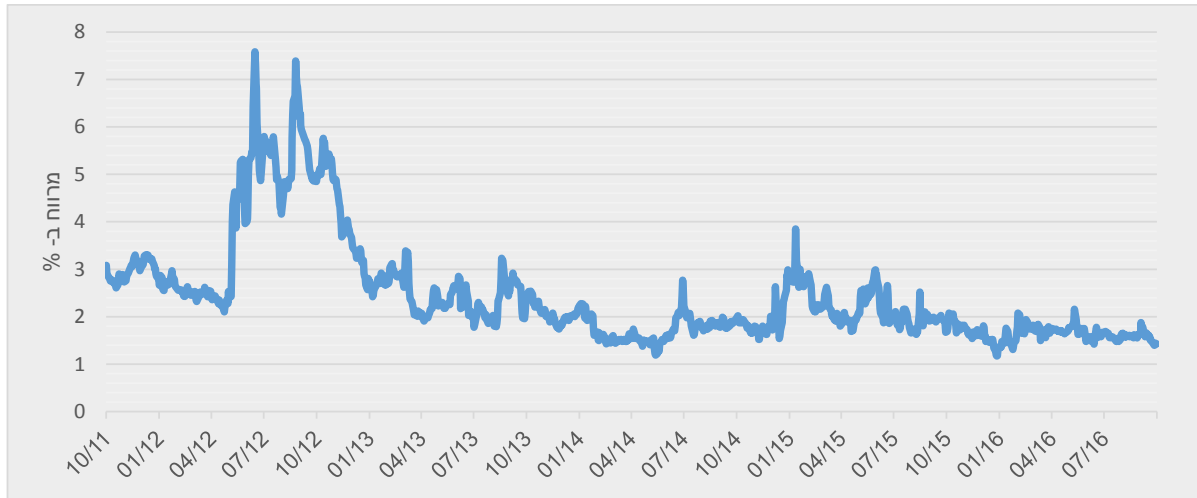
אינטרנט זהב התפתחות המרווח



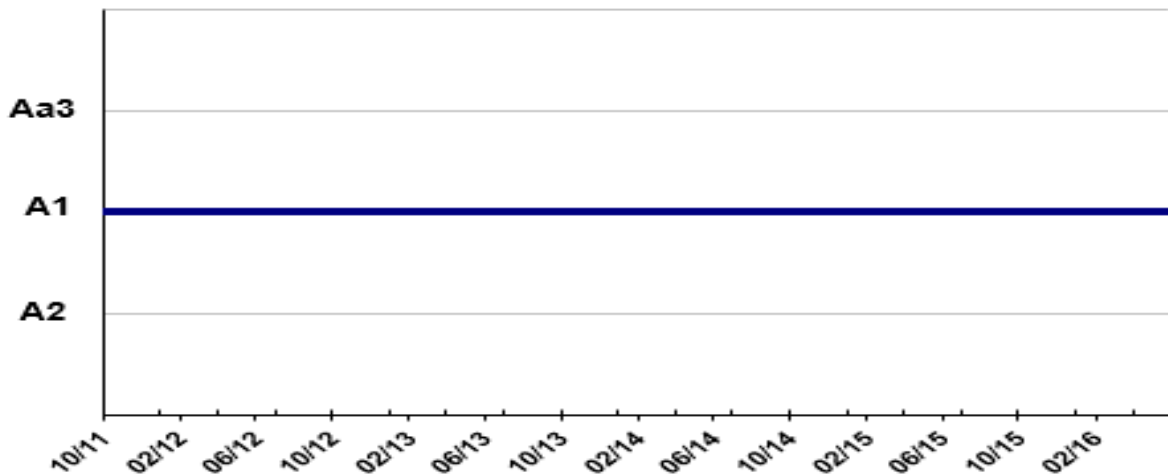
אינטרנט זהב התפתחות הדירוג



הוט התפתחות המרווח



הוט התפתחות הדירוג



מהדוגמאות לעיל ניתן להבחין בשני ממצאים עיקריים: ראשית, ניתן לראות שדירוג השוק/ המרווח תנודתי משמעותית מדירוג האשראי, כאשר השוק מגיב מהר מאוד לגבי אירועים, חלקם אינפורמציה אמיתית וחלקם רעשים- ההבדל בין דירוג האשראי לאורך המחזור לעומת דירוג שוק לנקודת חתך. שנית, ניתן לראות שגם בהוט ובעיקר באינטרנט זהב שנת 2012 הייתה שנה מאוד מאתגרת ביחס לאיכות האשראי של שני המנפיקים, כפי שמשתקף במרווח, כאשר באינטרנט זהב המרווחים נפתחו לרמות של מעל 10%, שמשקפים חשש מכשל פירעון. בתקופה זו דירוג האשראי של שתי החברות שמר על יציבות (ירידה של נט'ש אחד באינטרנט זהב) ובפרט ביחס למרווח והגיב לאירועים בעלי אופי פרמננטי להבנת חברת הדירוג, כאשר בשנים הבאות המרווחים נסגרו בצורה משמעותית, בדומה למגמה בשוק ודירוג האשראי נותר באותה הרמה.

סיכום

כאמור, דירוג אשראי מתמקד במאפיינים פונדמנטליים בטווח הזמן הבינוני ארוך בעוד שהשווקים הפיננסיים הם לרוב המקום הראשון בו מידע כלכלי ואחר משתקף ומקבל ביטוי במחירי הנכסים. כלומר, תגובת השווקים- מחירי הנכסים הפיננסיים יכולים לתת אינדיקציה ראשונית להתפתחויות צפויות ושאינן צפויות ומהווה כלי חשוב בהבנת ההתפתחויות. אולם, תגובות השווקים המהירות לעיתים קשורות גם לתגובת יתר, או לחשיפה לרעשים, כאשר המחירים נעים יותר ממה שהמאפיינים הפונדמנטליים מצדיקים. נציין שוב, כי לגישתנו אין עדיפות לאינפורמציה מסוג מסוים והמחירים בשוק אמורים ומשקפים את כל המידע הידוע, כאשר דירוג

אשראי הוא עוד אחד מהכלים הקיימים למשקיעים בשוק חוב יעיל ככלי להבנת סיכוני אשראי של מנפיקים ומכשירי חוב שונים בטווח זמן בינוני ארוך.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

למידרוג יש זכויות יוצרים במסמך זה, לרבות בפסקה זו, והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק, לצלם, לשנות, להפיץ, לשכפל, לתרגם או להציג מסמך זה למטרה כלשהי, מסחרית או אחרת, ללא הסכמת מידרוג מראש ובכתב.

אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה.

דירוגי מידרוג ו/או פרסומיה הנם בגדר חוות דעת סובייקטיביות, הנכונים למועד פרסומם (וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו) ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, ביחס להתחייבויות אשראי, לחובות ו/או למכשירים פיננסיים דמויי חוב. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי, וכן חוות דעת נלוות ששימשו אותה בתהליך הדירוג. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן הערכות יחסיות של סיכויי אשראי ו/או של ישויות ו/או מכשירים פיננסיים בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. יובהר כי הבחירה בסימול כמשקף סיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה החוזיות הפיננסיות למועד פירעונן, וכן כל הפסד כספי משוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

כמו כן, הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה כלשהי למשקיע מסוים או המלצה להשקעה מכל סוג שהוא בהסתמך על הדירוג. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט על ידה ובדירוגים וכל משקיע ינקוט זהירות ראויה ויבצע את כל הבדיקות המתאימות והנדרשות בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך, על מנת להעריך בעצמו את הכדאיות של כל השקעה בכל מכשיר פיננסי שהינו שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. על כל משקיע להסתייע בייעוץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר. כל דירוג או חוות דעת אחרת שמעניקה מידרוג צריכה להישקל כמרכיב בודד בכל החלטת השקעה הנעשית על ידי משתמש במידע הכלול במסמך זה או על ידי מי מטעמו ועל ידי כל משקיע, ובהתאם לכך, כל משתמש במידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה ו/או באמור במסמך זה וכל משקיע חייב ללמוד ולבצע הערכה של כדאיות ההשקעה מטעמו לגבי כל מנפיק, ערב, אגרת חוב או מכשיר פיננסי אחר שבכוונתו להחזיק, לרכוש או למכור. "משקיע" - משקיע במכשיר פיננסי שנקבע לגבי דירוג או במכשיר פיננסי של תאגיד מדורג.

כל המידע הכלול בדירוגי מידרוג ו/או בפרסומיה, ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע הנחשבים בעיניה אמינים, ובין השאר על ידי הישות המדורגת, מידרוג איננה אחראית לנכונותו והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת בכל האמצעים הסבירים להבנתה כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה אמינים, לרבות תוך הסתמכות על מידע שהינה מקבלת מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וכאשר הדבר מתאים, אולם מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע.

סקירות כלליות אשר מפורסמות על ידי מידרוג אינן מיועדות לשמש לשם הערכה של השקעה כלשהי, אלא לשם העברת ידע כללי ו/או נתונים המצויים בחזקת מידרוג, במגבלות האמור לעיל לגבי המידע ששימש בהכנתן. אין באמור בסקירות אלה כדי להוות חלק מהמסמך הדירוגי על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בסקירה כללית ולשנות את עמדתה לגבי האמור בה בכל עת. אין לראות, להתייחס או להסתמך על האמור בסקירה כללית כאל חוות דעת או ייעוץ מכל סוג שהוא. סקירה כללית איננה מהווה חלק מהמסמך הדירוגי המקצועית של מידרוג, היא משקפת את דעתו האישית של כותב המסמך ואיננה משקפת בהכרח את דעתה של מידרוג.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדי החברה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, לרבות בשל אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; או (ב) כל הפסד או נזק הנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נושא דירוג אשראי מסוים שהונפק על ידה של מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בודד) או פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה). מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או מי מטעמה של מידרוג, בין אם היתה מודעת ובין אם לאו, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מצהירה בזאת, שרוב המנפיקים של המכשירים הפיננסיים המדורגים על ידה או שבקשר עם הנפקתם נערך הדירוג, התחייבו לשלם למידרוג עבור הדירוג, טרם ביצוע הדירוג. מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

מידרוג הינה חברת בת של מודי'ס Moody's (להלן: "מודי'ס"), המחזיקה ב-51% ממניות מידרוג. יחד עם זאת, תהליכי הדירוג של מידרוג הינם עצמאיים ונפרדים מאלה של מודי'ס, ואינם כפופים לאישורה של מודי'ס. למידרוג יש מדיניות ונהלים משלה וועדת דירוג עצמאית בשיקול דעתה ובהחלטותיה.

דירוג שמידרוג הנפיקה עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>. כמו כן, ניתן לפנות לאתר לשם קבלת מידע נוסף על נהלי מידרוג ו/או על עבודת ועדת הדירוג שלה.