



Polish Economic Society Branch in Toruń



**PTE Toruń and IER Working Papers No 10/2013**

**Wpływ agencji ratingowych na gospodarkę  
światową**

*Monika Dankiewicz  
Sonia Korytkowska  
Wioleta Lewandowska*

Toruń, Sierpień 2013

Monika Dankiewicz

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa we Włocławku  
mona49@buziaczek.pl

Sonia Korytkowska

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa we Włocławku  
zancia1409@onet.pl

Wioleta Lewandowska

Państwowa Wyższa Szkoła Zawodowa we Włocławku  
wiola10.10.90@wp.pl

## WPLYW AGENCJI RATINGOWYCH NA GOSPODARĘ ŚWIATOWĄ

**Słowa kluczowe:** *agencja ratingowa, rating, kryzys*

**Abstrakt:** Celem niniejszego artykułu jest ukazanie działalności agencji ratingowych i wpływu ich działalności na procesy inwestowania w szeroko pojętej gospodarce. Globalny kryzys pokazał jak istotna jest działalność agencji ratingowych. Firmy te, oceniając wiarygodność kredytową podmiotów pożyczających pieniądze, ale też samych instrumentów dłużnych, mają duży wpływ na światowe rynki finansowe oraz całą gospodarkę. Przyznawane ratingi przekładają się bowiem na konkretne decyzje inwestorów na międzynarodowych rynkach gospodarczych. Agencje ratingowe wystawiane oceny popierają odpowiednimi argumentami, ale przede wszystkim swoją wysoką reputacją. Jednakże w przypadku bankructwa wysoko ocenionej firmy, czyli pomyłki i źle określonego ryzyka, agencja nie ponosi za to żadnej odpowiedzialności. Takie właśnie sytuacje miały miejsce i zaistniały przed oraz w trakcie trwania kryzysu. W czasach ekspansji na rynku nieruchomości banki obciążone dużym ryzykiem związanym z segmentem kredytów o niższych standardach zamiast wyeliminować przetrzuciły ryzyko to na kogoś innego poprzez sekurytyzację i emisję takich papierów wartościowych jak ABS czy CDS. Jednakże nierzetelne i nie całkiem obiektywne agencje ratingowe wystawiały tym papierom wysokie oceny, ignorując zagrożenie, dlatego ryzyko związane z inwestycjami w takie instrumenty było lekceważone. Można mieć także wątpliwości co do ratingów wystawianych dla państw już po wybuchu kryzysu finansowego, a w konsekwencji gospodarczego i zadłużeniowego. W ratingu brane są bowiem pod uwagę indywidualne opinie analityków, dlatego więc tak poważane są oceny analityków agencji ratingowych, a nie innych instytucji czy specjalistów. Nie można oczywiście agencji ratingowych obciążać winą za kryzys, ale należy się zastanowić na ile dobrze oceniają one wiarygodność rządów.

## IMPACT OF CREDIT RATING AGENCIES ON THE GLOBAL ECONOMY

**Keywords:** *rating agency, rating, crisis*

**Abstract:** The purpose of this article is to present the activities of credit rating agencies and their impact on the processes of accountability to invest in the wider economy. The global crisis has shown the importance of the activities of credit rating agencies. These companies, assessing the creditworthiness of companies money lenders, but also the same debt instruments have a large impact on global financial markets and the overall economy. Granted ratings translate into concrete decisions for investors in the international economic markets. Credit rating agencies issued ratings in favor of the relevant arguments, but above all its high reputation. However, in the event of bankruptcy of a highly acclaimed company, or errors and poorly defined risk, the agency does not take any responsibility for it. It is this situation occurred and occurred before and during the crisis. During the expansion of the real estate market banks are exposed to a high risk associated with the segment of loans with lower rather than eliminate the risk transfer it to someone else through securitization and issuance of such securities as ABS and CDS. However, unreliable and not entirely objective rating agencies staged these bonds high ratings, rather than a threat, so the risks associated with investments in those instruments were disregarded. You can also have doubts about the ratings issued for the country after the outbreak of the financial crisis and consequently, economic growth and debt. The ratings are in fact taken into account the individual opinions of analysts, so why are so respected rating agencies analysts, and not other institutions or specialists. You can not, of course, to blame the rating agencies for the crisis, but you should think how well they assess the credibility of the government.

### WSTĘP

Przyczyna ostatniego globalnego kryzysu jest niewątpliwie wielopłaszczyznowa. Nie można jednoznacznie wskazać podmiotów, elementów odpowiedzialnych za załamanie rynków finansowych. Analiza przyczyn kryzysu wskazuje jednak na podmioty, który nie bezpośrednio ale przez swoją działalność przyczynił się do negatywnej sytuacji w globalnej gospodarce. Działalność agencji ratingowych w czasie kryzysu budzi pewne kontrowersje i sprzeczności. Z obserwacji wynika, iż wpływ tych instytucji na gospodarkę światową jest znaczący, wpływają one niewątpliwie na funkcjonowanie globalnego systemu finansowego. Największe znaczenie na rynkach finansowych mają trzy amerykańskie agencje ratingowe o zasięgu global-

nym - *Moody's Investor Services*, *Standard & Poor's (S&P)* i *Fitch IBCA LTD*.

## CHARAKTERYSTYKA AGENCJI RATINGOWYCH

Agencje ratingowe są definiowane jako organizacje doradztwa inwestycyjnego, a ich głównym zadaniem jest sporządzanie analiz dotyczących wiarygodności kredytowych<sup>1</sup>. Innymi słowy są one jednostkami badającymi zdolność do spłacenia swoich zobowiązań przez podmioty gospodarcze, instytucje finansowe oraz państwa, a także oceniającymi instrumenty dłużne będące przedmiotem transakcji na rynkach finansowych<sup>2</sup>. W wyniku poszczególnych podmiotów pożyczających pieniądze przyznawany jest rating. Rating to ocena wiarygodności kredytowej podmiotu, która odzwierciedla jego faktyczną zdolność do terminowej spłaty rat kapitałowych i odsetek z tytułu zaciągniętego długu. Ocena ratingowa nadawana przez agencje powinna być raportem przejrzystym i zrozumiałym dla dużych inwestorów zagranicznych i krajowych, a także banków, międzynarodowych instytucji finansowych oraz domów maklerskich działających na europejskich i międzynarodowych rynkach finansowych. Agencja ratingowa wystawia w ten sposób swoją opinię, co do stabilności podmiotu pożyczającego, a więc ryzyka jego niewypłacalności popierając tę opinię odpowiednimi argumentami oraz swoją reputacją. W razie bankructwa wysoko ocenionej firmy agencja nie oddaje pieniędzy obligatariuszom. Agencje ratingowe odgrywają bardzo ważną rolę w świecie inwestycyjnym, gdyż stał się podstawowym wskaźnikiem oceny inwestycji dłużnej<sup>3</sup>.

Większość z funkcjonujących agencji ma zasięg regionalny lub lokalny. Największe znaczenie na rynkach finansowych mają trzy amerykańskie agencje ratingowe o zasięgu globalnym - *Moody's Investor Services*, *Standard & Poor's (S&P)* i *Fitch IBCA* itd. Poniżej zaprezentowaliśmy charakterystykę trzech globalnych agencji ratingowych:

### — **MOODY'S INVESTOR SERVICE**

Pierwszy rating obligacji sporządziła agencja w 1909 r. (John Moody), siedziba: Nowy Jork. W 2011 roku obroty wyniosły 1,6 mld USD, a zysk

<sup>1</sup> Z. Kwaśnik, W. Żukow, Współczesne problemy ekonomiczne jako wyzwanie zmieniającej się gospodarki, Radomska Szkoła Wyższa, Radom 2010, s. 125.

<sup>2</sup> J. Brylak, Agencje ratingowe na rynku inwestycji. Prawne aspekty instytucji, Zeszyty Naukowe nr 11, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2011, s. 311.

<sup>3</sup> B. Grabińska, K. Grabiński, Agencje ratingowe, a kryzys finansowy na rynku subprime, Zeszyty Naukowe nr 10, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2011, s. 382.

690 mln USD. Do końca 2010 roku wydała 1 039 187 ratingów. Największym akcjonariuszem tej agencji ratingowej jest Warren Buffett, który poprzez fundusz Berkshire Hathaway posiada 12,47% akcji agencji Moody's<sup>4</sup>.

— **STANDARD & POOR'S**

Agencja powstała w 1916 r., w 1966 roku nastąpiło połączenie Poor's Publishing Company z Standard Statistics Company w jedną agencję ratingową, obecnie właścicielem agencji jest koncern medialny McGraw-Hill. Siedziba: Nowy Jork. W 2011 roku obroty wyniosły 1,8 mld USD, a zysk 719 mln USD. Zatrudnia 1345 analityków, i do końca 2010 roku wydała łącznie 1 190 500 ratingów<sup>5</sup>.

— **FITCH IBCA LTD**

Agencja powstała w 1913 r. – W 1932 roku połączenie z Thomson BankWatch. W 1997 roku połączenie Fitch Publishing Company z IBCA (International Bank Credit Analysis), siedziba: Nowy Jork. W 2011 roku obroty wyniosły 733 mln USD, a zysk 227 mln USD. Zatrudnia 1049 analityków. Do końca 2010 roku agencja wydała 505 024 ratingów<sup>6</sup>.

Agencje przedstawiając długookresowe poziomy ratingowe badają poziom spekulacyjny i inwestycyjny danego podmiotu. Pierwszy z poziomów – poziom inwestycyjny – został przez agencje ratingowe oznaczony symbolami od AAA do BBB, gdzie AAA oznacza najlepszą zdolność finansową podmiotu. Drugi z poziomów – poziom spekulacyjny – jest przedstawiany za pomocą symboli od BB do D, gdzie BB oznacza najmniejsze ryzyko zagrożenia spłat przez podmiot<sup>7</sup>.

**Tabela 1. Prezentacja kategorii ocen ratingowych**

<b>RANKING MIĘDZYNARODOWY</b>			
<b>OPIS ZNACZENIA OCENY</b>	<b>MOODY'S</b>	<b>STANDARD &amp; POOR'S</b>	<b>FITCH</b>
<b>KATEGORIA INWESTYCYJNA</b>			
Wyjątkowa zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań finansowych	Aaa	AAA	AA

<sup>4</sup> T. T. Kaczmarek, *Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne*, Diffin, Warszawa 2010, s. 283.

<sup>5</sup> T. T. Kaczmarek, op.cit., s. 283.

<sup>6</sup> T. T. Kaczmarek, op.cit., s. 284.

<sup>7</sup> J. Brylak, op.cit., s. 312.

Bardzo wysoka zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań	Aa1	AA+	A+
	Aa2	AA	A
	Aa3	AA-	A-
Wysoka zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań, przy jednoczesnej wrażliwości na niekorzystne warunki gospodarcze i zmiany istniejących obecnie warunków	A1	A+	+
	A2	A	A
	A3	A-	-
Wystarczająca zdolność wywiązywania się z podjętych zobowiązań, przy jednocześnie większej wrażliwości na niekorzystne warunki gospodarcze i zmiany istniejących obecnie warunków	Baa1	BBB+	BB+
	Baa2	BBB	BB
	Baa3	BBB-	BB-

Źródło: J. Brylak, *Agencje ratingowe na rynku inwestycji. Prawne aspekty instytucji*, Zeszyty Naukowe nr 11, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2011, s. 311.

Poziom inwestycyjny oznacza zdolność podmiotu do spłaty przez podmioty odsetek i kapitału, czyli niskie lub umiarkowane ryzyko. Stosowane przez agencje ratingowe określenie "wysoka jakość" oznacza niskie ryzyko inwestycyjne, czyli wysokie prawdopodobieństwo spłaty zobowiązań. Cztery przedstawione w tabeli 1 szczeble uważane za inwestycyjne papiery wartościowe, czyli pewne. Oznacza to, że długi, odsetki i świadczenia dodatkowe będą regulowane w terminie<sup>8</sup>.

Ocena zawierająca trzy lub dwie litery "A" oznacza bardzo bezpieczne inwestycyjne papiery wartościowe ("wysoka jakość") Natomiast poziom spekulacyjny wskazuje, że ryzyko spłaty jest duże. Stosowane przez agencje ratingowe określenie "wysoka jakość" oznacza niskie ryzyko inwestycyjne, czyli wysokie prawdopodobieństwo spłaty zobowiązań, a "niska jakość" to wysoki poziom ryzyka i zagrożenie spłaty zobowiązań<sup>9</sup>. Najwyższy poziom, wskazujący na bardzo wysoka zdolność podmiotu do płacenia rat kapitałowych i odsetek. Ryzyko niespłacenia zobowiązania w całości w terminie jest zerowe Aaa (Moody's), AAA (S&P oraz Fitch IBCA). Wysoki poziom, wskazujący na wysoka zdolność podmiotu do płacenia rat i odsetek. Aa1, Aa2, Aa3 (Moody's), AA+, AA, AA- (S&P

<sup>8</sup> Z. Kwaśnik, W. Żukow, op. cit., s. 126.

<sup>9</sup> Z. Kwaśnik, W. Żukow, op. cit., s. 126.

oraz Fitch IBCA) Średni poziom, wskazujący na możliwość obniżenia jakości walorów przy wystąpieniu zmian w koniunkturze gospodarczej lub w sytuacji politycznej A1, A2, A3 (Moody's), A+, A, A-(S&P oraz Fitch IBCA) Zadawalający poziom, wskazujący na odpowiednia zdolność dopłacenia rat i odsetek przy jednoczesnej większej możliwości wystąpienia obniżenia jakości walorów przy wystąpieniu zmian w koniunkturze gospodarczej i sytuacji politycznej Baa1, Baa2, Baa3 (Moody's), BBB+ BBB, BBB- (S&P oraz Fitch IBCA)<sup>10</sup>.

**Tabela 2. Ranking międzynarodowy nadawany podmiotom**

<b>OPIS ZNACZENIA OCENY</b>	<b>MOODY'S</b>	<b>STANDARD &amp; POOR'S</b>	<b>FITCH</b>
<b>KATEGORIA SPEKULACYJNA</b>			
Mniej narażony w krótkim okresie, ale stoi w obliczu dużych niepewności, które mogą mieć niekorzystne skutki	Ba1	BB+	BB+
	Ba2	BB	BB
	Ba3	BB-	BB-
Bardziej narażony na niesprzyjające warunki finansowe i ekonomiczne, ale w chwili obecnej jest w stanie sprostać zobowiązaniom finansowym	B1	B+	B+
	B2	B	B
	B3	B-	B-
Obecnie zagrożony i sprostanie zobowiązaniom finansowym uzależnione jest od sprzyjających warunków finansowych i ekonomicznych	Caa	CCC	CCC
Obecnie bardzo zagrożony	Ca	CC	CC
Złożono wnioski o wszczęcie postępowania upadłościowego lub podjęto podobne działania, jednakże spłaty lub zobowiązania finansowe są kontynuowane	C	C	C
Niedotrzymanie terminu spłaty zobowiązań finansowych	D	D	DDD, DD, D

<sup>10</sup> T. T. Kaczmarek, op. cit., s. 285.

Źródło: J. Brylak, Agencje ratingowe na rynku inwestycji. Prawne aspekty instytucji, Zeszyty Naukowe nr 11, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2011, s. 312.

Średni poziom, wskazujący na średnia zdolność podmiotu do płacenia rat kapitałowych i odsetek, niepewność pełnego zwrotu zainwestowanego kapitału wraz z odsetkami Ba1, Ba2, Ba3 (Moody's), BB+, BB, BB- (S&P oraz Fitch IBCA) Poziom poniżej średniego, wskazujący na niewystarczająca gwarancje spłaty rat i odsetek B1, B2, B3 (Moody's), B+, B, B- (S&P oraz Fitch IBCA). Poziom niski, wskazujący na możliwość nie wywiązania się podmiotu ze zobowiązań powodu niesprzyjających warunków finansowo-ekonomicznych Caa (Moody's), CCC (S&P oraz Fitch IBCA). Poziom bardzo niski, wskazujący na bardzo duże zagrożenie spłaty rat i odsetek Ca (Moody's), CC (S&P oraz Fitch IBCA). Poziom ryzykowny, wskazujący na zagrożenie spłaty z powodu wszczętego lub przewidywanego postępowania upadłościowego C (Moody's, S&P oraz Fitch IBCA). Poziom bardzo ryzykowny, wskazujący na niewiarygodność emitenta z powodu zaległości w płatnościach zobowiązań a odzyskanie zainwestowanego kapitału będzie możliwe w przypadku likwidacji podmiotu D (Moody's, S&P oraz Fitch IBCA)<sup>11</sup>.

## **PIERWSZE SYGNAŁY NIEKOMPETENCJI AGENCJI RATINGOWYCH**

Przedstawione wyżej opisane zasady funkcjonowania i działalności agencji ratingowych czyli przebieg nadawania ratingów stają się podstawą do analizy wpływu tych instytucji na globalną gospodarkę. W pozytywnym aspekcie analiza ta nie musiałaby zostać przeprowadzona, gdyż poprawna działalność agencji była czymś oczywistym i nie budziła żadnych kontrowersji. Prawdziwe ożywienie związane z zasadnością i wiarygodnością działania tych instytucji pojawiło się w dobie kryzysu. Jak powszechnie wiadomo to właśnie oceny ratingowe największych gigantów w tej dziedzinie przyczyniły się do powstania kryzysu. Czy jednak aby na pewno nieprawidłowości związane z nadawaniem ratingów ukazały się w czasie kryzysu ? Śledząc działalność agencji ratingowych można zauważyć że agencje te nadużywały swoich kompetencji już wcześniej.

---

<sup>11</sup> J. Brylak, op. cit., s. 311.



Rok 2001 okazał się dla agencji ratingowym strzałem w kolano. Wtedy to bankructwo ogłosił amerykański gigant branży energetycznej firma Enron. Do końca swojej działalności firma szczyła się ratingiem na poziomie AAA wówczas, gdy tak naprawdę od jakiegoś czasu już była bankrutem. W ciągu roku akcje Enronu spadły ok. 99%.<sup>12</sup> Finansowy skandal ujawniony w Enronie stał się początkiem do walki z tzn. kreatywną księgowością i szerzącą się w międzynarodowych korporacjach korupcją, które były przyczyną wielkiego tąpnięcia na rynku międzynarodowym.<sup>13</sup> W roku 2004 prawdziwe oblicze działalności agencji ratingowych odsłoniła jedna z największych na świecie firm reasekuracyjnych Hannover Re. W otwarty sposób oznajmiła, że agencja ratingowa Moody's obniżyła ocenę ratingową, ponieważ firma nie chciała zapłacić agencji za udzielanie ratingu. O podobnych praktykach agencji Moody's można dowiedzieć się od innych firm i instytucji z którymi współpracowała m.in.: Wydział Szkolnictwa w Kolorado (na drodze sadowej agencja otrzymała karę grzywny w wysokości 195 tys. dolarów), IT Compuware.<sup>14</sup> Podane do publicznej wiadomości stanowisko byłego wiceprezydenta departamentu instrumentów pochodnych w Moody's Williama J. Harringtona ukazuje patologie funkcjonowania agencji. Zasadniczy problem będący przyczyną niekompetencji agencji ratingowych to że to klient, któremu wystawiany zostaje rating pokrywa koszty związane z tą usługą. W tej sytuacji nie trudno więc dostrzec sposobności do nadużyć. Były pracownik agencji ukazuje również jak bagatelizowane jest stanowisko i praca największych analityków i fachowców, którzy de facto są odpowiedzialni za wystawiane oceny. Mimo sprzeciwów i głosów dezaprobaty ze środka organizacji, agencja nie zmienia swojej polityki, którą można by opisać chociażby w taki sposób: „wysokość ratingu zależy od tego ile zapłacisz”. Pojawia się tu konflikt interesów, gdyż oceny ratingowe są opłacane przez zlecniodawców, a więc podmioty których poddane zostają ocenie instrumenty i zdolności finansowe. Rozwiązanie wydaje się być proste jednak jak widać z praktycznego punktu widzenia nie oczywiste, świadczone usługi agencji ratingowych powinny być opłacane i zlecane przez inwestorów.<sup>15</sup> Spekulacyjna bańka na rynku kredytowym to kolejna nierzetelna praktyka agencji ratingowych. Wysoko

---

<sup>12</sup> K. Bylinowski, Enron – upadek Giganta, <http://historiagogospodarcza.pl/enron-upadek-giganta/>, 25 kwietnia 2013r.

<sup>13</sup> S.T. Surdykowska, *Ryzyko finansowe w środowisku globalnej gospodarki. Kulisy najbardziej spektakularnych afer finansowych ostatnich lat*, Difin Warszawa 2012, s. 65.

<sup>14</sup> F. Kowalik, *Nosił wilk razy kilka .... Co czeka agencje ratingowe ?* <http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/nosil-wilk-razy-kilka----co-czeka-agencje-ratingowe,25503,1>, 25 kwietnia 2013r.

<sup>15</sup> <http://banki.wp.pl/kat,63554,title,Korupcja-wagencjachratingowych,wid,13706701,wiadomosc.html>, 25 kwietnia 2013r.

oceniane aktywa na rynku nieruchomości stały się aktywami toksycznymi. Udzielane przez banki kredyty, których klientami byli ogólnie rzecz ujmując ludzie bez pracy, dochodu bez aktywów, były lokowane w instrumenty finansowe o nazwie CDO czyli Collateralised Debt Obligations. Pakiety najwyższego ryzyka sprzedawane na całym świecie były oceniane przez agencje ratingowe jako wiarygodne, miały najwyższe oceny, zbliżone do obligacji rządu Stanów Zjednoczonych. Straty inwestorów na rynku międzynarodowym sięgały 125 mln dolarów. W odpowiedzi na tak wielką pomyłkę i niekompetentność wystawianych ocen ze strony agencji można było jedynie otrzymać błahe wyjaśnienie: „To nie były oceny, to były poglądy”.<sup>16</sup>

## KONTROWERSJE ZWIĄZANE Z OCENAMI GOSPODAREK EUROPEJSKICH

Oceny wystawiane państwom przez agencje ratingowe dają obraz ryzyka ich niewypłacalności i bankructwa. Taka przeprowadzona analiza determinuje stopień atrakcyjności, stabilność czy dalsze perspektywy ocenianych gospodarek. Ciągłe obniżanie notowań zniechęca potencjalnych inwestorów. Kryzys zadłużenia w strefie euro pokazał, że agencje ratingowe wywierają zbyt duży wpływ na rynki finansowe oraz na wydarzenia polityczne<sup>17</sup>. Agencje ratingowe obniżką oceny stanu finansów publicznych, a tym samym gospodarki mają wpływ na wzrost kosztów obsługi długów państwa, a przez to na rosnące raty kredytów, podwyżki podatków czy też spadki na giełdach. Mają zatem olbrzymie znaczenie dla portfeli nie tylko inwestorów, ale i zwykłych obywateli<sup>18</sup>. Agencja ratingowa Standard&Poor's podjęła w ostatnim czasie decyzję o obniżeniu oceny 12 krajom strefy euro, w tym Francji, Włochom czy Hiszpanii. Wywołało to kontrowersje i powróciły wątpliwości dotyczące działań agencji ratingowych.

---

<sup>16</sup> E. Radomska, *Agencje ratingowe – zasady funkcjonowania i źródła krytyki*, [http://www.wsz-pou.edu.pl/magazyn/?strona=mag\\_radomska74&nr=74&p](http://www.wsz-pou.edu.pl/magazyn/?strona=mag_radomska74&nr=74&p), 25 kwietnia 2013r.

<sup>17</sup> I. Morawski, *Rating Hiszpanii lepszy niż Polski dzięki euro*, <http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/rating-hiszpanii-lepszy-niz-polski-dzieki-euro>, 25 kwietnia 2013r.

<sup>18</sup> A. Zwoliński, Artur Nawrocki, *Agencje ratingowe rządzą Polską gospodarką. Zobacz jak*, <http://www.money.pl/gospodarka/raporty/artikul/agencje:ratingowe;rzadza;polska;gospodarka;zobacz;jak,25,-1,1007897.html>, 25 kwietnia 20113r.

Trudno polemizować z faktem, że ryzyko niewypłacalności europejskich rządów w ostatnich miesiącach wzrosło. Pytanie tylko dlaczego S&P podjęło swoją decyzję akurat teraz, kiedy to rządy we Włoszech i Hiszpanii podjęły reformy strukturalne, Europejski Bank Centralny ratuje stabilność systemu bankowego, a Unia Europejska wprowadza coraz to ostrzejsze zasady fiskalne. Decyzję o obniżeniu ratingu Austrii podjęto pomimo faktu, że fiskalny koszt ratowania banków w ostatnich latach odnotowano niższy niż w Niemczech. Agencje ratingowe są jednak instytucjami prywatnymi, więc mają prawo do swobody decyzji, których powody mogą być przecież różne. Nie ma bowiem idealnie skutecznych modeli oceny ryzyka niewypłacalności, a w ratingu dużą rolę odgrywają indywidualne opinie analityków, więc dlaczego akurat inwestorzy mają wierzyć tym analitykom, a nie innym. Nie można agencji ratingowych winić za kryzys, ale kwestią jest na ile dobrze oceniają wiarygodność rządów.

**Tabela 3. Ratingi Polski i wybranych krajów w roku 2011**

Państwo	S&P	Moody's	Fitch	Wzrost PKB (proc.)	Dług publiczny do PKB (proc.)	Rentowności 10-letnich obligacji
Niemcy	AA	aa	AA	0,8	81,2	1,77
Wielka Brytania	AAA	Aaa	AAA	0,6	88,8	1,98
Francja	AA+	Aaa	AAA	0,6	89,2	3,13
USA	AA+	Aaa	AAA	1,5	105,6	1,87
Japonia	AA-	Aa3	AA	1,8	210	0,94
Hiszpania	A	A1	AA-	0,7	73,8	5,31
Polska	A-	A2	A-	2,5	57,1	5,8
Irlandia	BBB+	Ba1	BBB+	1,1	117,5	7,97
Włochy	BBB+	A2	A+	0,1	120,5	6,77
Portugalia	BB	Ba2	BB+	-3	111	12,57
Grecja	CC	Ca	CCC	-2,8	198,3	34,28

Źródło: Por. Andrzej Zwoliński, Artur Nawrocki, Agencje ratingowe rządzą Polską gospodarką. Zobacz jak,

<http://www.money.pl/gospodarka/raporty/artukul/agencje;ratingowe;rzadza;polska;gospodarka;zobacz;jak,25,-1,1007897.html> (według stanu na dzień 30 kwietnia 2013)

Dlaczego na przykład ocena wiarygodności zmagającej się z recesją Hiszpanii (nawet po obniżce S&P – A) jest lepsza niż Polski (A-). Oba kraje mają dość podobne zadłużenie publiczne, ale Hiszpania ma nieco wyższy rating, więc jaki jest tego powód i sens. Rynek bo-

wiem zdecydowanie lepiej ocenia Polskę, co widać po niższych notowaniach kontraktów CDS (ubezpieczenie od niewypłacalności) na polskie obligacje. Zadłużenie publiczne Hiszpanii przyrasta szybciej od prognoz i wskazuje na to, że znacznie przekroczy plany rządu i wymagania UE, a PKB się obniża w wyniku recesji. W 2011 roku deficyt budżetowy Hiszpanii wzrósł do poziomu ok. 8% PKB, natomiast dług publiczny przekroczył 70% PKB, czyli był wyższy aż o 30 pkt. proc. niż przed trzema laty. Według prognoz relacja ta zwiększy się jeszcze do 80%. Dług publiczny jest więc nie tylko wysoki, ale też znajduje się na ścieżce wzrostowej. W tej dziedzinie Polska wypada znacznie lepiej. Dług publiczny jest relatywnie niski, bo na poziomie ok. 57% PKB i znajduje się w okresie stabilizacji. Ostatni kryzys finansowy udowodnił, że dług publiczny nie może być jedynym, a tym bardziej najważniejszym wskaźnikiem wypłacalności rządu. Jeżeli bowiem kraj posiada bardzo wysokie zadłużenie prywatne, to istnieje wysokie ryzyko, że w razie kryzysu gospodarczego dług prywatny przełoży się na dług publiczny ze względu na ratowanie sektora bankowego poprzez zadłużenie publiczne albo obniżanie zadłużenia sektora prywatnego, co wywołuje konieczność automatycznego zwiększenia wydatków publicznych z powodu wzrostu bezrobocia – tak jak to jest w przypadku Hiszpanii. Dług prywatny w Hiszpanii jest wielokrotnie wyższy niż w Polsce i jednym z najwyższych w Europie. Zadłużenie firm ma poziom ok. 150% PKB, a gospodarstw domowych ok. 90%. W Polsce wskaźniki te są ponad 3 razy niższe. W przeciwieństwie do Polski Hiszpania zmagą się z problemem związanym z wysoką ilością „złych“ kredytów. Stąd wynika wysokie zadłużenie firm ograniczające możliwości rozwojowe, ale również konieczność pomocy ze strony rządu. Innym aspektem jest wysokie uzależnienie sytuacji na rynku polskich obligacji od nastrojów na rynkach globalnych, co wskazuje to na słabszą pozycję Polski na rynkach międzynarodowych. Zaufanie do polskich papierów skarbowych jest na wysokim poziomie, jednakże wszelkie ewentualne wahania na światowych rynkach finansowych mogą Polsce poważnie zaszkodzić. Przyjrzenie się zadłużeniu obu krajów pokazuje, że nie ma zasadnego powodu dla przyznania Hiszpanii wyższego ratingu niż Polsce. Co prawda Hiszpania ma lepiej rozwinięty rynek finansowy oraz bardziej stabilny system polityczny, ale podstawowe wskaźniki gospodarcze są znacznie gorsze niż w Polsce. Rynki finan-

sowe także traktują Madryt jako pożyczkobiorcę bardziej ryzykownego niż Warszawę. Można jedynie przypuszczać, że dla S&P istotną przewagą Hiszpanii jest jej waluta. Przynależność do Strefy Euro sprawia bowiem, że państwo nie zostanie dotknięte przez kryzys walutowy, dlatego też zadłużenie jest bezpieczniejsze. Natomiast Polska jest w tym wypadku narażona na spadki kursu walutowego, co dalej przekłada się na rosnące zadłużenie zagraniczne. Jednakże według publikacji belgijskiego ekonomisty Paula de Grauwe kraje Strefy Euro nie posiadają żadnej kontroli nad walutą, tak więc odpływy kapitału z tych krajów mogą powodować spadek PKB oraz rosnące stopy procentowe. Posiadanie mocnej waluty, jaką jest euro, w takiej sytuacji staje się nagle słabością, jeśli nie ma instytucji, które by zapewniły zagrożonym krajom udzielenie pożyczek. Posiadanie euro przez Hiszpanię czyni ją bardzo podatną na ryzyko. Uczciwe podejście agencji ratingowych wymagałoby zatem przyznania Hiszpanii znacznie niższego ratingu niż posiada obecnie, niższego nawet od oceny Polski, ale może agencje boją się konsekwencji rynkowych<sup>19</sup>. Wbrew opiniom tych agencji polska instytucja KUKE również wystawiająca ratingi niektórym państwom, gdzie polskie przedsiębiorstwa mają powiązania finansowe, lecz publikująca te wyniki bezpłatnie, Polsce dała pozytywną perspektywę ratingu A+, a Hiszpanii obniżyła wcześniejszą ocenę BBB+ na BBB. KUKE spadek oceny Hiszpanii uzasadnia pogorszeniem doświadczeń płatniczych oraz wyjątkowo źle prezentujących się perspektyw dotyczących gospodarki. Recesja, problemy na rynku pracy oraz w sektorze bankowym zwiększają ryzyko kontaktów z tamtejszymi podmiotami<sup>20</sup>. Natomiast głównym atutem Polski jest fakt, że w przeciwieństwie do innych państw nie może się ona bezkarnie zadłużać. Są bowiem określone ustawowo progi ostrożnościowe dotyczące finansów publicznych<sup>21</sup>

---

<sup>19</sup> I. Morawski, *Rating Hiszpanii...*, opr. cyt.

<sup>20</sup> N. Chinowski, *KUKE pozostawiła bez zmian ocenę i perspektywę ratingu dla Polski (A+) – KUKE (opinia)*, <http://finanse.wp.pl/kat,7069,title,KUKE-pozostawila-bez-zmian-oceny-i-perspektywe-ratingu-dla-Polski-A-KUKE-opinia,wid,14861022,wiadomosc.html?ticaid=110810>, 25 kwietnia 2013r.

<sup>21</sup> P. Maciejewicz, *KUKE ocenia gospodarkę: Polska na A+, Hiszpania na BBB*, [http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,12342829,KUKE\\_ocenia\\_gospodarki\\_Polska\\_na\\_A\\_Hiszpania\\_na\\_BBB](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,12342829,KUKE_ocenia_gospodarki_Polska_na_A_Hiszpania_na_BBB), 25 kwietnia 2013r.

W USA przykładem takim jest mała amerykańska agencja ratingowa Egan Jones, która wystawiając własne oceny również nie zgadza się ze swoimi trzema największymi konkurentami. Nie podoba się to jednak nadzorowi giełdowemu USA, ale nie jest ona lekceważona przez inwestorów, a nawet po pewnym czasie do jej opinii skłaniają się też tzw. „wielka trójka”. W przeciwieństwie do 3 największych agencji Egan Jones na swojej stronie internetowej publikuje publicznie raporty uzasadniające wydawane oceny, co jest w przypadku agencji rzadkością. Egan Jones zatrudnia jednak w porównaniu do S&P, Moody’s i Fitch bardzo mało pracowników, których nazwiska są dodatkowo utajnione (poza 3), a raporty anonimowe. Agencja nie ma też departamentu prasowego i kontaktu email dla mediów. Jednakże główną cechą odróżniającą Egan Jones od „wielkiej trójki” jest inna zasada zarabiania pieniędzy, bo za ratingi nie są brane pieniądze od emitentów akcji czy obligacji, ale od inwestorów, co zdecydowanie ogranicza konflikt interesów. Poza tym trafność ocen Egan Jones była na przełomie stuleci o wiele wyższa niż wielkich agencji, jak na przykład w przypadku słynnych bankrutów jak WorldCom czy Enron.

Agencje ratingowe znalazły się wśród instytucji, które obarczone są odpowiedzialnością za wybuch kryzysu, ponieważ zbyt długo nie dostrzegały zagrożeń zarówno w gospodarce USA, jak i krajów strefy euro<sup>22</sup>. Amerykańskie agencje Fitch, Standard & Poor's oraz Moody's najpierw zbyt długo ignorowały zagrożenia, co w ostateczności doprowadziło do wybuchu kryzysu finansowego, teraz natomiast ich reakcja jest zbyt impulsywna i bez wyraźnego uzasadnienia obniżają aż o kilka stopni ratingi kolejnym państwom<sup>23</sup>.

## ZAKOŃCZENIE

---

22 P. Maciejewicz, KUKE ocenia..., opr. cyt.

23 P. Maciejewicz, Polska na A+, Grecja na B, czyli KUKE jak Standard and Poor's,

[http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,9968841,Polska\\_na\\_A\\_\\_\\_Grecja\\_na\\_B\\_czyl\\_i\\_KUKE\\_jak\\_Standard.html](http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,9968841,Polska_na_A___Grecja_na_B_czyl_i_KUKE_jak_Standard.html), 25 kwietnia 2013r.

Wystawiane przez agencje ratingowe oceny ryzyka inwestycyjnego są wykorzystywane w procesie podejmowania decyzji o inwestycjach. Inwestorzy, podejmując decyzje o lokowaniu kapitału w wybranym kraju, chcą znać ryzyko z tym związane. Nie mają jednak potrzebnych do takiej oceny ryzyka informacji, których dostępność jest bardzo ograniczona. Dlatego też indywidualni inwestorzy nie posiadając specjalistycznej wiedzy, opierają się na ocenach wystawianych przez zajmujące się tym agencje ratingowe. Agencje mają zatem przez swoje oceny wpływ na całą gospodarkę, bo kierują decyzjami inwestorów, dzięki swojej reputacji. Wzrost ratingu zachęca, a obniżenie zniechęca potencjalnych inwestorów.

Działalność agencji budzi jednak kontrowersje. Powstają pytania o zasadność i wiarygodność ocen tych instytucji. Te wątpliwości pojawiły się w dobie kryzysu. Bowiem to właśnie oceny ratingowe wielkiej trójki amerykańskich agencji przyczyniły się do powstania kryzysu.

Wielka trójka agencji USA ma silną pozycję i duży wpływ na światowe rynki finansowe. Jednakże kwestia błędów i wypaczeń przy ocenach wydawanych przez agencje ratingowe stały się powodem, że pojawiła się koncepcja ograniczenia tej samowoli S&P, Fitch i Moody's poprzez objęcie ich nadzorem i wprowadzeniem możliwości ich zaskarżenia, ale zapowiadanych zmian i regulacji nie wprowadzono nadal. Ale reakcja inwestorów, którzy to pomimo obniżenia ocen, na przykład USA czy Włoch, zwiększyli zaangażowanie w obligacje tych krajów, świadczy o tym, że rynki same wydały wyrok na wymienione agencje, a skutki oddziaływania agencji maleją.

## LITERATURA

- J. Brylak, Agencje ratingowe na rynku inwestycji. Prawne aspekty instytucji, Zeszyty Naukowe nr. 11, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2011.
- K. Bylinowski, Enron – upadek Giganta, <http://historiagospodarcza.pl/enron-upadek-giganta/>, 25 kwietnia 2013r.
- N. Chinowski, KUKĘ pozostawiła bez zmian ocenę i perspektywę ratingu dla Polski (A+) – KUKĘ (opinia), <http://finanse.wp.pl/kat,7069,title,KUKĘ-pozostawila-bez-zmian-ocene-i-perspektywe-ratingu-dla-Polski-A-KUKĘ-opinia,wid,14861022,wiadomosc.html?ticaid=110810>, 25 kwietnia 2013r.
- B. Grabińska, K. Grabiński, Agencje ratingowe, a kryzys finansowy na rynku subprime, Zeszyty Naukowe nr 10, Polskie Towarzystwo Ekonomiczne, Kraków 2011.
- T. T. Kaczmarek, Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne, Diffin, Warszawa 2010.

- F. Kowalik, Nosił wilk razy kilka .... Co czeka agencje ratingowe ?  
<http://www.forbes.pl/artykuly/sekcje/wydarzenia/nosil-wilk-razy-kilka----co-czeka-agencje-ratingowe,25503,1>, 25 kwietnia 2013r.
- Z. Kwaśnik, W. Żukow, Współczesne problemy ekonomiczne jako wyzwanie zmieniającej się gospodarki, Radomska Szkoła Wyższa, Radom 2010.
- I. Morawski, Rating Hiszpanii lepszy niż Polski dzięki euro,  
<http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/rating-hiszpanii-lepszy-niz-polski-dzieki-euro>, 25 kwietnia 2013r.
- E. Radomska, Agencje ratingowe – zasady funkcjonowania i źródła krytyki,  
[http://www.wsz-pou.edu.pl/magazyn/?strona=mag\\_radomska74&nr=74&p](http://www.wsz-pou.edu.pl/magazyn/?strona=mag_radomska74&nr=74&p), 25 kwietnia 2013r.
- S.T. Surdykowska, Ryzyko finansowe w środowisku globalnej gospodarki. Kulisy najbardziej spektakularnych afer finansowych ostatnich lat, Difin Warszawa 2012.
- A. Zwoliński, Artur Nawrocki, Agencje ratingowe rządzą Polską gospodarką. Zobacz jak,  
<http://www.money.pl/gospodarka/raporty/artykul/agencje;ratingowe;rządza;pol-ska;gospodarka;zobacz;jak,25,-1,1007897.html>, 25 kwietnia 2013r.