

Tadeusz T. KACZMAREK\*

## Kryteria oceny gospodarki stosowane przez agencje ratingowe\*\*

### Wprowadzenie

Potrzeba oceny stanu gospodarki państwa zyskała na znaczeniu w latach 80. XX wieku, kiedy zaczął narastać kryzys zadłużeniowy. To niebezpieczne zjawisko stało się krytycznym punktem zachwiania nie tylko gospodarek poszczególnych państw, ale również całej gospodarki światowej. Upadek na przełomie 1989/1990 roku radzieckiego systemu gospodarki centralnie planowanej i kierowanej przez państwo, który obowiązywał w Związku Radzieckim i państwach satelickich RWPG, nie tylko był sygnałem do rozpoczęcia procesu budowania gospodarki opartej na zasadach rynkowych, ale równocześnie wskazał na potrzebę traktowania państwa jako ważnego podmiotu komercyjnego, którego działalność powinna podlegać ocenie zgodnie z mechanizmami gospodarki rynkowej.

Równocześnie, mało przejrzysty mechanizm postępującej globalizacji gospodarki światowej przyniósł szereg nowych zagrożeń dla stabilnego rozwoju gospodarczego suwerennych państw. Aspiracje ekonomiczne wielu państw, potrzeba ich rozwoju cywilizacyjnego i dorównania krajom najwyżej rozwiniętym skłoniły rządy wielu państw do pozyskiwania środków finansowych na rynkach międzynarodowych. Proces ten realizuje się nie tylko przez zaciąganie kredytów i pożyczek, ale także przez emisję długu publicznego. W obu tych przypadkach istnieje konieczność dokonania **oceny wiarygodności finansowej państwa** jako kredytobiorcy i jako emitenta. Oceny takiej nie mogą przeprowadzać dowolne instytucje, ale powinny jej dokonać uznane na rynku międzynarodowym instytucje, które ferują obiektywne ratingi. Należą do nich wiodące agencje ratingowe, które niżej zostaną scharakteryzowane.

Rating gospodarki państwa, jako podmiotu suwerennego, obejmuje między innymi wymieniony wyżej ważny aspekt długów zaciąganych przez rządy i niekiedy gwarantowanych przez rządy. Ten rodzaj ratingu określanego przez agencje ratingowe jako *sovereign rating*, jest bardzo mocno związany z ryzykiem kraju. Z kolei ryzyko kraju łączy się ściśle z ryzykiem politycznym i ryzykiem transferu.

\* Autor jest pracownikiem naukowym Wyższej Szkoły Handlu i Prawa oraz Wyższej Szkoły Ekonomiczno-Informatycznej w Warszawie.

\*\* Artykuł został przedstawiony na konferencji: *Mierniki oceny stanu gospodarki w skali globalnej i krajowej*, zorganizowanej przez Kolegium Gospodarki Światowej SGH w Warszawie w dniu 9 listopada 2001 r.

**Ryzyko polityczne** wiąże się ze sposobem interwencji rządów w poszczególnych krajach w skali ich całej gospodarki lub w wybranych sektorach<sup>1</sup>. Rządy mogą bowiem podejmować zdywersyfikowane działania, obejmujące regulacje podatków; mogą też wprowadzać ograniczenia dewizowe, mogą wywłaszczać inwestorów zagranicznych, a także dyskryminować firmy zagraniczne w obszarze handlu. Brak stabilności rządów i ich polityki zwiększa ryzyko polityczne.

Ryzyko polityczne ma istotne znaczenie w aspekcie występującego związku pomiędzy ocenami kondycji finansowej państwa i spółek prawa handlowego oraz innych instytucji, mających swe siedziby na jego terytorium. Należy zauważyć, że istnieje taka prawidłowość, iż podmiot gospodarczy nie może mieć wyższej oceny wiarygodności niż kraj, w którym ma on swoją siedzibę. Wynika to z faktu, że podmiot gospodarczy podlega jurysdykcji i uprawnieniom władczym państwa.

Jeżeli chodzi o **ryzyko transferu**, to może ono dotyczyć np. rozliczenia długu w ustalonym terminie z partnerem zagranicznym. Ryzyko to pojawia się zwykle wówczas, kiedy zobowiązanie kredytobiorcy nie jest określone w lokalnej walucie państwa. Obca waluta zobowiązania może stać się niedostępna dla kredytobiorcy, nawet przy jego bardzo dobrej kondycji finansowej, z przyczyn od niego niezależnych, natomiast zależnych od decyzji rządu. Dla zminimalizowania tego ryzyka banki kredytodawcy ustalają określone limity dla poszczególnych krajów i państw, uwzględniając specyfikę ich sytuacji ekonomicznej i politycznej [Kaczmarek, 2001, s. 69-71].

### Pojęcie ratingu i ratingu dla państwa

Jednym z pierwszych kroków metodologicznych w tym obszarze badawczym jest zdefiniowanie pojęcia ratingu. W literaturze przedmiotu rating jest definiowany jako niezależna i obiektywna ocena ryzyka kredytowego podmiotu zaciągającego dług na rynku. Innymi słowy jest to opinia dotycząca możliwości obsługi zobowiązań płatniczych zaciąganych przez określony podmiot [Bannock & Manser, 1999, s. 254]. Natomiast rating kredytowy można określić jako całościową wycenę i klasyfikację przyszłego ryzyka inwestycyjnego związanego z określonym emitentem i jego emisją. Ocena ratingowa jest wyrażana syntetycznie za pomocą zestawu symboli według przyjętej skali i jest wynikiem przeprowadzenia wszechstronnej analizy nie tylko sytuacji określonego podmiotu, ale także otoczenia, w jakim on działa. Rating jest kategorią dynamiczną dotyczącą przyszłości, przy czym trzeba pamiętać, że każda pro-

<sup>1</sup> Warto zauważyć, że ryzyko polityczne łączy się z tzw. immunitetem suwerena, czyli zgodnie z zasadami międzynarodowego prawa publicznego, prawem każdego niepodległego państwa do samodzielnego kształtowania własnej polityki ekonomicznej i społecznej. W praktyce gospodarczej nie zawsze to prawo jest racjonalnie wykorzystywane, a niekiedy wręcz niemożliwe do wykorzystania.

gnoza obciążona jest w mniejszym lub większym stopniu niepewnością. Stąd też oceny poszczególnych agencji ratingowych często różnią się między sobą.

Rating państwa obejmuje w rzeczywistości górny pułap dla obligacji państwowych denominowanych w walutach zagranicznych, podlegających zwłaszcza politycznej kontroli. Zatem, jeżeli dla jakiegoś państwa ustalono rating na Aa2 lub BBB+ jako pułap, to emisje papierów w walutach zagranicznych, nawet bardzo dobrego instytucjonalnego emitenta, np. spółki akcyjnej, też będą oceniane jako Aa2 lub BBB+.

Agencje ratingowe równoległe z ryzykiem długu w walutach zagranicznych rozpatrują wspomniane wyżej ryzyko transferu, ponieważ w określonych trudnych sytuacjach na międzynarodowych rynkach walutowych występuje ingerencja banku centralnego suwerennego państwa.

W miarę postępującej globalizacji i internacjonalizacji rynków finansowych w latach dziewięćdziesiątych XX wieku suwerenne państwo zaczęło występować jako suwerenny emitent, na wzór innych podmiotów gospodarczych. Zatem można stwierdzić, że ocena wiarygodności państwa przez agencje ratingowe ułatwia w dużym stopniu działalność emisyjną państwa. „W przypadku suwerennego emitenta jego rating kredytowy powstaje na ogół w wyniku analizy fundamentalnej, opierającej się na rozbudowanych zbiorach informacji makroekonomicznych” [Michalski, 2000, s. 64]. Zagadnienie to zostanie szczegółowiej wyjaśnione w dalszej części tego artykułu. W tym miejscu należy jednak zauważyć, że ocena przyznana państwu rzutuje także na rating firmy, ponieważ obowiązuje zasada, że wiarygodność finansowa firmy nie może być wyższa od wiarygodności przyznanej państwu, na którego terytorium działa firma.

Obiektywna ocena ryzyka państwa jest odpowiedzią na pytanie, czy pożyczkobiorcy określonego państwa będą mieli dostęp do walut, których będą potrzebować do obsłużenia swoich przyszłych zobowiązań wynikających z tytułu wyemitowanych papierów wartościowych. Innymi słowy, czy istnieje zagrożenie niedotrzymania międzynarodowych zobowiązań. Emisja dłużnych papierów wartościowych następuje w postaci bonów, obligacji, weksli, certyfikatów depozytowych, akcji uprzywilejowanych co do płatności dywidendy oraz polis ubezpieczeniowych.

Rating państwa jest równocześnie miarą zdolności i gotowości jego banku centralnego do udostępnienia walut obcych, do obsługi zagranicznego zadłużenia podmiotom gospodarczym, a także obsłużenia długu państwa. Tego rodzaju rating nie jest bezpośrednią oceną zdolności kredytowej rządu, lecz odnosi się do łącznego zadłużenia państwa, czyli pożyczkobiorców sektora publicznego i prywatnego. I tak, rząd określonego państwa może mieć np. ocenę ratingową AAA odnośnie do spłaty długu denominowanego we własnej walucie; natomiast niższy może być rating oceniający zdolność spłaty długu w walutach zagranicznych z uwagi na wysoki poziom zadłużenia zagranicznego lub z powodu innych ważnych czynników politycznych i ekonomicznych<sup>2</sup>.

<sup>2</sup> Por. [Moody's Investors Service – 5.07.2001].

Przy ocenie zdolności suwerennego państwa do spłaty długu analitycy koncentrują się na dwóch aspektach braku możliwości wywiązania się ze swojego międzynarodowego zadłużenia. *Po pierwsze*, państwo może nie wywiązywać się ze swoich zobowiązań z powodu stałego deficytu wpływów z tytułu wymiany z zagranicą. *Po drugie*, pożyczkobiorcy państwa mogą okazać się zawodni z powodu występowania krótkoterminowego braku płynności spowodowanego między innymi nagłym przerwaniem dopływu gotówki za wyeksportowane towary i usługi. W obu tych przypadkach mogą to być sygnały o narastających problemach strukturalnych oraz pewnych anomaliach, które mogą doprowadzić do długookresowych perturbacji. To z kolei skłania do podjęcia pogłębionych badań i analiz możliwych sprzężeń zwrotnych występujących w obszarze polityki, gospodarki i innych dziedzin.

„Niechęć” suwerennego państwa do spłaty długu często związana jest z rewolucją lub radykalną zmianą rządu, który z powodu swoich arbitralnych racji politycznych nie chce spłacać długu. Sytuacje takie są znane z przeszłości, np. rewolucja radziecka 1917 roku i chińska 1949 roku, czy też deklaracja prezydenta Peru z 1985, że dotychczasowy dług będzie sukcesywnie spłacany częścią wpływów uzyskiwanych z eksportu. Takie zachowania przywódców państw wymagają ilościowej oceny ze strony agencji ratingowych ich zadłużenia z uwzględnieniem czynników politycznych i ekonomicznych.

Przy opracowywaniu ratingu określonego państwa wyspecjalizowane agencje korzystają z raportów o krajach, publikacji agencji informacyjnych, statystyk międzynarodowych, raportów ekspertów z podróży zagranicznych oraz innych źródeł zagranicznych, zawierających istotne dane gospodarcze, społeczne i polityczne. Ratingi obejmują grupy wskaźników dotyczących polityki wewnętrznej, polityki zagranicznej, a także gospodarki krajowej i zagranicznej. Te grupy wskaźników są uzupełniane szczegółowymi informacjami i danymi, które odnoszą się do ściśle określonych obszarów.

### Globalne agencje ratingowe

Agencje ratingowe to „firmy doradztwa inwestycyjnego, które przeprowadzają jakościową klasyfikację dłużnych papierów wartościowych oraz innych zobowiązań ze względu na *standing* finansowy emitenta poprzez nadanie pożyczkobiorcy stopnia zaufania finansowego wyrażonego za pomocą kodu literowego” [Dziawgo, 1998, s. 113].

Spośród 40 agencji ratingowych funkcjonujących w różnych krajach zaledwie kilka ma zasięg globalny i są one respektowane przez dużych inwestorów. Do grupy globalnych agencji ratingowych można zaliczyć: *Moody's Investors Service*, *Standard & Poor's*, *Dun & Bradstreet*, *Fitch*, *Japan Rating and Investment Information Inc.* oraz *A.M. Best Co.* W tabelicy nr 1 podane zostały podstawowe informacje o tych agencjach ratingowych.

Najwcześniej, bo już w 1909 r. w USA powstała agencja *Moody's Investors Service* i do dzisiaj cieszy się uznaniem w skali globalnej. Historia agencji *Standard & Poor's* sięga 1916 roku; obecnie agencja ta ma swoje biura w 22

krajach. Agencja ratingowa *Dun & Bradstreet* wywodzi się z jednej z najstarszych wywiadowni handlowych i ma zasięg globalny. W jej bazie informacyjnej zarejestrowane są dane obejmujące 53 miliony firm działających na całym świecie. *FITCH* – powstał w wyniku połączenia się dwóch firm: *Fitch* powstałej w 1924 roku w Stanach Zjednoczonych oraz *IBCA* powstałej w 1978 roku w Londynie. Następnie w 2000 roku *FITCH* kupił Agencję *Duff & Phelps*, która została utworzona w 1932 roku w Chicago. Dalsza akwizycja *FITCHA* objęła firmę *Thomson Financial BankWatch*. *FITCH* jest jedną z trzech agencji ratingowych, której akcje w całości należą do europejskiego właściciela – firmy *FIMALAC*, notowanej na giełdzie w Paryżu. Inna agencja globalna, to *A.M. Best Co.*, która powstała w 1899 roku w Stanach Zjednoczonych i specjalizuje się w ocenie firm ubezpieczeniowych. *Japan Rating and Investment Information Inc (R&I)* z lokalnej agencji ratingowej przekształciła się w ciągu kilku lat w agencję globalną [Dziawgo, 1998, s. 131-144]; [Basel Committee, 2000].

W Polsce także utworzono w 1996 roku agencję ratingową pod nazwą: *Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A. (CERA S.A.)*, której strategicznym akcjonariuszem w 1998 roku został *Thomson Financial BankWatch*. W grudniu 2000 roku inwestorem w *CERA S.A.* stał się *FITCH* z 52% udziałem. W dniu 21 listopada 2001 roku NWZ Akcjonariuszy *CERA S.A.* podjęło uchwały dotyczące zmiany nazwy Spółki na *FITCH Polska S.A.* oraz podwyższenie kapitału akcyjnego. Jako międzynarodowa agencja ratingowa *FITCH* działa na rzecz uczestników rynku kapitałowego. Przygotowuje analizy o najwyższych standardach jakościowych. Agencja ta jest uznawana przez odpowiednie władze regulacyjne na całym świecie. W 1999 roku *CERA S.A.* przygotowała rating suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, który w skrócie postaramy się zaprezentować, porównując go z ratingiem jednej globalnej agencji.

Tablica 1

## Wybrane agencje ratingowe o zasięgu globalnym

Nazwa agencji + główna siedziba	Rok powstania	Liczba pracowników	Właściciel Agencji	Raporty dla liczby krajów
Moody's Investors Service – USA	1909	1 500	Dun & Bradstreet	70
Standard & Poor's – USA	1916	1 000	McGraw-Hill (wydawnictwa i media)	>70
Dun & Bradstreet – USA	1933	11 000	niezależna	130
Fitch – Francja	Fitch 1924; w 2000 roku kupiła: IBCA, Duff and Phelps, Thomson BankWatch	1 100	FIMALAC (francuski Konglomerat)	75
A.M.Best Co. – USA	1899	>400	niezależna	65
Japan Rating and Investment Information Inc. (R & I) – Japonia	1985	140	Nikkei Newspaper	35

Źródło: [Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No. 3 – August 2000] oraz informacje z *Fitch Polska S.A.* – styczeń 2002.

### Podstawowe zadania agencji ratingowych

Agencje ratingowe dostarczają niezależnych i spójnych opinii o ryzyku kredytowym tkwiącym między innymi w papierach dłużnych emitowanych przez rządy państw. Opinie te są przekazywane w formie tabel ocen kwalifikacyjnych stosowanych przez agencje ratingowe (por. tablicę nr 3). Aby agencja ratingowa była wiarygodna i uznawana globalnie, powinna być niezależna, obiektywna, profesjonalna, rzeczowa i etyczna.

Ocena klasyfikacyjna jest opinią o możliwościach lub gotowości emitenta do spłacenia długu w całości i w przewidzianym terminie. Zatem ocena klasyfikacyjna stanowi miernik ryzyka niewypłacalności w okresie obowiązywania określonego papieru dłużnego. Trzeba jednak zauważyć, że ocena klasyfikacyjna nie stanowi zalecenia kupna lub sprzedaży wyemitowanego papieru wartościowego. Ocena ma stanowić tylko jeden z czynników pomocnych przy podjęciu decyzji inwestycyjnej.

Agencje ratingowe podkreślają, że w przypadku długu rządowego, ich ocen klasyfikacyjnych nie należy traktować jako opinii co do prawidłowości polityki prowadzonej przez określony rząd. W ratingach oceniane jest bowiem głównie ryzyko niewypłacalności.

Od około 10 lat globalne agencje ratingowe badają i uwzględniają ryzyko państwa w ratingach przedsiębiorstw ubezpieczeniowych, które prowadzą działalność na rynkach o różnym poziomie ryzyka kraju. Szereg lokalnych firm ubezpieczeniowych rozszerzyło swoją działalność na rynki zagraniczne i tam również prowadzi akwizycję. W tym zakresie występuje sprzężenie zwrotne, ponieważ inwestorzy instytucjonalni oraz finansowi pośrednicy, a także ubezpieczone osoby fizyczne i prawne są zainteresowane dokładnym poznanie wiarygodności i zdolności kredytowej firm ubezpieczeniowych. I tak, np. *Moodys* opracowuje i publikuje ratingi ubezpieczeniowe w 20 krajach dla firm ubezpieczenia na życie, ubezpieczeń majątkowych, reasekuracji i innych.

### Wybrane obszary, kryteria, wskaźniki i dane liczbowe wykorzystywane przy ocenie stanu gospodarki państwa

#### Wybrane obszary badania i dane liczbowe

Przy ocenie stanu gospodarki suwerennych państw agencje ratingowe analizują przede wszystkim niżej wymienione obszary i związane z nimi dane liczbowe. Z przeprowadzonych badań i porównań wynika, że wiodące agencje biorą pod uwagę następujące obszary<sup>3</sup>:

- System polityczny, w tym: forma sprawowania władzy, procedura zmiany rządu, stabilność systemu politycznego.
- Sytuacja społeczna, w tym podział dochodów, dane demograficzne, standard życia ludności, warunki pracy, poziom bezrobocia, rola związków zawodowych, różnice etniczne i religijne.

<sup>3</sup> Podaję zgodnie z metodologią stosowaną przez *Standard & Poor's*.

- Relacje wewnątrz kraju: transfer funduszy, podatków, odpowiedzialność decyzyjna.
- Stosunki polityczne i gospodarcze kraju z zagranicą.
- Zadłużenie zagraniczne państwa pomniejszone o rezerwy dewizowe.
- Elastyczność bilansu płatniczego.
- Struktura gospodarki: poziom rozwoju gospodarczego, wielkość produkcji, stopień zróżnicowania produkcji, dynamika wzrostu gospodarczego, dostępność zasobów naturalnych i infrastruktura.
- System kierowania gospodarką narodową obejmujący: efektywność polityki podatkowej, monetarnej i przemian strukturalnych.
- System administracyjny, w tym ograniczenia prawne, system zarządzania i kontroli.
- System podatkowy.
- Pozycja finansowa: praktyka rachunkowa, poziom zadłużenia.
- Perspektywy rozwoju gospodarczego [Sovereign Risk Indicators, 2000]; [Haile, 2000].

**FITCH** zbiera **podstawowe informacje i dane liczbowe** w podobnych obszarach co *Standard & Poor's*. Oto ich wykaz<sup>4</sup>:

- Dane demograficzne, edukacyjne i strukturalne.
- Rynek pracy.
- Struktura handlu.
- Dynamika sektora prywatnego.
- Bilans popytu i podaży.
- Bilans płatniczy.
- Polityka makroekonomiczna.
- Handel.
- Polityka wobec inwestycji zagranicznych.
- Bankowość i finanse.
- Aktywa wewnętrzne.
- Pasywa zewnętrzne.
- Realizowana polityka w kraju.
- Pozycja międzynarodowa.

#### Podstawowe wskaźniki

Po przeanalizowaniu wymienionych wyżej obszarów agencje przechodzą do kolejnej fazy badawczej, która obejmuje **wybrane wskaźniki makroekonomiczne**. Są to zwykle następujące wskaźniki:

- Produkt krajowy brutto (PKB) łączny i na 1 mieszkańca.
- Stopa wzrostu PKB – w procentach.
- Poziom inflacji (na koniec roku) – w procentach.
- Stopa bezrobocia.
- Saldo budżetu skonsolidowanego do PKB i z tego saldo budżetu państwa.

<sup>4</sup> Podaję za: [FITCH IBCA Sovereign Ratings – Rating Methodology, June 2001, s. 10-17].



- Sprzedaż aktywów – w wartościach bezwzględnych.
- Saldo płatności towarowych do PKB.
- Saldo obrotów bieżących do PKB.
- Wskaźnik pokrycia importu.
- Zadłużenie krajowe sektora publicznego do PKB.
- Zadłużenie zagraniczne sektora publicznego do PKB.
- Całkowite zadłużenie zagraniczne liczone do wolumenu eksportu.
- Obsługa zadłużenia krajowego do PKB.
- Wolumen eksportu do PKB.

Zebrane informacje i dane liczbowe stanowią materiał wyjściowy dla prowadzenia analiz i formułowania ocen w odniesieniu do określonych państw. Ratingi są nadawane i zmieniane przez komitet ratingowy i z tego powodu uważamy za celowe przedstawienie w dalszej części artykułu obowiązującej w tym zakresie metodyki.

### Kryteria oceny ratingowej

Agencje globalne oceniają wiarygodność kredytową emitenta i wyemitowanych przez niego papierów wartościowych w określonym kraju. Narodowa skala ratingu nie uwzględnia możliwych strat związanych z przyszłymi zmianami systemowymi, które mogą dotknąć każdego emitenta, nawet posiadającego najwyższą ocenę. To zagadnienie i związane z nim ryzyko uwzględniają ratingi globalne dla państw.

Rating skali narodowej należy pojmować jako ocenę zdolności kredytowej określonego państwa, łącznie z istotnym zewnętrznym wsparciem, jeżeli takowe wystąpi. Ratingi tego rodzaju nie służą do dokonywania porównań poszczególnych państw, ale do oceny ryzyka kredytowego występującego w ramach jednego państwa. Służą one inwestorom do oceny portfela papierów wartościowych na lokalnym rynku z uwzględnieniem rodzaju ryzyka zidentyfikowanego i ocenionego w ratingach dla zagranicznej i lokalnej waluty.

W trakcie opracowywania *ratingu dla państwa* jako suwerennego emitenta, pojmowanego na wzór innego podmiotu gospodarczego, agencje biorą pod uwagę następujące **kryteria**:

- wewnętrzną finansową siłę dłużnika, z uwzględnieniem takich istotnych czynników, jak:
- jakość rządzenia państwem,
- pozycja na rynku międzynarodowym,
- stopień dywersyfikacji długu,
- finansowa elastyczność,
- przejrzystość gospodarki,
- dbałość o ochronę środowiska, a także
- zdolność emitenta do wywiązania się ze swoich zobowiązań w ramach normalnego cyklu handlowego.

Segment emitentów z potencjalnym zagrożeniem ich zdolności bądź wiarygodności kredytowej jest zawsze niżej oceniany, niż segment stabilnych emi-



tentów. Pewne czynniki zewnętrznego wsparcia są zwykle uwzględniane *in plus* w ocenie, np. specyficzne narzędzia gwarancyjne, umowy z dokładnie ustalonymi warunkami emisji obligacji, udzielone wsparcie spółki matki lub rządu, chociaż to ostatnie występuje niezwykle rzadko.

Agencje podkreślają potrzebę zwrócenia uwagi na różnice występujące pomiędzy ratingiem narodowym dla podmiotów gospodarczych i ratingiem globalnym dla państwa. I tak, jedna z wiodących agencji o zasięgu globalnym, a mianowicie *Standard & Poor's*, w odniesieniu do państwa bada następujące dziedziny: gospodarkę, politykę, kredyty i obrót towarowy. Dlatego też takie zdarzenia, jak zmiana rządu, pogorszenie globalnej płynności, recesja czy też zmiana *terms of trade* same w sobie nie są jeszcze powodem do obniżenia przyznanego ratingu. Agencja stara się raczej łączyć swoje modyfikacje ratingu z takimi fundamentalnymi czynnikami, jak obserwowane długookresowe trendy lub nieprzewidziane zmiany polityki. Ratingi dla państw cechuje relatywnie wysoka stabilność z małą skłonnością do ich podwyższenia lub obniżenia.

### Rodzaje ryzyka rozpatrywane przy ocenach i ratingach dla państw

Wszechobecne ryzyko w polityce i gospodarce skłania agencje ratingowe do uwzględniania zdywersyfikowanego ryzyka w swoich ocenach i raportach. Ryzyko jest bowiem możliwością zaistnienia niepowodzenia, a w szczególności możliwością zaistnienia zdarzeń niezależnych od działającego podmiotu, których nie może on dokładnie przewidzieć i nie może im w pełni zapobiec, a które – przez zmniejszenie wyników użytecznych i/lub przez zwiększenie nakładów – odbierają działaniu zupełnie lub częściowo cechę skuteczności i ekonomicznej opłacalności [Kaczmarek, 2001, s. 26].

Skoro przez rating rozumie się ocenę lub oszacowanie siły finansowej każdego podmiotu gospodarującego, a zatem także państwa w obszarze jego zdolności kredytowej, zdolności do wywiązywania się z zaciągniętych zobowiązań czy też szerzej rzecz ujmując – do oceny jego wypłacalności, to niezwykle ważną sprawą jest ocena *ryzyka inwestycyjnego*.

Przy tej ocenie agencje ratingowe uwzględniają zwykle następujące rodzaje ryzyka [Kaczmarek, 2001, s. 39-69]: ryzyko działalności gospodarczej, ryzyko finansowe, płynności, walutowe, stopy procentowej, ryzyko kraju, transferu, ryzyko instytucjonalne i prawne.

*Ryzyko związane z działalnością gospodarczą* odnosi się zarówno do sfery makro- jak i mikroekonomicznej. Każdy podmiot gospodarujący musi mieć prawo do decyzji ryzykogennych. Jednakże ryzyko powinno być podejmowane świadomie. Oznacza to, że podmiot gospodarujący podejmujący ryzyko powinien w pełni zdawać sobie sprawę z konsekwencji danej decyzji i ponieść odpowiedzialność za urzeczywistnienie się ryzyka [Kaczmarek, 2001, s. 40 i 41].

*Ryzyko finansowe* może dotyczyć ruchu pieniądza wewnątrz kraju lub poza jego granicami. W ramach tego ryzyka można wyróżnić ryzyko kursowe, czyli walutowe i ryzyko stopy procentowej. Ryzyko kursowe można określić

jako ryzyko poniesienia straty z tytułu posiadania otwartej i niezabezpieczonej pozycji walutowej w sytuacji niekorzystnego ruchu kursów walutowych. Natomiast ryzyko stopy procentowej można zdefiniować jako niebezpieczeństwo negatywnego wpływu zmiany stóp procentowych na sytuację finansową podmiotu gospodarującego. Ryzyko finansowe dotyczy gospodarki całego państwa w równym stopniu.

**Ryzyko polityczne** wiąże się z możliwością interwencji rządów w poszczególnych krajach, w obszarze całej gospodarki lub w wybranych sektorach. Obejmuje ono ryzyko kraju i ryzyko transferu. Agencje ratingowe zwracają szczególną uwagę na ryzyko kraju, ponieważ w przypadku urzeczywistnienia się tego ryzyka kontrahent zagraniczny nie będzie w stanie wywiązać się z podjętego zobowiązania, o czym wspomniano we wstępie tej publikacji. Spośród wielu przyczyn wystąpienia tego ryzyka można wymienić wojnę, przewrót polityczny, moratorium rządu, a także różnego rodzaju afery gospodarcze i polityczne. Ryzyko kraju jest brane pod uwagę przede wszystkim przy udzielaniu kredytów zagranicznych rządowi lub instytucjom rządowym.

**Ryzyko związane z transferem** pojawia się wówczas, kiedy zobowiązanie kredytobiorcy nie jest określone w walucie miejscowej. Waluta zobowiązania może bowiem stać się niedostępna dla kredytobiorcy nawet przy jego bardzo dobrej kondycji finansowej z przyczyn od niego niezależnych. Uniknięcie tego ryzyka jest trudne, ponieważ decyzja jest podejmowana niezależnie od zainteresowanego podmiotu. Ryzyko to można zminimalizować poprzez poznanie obowiązujących zarządzeń państwowych, a także planowanych zmian, dotyczących regulacji dewizowych, obowiązujących w danym kraju w obszarze ograniczeń dewizowych [Kaczmarek, 2001, s. 69-71].

**Ryzyko instytucjonalne i prawne** obejmuje dziedzinę życia społecznego uporządkowaną przepisami prawa cywilnego, karnego, administracyjnego, skarbowego, dewizowego, bankowego i handlowego. Normy te regulują stosunki wewnątrz kraju, natomiast międzynarodowe prawo prywatne i publiczne reguluje stosunki między osobami i państwami poza granicami kraju.

**Ryzyko prawne** wiąże się z możliwością poniesienia strat w następstwie prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności wykraczającej poza ramy odpowiednich przepisów prawnych i obejmuje niemożność wyegzekwowania warunków zawartych umów i porozumień [Kaczmarek, 2001, s. 42].

## Metodyka ustalania i nadawania ratingów

Globalne agencje ratingowe stosują podobne zasady i metodykę nadawania ratingów. Z uwagi na ograniczone ramy tej publikacji ograniczymy się do przedstawienia metodyki i pragmatyki stosowanej przez amerykańską agencję ratingową *Moody's* [Moody's Investors Service, 2001, s. 3-7].

Proces nadawania ratingu odbywa się w sposób dynamiczny i należy do kompetencji komitetu ratingowego. Ważnym wymogiem jest, aby procedura ta gwarantowała integralność i efektywność nadawanego ratingu, a równocze-

śnie zapewniała jego porównywalność w warunkach globalizacji gospodarki światowej<sup>5</sup>.

Tablica nr 3 zawiera oznaczenie literowe ratingów stosowane przez wiodące globalne agencje ratingowe. Oznaczenia literowe obejmują zasadniczo trzy poziomy: wysoka jakość, średnia i niska. Jednakże w ramach poszczególnych rozróżnień literowych występuje duże pole stopniowania ocen. Niektóre agencje ratingowe stosują jednak bardzo szczegółowe rozróżnienia i tak np. *A.M. Best Co.* w swoich ratingach używa następujących ocen: najwyższa jakość, pierwszorzędna, bardzo dobra, średnia, marginesowa, słaba, bardzo słaba, pod nadzorem, w likwidacji, rating zawieszony.

Tablica 3

Oznaczenia literowe ratingów stosowane przez wybrane agencje ratingowe o zasięgu globalnym

Nazwa agencji	Symbole	Komentarz
Moody's Investors Service	Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C	Wysoka jakość Średnia jakość Niska jakość
Standard & Poor's	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC	Wysoka jakość Średnia jakość Niska jakość
Dun & Bradstreet	AAA, AA, A B C	Wysoka jakość Średnia jakość Niska jakość
Fitch	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C DDD, DD, D	Wysoka jakość Średnia jakość Niska jakość Bardzo niska jakość
A.M. Best Co.	A++, A+ (Superior) A, A- (Excellent), B++, B+ (Very Good) B, B- (Fair) C++, C+ (Marginal) C, C- (Weak) D (Poor) E (Under Regulatory Supervision) F (In Liquidation) S (Rating Suspended)	Najwyższa jakość Pierwszorzędna Bardzo dobra Średnia jakość Marginesowa Słaba Bardzo słaba Pod nadzorem W likwidacji Rating zawieszony
Japan Rating and Investment Information Inc. (R & I)	AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC, CC	Wysoka jakość Średnia jakość Niska jakość

Źródło: [Basel Committee on Banking Supervision Working Papers, No. 3 – August 2000]

<sup>5</sup> Wśród zalet przypisywanych ratingowi kredytowemu wymienia się porównywalność, standaryzację i jego syntetyczny charakter. Ale niekiedy spotkać można krytykę ratingów, dotyczącą ich schematyzmu, stosowanych uproszczeń oraz bazowaniu na informacjach z przeszłości.

Polska agencja CERA S.A. używała następujących ocen:

AAA, AA, A – wysoka jakość,

BBB, BB, B – średnia jakość,

CCC, CC, C – niska jakość.

Są to oznaczenia literowe zbliżone do symboli stosowanych przez globalne agencje ratingowe. (Od 2002 roku będzie stosować identyczne oznaczenia jak FITCH). CERA S.A. podtrzymała rating z 2000 roku przyznany dla długoi krótkoterminowego zadłużenia Rzeczypospolitej Polskiej denominowanego w złotych na poziomie **AA+** (dla zadłużenia długoterminowego) oraz **CP-1** (dla zadłużenia krótkoterminowego).

Agencje stosują niekiedy metodę SWOT. I tak, CERA S.A. w następujący sposób oceniła mocne i słabe strony wiarygodności kredytowej Polski w lipcu 2001 roku:

Mocne strony	Słabe strony
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Wysoki poziom rezerw dewizowych i zadowalający poziom wskaźnika pokrycia importu</li> <li>• Szybszy wzrost eksportu niż importu</li> <li>• Kontynuacja procesów prywatyzacyjnych</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Spadek tempa wzrostu gospodarczego w kraju</li> <li>• Wysokie stopy procentowe</li> <li>• Niższe wpływy budżetowe z prywatyzacji</li> <li>• Wzrost bezrobocia i brak programów przeciwdziałania mu</li> <li>• Pogorszenie się kondycji finansowej przedsiębiorstw</li> <li>• Konieczność poniesienia kosztów restrukturyzacji górnictwa, rolnictwa, PKP</li> </ul>
Szanse	Zagrożenia
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Perspektywa poprawy relacji między eksportem a importem w br.</li> <li>• Zmniejszenie deficytu obrotów bieżących</li> <li>• Wzrost produkcji sprzedanej przemysłu w pierwszej połowie br.</li> <li>• Dostosowywanie Polski do standardów Unii Europejskiej</li> <li>• Spadek inflacji poniżej założonego poziomu</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Pogorszenie koniunktury gospodarczej w krajach UE</li> <li>• Wysoki deficyt budżetowy i słaba kontrola wydatków budżetowych</li> <li>• Pogorszenie relacji deficytu budżetowego do PKB w 2001 roku</li> <li>• Konieczność nowelizacji ustawy budżetowej</li> <li>• Podporządkowanie gospodarki doraźnym celom politycznym</li> </ul>

Źródło: Aktualizacja ratingu: Rating Suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, CERA S.A. – lipiec 2001 rok

Cel procesu ratingowego zostaje osiągnięty, kiedy ocena jest adekwatna do przeanalizowanych danych i rzeczywistej sytuacji. Można ten cel osiągnąć przez powołanie zdywersyfikowanego składu Komitetu. Członkowie muszą posiadać odpowiednie doświadczenie i wiedzę, aby być w stanie dokonać prawidłowej oceny. Każdy z członków Komitetu ma prawo przedstawić swoje stanowisko także wówczas, kiedy różni się ono od innych opinii. Zebrane opinie są następnie poddawane szerokiej dyskusji i równocześnie są prezentowane odpowiednie scenariusze. Wszystkie te działania podejmowane są z myślą o zapewnieniu ratingom wysokiego poziomu obiektywności.

Temu celowi służą także narady organizowane przez analityków z partnerami zainteresowanymi ratingiem. Chodzi bowiem o dokładne zrozumienie

i szerokie przedyskutowanie, zwłaszcza tych punktów, które potem wpłyną w decydujący sposób na jakość ratingu. W tym celu *Moody's* przekazuje np. emitentowi obligacji – w formie pisemnej – decyzję Komitetu przed jej opublikowaniem. Udostępnia również projekt tekstu, który zostanie przekazany do opublikowania w prasie.

Przy pierwszym ratingu emitent ma prawo zgłoszenia sprzeciwu, zwłaszcza jeżeli dysponuje nowymi istotnymi informacjami, które pozwolą Komitetowi ponownie przeanalizować sformułowaną ocenę. Należy unikać bezzasadnego opóźnienia opublikowania ratingu.

Ocena wiarygodności zawiera w sobie element subiektywnego podejścia, zwłaszcza z tego powodu, że odnosi się ona do przyszłości. Komitet ratingowy powinien jednak wnieść jak najwięcej obiektywizmu do oceny przez dogłębne zrozumienie ważnych czynników ryzyka. Analitycy muszą uwzględniać globalny kontekst, czynniki jakościowe i rozwój długookresowy procesów gospodarczych.

Z tego powodu celowe jest bliższe poznanie roli Komitetu ratingowego i zasad jego funkcjonowania.

### Zasady funkcjonowania komitetów ratingowych

Komitety ratingowe agencji korzystają z określonych metod i kryteriów, natomiast nie posługują się standardowymi schematami oceny badanych podmiotów.

Jak wspomniano wyżej, oceny nie są ferowane przez jedną osobę, ale przez komitet, w skład którego wchodzi członkowie posiadający odpowiednie doświadczenie, wiedzę i umiejętności analityczne. Członkowie mają swobodę prezentowania odmiennych opinii, aby zachować obiektywizm i bezstronność ocen. Komitet może przygotowywać różne scenariusze i przeprowadzać odpowiednie symulacje.

**Kiedy obraduje Komitet?** – Jest kilka sytuacji, kiedy zwoływane jest posiedzenie Komitetu. Są to następujące sytuacje: potrzeba opracowania ratingu dla nowego emitenta, uaktualnienie wcześniej opublikowanego ratingu, pojawienie się nowego instrumentu finansowego, wprowadzenie ratingu na listę „obserwacyjną”. Na terminy zwoływania spotkań i aktywność komitetów ratingowych ma także wpływ fakt publikowania raportów rocznych spółek giełdowych w marcu i kwietniu każdego roku.

Przed zwołaniem posiedzenia Komitetu agencje starają się o tym fakcie poinformować zainteresowane podmioty (emitentów, firmy i inne instytucje). Zainteresowana agencja podaje też przedmiot spotkania, aby strony mogły przygotować i wymienić nowe merytoryczne informacje i dokumenty.

W posiedzeniu Komitetu zwykle uczestniczą następujący specjaliści i eksperci: główny analityk, odpowiedzialny dyrektor, analityk branżowy, specjalista do spraw strukturalnego finansowania, analityk kraju oraz przewodniczący Komitetu ratingowego. Każdy członek Komitetu posiada jeden głos i powinien z niego skorzystać w czasie głosowania. Tzw. metoda ekspertów zyskała uznanie w praktyce międzynarodowej i stosowana jest przez wszystkie agencje ratingowe.

**Poinformowanie o decyzji Komitetu.** – Wszystkie informacje muszą być traktowane jako tajne lub poufne tak ze strony agencji, jak i ze strony emitenta, do chwili upublicznienia ratingu. Komitet powinien bezpośrednio po zakończeniu posiedzenia poinformować zainteresowany ratingiem podmiot o swojej decyzji. Celem takiego postępowania jest osiągnięcie wysokiej dokładności treści informacyjnej oraz uniknięcie przypadkowego ujawnienia informacji poufnych.

Informacja przekazywana przez agencję ratingową do prasy oparta jest na następującym *schemacie*: tytuł ratingu, podanie powodu publikacji, główne przyczyny przeprowadzonego ratingu, nazwanie branży, podanie siedziby firmy, a w przypadku państwowego emitenta – podanie nazwy nadrzędnej organizacji i jej struktury.

Decyzja ratingowa musi zostać podana w taki sposób do publicznej wiadomości i w tak krótkim czasie, aby zainteresowane strony w równym stopniu mogły skorzystać z tej informacji. W szczególności chodzi tu o spółki giełdowe.

Powstaje uzasadnione pytanie: **czy oceniany podmiot może zgłosić sprzeciw?** – Z przedstawionej wyżej procedury wynika, że agencje starają się o maksymalną przejrzystość i dostępność kontroli ferowanych ocen. Jednak może się zdarzyć, że emitent zainteresowany możliwie najwyższą oceną nie jest skłonny zgodzić się z obiektywną oceną agencji. W takiej sytuacji przysługuje jemu prawo zgłoszenia sprzeciwu, chociaż zdarza się to niezwykle rzadko, i istnieje obowiązek przedłożenia istotnie nowych informacji i nowych danych liczbowych.

W określonych przypadkach agencja ratingowa może nie wyrazić zgody na zgłoszenie sprzeciwu. Może to mieć miejsce wówczas, kiedy są określone wymagania czasowe i ponowne rozpatrywanie dodatkowych uzupełniających informacji spowoduje opóźnienie np. transakcji na giełdzie. Ponadto agencja nie akceptuje sprzeciwu, jeżeli została opublikowana ocena przez inną agencję ratingową, a emitent swój sprzeciw zgłasza jako formę gry taktycznej, licząc na opóźnienie i zdezorientowanie inwestorów.

Tablica 4

Wskaźniki ekonomiczne dot. ryzyka państwa – Dane porównawcze dla wybranych państw za lata 1996-2000

Kraj	Rating waluty zagranicznej	PKB na 1 mieszkańca w US\$ 2000 rok	Inwestycje do PKB 2000 rok	Realny przyrost PKB (zmiana w %)		Inwestycje rzeczowe (zmiana w %)		Bezrobocie (% zdolnych do pracy)		Indeks cen konsumpcyjnych (% zmiany)	
				1996-2000	2000	1996-2000	2000	1996-2000	2000	1996-2000	2000
Francja	AAA	26.919	19	2,2	2,7	2,9	4,2	11,8	11,0	1,0	1,1
Niemcy	AAA	24.091	22	1,8	2,9	1,2	4,0	10,9	10,0	1,4	2,0
USA	AAA	35.739	18	4,2	4,5	9,2	8,5	4,6	3,9	2,3	2,7
Włochy	AA	21.816	21	1,7	2,7	3,7	5,0	11,5	11,0	2,3	2,2
Czechy	A-	5.201	30	0,3	1,4	(0,4)	3,0	6,9	10,0	6,9	4,2
Węgry	BBB+	5.303	29	4,1	5,3	8,8	10,0	8,0	6,5	14,9	8,4
Polska	BBB+	4.369	28	5,4	5,1	14,6	9,5	11,8	12,0	12,7	8,4
Rumunia	B-	1.374	22	(2,6)	1,0	(5,6)	4,0	10,0	13,5	70,0	40,0
Rosja	SD	1.147	16	(0,4)	2,5	(4,3)	4,0	11,5	11,3	39,7	23,0

Źródło: Standard & Poor's – June 2000

## Rating suwerenny dla Rzeczypospolitej Polskiej

Po przedstawieniu w poprzednich punktach artykułu teoretycznej strony kryteriów i metod przygotowywania oceny stanu gospodarki państwa przez agencje ratingowe, poniżej zostanie przedstawiony przykład ratingu opracowanego dla Rzeczypospolitej Polskiej. W prezentacji wykorzystane zostaną raporty dwóch agencji, a mianowicie *Standard & Poor's* oraz Środkowoeuropejskiego Centrum Ratingu i Analiz (CERA S.A.) W tabelicy nr 4 zostały przedstawione ratingi dla wybranej grupy państw, a mianowicie: Francji, Stanów Zjednoczonych, Włoch, Czech, Węgier, Polski, Rumunii i Rosji. Skala ocen dla poszczególnych państw obejmuje oznaczenia od AAA do B-. Polska uzyskała ocenę BBB+, czyli taką samą jak Węgry. W tabeli uwzględnione zostały takie wskaźniki, jak PKB na 1 mieszkańca, inwestycje do PKB, bezrobocie oraz indeks cen konsumpcyjnych.

W maju 1999 roku CERA S.A. przyznała Polsce rating AA+ dla waluty krajowej, uzasadniając to w ten sposób, że ryzyko zalegania ze spłatą zadłużenia wewnętrznego przez rząd polski jest bardzo niskie. W aktualizacji ratingu z lipca 2000 i 2001 roku CERA S.A. podtrzymała ten rating dla zadłużenia długoterminowego Polski denominowanego w złotych<sup>6</sup>.

Jako informację wyjściową agencje prezentują zwyczajowo wybrane wskaźniki ekonomiczne za kilka minionych lat oraz własną prognozę. W przypadku Polski zestawione zostały przez CERA S.A. w tabelicy nr 5 następujące wskaźniki:

Tabela 5

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Polski za okres 1995-2001

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001P
PKB (w mld USD)	119,1	134,6	143,1	158,6	154,6	158,8	167,2
PKB na osobę (USD)	3029,8	3265,5	3451,1	4067,5	3955,5	4110,3	4327,8
Stopa wzrostu PKB (w %)	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1	4,1	2,5
Inflacja (koniec okresu, %)	21,6	18,5	13,2	8,6	9,8	8,5	6,5
Stopa bezrobocia (w %)	14,9	13,2	10,3	10,4	13,0	15,0	16,5
Saldo budżetu skonsolidowanego / PKB (%)	-2,2	-2,3	-1,4	-2,5	-2,5	-2,0	-4,0
Z tego, saldo budżetu państwa (%)	-2,6	-2,5	-1,3	-2,4	-2,1	-2,2	-3,9
Sprzedaż aktywów (w mld USD)	1070,3	681,3	1886,3	2012,0	2893,0	6455,4	2800,0
Saldo płatności towarowych / PKB (%)	-1,6	-6,5	-8,4	-8,7	-9,4	-7,9	-7,8
Saldo obrotów bieżących / PKB (%)	4,7	-1,1	-3,2	-4,3	-7,6	-6,0	-6,0
Wskaźnik pokrycia importu (w mies., koniec roku)	7,1	6,5	6,3	7,2	7,5	7,9	7,5
Zadłużenie krajowe sektora publicznego / PKB (w %)	22,9	21,9	22,2	22,0	22,0	21,3	23,0
Zadłużenie zagraniczne sektora publicznego / PKB (w %)	35,0	29,2	24,9	21,1	20,2	18,4	17,5
Całkowite zadłużenie zagraniczne / Eksport (w %)	132,7	117,0	102,7	108,7	165,6	145,3	144,0
Obsługa zadłużenia krajowego / PKB (w %)	3,8	3,0	2,7	2,6	2,4	2,0	2,3

Źródło: dane GUS za kolejne lata; P = prognoza na 2001 rok CERA S.A.

<sup>6</sup> W bezpośredniej rozmowie z członkiem Zarządu CERA S.A. w lipcu 2001 roku uzyskałem informację, że rating AA+ dla Polski zostanie utrzymany. Nowy rating dla Polski będzie przygotowany przez FITCH Polska S.A. w czerwcu br.



Agencja *Standard & Poor's* wskaźniki makroekonomiczne dla Polski zbadała pod kątem zmian. Były to następujące wybrane wskaźniki.

Tablica 6

## Wybrane wskaźniki ekonomiczne dla Polski za okres 1997-2002

Wybrane wskaźniki	2002P	2001P	2000	1999	1998	1997
Realny PKB (zmiana w %)	4,5	4,0	4,1	4,1	5,3	6,8
Realny popyt wewnętrzny (zmiana w %)	4,4	3,2	2,6	5,1	5,8	9,6
Realna prywatna konsumpcja (zmiana w %)	4,5	3,0	2,5	5,4	4,7	6,9
Realna <i>government consumption</i> (zmiana w %)	1,2	1,2	1,2	1,4	1,6	3,2
Realne inwestycje stałe (zmiana w %)	8,0	6,5	3,1	6,9	14,2	21,7
Realny eksport (zmiana w %)	7,5	8,0	16,2	(1,0)	10,8	12,2
Stopa bezrobocia (w %)	16,5	16,0	15,0	13,1	10,4	10,3

P – prognoza S & P

Źródło: [Sovereigns Analysis, Poland (Republic of), *Standard & Poor's* 2001-07-09, s. 6]

## Dynamika polityczna

Agencja ratingowe po przedstawieniu wskaźników makroekonomicznych prezentują najczęściej tło polityczne. W odniesieniu do Polski agencje stwierdzały, że polski system polityczny opiera się na zachodnioeuropejskim modelu parlamentarnym. Istnieje też system wielopartyjny. Poprzedni rząd zdominowany był przez AWS Solidarność, który podjął się przeprowadzenia czterech reform (szkolnictwo, służba zdrowia, administracja kraju, system emerytalny), oraz m.in. przyspieszenia prywatyzacji sektora państwowego: górnictwa węglowego, hut, bankowości i telekomunikacji. Ocena reform i ich wyniki nie okazały się jednoznacznie pozytywne. Agencja sformułowała równocześnie pewne ostrzeżenia<sup>7</sup>.

*Po pierwsze*, aktualny porządek trwa stosunkowo krótko i instytucje demokratyczne podlegają ewolucji. *Po drugie*, może nastąpić ograniczenie reform lub „zmęczenie reformami”. *Po trzecie*, reformy mogą wywołać niezadowolenie robotników zrzeszonych w związkach zawodowych. *Po czwarte*, pomimo silnego zaangażowania polskich elit politycznych i gospodarczych w proces przystąpienia do UE, jest dużo trudnych kwestii do rozwiązania, w tym związane z tym koszty. Można spodziewać się opóźnienia procesu. Podobne zastrzeżenia można znaleźć w ocenie przygotowanej przez *Standard & Poor's*.

## Fundamentalne wskaźniki ekonomiczne

Agencje ratingowe, prezentując podstawowe wskaźniki ekonomiczne dla Polski, opierają się na danych publikowanych przez GUS. Obie agencje odnotowują fakt, że około 64% miejsc pracy istnieje w sektorze prywatnym wytwa-

<sup>7</sup> Por. [Raport kredytowy – Rating suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, CERA S.A. – maj 1999].

rzającym ponad 50% PKB. Zaledwie 1/3 pracujących jest zatrudniona w sektorze publicznym na szczeblu centralnym, lokalnym i w przedsiębiorstwach państwowych. Niesprywatyzowane pozostaje górnictwo, hutnictwo, przemysł chemiczny, kolejowy i energetyczny. Szara strefa stanowi 17% PKB.

Gospodarstwa rolne wytwarzają około 5% PKB, ale zatrudniają prawie 25% siły roboczej. Rolnictwo charakteryzuje rozdrobnienie, nieefektywność i problemy ze sprostaniem konkurencji krajów UE. W drugiej połowie 1998 roku odnotowano w Polsce spowolnienie wzrostu gospodarczego (por. tablicę nr 5). Standard & Poor's prognozuje, że w 2001 roku PKB obniży się do 4%, natomiast bezrobocie wzrośnie do 16%.

Jeżeli chodzi o reformę strukturalną, to ma ona dwa aspekty: podstawowe sektory przemysłowe oraz sprzedaż majątku państwowego. Polska jest zaangażowana w restrukturyzację głównych przedsiębiorstw państwowych i ich sprzedaż głównie zagranicznym podmiotom w celu pozyskania funduszy dla budżetu państwa. Przychody z prywatyzacji są wykorzystywane dla zmniejszenia potrzeb finansowania wydatków rządowych przez emisję skarbowych papierów dłużnych.

### Finanse publiczne

CERA S.A. oraz Standard & Poor's sporo miejsca poświęciły finansom publicznym. Od 1993 roku Polska prowadzi restrykcyjną politykę budżetową. Zarówno przychody jak i wydatki wzrastały średnio o 23% rocznie. Spłata kapitału i odsetek zadłużenia publicznego wzrosła z 5,57 mld zł w 1993 roku do 17,91 mld zł w 1998.

W całym badanym okresie występował narastający deficyt budżetu państwa w przedziale od 4,3 mld zł w 1993 do 13,2 mld zł w 1998. Deficyt ten wynosił średnio 2,4% PKB. Równocześnie CERA S.A. sygnalizowała pewien przesadny optymizm rządu J. Buzka w planach na 1999 rok. „Budżet rządowy na rok 1999 opiera się na planowanym deficycie w wysokości 12,8 mld zł (2,7% PKB) z wyłączeniem przychodów ze sprzedaży aktywów państwowych. Główne założenia ekonomiczne wspierające ten zmniejszony deficyt to: realny wzrost PKB w wysokości 5,1% oraz spadek bezrobocia i inflacji odpowiednio do 9,4% i 8,1% według stanu na koniec roku. Deficyt rachunku bieżącego ma wzrosnąć jedynie do 4,9% PKB. Wszystkie te założenia wydają się być w opinii CERA S.A. zbyt optymistyczne. Najbardziej prawdopodobnym skutkiem dla budżetu będą niższe niż przewidywane przychody rządowe, a więc wyższy deficyt budżetowy”<sup>8</sup>.

### System emerytalny – źródło deficytu budżetowego

Agencje opracowując rating dla Polski zwróciły uwagę na system emerytalny. Wydatki na emerytury stanowią 15% PKB, zaś transfer z budżetu cen-

<sup>8</sup> Ibidem s. 10.

tralnego stanowi 2% PKB. Ogólne zadłużenie z tytułu emerytur, według oceny CERA S.A. z maja 1999, przekraczało 200% PKB<sup>9</sup>. Sytuację tę miała zmienić reforma systemu emerytalnego z 1999 roku, co jednak się nie spełniło, ponieważ źle przygotowana reforma doprowadziła do katastrofalnej sytuacji w tym obszarze, a w szczególności w ZUS-ie.

### Polityka monetarna

Polityka monetarna jest przedmiotem wnikliwej analizy wszystkich agencji ratingowych, które dla Polski przygotowywały ocenę.

CERA S.A. w oparciu o pozytywną ocenę polityki monetarnej NBP sformułowała następującą prognozę: „Można się spodziewać kontynuacji twardej polityki monetarnej NBP, gdyż ogranicza ona inflację, zachęca do większej produktywności eksporterów dzięki mocnemu złotemu, zniechęca do nadmiernego zaciągania kredytów w kraju, zniechęca napływ kapitału spekulacyjnego i obniża ryzyko wystąpienia niestabilności finansowej, jaka miała miejsce w Azji i sąsiadującej z Polską Republice Czeskiej w roku 1997”<sup>10</sup>. Po dwóch latach okazało się, że prognoza ta była zbyt optymistyczna. Bardziej ostrożna była ocena *Standard & Poor's*<sup>11</sup>.

### System bankowy

W przypadku Polski uznano, że ryzyko systemu bankowego jest mniejsze niż w innych krajach wschodnioeuropejskich z następujących powodów: banki w dalszym ciągu są prywatyzowane i konsolidowane; zagraniczna konkurencja podniosła standard udzielania kredytów, zagraniczna własność wprowadziła zachodnie standardy zarządzania oraz tworzenia odpowiednich rezerw na kredyty zagrożone. Ponadto polskie banki są stosunkowo rentowne.

Prawdopodobieństwo wystąpienia kryzysu systemu finansowego w Polsce jest niskie, ponieważ polski system bankowy nie posiada nadmiernej ekspozycji i jako całość jest niewielki. Połączone kapitały polskich banków komercyjnych wynoszą jedynie około 7 mld USD, co odpowiada w przybliżeniu kapitałom banku średniej wielkości w Europie Zachodniej. Perspektywa przystąpienia Polski do UE przesądziła o przyjęciu nowego prawa bankowego i stworzenia warunków konkurencji w sektorze bankowym. W tym zakresie ocena CERA S.A. i *Standard & Poor's* były zbliżone.

### Rachunki zewnętrzne i przepływy kapitałowe

CERA S.A. w swoim raporcie odnotowała, że „w wyniku gwałtownego wzrostu popytu krajowego na importowane dobra konsumpcyjne i inwestycyjne oraz

<sup>9</sup> CERA S.A., Raport kredytowy... op. cit. s. 11.

<sup>10</sup> Ibidem s. 14.

<sup>11</sup> Por. [Rating the Transition Economies – 2001 z 16.04.2001].

polityki mocnej złotówki, deficyt handlowy Polski wzrósł w ostatnich latach. Kształtował się on następująco: 8,1 mld USD (6,5% PKB) w roku 1996, 11,3 mld USD w roku 1997 (8,4% PKB) i 13,7 mld USD w roku 1998 (8,7% PKB), 15 mld USD (10% PKB) w 1999 i 18 mld USD w 2000 roku<sup>12</sup>.

W punkcie dotyczącym przepływu kapitału agencje ratingowe odnotowują, że ze względu na położenie geograficzne, siłę nabywczą konsumentów, wysokie realne stopy procentowe i atrakcyjne warunki inwestowania, Polska przyciągała coraz większy kapitał zagraniczny. Główni inwestorzy, to General Motors, VW, Fiat, Daewoo, RAO Gazprom, PepsiCo, International Paper i inni.

Prognozy sformułowane przez agencje były optymistyczne, ale nasilająca się recesja i zjawiska kryzysowe narzuciły konieczność ich weryfikacji. Znalazło to wyraz także w aktualizacji polskiej Agencji Ratingowej z lipca 2001 roku: „Od ostatniej aktualizacji ratingu w lipcu 2000 r. sytuacja makroekonomiczna Polski uległa pogorszeniu. Wyrazem tego jest rosnące bezrobocie, które na koniec czerwca br. wynosiło blisko 16% (według GUS). (...) Jednocześnie pogorszyły się wyniki finansowe przedsiębiorstw. Naszym zdaniem w bieżącym roku wzrost gospodarczy będzie kontynuowany, ale dynamika wzrostu PKB będzie najmniejsza od kilku lat i wyniesie około 2,5%”<sup>13</sup>. Dalej Agencja sygnalizowała pogarszanie się sytuacji gospodarczej Polski oraz malejące dochody budżetu z tytułu podatków. W konsekwencji deficyt budżetowy w 2001 roku miał być wyższy niż zakładano w ustawie budżetowej. System zarządzania finansami publicznymi, który jest w wysokim stopniu nieefektywny, wymaga pilnej reformy, stwierdziła CERA S.A.

„Poza tym w dalszym ciągu nierozwiązana pozostaje kwestia restrukturyzacji hutnictwa, górnictwa, rolnictwa czy PKP. Pogarszająca się sytuacja gospodarcza kraju i konieczność znacznych wydatków związanych z kontynuacją reform powodują, że nowy rząd powstały po wrześniowych wyborach będzie stał przed trudnym zadaniem. Zdaniem CERA, pomimo zmiany koalicji rządzącej po wyborach, podstawowe kierunki polityki gospodarczej będą kontynuowane. Nie można również wykluczyć zwiększenia deficytu budżetowego w najbliższych latach”<sup>14</sup>.

### Podsumowanie

Światowe rynki finansowe uległy w latach dziewięćdziesiątych, na fali ich liberalizacji i postępującej globalizacji, ogromnym komplikacjom. Stały się one równocześnie mniej transparentne. Stąd też na znaczeniu zaczęły zyskiwać agencje ratingowe, zwłaszcza te o zasięgu globalnym. Ich działalność służy przede wszystkim bezpieczeństwu zawierania transakcji na rynkach finansowych. Formułowane przez te agencje ratingi są punktem wyjścia do

<sup>12</sup> *ibidem* s. 21.

<sup>13</sup> Por. CERA S.A. aktualizacja z lipca 2001.

<sup>14</sup> *ibidem*.

podejmowania decyzji inwestycyjnych. Rating nie jest jednak żadnym zabezpieczeniem prawnym przed niewypłacalnością emitenta. Mimo to rośnie w świecie zaufanie do publikowanych ratingów. Wynika ono z dobrej reputacji agencji, utrzymującej się przez dziesiątki lat, oraz z trafności i obiektywizmu formułowanych ocen.

D. Dziawgo zauważa, że „ocena wiarygodności finansowej przyznana przez niezależne agencje credit-ratingu warunkuje rozwój form dłużnych papierów wartościowych i wzrost wolumenu transakcji zawieranych za pomocą tego instrumentu finansowego poprzez wykorzystanie standaryzacji ryzyka w procesie pozyskiwania kapitału na międzynarodowym rynku finansowym. Ocena ta leży u podstaw procesu inwestycyjnego” [Dziawgo, 1998, s. 212].

W naszym artykule przedstawione zostały kolejno najważniejsze zagadnienia i czynniki badane przez agencje ratingowe w związku z oceną stanu gospodarki państwa. Najpierw zostało przedstawione pojęcie ratingu i specyficzne cechy ratingu dla państwa. Następnie, krótko zostały scharakteryzowane globalne agencje ratingowe i ich podstawowe zadania. Przedstawiona została też polska agencja ratingowa CERA S.A. (od stycznia 2002 pod nazwą: FITCH Polska S.A.).

Kolejnym punktem było pokazanie podstawowych i merytorycznie ważnych źródeł informacji niezbędnych dla przygotowania ratingu. Chodzi tutaj o wybrane obszary działalności państwa, podstawowe dane liczbowe i wskaźniki charakteryzujące gospodarkę oraz kryteria oceny stanu gospodarki państwa. Z uwagi na to, że w ratingach badane są różne obszary ryzyka, w naszej prezentacji przedstawiliśmy najczęściej spotykane rodzaje ryzyka.

Wreszcie zajęliśmy się stroną techniczną i metodyką opracowywania, ustalania i nadawania ratingów państwom. Przedstawiliśmy zasady funkcjonowania komitetów ratingowych, co zwykle jest pomijane w publikacjach na ten temat, a ma duże praktyczne znaczenie.

Całą warstwę teoretyczną i metodologiczną odnieśliśmy do ratingu Rzeczypospolitej Polskiej, jako interesującego polskiego czytelnika *case study*. Porównane zostały oceny formułowane przez polską agencję CASE S.A. oraz amerykańską *Standard & Poor's*, które okazały się zbliżone. Uwagę zwróciliśmy na tak ważne zagadnienia, jak dynamika polityczna, podstawowe wskaźniki ekonomiczne w polskiej gospodarce, finanse publiczne, polityka monetarna i inne.

Z całą pewnością ratingi dla państw będą zyskiwać na znaczeniu w kontekście wiszącego nad gospodarką światową kryzysu finansowego. Wśród przyczyn kryzysu azjatyckiego i południowoamerykańskiego wymienia się bowiem tak fundamentalne czynniki, jak nadmierna liberalizacja przepływów kapitałowych, słabość systemu finansowego, odpływ kapitału, nadmierna aprecjacja walut, nadmierne zadłużenie za granicą sektora prywatnego i inne [Chrabonszczewska, 1999, s. 53]. Te zagadnienia są wnikliwie badane przez agencje ratingowe i uwzględniane w ich ocenach. Ratingi dla państw mogą więc stanowić *sui generis* system wczesnego ostrzegania przed zbliżającymi się kryzysami finansowymi w różnych regionach świata.

### Bibliografia

- Bannock G. & Manser W., [1999], *International Dictionary of Finance*, The Economist Books, London.
- Basel Committee on Banking Supervision, [2000], Working Papers, No. 3 – August 2000.
- Chrabonszczewska E., [1999], *Międzynarodowe organizacje finansowe wobec kryzysu azjatyckiego*, w: Zeszyty Naukowe SGH Kolegium Gospodarki Światowej nr 6/1999.
- Dziawgo D., [1998], *Credit-rating*, PWN Warszawa.
- FITCH IBCA Sovereign Ratings – Rating Methodology, June 2001, s. 10-17.
- Haile T., [2000], *Ocena wiarygodności krajów (Sovereign Credit Risk Rating) przez renomowane agencje ratingowe – materiały z konferencji AE w Poznaniu 2000 r.*
- Kaczmarck, T.T., [2001], *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, ODDK Gdańsk.
- Michalski R., [2000], *Rating kredytowy kraju jako miernik wiarygodności polityczno-gospodarczej Polski*, w: „Zarządzanie Ryzykiem”, Nr 1/2000, kwartalnik wydawany przez Instytut Zarządzania Ryzykiem WSUiB.
- Moody's Investors Service, Global Credit Research, Ratingmethodik – January [2001].
- Moody's Investors Service – 5.07.2001.
- Raport kredytowy – Rating suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, CERA S.A. – maj [1999].
- Rating the Transition Economies* – [2001] z 16.04.2001.
- Sovereign Risk Indicators, Standard & Poor's, June [2000].