

Tadeusz T. Kaczmarek

Kryteria oceny stanu gospodarki stosowane przez agencje ratingowe

International Journal of Management and Economics 12, 78-100

2002

Artykuł został zdigitalizowany i opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

Tadeusz T. Kaczmarek

Wyższa Szkoła Handlu i Prawa

Kryteria oceny stanu gospodarki stosowane przez agencje ratingowe¹

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 stabilnego rozwoju gospodarczego suwerennych państw. Aspiracje ekonomiczne wielu państw, potrzeba ich rozwoju cywilizacyjnego i dorównania krajom najwyżej rozwiniętym skłoniły rządy 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 instytucje uznane na rynku międzynarodowym, ferujące 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.

Ryzyko polityczne wiąże się ze sposobem interwencji rządów w poszczególnych krajach w skali ich całej gospodarki lub w wybranych sektorach.² 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 w ustalonym terminie długu 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.³

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.⁴ Natomiast rating kredytowy można określić jako całościową wycenę i klasyfikację przyszłego ryzyka inwestycyjnego związanego z określonym emitentem i jego emisją. Ocena wyrażana jest syntetycznie za pomocą zestawu symboli. Rating jest kategorią dynamiczną dotyczącą przyszłości, przy czym trzeba pamiętać, że każda prognoza 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 jako pułap, to emisje papierów w walutach zagranicznych, nawet bardzo dobrego instytucjonalnego emitenta, np. spółki akcyjnej, też będą oceniane jako Aa2.

Agencje ratingowe równolegle 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 90. 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”.⁵ 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.⁶

Przy ocenie zdolności suwerennego państwa do spłaty długu analitycy koncentrują się na dwóch aspektach braku możliwości wywiązania się z jego 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 r. i chińska 1949 r., czy też deklaracja prezydenta Peru z 1985 r., że dotychczasowy dług będzie sukcesywnie spłacany częścią wpływów uzyskiwanych.

z eksportu. Takie zachowania przywódców państw wymagają ilościowej oceny ich zadłużenia przez agencje ratingowe 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.”⁷

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 IBCA, Duff & Phelps Credit Rating Co., Japan Rating and Investment Information Inc. oraz A.M. Best Co. W tabeli 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 IBCA powstała w wyniku połączenia się przed rokiem dwóch firm: Fitch powstałej w 1924 r. w Stanach Zjednoczonych oraz IBCA powstałej w 1978 r. w Londynie. (Zasadniczo agencja IBCA została kupiona przez Fitch). Agencja Duff & Phelps została utworzona w roku 1932 w Chicago i początkowo zajmowała się badaniem sytuacji kredytowej firm użyteczności publicznej. A.M. Best Co. powstała w 1899 r. w Stanach Zjednoczonych i specjalizuje się w ocenianiu firm ubezpieczeniowych. Japan Rating and Investment Information Inc (R&I) z lokalnej agencji ratingowej przekształciła się w ciągu kilku lat w agencję globalną.⁸

W Polsce także istnieje od 1996 roku agencja ratingowa: Środkowoeuropejskie Centrum Ratingu i Analiz S.A. (CERA S.A.). Agencja ma zasięg lokalny, ale współpracuje z globalnymi agencjami ratingowymi, np. Moody's Investors Service. W 1999 r. CERA S.A. przygotowała rating suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, który w skrócie postaramy się zaprezentować, porównując go z ratingiem jednej z globalnych agencji.

Tabela 1. Wybrane agencje ratingowe o zasięgu globalnym

Nazwa agencji i główna siedziba	Rok powstania	Liczba pracowników	Właściciel Agencji	Raporty dla liczby krajów
Moody's Investors Service, USA	1909	1500	Dun & Bradstreet	70
Standard & Poor's, USA	1916	1000	McGraw-Hill (wydawnictwa i media)	>70
Dun & Bradstreet, USA	1933	11000	niezależna	130
Fitch IBCA, Francja	Fitch 1924 W 1997 – połączenie z IBCA	1100	FIMALAC (francuski konglomerat)	75
Duff & Phelps Credit Rating Co., USA	1932	600	niezależna	>50
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.

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. tab. 4). 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 poznaniem wiarygodności i zdolności kredytowej firm ubezpieczeniowych. I tak np. Moody's 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:⁹

- system polityczny, w tym: formę sprawowania władzy, procedurę zmiany rządu, stabilność systemu politycznego,
- sytuację społeczną, w tym podział dochodów, dane demograficzne, standard życia ludności, warunki pracy, poziom bezrobocia, rolę związków zawodowych, różnice etniczne i religijne,
- relacje wewnątrz kraju: transfer funduszy, podatków, odpowiedzialność decyzyjną,
 - stosunki polityczne i gospodarcze kraju z zagranicą,
 - zadłużenie zagraniczne państwa pomniejszone o rezerwy dewizowe,
 - elastyczność bilansu płatniczego,
 - strukturę gospodarki: poziom rozwoju gospodarczego, wielkość produkcji, stopień zróżnicowania produkcji, dynamikę wzrostu gospodarczego, dostępność zasobów naturalnych i infrastrukturę,
- system kierowania gospodarką narodową obejmujący: efektywność polityki podatkowej, monetarnej i przemian strukturalnych,
- system administracyjny, w tym ograniczenia prawne, system zarządzania i kontroli,
- system podatkowy,
- pozycję finansową: praktykę rachunkową, poziom zadłużenia,
- perspektywy rozwoju gospodarczego.¹⁰

Fitch IBCA zbiera **podstawowe informacje i dane** w obszarach zbliżonych do Standard & Poor's. Oto ich wykaz:¹¹

- 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:

- 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,
- 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 do 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 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**:

1. 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

2. 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 emitentów. Pewne czynniki zewnętrznego wsparcia są zwykle uwzględniane *in plus* w ocenie, np. specyficzne narzędzia gwarancyjne, umowy z dokładnie ustalonymi warunkami emisji obligacji, 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. Tabela 2 przedstawia jako przykład oceny dla długu w walutach obcych (za lata 1975–1998) przygotowane przez Standard & Poor's dla emitentów w Stanach Zjednoczonych. Warto zauważyć, że rating nie wykazywał w badanym okresie gwałtownych zmian.

Tabela 2. Rating dla walut obcych w USA – za lata 1975 –1998

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
AAA	97,3	2,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
AA	0,8	96,9	0,8	0,0	0,8	0,8	0,0
A	0,0	4,6	92,3	3,1	0,0	0,0	0,0
BBB	0,0	0,0	5,1	88,1	5,1	1,7	0,0
BB	0,0	0,0	0,0	6,0	85,1	6,0	1,5
B	0,0	0,0	0,0	0,0	20,0	75,0	0,0
CCC	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Źródło: Standard & Poor's Credit Week, May 26,1999.

Rodzaje ryzyka rozpatrywane przy ocenach i ratingach dla państw

Wszegobecne 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 w pełni im zapobiec, a które – przez zmniejszenie wyników użytecznych i/lub przez zwiększenie nakładów – odbierają działaniu zupełnie lub częściowo cechę skuteczności i ekonomicznej opłacalności.¹²

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 – ocenę jego wypłacalności, to niezwykle ważną sprawą jest ocena ryzyka inwestycyjnego.

Przy tej ocenie agencje ratingowe uwzględniają zwykle następujące rodzaje ryzyka:¹³ 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 ryzykownych. 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.¹⁴

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 zmia-

ny 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 wprowadzeniu. 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 rządów 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 przez poznanie obowiązujących zarządzeń państwowych, a także planowanych zmian dotyczących regulacji dewizowych obowiązujących w danym kraju w obszarze ograniczeń dewizowych.¹⁵

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.¹⁶

Metodyka ustalania i nadawania ratingów

Globalne agencje ratingowe stosują podobne zasady i metodykę nadawania ratingów. Z uwagi na ograniczone ramy tej publikacji przedstawimy jedynie metodykę i pragmatykę stosowaną przez amerykańską agencję ratingową Moody's.¹⁷

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 równocześnie zapewniała jego porównywalność w warunkach globalizacji gospodarki światowej.¹⁸

Tabela 3 zawiera oznaczenie literowe ratingów stosowane przez wiodące globalne agencje ratingowe. Oznaczenia literowe obejmują zasadniczo trzy poziomy: jakość wysoka, średnia i niska. Jednakże w ramach poszczególnych rozróżnień literowych występuje duże pole stopniowania ocen. Niektóre agencje ratingowe stosują 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.

Polska agencja CERA S.A. używa 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. Agencje stosują niekiedy metodę SWOT. I tak, dla Polski CERA S.A. oceniła mocne i słabe strony wiarygodności kredytowej w lipcu 2000 r. (por. tab. 3).

Tabela 3. Analiza SWOT wiarygodności kredytowej Polski w lipcu 2000 r.

Mocne strony	Słabe strony
Wysokie tempo wzrostu gospodarczego w pierwszej połowie br. i perspektywa realizacji założonego w budżecie wzrostu PKB Uwolnienie kursu złotego Umiarkowany poziom zadłużenia sektora publicznego Wysoki poziom rezerw dewizowych i zadowalający poziom wskaźnika pokrycia importu Wyhamowanie tempa wzrostu popytu wewnętrznego Kontynuacja procesów prywatyzacyjnych	Utworzenie rządu mniejszościowego Utrzymywanie się wysokiego poziomu bezrobocia i brak sygnałów jego ograniczania Wysoka stopa inflacji w 2000 roku Wysoki deficyt obrotów bieżących Konieczność poniesienia kosztów restrukturyzacji górnictwa, rolnictwa, PKP
Szanse	Zagrożenia
Wzrost gospodarczy w krajach UE i Rosji Perspektywa poprawy relacji między eksportem a importem w br Dobre perspektywy średnioterminowego wzrostu gospodarczego Ścisła polityka fiskalna i kontrolowanie wydatków	Podporządkowanie działań gospodarczych doraźnym celom politycznym Opóźnienie w opracowaniu budżetu na 2001 r. Możliwe zwiększenie deficytu budżetowego w relacji do PKB w 2001 r. Oslabienie pozycji Polski w negocjacjach w sprawie członkostwa Polski w UE Opóźnienie kontynuacji reform gospodarczych Możliwość „poluzowania” polityki finansowej rządu Naciski partii politycznych wchodzących w skład AWS na zwiększenie wydatków budżetowych.

Źródło: Aktualizacja ratingu: Rating Suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, CERA S.A. – lipiec 2000 r.

Tabela 4. Oznaczenia literowe ratingów stosowane przez wybrane agencje ratingowe

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 IBCA	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
Duff & Phelps Credit Rating Co.	AAA, AA+, AA, AA-, A, A- BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB- B+, B, B- CCC DD	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.

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 móc 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.

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 którego skład 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). Zaintereso-

wana 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.

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 do publicznej wiadomości w taki sposób 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 mu prawo zgłoszenia sprzeciwu; 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.

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 tabeli 5 zostały przedstawione ratingi dla wybranej grupy państw, a mianowicie: Francji, Stanów Zjednoczonych, Włoch, Czech, Węgier, Polski,

Tabela 5. Wskaźniki ekonomiczne dotyczące ryzyka państwa. Dane porównawcze dla wybranych państw za lata 1996–2000

Kraj	Rating waluty zagranicznej	PKB na 1 mieszkańca w USD 2000 r.	Inwestycje do PKB 2000 r.	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 – Czerwiec 2000. Rating suwerenny dla Polski

Rumunii i Rosji. Skala ocen dla poszczególnych państw obejmuje 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 r. 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 r. CERA S.A. podtrzymała ten rating dla zadłużenia długoterminowego Polski denominowanego w złotych.¹⁹

Jako informacje wyjściową agencje prezentują zwyczajowo wybrane wskaźniki ekonomiczne za kilka minionych lat oraz własną prognozę. W przypadku Polski zestawione zostały przez CERA S.A. w tabeli 6.

Tabela 6. Wybrane wskaźniki makroekonomiczne dla Polski za okres 1995–2000

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne	1995	1996	1997	1998	1999	2000P
PKB (w mld USD)	119,1	134,6	143,1	158,6	154,6	161,6
PKB na osobę (USD)	3029,8	3265,5	3451,1	4067,5	3955,5	4041,4
Stopa wzrostu PKB (w %)	7,0	6,0	6,8	4,8	4,1	5,3
Inflacja (koniec okresu, %)	21,6	18,5	13,2	8,6	9,8	9,5
Stopa bezrobocia (w %)	14,9	13,2	10,3	10,4	13,0	15,0
Saldo budżetu skonsolidowanego / PKB (%)	-2,2	-2,3	-1,4	-2,5	-2,5	-2,3
Z tego saldo budżetu państwa (%)	-2,6	-2,5	-1,3	-2,4	-2,1	-2,0
Sprzedaż aktywów (w mld USD)	1070,3	681,3	1886,3	2012,0	2893,0	4761,9
Saldo płatności towarowych / PKB (%)	-1,6	-6,5	-8,4	-8,7	-9,4	-9,6
Saldo obrotów bieżących / PKB (%)	4,7	-1,1	-3,2	-4,3	-7,6	-8,2
Wskaźnik pokrycia importu (w mies., koniec roku)	7,1	6,5	6,3	7,2	7,5	7,5
Zadłużenie krajowe sektora publicznego / PKB (w %)	22,9	21,9	22,2	22,0	22,0	22,0
Zadłużenie zagraniczne sektora publicznego / PKB (w %)	35,0	29,2	24,9	21,1	20,2	19,5
Całkowite zadłużenie zagraniczne / eksport (w %)	132,7	117,0	102,7	108,7	165,6	120,4
Obsługa zadłużenia krajowego / PKB (w %)	3,8	3,0	2,7	2,6	2,4	2,2

Źródło: Dane GUS za kolejne lata; P = prognoza na 2000 rok CERA S.A.

Agencja Standard & Poor's wskaźniki makroekonomiczne dla Polski zbadała pod kątem zmian. Kształtowały się one jak w tab. 7.

Tabela 7. 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 stwierdzają, że polski system polityczny opiera się na zachodnioeuropejskim modelu parlamentarnym. Istnieje też system wielopartyjny. W 1997 r. Akcja Wyborcza Solidarność wygrała wybory. Sformowanie rządu powierzono premierowi Jerzemu Buzkowi, działaczowi Solidarności, a prezydentem został wybrany w wyborach bezpośrednich Aleksander Kwaśniewski.

Rząd zdominowany był przez Solidarność. Podjął się on 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 są jednoznacznie pozytywne. Następnie w raporcie Agencji CERA S.A. eksponuje się kluczową rolę Leszka Balcerowicza i Unii Wolności, której był przewodniczącym. Omawia się też różnice programowe pomiędzy AWS a UW. Agencja formułuje równocześnie pewne ostrzeżenia.²⁰

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.

Jeżeli chodzi o prognozę, to CERA S.A. uważa, że utrzyma się poparcie społeczne i wola polityczną do kontynuacji bieżącej polityki makroekonomicznej państwa.

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 wytwarzającym ponad 50% PKB. Zaledwie 1/3 pracujących jest

zatrudniona w sektorze publicznym na szczeblu centralnym, lokalnym i w przedsiębiorstwach państwowych. Nie sprywatyzowane 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 r. odnotowano w Polsce spowolnienie wzrostu gospodarczego (por. tab. 6). Standard & Poor's prognozował, że w roku 2001 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 do zmniejszenia potrzeb finansowania wydatków rządowych przez emisję skarbowych papierów dłużnych.

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

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 r. Deficyt ten wynosił średnio 2,4% PKB. Równocześnie CERA S.A. sygnalizowała pewien przesadny optymizm rządu J. Buzka w planach na rok 1999. „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”.²¹

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 centralnego stanowi 2% PKB. Ogólne zadłużenie z tytułu emerytur, według oceny CERA S.A. z maja 1999 r., przekraczało 200% PKB.²² Sytuację tę miała zmienić reforma systemu emerytalnego z 1999 r., 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. na podstawie pozytywnej oceny polityki monetarnej NBP sformułowała następującą prognozę: „Można się spodziewać kontynuacji twardej polityki monetarnej NBP, gdyż ogranicza ona inflację, zachęca do większej produktywności eksporterów dzie-

ki 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".²³ Po dwóch latach okazało się, że prognoza ta była zbyt optymistyczna. Bardziej ostrożna była ocena Standard & Poor's.²⁴

System bankowy. W przypadku Polski 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 stworzeniu warunków konkurencji w sektorze bankowym. W tym zakresie oceny CERA S.A. i Standard & Poor's były zbliżone.

Rachunki zewnętrzne i przepływy kapitałowe. CERA S.A. w swoim raporcie odnotowuje, że „w wyniku gwałtownego wzrostu popytu krajowego na importowane dobra konsumpcyjne i inwestycyjne oraz 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 r.”²⁵

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 narzucają konieczność ich weryfikacji.

Podsumowanie

Światowe rynki finansowe uległy w latach 90., na fali ich liberalizacji i postępującej globalizacji, ogromnym komplikacjom. Stały się one równocześnie mniej przejrzyste. 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 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”.²⁶

Tutaj 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 scharakteryzowano globalne agencje ratingowe i ich podstawowe zadania. Przedstawiona została też polska agencja ratingowa CERA S.A.

Kolejnym punktem było pokazanie podstawowych i merytorycznie ważnych źródeł niezbędnych do przygotowania ratingu. Chodziło 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 zbieżne. Uwagę zwróciliśmy na tak ważne zagadnienia, jak dynamika polityczna, podstawowe wskaźniki ekonomiczne polskiej gospodarki, 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.²⁷ Te zagadnienia są wnikliwie badane przez agencje ratingowe i uwzględniane w ocenach. Ratingi dla państw mogą więc stanowić *sui generis* system wczesnego ostrzegania przed zbliżającymi się kryzysami finansowymi w różnych regionach świata.

Przypisy

- ¹ Kryterium jest to miernik służący za podstawę oceny. Natomiast kryterium oceny jest to cecha, ze względu na którą dokonujemy oceny.
- ² 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.
- ³ Por.: T.T. Kaczmarek, Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym, ODDK, Gdańsk 2001, s. 69–71.
- ⁴ Por.: G. Bannock, W Manser, International Dictionary of Finance, The Economist Books, London 1999, s. 254.
- ⁵ R. Michalski, Rating kredytowy kraju jako miernik wiarygodności polityczno-gospodarczej Polski: „Zarządzanie ryzykiem” 2000, nr 1, kwartalnik Instytut Zarządzania Ryzykiem WSUiB, s. 64.
- ⁶ Por. „Moody’s Investors Service” 5.07.2001.
- ⁷ D. Dziawgo, Credit-rating, PWN, Warszawa 1998, s. 113.
- ⁸ Ibidem, s. 131–144 oraz Basel Committee on Banking Supervision, „Working Papers” No. 3, August 2000.
- ⁹ Podaję zgodnie z metodologią stosowaną przez Standard & Poor’s.
- ¹⁰ Por. Sovereign Risk Indicators, Standard & Poor’s, June 2000 oraz T. Haile, Ocena wiarygodności krajów (Sovereign Credit Risk Rating) przez renomowane agencje ratingowe – materiały z konferencji AE w Poznaniu 2000 r.
- ¹¹ Podaję za: Fitch IBCA Sovereign Ratings – Rating Methodology, June 2001, s.10–17.
- ¹² Por.: T.T. Kaczmarek, op. cit., s. 26.
- ¹³ Ibidem, s. 39–69.
- ¹⁴ Na temat prawa do ryzyka zob.: ibidem, s. 40 i 41.
- ¹⁵ Ibidem, s. 69–71.
- ¹⁶ Ibidem, s. 42.
- ¹⁷ Por. Moody’s Investors Service, Global Credit Research, Ratingmethodik – January 2001, s. 3–7.
- ¹⁸ 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 bazowania na informacjach z przeszłości.
- ¹⁹ W bezpośredniej rozmowie z członkiem zarządu CERA S.A. w lipcu 2001 r. uzyskałem informację, że rating AA+ dla Polski zostanie utrzymany.
- ²⁰ Por.: Raport kredytowy – Rating suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, CERA S.A. maj 1999.
- ²¹ Ibidem, s. 10.
- ²² CERA S.A., Raport kredytowy ..., op.cit., s. 11.
- ²³ Ibidem, s. 14.
- ²⁴ Por.: Rating the Transition Economies – 2001 z 16.04.2001.
- ²⁵ Ibidem, s. 21.
- ²⁶ D. Dziawgo, op. cit., s. 212.
- ²⁷ Por.: E. Chrabonszczewska, Międzynarodowe organizacje finansowe wobec kryzysu azjatyckiego: „Zeszyty Naukowe SGH Kolegium Gospodarki Światowej” 1999, nr 6, s. 53.

Bibliografia

- Bannock G. & Manser W., *International Dictionary of Finance*, The Economist Books, London 1999.
- Basel Committee on Banking Supervision, „Working Papers” No. 3, August 2000
- Büschgen H.E., Everling O. (Hrsg.), *Handbuch Rating*, Gabler, Koeln 1996
- Chrabonszczewska E., Międzynarodowe organizacje finansowe wobec kryzysu azjatyckiego, „Zeszyty Naukowe SGH” Kolegium Gospodarki Światowej, nr 6/1999
- Dziawgo D., *Credit-rating. Ryzyko i obligacje na międzynarodowym rynku finansowym*, PWN, Warszawa 1998
- Fitch & IBCA, *Sovereign Ratings – Rating Methodology*, June 2001
- Gastineau G.L., Kritzman M.P., *Dictionary of Financial Risk Management*, New York 1996
- Haile T., Ocena wiarygodności krajów (Sovereign Credit Risk Rating) przez renomowane agencje ratingowe – materiały z konferencji AE w Poznaniu 2000
- Kaczmarek T.T., *Zarządzanie ryzykiem handlowym i finansowym*, ODDK, Gdańsk 1999
- Kaczmarek T.T., *Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie eksportującym*, ODDK, Gdańsk 2001
- Michalski R., Rating kredytowy kraju jako miernik wiarygodności polityczno-gospodarczej Polski, „Zarządzanie ryzykiem” 2000, nr 1
- Moody's Investors Service, *Global Credit Research*, Ratingmethodik z 05.07.2001
- Raport kredytowy – Rating suwerenny Rzeczypospolitej Polskiej, CERA S.A. – maj 1999 rok
- Rating the Transition Economies 2001 z 16.04.2001
- S&P, *Sovereign Credit Rating: A Primer*, 1998
- Sovereign Risk Indicators*, Standard & Poors's, June 2000
- Vaughan E., *Fundamentals of Risk and Insurance*, New York 1982

Indicators of evaluation of economic situation on a global and national scale

(Summary)

The paper presents the most important issues examined by rating agencies in relation to evaluation of the economic situation of a country. Firstly, a notion of rating and specific characteristics of rating for a state are presented. Then, global rating agencies and their basic tasks are briefly characterised. There is also presented the Polish rating agency CERA S.A.

Furthermore basic sources indispensable for preparation of rating are presented: basic figures and indicators characterising economy and criteria of evaluation on the situation of a country's economy. There are also presented the most frequent sources of risk.

The essential part of the paper is a technical side and methods of elaboration, determination and bestowing of rating on countries. There are presented the rules of functioning of rating committees, which is usually not included in the publications concerning this issue but has a significant meaning in practice.

In the end the whole theoretical and methodological area was applied to the rating of Poland. Evaluation made by the Polish agency CERA S.A and American Standard & Poor's were compared. They turned out to be concurrent. It should be stressed ratings for countries constitute kind of an early warning system against approaching financial crises in different regions of the world.

International competitiveness of the national economy of a given country or a group of countries is still underdefined notion. It is, *i.a.* a consequence of many aspects and multidimensional character of this idea. Thus, many various methods and indicators of the international competitiveness are applied.