

Danuta Dziawgo

Credit rating w Grecji w kontekście kryzysu finansowego

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4,
105-115

2012

Artykuł został 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.

DANUTA DZIAWGO

Credit rating Grecji w kontekście kryzysu finansowego

Financial crisis and credit rating of Greece

Słowa kluczowe: credit rating, kryzys finansowy, Grecja

Key words: credit rating, financial crisis, Greece

Wstęp

Współczesny kryzys finansowy wpłynął negatywnie na poziom credit ratingu wielu państw, jednak jego skutki najsilniej, jak dotychczas, odczuwa Grecja. Nie ulega wątpliwości, że obniżając Grecji ocenę wiarygodności finansowej, agencje credit ratingu przyczyniły się do eskalacji kryzysu finansowego w strefie euro. Szczególnie dotkliwe były skokowe obniżki ocen o kilka stopni, ponieważ powodowały wzrost rentowności greckich obligacji rządowych, zwiększały poziom nerwowości na rynku i oczekiwania szybkiego rozpadu strefy euro. W efekcie Grecja miała coraz większe trudności z pozyskaniem nowego kapitału, nawet przy oferowaniu wyższej stopy zwrotu. Dodatkowo nałożyły się na to warunki stawiane przez Unię Europejską i Międzynarodowy Fundusz Walutowy, a także niepokoje społeczne. Wypracowane porozumienie dotyczące tzw. technicznego bankructwa Grecji nie uspokoiło nastrojów ani na rynku finansowym, ani w społeczeństwie. Również konieczność powtórnych wyborów parlamentarnych nie sprzyja zakończeniu tej części greckiej tragedii.

Credit rating ma obecnie tak duże znaczenie na rynku finansowym, ponieważ jest szeroko wykorzystywany w przepisach prawnych – zarówno regulacjach obligatoryjnych, jak i fakultatywnych. Posługują się nim przy konstrukcji aktów prawnych parlamenty poszczególnych państw, komisje nadzoru finansowego, ministrowie fi-

nansów, banki centralne. Ponadto credit rating jest wykorzystywany w regulacjach wewnętrznych różnych podmiotów, w tym funduszy inwestycyjnych, funduszy emerytalnych czy firm asset management – często mają one w swoich statutach określony limit zaangażowania w te instrumenty finansowe, które zostały zaliczone przez agencje credit ratingu do poziomu spekulacyjnego¹.

Dlatego też przedmiotem niniejszego opracowania jest credit rating Grecji. Celem jest natomiast zaprezentowanie zmian poziomu credit ratingu Grecji na tle kryzysu finansowego. W artykule wykorzystano informacje umieszczone w serwisach informacyjnych trzech agencji credit ratingu: Moody's Investors Service, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings².

1. Początek zmian poziomu credit ratingu

Globalny kryzys gospodarczy w sektorze bankowym oraz na rynkach finansowych zwrócił uwagę inwestorów na złą sytuację fiskalną Grecji, której wydatki budżetowe kilkakrotnie przewyższały jej przychody. W zasadzie załamanie gospodarcze Grecji jest konsekwencją stosowanej polityki pobudzania gospodarki poprzez zwiększanie deficytu.

W 2009 r., po wyborach, nowy rząd ujawnił, że deficyt budżetowy będzie wynosił nie blisko 6%, a 15% PKB, przy poziomie długu publicznego na poziomie 100% PKB. Rewizje danych dokonane przez Komisję Europejską potwierdziły, iż grecki rząd fałszował rzeczywisty stan finansów publicznych i PKB, co pozwoliło na wprowadzenie w Grecji waluty europejskiej oraz obniżenie kosztów finansowania zadłużenia³.

Właściwie nie powinno to dziwić inwestorów – Grecja od momentu odzyskania niepodległości w 1830 r. statystycznie co dwa lata znajdowała się w stanie bankructwa, nie spłacając terminowo swoich długów⁴.

Negatywne postrzeganie przez agencje credit ratingu stanu finansów Grecji zapoczątkowała agencja Standard & Poor's, która 9 stycznia 2009 r. umieściła to państwo na liście obserwacyjnej, a następnie 14 stycznia jako pierwsza obniżyła Grecji ocenę z poziomu A do A- z perspektywą stabilną, uzasadniając to wyższym, niż zakładano, poziomem deficytu. Po obniżce oceny w październiku przez kolejną agencję – Fitch Ratings – grecki rząd, ustosunkowując się do tego, zapowiedział restrukturyzację finansów publicznych oraz całej gospodarki w celu obniżenia w ciągu

¹ Na temat credit ratingu szerzej patrz: D. Dziawgo, *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.

² www.moody.com; www.standardandpoors.com; www.fitchratings.com.

³ *Public finance in EMU*, Komisja Europejska, „European Economy” 2009, nr 3 i 5; *Kryzys grecki – geneza i konsekwencje. Dokument uzupełniający do Ram Strategicznych Narodowego Planu Wprowadzenia Euro*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 2010, www.mf.gov.pl (22.08.2011).

⁴ *Jak (prawie) zbankrutowała Grecja?*, www.for.org.pl (20.05.2012).

3–4 lat deficytu do poziomu zgodnego z kryteriami konwergencji. Pozostałe agencje nie poszły w ślady firmy Fitch, jednak umieściły Grecję na tzw. liście obserwacyjnej.

Kolejnej obniżki oceny Fitch dokonał w grudniu – z poziomu A– do BBB+ z perspektywą negatywną. Tego dnia indeks giełdowy w Atenach stracił 6%, a następnego dnia spadł o kolejne 2%⁵. Jako kolejną obniżkę dokonała agencja Standard & Poor's (S&P), która również w grudniu obniżyła rating Grecji z poziomu A do BBB+, uzasadniając to faktem, że naprawa finansów będzie trwać wiele lat, a rząd musi znaleźć poparcie dla planowanej konsolidacji fiskalnej. Jednocześnie agencja zaznaczyła, iż jeżeli będą podjęte działania zmniejszające deficyt budżetowy, ocena zostanie potwierdzona. Jako trzecia ocenę obniżyła agencja Moody's 22 grudnia 2009 r. – z poziomu A1 do A2.

W tabeli 1 w sposób syntetyczny zestawiono daty podejmowanych decyzji o zmianie credit ratingu Grecji z uwzględnieniem kierunku zmian.

2. Zmiany ocen credit ratingu Grecji w 2010 roku

W styczniu 2010 r. grecki rząd przedstawił program stabilizacyjny ukierunkowany na cięcie wydatków. Do marca planowano wyemitować obligacje warte nawet 5 mld EUR. W razie braku popytu na te papiery Unia Europejska przygotowała plan ratowania greckich finansów.

Różnica w rentowności 10-letnich obligacji greckich w porównaniu z niemieckimi wzrosła do 334 punktów bazowych, podczas gdy w 2005 r. wynosiła 8 punktów⁶.

Obietnice greckiego rządu dotyczące zmniejszenia zadłużenia m.in. poprzez zamrożenie płac w sektorze publicznym, wzrost podatków i podniesienie wieku emerytalnego spowodowały strajk. W tym samym dniu, 24 lutego, agencja S&P umieściła ocenę Grecji na liście obserwacyjnej, sugerując możliwość jej obniżenia⁷. Równocześnie w mediach ukazały się informacje o roli banku Goldman Sachs w poprawianiu statystyk Grecji za pomocą swapów walutowych (kurs walutowy dobierano tak, aby dług Grecji był niższy o 1 mld USD)⁸.

W marcu Unia Europejska wezwała Grecję do podjęcia kolejnych kroków mających na celu zmniejszenie poziomu zadłużenia, a grecki parlament zatwierdził pakiet dodatkowych działań mających przynieść oszczędności wynoszące blisko 5 mld euro. Spowodowało to kolejne strajki.

15 marca na spotkaniu ministrów finansów państw członkowskich osiągnięto porozumienie w sprawie pomocy finansowej dla Grecji. Następnego dnia S&P potwierdziła ocenę BBB+ oraz usunęła Grecję z listy obserwacyjnej. Agencja za-

⁵ A. Rascouet, *Greek downgrade spells further trouble*, www.businessweek.com (22.08.2011).

⁶ J. Bielecki, *Grecja liczy miliardy z obligacji*, www.forsal.pl (22.08.2011). 1% = 100 punktów bazowych.

⁷ *Greece BBB+/A-2 sovereign credit ratings maintained on Credit Watch Negative on political and economic challengers*, Standard & Poor's, 24.02.2010, www.standardandpoors.com (5.05.2012).

⁸ *Jak Goldman Sachs, pomagając Grecji, oszukiwał swoich klientów*, www.forsal.pl (22.08.2011).

znaczyła jednak, że w średnim okresie istnieje ryzyko terminowego wprowadzenia planowanych reform, co spowodowałoby obniżenie oceny. W tym samym miesiącu odbył się kolejny szczyt Unii Europejskiej, na którym podjęto decyzję o utworzeniu wspólnej sieci bezpieczeństwa finansowego przy współpracy z Międzynarodowym Funduszem Walutowym. Umowa nie zawierała konkretnych kwot pomocy, jednak wartość pakietu ratunkowego była szacowana na 20 mld EUR. Rynki finansowe zareagowały optymistycznie, ale S&P opublikował raport, z którego wynikało, że z powodu słabości strukturalnych występuje wysokie ryzyko ekonomiczne.

Z powodu pogarszających się perspektyw wzrostu gospodarczego oraz zwiększenia kosztów odsetkowych w kwietniu agencja Fitch obniżyła ocenę Grecji z BBB+ do BBB- z perspektywą negatywną. Jako kolejną ocenę obniżyła agencja Moody's, która skorygowała rating z poziomu A2 do A3 oraz umieściła Grecję na liście obserwacyjnej. Uzasadniono to istnieniem wysokiego ryzyka, że dług może ustabilizować się na wyższym i bardziej kosztownym poziomie, niż szacowano wcześniej. Jednocześnie zaznaczono, iż utrzymanie oceny na poziomie A3 jest mało prawdopodobne. Następnego dnia grecki premier zaapelował o aktywację pakietu pomocowego w wysokości 45 mld EUR. Spowodowało to kolejne strajki, w obawie przed możliwymi następnymi cięciami. Również agencja S&P po raz kolejny obniżyła ocenę Grecji – tym razem z poziomu inwestycyjnego do spekulacyjnego: z BBB+ do BB+ z perspektywą negatywną.

W maju Grecja zawarła umowę z Unią Europejską i Międzynarodowym Funduszem Walutowym dotyczącą wsparcia finansowego w wysokości 110 mld EUR w zamian za zobowiązanie do redukcji wydatków o 40 mld EUR w trakcie trwania programu ratunkowego. Następnie odbyło się spotkanie ministrów finansów strefy euro, na którym zatwierdzono pakiet kredytowy o wartości 750 mld EUR na ratowanie zagrożonych krajów. Wywołało to optymizm na rynkach finansowych. Grecja otrzymała 5,5 mld EUR z 20 mld EUR pożyczki.

Jednak miesiąc później Moody's obniżyła rating Grecji z poziomu A3 do Ba1 z perspektywą stabilną, wskazując na niepewność wpływu kolejnych transz pomocy. Była to nagła duża korekta – z poziomu inwestycyjnego do spekulacyjnego, jednocześnie o dwa stopnie i cztery tzw. oczka⁹.

W grudniu agencja S&P umieściła ocenę Grecji na liście obserwacyjnej ze wskazaniem na jej możliwe obniżenie, uzasadniając to zaostrzeniem warunków płynności oraz wzrostu niepewności oraz wskazując na efekt zarażenia w innych państwach strefy euro.

Następnie, po fali ulicznych protestów i strajków, agencja Moody's umieściła rating Grecji na liście obserwacyjnej z możliwością obniżki. Tłumaczono to faktem, że chociaż poczyniono postępy w konsolidacji fiskalnej, to istnieje wysoka niepewność związana z redukcją zadłużenia.

⁹ W kolejności są to następujące oczka (*notch*): A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1 oraz stopnie: A, Baa, Ba.

3. Zmiany credit ratingu Grecji w 2011 roku

Seria obniżek credit ratingu Grecji w 2011 r. została zapoczątkowana przez agencję Fitch, która 14 stycznia obniżyła ją z poziomu BBB– do BB+ z perspektywą negatywną, uzasadniając to zbytnią wrażliwością gospodarki na niekorzystne wstrząsy. Jednocześnie zaznaczyła, że możliwe są dalsze obniżki, z uwagi na pogłębiającą się recesję. Agencja zapowiedziała również, iż będzie monitorowała ewolucję nastrojów inwestorów wobec Grecji.

W marcu agencja Moody's obniżyła ocenę z poziomu Ba1 do B1 z perspektywą negatywną, podkreślając ryzyko zrealizowania ambitnych planów stawianych rządowi, brak pewności wsparcia finansowego po 2013 r. oraz trudności w osiągnięciu przychodów budżetowych. Podobnie postąpiła agencja S&P, która również w marcu obniżyła ocenę z BB+ do BB– z perspektywą negatywną, wskazując na spadek zdolności rządu do stabilizowania gospodarki z powodu krajowej opozycji politycznej.

W maju agencja Moody's oświadczyła, że istnieje wysokie prawdopodobieństwo obniżenia oceny, natomiast agencja S&P zredukowała ocenę z poziomu BB– do B z możliwością dalszej obniżki. Agencja ta wysoko oceniła ryzyko restrukturyzacji zadłużenia. Również agencja Fitch Ratings obniżyła ocenę z poziomu BB+ do B+ z perspektywą negatywną. Na rynku rentowność greckich 10-letnich obligacji rządowych zwiększyła się do 17%, a spread w relacji do obligacji niemieckich podniósł się do 14%.

W czerwcu agencja Moody's po raz kolejny zredukowała ocenę Grecji, z poziomu B1 do Caal, utrzymując perspektywę negatywną. Agencja oświadczyła, że niepewne perspektywy wzrostu gospodarczego oraz słabe wyniki podwyższają ryzyko stabilizacji zadłużenia Grecji bez jego restrukturyzacji. Również agencja S&P obniżyła rating Grecji – z poziomu B do CCC z perspektywą negatywną. Jednocześnie agencje Fitch oraz S&P ostrzegły, że uznają Grecję za niewypłacalną, jeżeli dojdzie do zamiany bądź rolowania jej długu¹⁰.

W lipcu agencja Fitch Ratings obniżyła zdolność kredytową Grecji z poziomu B+ do CCC. Powodem były przedłużające się negocjacje w sprawie drugiego pakietu ratunkowego oraz słabe perspektywy makroekonomiczne. Zdaniem agencji brak wiarygodnego planu rozwiązania problemu oraz zaangażowanie sektora prywatnego w refinansowanie jego długu byłoby równoznaczne z uznaniem Grecji za bankruta¹¹. Następnie agencje Moody's oraz S&P obniżyły oceny odpowiednio z Caal do Ca oraz z CCC do CC, z powodu planowanego udziału sektora prywatnego w nowym programie ratunkowym.

¹⁰ Rolowanie długu = bankructwo, www.parkiet.com/artykul (8.06.2012).

¹¹ Fitch downgrades Greece to one step above default, www.boston.com (5.05.2012).

4. Zmiany credit ratingu Grecji w 2012 roku

W marcu 2012 r. wypracowano rozwiązanie umożliwiające redukcję greckiego zadłużenia. Jednym z jego ważnych elementów było to, aby nie dostarczać agencjom credit ratingu argumentów do dalszej obniżki ocen oraz aby stowarzyszenie ISDA nie uznało tego porozumienia za tzw. *credit event* – zdarzenie uruchamiające instrumenty CDS. Dlatego też porozumienie to zostało oparte na zasadzie dobrowolności. Wierzyciele prywatni zgodzili się na stratę około 74% wartości dotychczasowych wierzytelności poprzez wymianę obligacji na nowe o niższej wartości nominalnej (o 53,5%), niżej oprocentowane i o dłuższym terminie wykupu. Jednocześnie wykorzystano fakt, że większość z 206 mld EUR emisji obligacji prywatnych podlegała prawu greckiemu, a jedynie 29 mld EUR – prawu innych państw. Wprowadzona do prawa greckiego klauzula umożliwiła tzw. wyciśnięcie wierzycieli mniejszościowych, którzy nie przystąpili do porozumienia o dobrowolnej redukcji długu. Pomimo braku ich zgody na mocy greckiego prawa zostali oni przymusowo wciągnięci do programu redukującego to zadłużenie.

Dzięki takiej konstrukcji spodziewano się, że przypadek Grecji zostanie określony jako techniczne bankructwo, które nie spowoduje większych turbulencji na rynku finansowym. Z perspektywy czasu można stwierdzić, że cel ten został osiągnięty. Co prawda agencja S&P oraz Fitch nadały Grecji ocenę „selektywne bankructwo”, ale Fitch obecnie podniósł ją już do poziomu CCC. Tak niski poziom ocen credit ratingu powoduje jednak, że Grecja nie refinansuje swoich potrzeb poprzez rynek obligacji – koszt pozyskania kapitału jest zbyt wysoki. Dlatego też korzysta ze środków organizacji międzynarodowych. Z punktu widzenia stabilności rynku finansowego i potencjalnych strat komercyjnych instytucji finansowych ważniejsze było jednak, aby nie doprowadzić do uruchomienia CDS – szacowano, że byłaby to kwota około 1 bln EUR. Dzięki wykorzystaniu formuły dobrowolności została ona zredukowana do „zaledwie” 2,4 mld EUR, mając odniesienie jedynie do tych podmiotów, które zostały z mocy prawa zmuszone do uczestniczenia w tym programie.

Tabela 1. Zmiany credit ratingu Grecji z nadaną im perspektywą
(dla zobowiązań długoterminowych, w walucie zagranicznej)

Data	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch Ratings
17.05.2012			CCC
13.03.2012			B– (stabilna)
09.03.2012			RD
06.03.2012	C		
27.02.2012		SD	
22.02.2012			C

Data	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch Ratings
27.07.2011		CC (negatywna)	
25.07.2011	Ca (negatywna)		
13.07.2011			CCC
13.06.2011		CCC (negatywna)	
03.06.2011	Caa1 (negatywna)		
20.05.2011			B+ (negatywna)
09.05.2011		B (negatywna)	
29.03.2011		BB- (negatywna)	
07.03.2011	B1 (negatywna)		
14.01.2011			BB+ (negatywna)
16.12.2010	Ba1 (negatywna)		
14.06.2010	Ba1 (stabilna)		
27.04.2010		BB+ (negatywna)	
22.04.2010	A3 (negatywna)		
09.04.2010			BBB- (negatywna)
22.12.2009	A2		
16.12.2009		BBB+ (negatywna)	
08.12.2009			BBB+ (negatywna)
07.12.2009		A- (negatywna)	
29.10.2009	A1 (negatywna)		
22.10.2009			A- (negatywna)
12.05.2009			A (negatywna)
25.02.2009	A1 (stabilna)		
14.01.2009		A- (stabilna)	
09.01.2009		A (negatywna)	
2008			A (stabilna)
2007	A1 (pozytywna)		A (pozytywna)
2004	A1 (stabilna)	A (stabilna) A+ (negatywna)	A (stabilna) A+ (negatywna)
2003		A+ (stabilna)	A+ (stabilna)
2002	A1		A (pozytywna)

Data	Moody's Investors Service	Standard & Poor's	Fitch Ratings
2001		A (pozytywna)	A (stabilna)
2000	A2		A- (stabilna) A- BBB+ (pozytywna)
1999	Baa1 (pozytywna)	A- (pozytywna)	BBB+ BBB (pozytywna)
1998	Baa1 (negatywna)	BBB (pozytywna)	
1997		BBB- (pozytywna)	BBB
1996	Baa1 Baa3 (pozytywna)		
1995	Baa3		BBB-
1994		BBB- (stabilna)	
1993		BBB- (pozytywna)	
1990		BBB- (stabilna) BBB (negatywna)	
1989		BBB (stabilna)	
1988		BBB	

Źródło: opracowanie własne na podstawie stron internetowych Moody's Investors Service – www.moody.com, Standard & Poor's – www.standardandpoors.com, Fitch Ratings – www.fitchratings.com (26.05.2012).

5. Wnioski

Do 2009 r. credit rating Grecji był stabilny i kształtował się na wysokim poziomie A. Następnie jednak agencje credit ratingu zaczęły dostrzegać coraz więcej zagrożeń występujących w greckiej gospodarce, co spowodowało falę obniżek ocen wiarygodności finansowej tego państwa. Pierwszej obniżki credit ratingu Grecji (na początku 2009 r.) dokonała agencja Standard & Poor's. Kolejne decyzje o obniżkach ocen były podejmowane coraz częściej, co kilka miesięcy. Największa ich częstotliwość przypadła na okres od stycznia do lipca 2011 r., ale zmiany te były bardzo częste zarówno w 2010, jak i 2011 r.

Można zauważyć, że do połowy 2010 r. wiarygodność finansowa Grecji najkorzystniej była oceniana przez Moody's. Opinie poszczególnych agencji różniły się o jeden lub dwa oczka. Później oceny zbliżały się do siebie. Moody's była również tą agencją, która jednorazowo dokonywała największego obniżenia oceny – różnica między kolejnymi zmianami wynosiła nawet do czterech oczek (z A3 do Ba1), co zwiększało nerwowość na rynku finansowym. Główne argumenty uzasadniające

obniżki credit ratingu Grecji były takie same w przypadku wszystkich agencji, które wskazywały na ryzyko budżetowe, gospodarcze oraz polityczne.

Równocześnie okazało się, że politycy państw unii walutowej w wypracowywanych kompromisach musieli uwzględniać skutki swoich propozycji poprzez pryzmat potencjalnego wpływu na oceny credit ratingu nie tylko Grecji, ale i własnych państw – w trakcie negocjacji wielokrotnie powtarzało się pytanie o wpływ poszczególnych propozycji na credit rating: Grecji, poszczególnych banków biorących udział w porozumieniu, ale również Francji i Niemiec w związku z europejskim funduszem stabilności.

W efekcie Unia Europejska krytykowała decyzje agencji ratingowych, posądzając je o zaniżanie ocen. Nie ulega wątpliwości, że coraz niższe oceny wiarygodności kredytowej komplikowały sytuację gospodarczą Grecji. Podnoszono m.in. argumenty, iż decyzje trzech prywatnych przedsiębiorstw działających na rynku usług ratingowych potęgowały problemy tego kraju. W rezultacie wprowadzono pewne regulacje prawne na poziomie unijnym dotyczące funkcjonowania agencji credit ratingu, konieczności ich rejestracji, a także nadzoru nad ich działalnością.

Jednak należy zauważyć, że również inne podmioty oceniające wiarygodność finansową nie przyznają Grecji wysokich ocen. I tak na przykład polska Korporacja Ubezpieczeń Kredytów Eksportowych (KUKE) w styczniu 2011 r. nadała Grecji rating na poziomie B z perspektywą negatywną i wciąż utrzymuje taką właśnie ocenę¹². Z kolei chińska agencja Dagong Global Credit Rating w marcu 2012 r. obniżyła ocenę Grecji z poziomu C do D, ale w maju 2012 r. podwyższyła ją z D do CC z perspektywą negatywną¹³.

Zakończenie

Obecnie Grecję charakteryzuje zła kondycja ekonomiczno-finansowa, a perspektywy jej poprawy są niepewne. Ponadto przesilenia polityczne oraz zmiany ocen credit ratingu zwiększają nerwowość na rynku finansowym, co negatywnie wpływa na koszt refinansowania na rynku finansowym oraz sytuację gospodarki.

Nie znajdują jednak potwierdzenia opinie, że agencje credit ratingu były tym podmiotem, który uruchomił zawirowania wokół greckiej gospodarki. Agencje zareagowały jedynie na wydarzenia mające miejsce na rynku kapitałowym. Dla przykładu można podać poziom rentowności na rynku wtórnym greckich obligacji o 10-letnim terminie wykupu. Jeszcze w styczniu 2008 r. ich rentowność była na poziomie ponad 4%, ale w maju uległa podwyższeniu do poziomu ponad 5%. W marcu 2009 r. wynosiła już ponad 6%, ale następnie ponownie się obniżyła. W tym czasie Grecja cały czas otrzymywała od wszystkich agencji credit ratingu ocenę na poziomie A.

¹² www.kuke.com.pl (8.06.2012).

¹³ www.dagongcredit.com (8.06.2012).

Dopiero w grudniu 2009 r. Fitch – jako pierwszy – obniżył ocenę do poziomu BBB+, a po tygodniu taką samą ocenę przyznała agencja S&P. Tymczasem na rynku już od stycznia 2010 r. rentowność greckich obligacji 10-letnich trwale utrzymywała się powyżej poziomu 6%. W kwietniu 2010 r. było to już blisko 10%, w kwietniu 2011 r. prawie 15%, we wrześniu 2011 r. blisko 23%, a w grudniu 2011 r. niemal 35%. Szczyt wystąpił tuż przed ogłoszeniem redukcji zadłużenia – 2 marca 2012 r. kurs zamknięcia wyniósł 37,101%, natomiast 12 marca „jedynie” 18,45%. Jednak w maju 2012 r. ponownie rentowność podniosła się do poziomu około 30%¹⁴. Porównując te poziomy rentowności np. z niemieckimi obligacjami 10-letnimi, można łatwo dostrzec zwiększone ryzyko uwzględniane przez inwestorów. Dla przykładu 24 listopada 2011 r. rentowność niemieckich obligacji wyniosła 2,13%, a greckich 35,31%, natomiast 8 czerwca 2012 r. odpowiednio 1,34% oraz 29,03%.

Dane te jednoznacznie wskazują, że to inwestorzy jako pierwsi zaczęli kwestionować postrzeganie Grecji jako wiarygodnego dłużnika. Agencje credit ratingu jedynie z opóźnieniem podążyły za rynkiem – za wyższą wyceną ryzyka przez inwestorów na rynku długu. Można przyjąć, że opóźnienie to wyniosło 9 miesięcy (marzec 2009–grudzień 2009 r.), chociaż pierwsze symptomy miały miejsce w maju 2008 r. Należy jednak zauważyć, iż 2008 r. upłynął pod znakiem kryzysu na rynku amerykańskim, którego symbolem stało się bankructwo amerykańskiego banku inwestycyjnego Lehman Brothers – największego jak dotąd bankruta w historii gospodarczej świata.

Jednocześnie trzeba stwierdzić, że obniżki ocen credit ratingu podążające za wyższą rentownością na rynku długu wpisały się w koncepcję samospełniających się oczekiwań, uruchamiając następnie spiralę coraz wyższych wymaganych rentowności i coraz niższych ocen credit ratingu. Ruch odwrotny muszą zapoczątkować sami inwestorzy, przy czym to gospodarka Grecji powinna dostarczyć odpowiednich argumentów do takich działań.

Bibliografia

1. Bielecki J., *Grecja liczy miliardy z obligacji*, www.forsal.pl (6.05.2012).
2. Działow D., *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
3. *Fitch downgrades Greece to one step above default*, www.boston.com (5.05.2012).
4. *Greece BBB+/A-2 sovereign credit ratings maintained on Credit Watch Negative on political and economic challengers*, Standard & Poor's, 24.02.2010, www.standardandpoors.com (5.05.2012).
5. *Jak Goldman Sachs, pomagając Grecji, szukał swoich klientów*, www.forsal.pl (5.05.2012).
6. *Jak (prawie) zbankrutowała Grecja?*, www.for.org.pl (20.05.2012).
7. *Kryzys grecki – geneza i konsekwencje. Dokument uzupełniający do Ram Strategicznych Narodowego Planu Wprowadzenia Euro*, Ministerstwo Finansów, Warszawa 26.10.2010, www.mf.gov.pl (5.05.2012).
8. Materiały Fitch Ratings, www.fitchratings.com (26.05.2012).

¹⁴ www.bloomberg.com/quote/ (8.06.2012).

9. Materiały Moody's Investors Service, www.moodys.com (26.05.2012).
10. Materiały Standard & Poor's, www.standardandpoors.com (26.05.2012).
11. *Public finance in EMU*, „European Economy” 2009, nr 3.
12. *Public finance in EMU*, „European Economy” 2009, nr 5.
13. Rascouet A., *Greek downgrade spells further trouble*, www.businessweek.com (6.05.2012).
14. *Rolowanie dlugu = bankructwo*, www.parkiet.com/artykul (8.06.2012).
15. www.bloomberg.com/quote/ (8.06.2012).
16. www.dagongcredit.com (8.06.2012).
17. www.kuke.com.pl (8.06.2012).

Financial crisis and credit rating of Greece

The article deals with credit rating and its present importance for the financial market. On that basis, credit rating importance for Greece will be analyzed. The aim of the paper is to draw attention to selected aspects of credit rating, especially from the financial crisis point of view.

At present, credit rating is one of the standards in financial market functioning. It is commonly used as a tool for reducing investment risk, calculating the spread of debt instruments in the primary and secondary market and assessing the level of bankruptcy risk. Also, credit rating is present in investment regulations as a measure of investment safety. All these factors contribute to the real importance of credit rating in the modern financial market.

Politicians found themselves evaluated and in the compromises which they make they have to take into consideration their potential impact of credit rating on other countries and their own countries. As an example, the banks' 'voluntary' agreement for 50% reduction of Greece debt can be quoted here. During negotiations process many times was quoted a question about the potential effect to credit rating level of: Greece, banks participating in agreements, but also France, Germany, and European Financial Stability Facility.

Nowadays, the credit rating system and credit rating agencies' behavior and work quality are discussed worldwide. Therefore, the article can be seen as a voice in the discussion about future architecture of the financial market.