

Znaczenie *credit ratingu* kraju emitującego skarbowe papiery wartościowe w procesie zarządzania długiem publicznym

Paweł Tobera*

Wstęp

Proces efektywnego zarządzania długiem publicznym jest obecnie niezwykle skomplikowany. Państwo, jako jeden z największych podmiotów obecnych na rynkach finansowych, staje przed zadaniem zdobycia środków na pokrycie własnego zadłużenia w ramach istniejących uwarunkowań rynkowych. Zasadniczym celem w zakresie zarządzania długiem danego kraju jest maksymalne ograniczenie poziomu kosztów obsługi zadłużenia. Koszty obsługi długu są główną pozycją obciążającą stan finansów publicznych w większości budżetów krajowych na świecie. Państwo konkuruje zatem w tym zakresie zarówno z podmiotami prywatnymi, jak i innymi krajami o środki finansowe, które pozwolą pokryć to zadłużenie. Potencjalni inwestorzy zainteresowani papierami skarbowymi danego kraju w pierwszej kolejności chcą zdobyć klarowną informację o wiarygodności kredytowej kraju emitenta. W takiej sytuacji istotnego znaczenia nabiera tzw. *credit rating*, czyli ocena wiarygodności kredytowej, która informuje potencjalnych inwestorów o sytuacji ekonomicznej danego kraju oraz o poziomie ryzyka, jaki wiąże się z nabyciem papierów wartościowych emitenta. Ocena ta pozwala zweryfikować bezpieczeństwo inwestowania w papiery skarbowe danego kraju i ograniczyć ryzyko niewypłacalności. Ostatnie światowe załamanie gospodarcze ujawniło wady procesu przyznawania ratingu zarówno w odniesieniu do państw, jak i podmiotów prywatnych. Tak zwana „wielka trójka” agencji ratingowych, która zdominowała ten segment, w dużym stopniu przyczyniła się do chaosu na rynkach finansowych, nadając błędne oceny poszczególnym podmiotom. Celem późniejszych regulacji prawnych wprowadzonych do procesu nadawania ratingu oraz dotyczących funkcjonowania agencji było ograniczenie ryzyka przyznania

* Paweł Tobera – magister, Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny, Katedra Finansów Publicznych, e-mail: pawelt5@vp.pl.

błędne ratingu. Miało to szczególne znaczenie, jeśli chodzi o postrzeganie przez inwestorów możliwości lokowania wolnych środków na podstawie wiarygodności kredytowej danego kraju. Można powiedzieć, że atrakcyjność skarbowych papierów wartościowych w głównej mierze wynika z pozytywnej oceny agencji ratingowych. Im wyższa ocena, tym mniejsze problemy ma dany kraj ze sprzedażą swoich papierów dłużnych, których oprocentowanie maleje na rynku. To z kolei pozwala na osiągnięcie zakładanego celu, jakim jest maksymalne ograniczenie poziomu kosztów obsługi zadłużenia.

Niniejszy artykuł dotyczy wpływu *credit ratingu* na możliwość ograniczenia kosztów obsługi zadłużenia. Nadrzędnym celem jest próba potwierdzenia występowania zależności między poziomem kosztów obsługi długu a *credit ratingiem* wybranych krajów Unii Europejskiej (UE), które są głównymi pożyczkobiorcami na rynku finansowym. Hipoteza badawcza brzmi: *credit rating* miał wpływ na wzrost kosztów obsługi długu publicznego w wybranych krajach UE w latach 2011–2015. Sytuację krajów UE w tym zakresie poddano analizie porównawczej, wykorzystując dostępne dane statystyczne i oceny przyznane przez główne agencje.

Geneza i zasady funkcjonowania agencji ratingowych

Wraz z rozwojem ogólnoswiatowego rynku finansowego coraz większą wagę zaczęto przywiązywać do bezpieczeństwa inwestowanego kapitału. Uczestnikami rynku finansowego są różne podmioty wywodzące się z wielu państw, reprezentujące różne branże i mające zróżnicowaną zdolność kredytową, dlatego pojawił się problem związany z oceną wiarygodności oferowanego instrumentu finansowego oraz jego emitenta. Informacje o tych kluczowych dla inwestora elementach w znacznej mierze pomogłyby ocenić zdolność emitenta do terminowego regulowania zobowiązań. Stworzenie uniwersalnego, obiektywnego, taniego i aktualnego narzędzia służącego do oceny poziomu ryzyka inwestycyjnego i umożliwiającego szybkie porównanie wiarygodności podmiotów rynku finansowego było więc naturalną konsekwencją takiego stanu rzeczy. Narzędziem tym jest *credit rating* – stosuje się go obecnie na zmiennych rynkach finansowych, w przypadku których niemal wszystkie decyzje inwestorów poprzedzone są analizą ocen ratingowych, a proces ratingu uwzględniany jest w większości przepisów prawnych dotyczących zasad bezpieczeństwa na rynku finansowym (Wojtas 2014, s. 31). Wraz z upływem lat potrzeba wykorzystywania ocen ratingowych doprowadziła do powstania wyspecjalizowanych podmiotów zewnętrznych zajmujących się profesjonalną oceną ryzyka inwestycyjnego, tzw. agencji ratingowych.

Głównym celem nadawania *credit ratingu* jest uporządkowanie podmiotów i emitowanych przez nie instrumentów finansowych pod względem ryzyka niewypłacalności. Pozwala to inwestorom na porównanie wiarygodności podmiotów w obrębie danego państwa, a także w skali międzynarodowej. Ocena obejmuje

miarę stabilności podmiotu pożyczającego, weryfikuje ryzyko jego niewypłacalności, jest poparta odpowiednimi argumentami i reputacją agencji ratingowej (Brylak 2011, s. 47).

Rynek agencji ratingowych jest rynkiem typowo oligopolistycznym. Szacuje się, że na świecie zarejestrowanych jest kilkadziesiąt agencji ratingowych, jednak większość z nich ma jedynie znaczenie lokalne, a w środowisku międzynarodowym liczą się trzy: Standard & Poor's (S&P), Moody's Corporation oraz Fitch Ratings (Bielecki 2010, s. 10). Władza i wpływy agencji ratingowych są ogromne, ponieważ na ich ocenach opierają się nie tylko rynki instrumentów dłużnych, ale również władze nadzorcze i banki centralne. Udział trzech wielkich międzynarodowych agencji w rynku ocen ratingowych jest szacowany na ok. 95%. Siła oddziaływania tych agencji związana jest zwłaszcza ze znaczeniem ocen ratingowych w ustawodawstwie nadzorczym. Towarzystwa ubezpieczeniowe czy fundusze emerytalne mogą inwestować w papiery wartościowe o odpowiednim ratingu. Banki muszą zabezpieczać kapitałem własnym pozycje w papierach wartościowych w zależności od ratingu. Europejski Bank Centralny kieruje się ratingiem, gdy banki komercyjne chcą wykorzystać papiery wartościowe jako zabezpieczenie dla zapewnienia sobie płynności (Żabińska 2012, s. 30).

Historia agencji ratingowych sięga XIX w. W Stanach Zjednoczonych rozwijał się wtedy przemysł związany z budową kolei transkontynentalnych i fabryk przemysłu ciężkiego. Potrzebna była wówczas obiektywna ocena, przeprowadzana przez niezależne podmioty, zdolności płatniczej spółek emitujących papiery wartościowe w celu pozyskania kapitału na te inwestycje; transport kolejowy miał strategiczne znaczenie dla funkcjonowania gospodarki (Kalinowski 2009). Początkowo oceną stanu inwestycji zajmowały się firmy zwane wywiadowcami gospodarczymi, które określały zdolność kupców do regulowania zobowiązań finansowych.

Pierwsza firma tego rodzaju powstała w Stanach Zjednoczonych w 1841 r. w odpowiedzi na ówczesny kryzys zaufania na rynkach. W 1860 r. H.V. Poor opublikował raport dotyczący sytuacji amerykańskich przewoźników kolejowych i zapoczątkował w ten sposób utworzenie agencji Standard & Poor's. Od tego momentu zaczęły się rozwijać agencje zajmujące się oceną ryzyka związanego z inwestycjami finansowymi, działające w imieniu inwestorów. W 1909 r. rozpoczęła działalność agencja Moody's. John Moody opracował autorską metodę oceniania wiarygodności kredytowej i ryzyka bankructwa (ang. *default*) emitentów w postaci uniwersalnego kodu literowego, który w miarę upływu czasu stał się ogólnosiwiatowym standardem. Taki sposób wyrażania syntetycznej opinii spotkał się z aprobatą uczestników rynku, ponieważ usystematyzował panujący chaos informacyjny, a wysoki poziom kompetencji specjalistów zaangażowanych w ich sporządzenie gwarantował jakość i trafność analiz (Michalski 2014, s. 5–6). Trzecia z wielkich agencji, Fitch, rozpoczęła działalność w 1913 r.

Na szybki rozwój agencji ratingowych na rynku amerykańskim miało wpływ wiele czynników. Jednym z nich był kryzys gospodarczy i krach giełdowy

w 1929 r., który skutkował upadłościami przedsiębiorstw oraz utratą oszczędności zainwestowanych w emitowane przez nie obligacje i akcje. Amerykańskie ustawodawstwo stworzyło warunki do rozwoju działalności ratingowej, a czynnikami wpływającymi na rozwój agencji były szumy informacyjne połączone z coraz większą asymetrią procesów informacyjnych (Dziawgo 2012). Można zatem uznać, że popyt na usługi agencji ratingowych był konsekwencją jednoczesnego oddziaływania pięciu następujących czynników (Dittrich 2007, s. 18):

- 1) wzrostu liczby uczestników rynku i ich anonimowości oraz jednoczesnej tendencji do większej złożoności (skomplikowania) strategii inwestycyjnych;
- 2) odchodzenia od pozyskiwania środków finansowych przez pośredników finansowych (ang. *disintermediation*) i towarzyszącego temu procesowi przenoszenia ryzyka z banków na rynki kapitałowe poprzez wprowadzenie nowych instrumentów (innowacji) finansowych umożliwiających sekurytyzację kredytów;
- 3) wzrostu zadłużenia ze strony państw coraz aktywniej pozyskujących środki na rynkach kapitałowych;
- 4) dominacji amerykańskiego rynku kapitałowego w skali ogólnosiwiatowej, co wiązało się z wyznaczeniem przez niego powszechnie akceptowanych standardów;
- 5) pojawienia się regulacji prawnych odnoszących się do problematyki *credit ratingu*.

Obecnie agencje ratingowe są integralną częścią międzynarodowego rynku finansowego. Stanowią pomost między emitentami a inwestorami oraz między samymi inwestorami (Elkhoury 2008). Prestż agencji ratingowych determinują następujące cechy (Boot, Tood 2006, s. 81):

- 1) obiektywność i rzeczowość: równe traktowanie wszystkich podmiotów poddanych analizie i niepodleganie presji podmiotów, które chciałyby wykorzystać rating do publicznego potwierdzenia swojej wartości;
- 2) niezawodność i wiarygodność: stałość i niezmienność kryteriów oceny wszystkich podmiotów w ramach danej branży oraz w czasie;
- 3) profesjonalizm: oparty na fachowej wiedzy analityków oraz poprawności i wiarygodności wykorzystywanych danych;
- 4) etyka i dyskrecja metod pracy: odróżnia agencje ratingowe od innych instytucji zajmujących się badaniem sytuacji finansowej podmiotów gospodarczych; agencje mają pełny dostęp do postanowień zarządu, wewnętrznych systemów sprawozdawczości badanych podmiotów, informacji o ich planach strategicznych itp.;
- 5) niezależność: zapewnienie sobie przez agencję statusu prawnego i gospodarczego gwarantującego jej odporność na wszystkie wpływy ze strony badanych podmiotów, organów państwowych i innych, np. zrzeszeń konsumenckich, lobby branżowych.

Ocena ratingowa powinna się charakteryzować niezależnością i obiektywnym oszacowaniem ryzyka kredytowego podmiotu zaciągającego dług na rynku finansowym. Modele wykorzystywane do ustalenia ratingu opierają się najczęściej na przydzielaniu ocen punktowych wydzielonym czynnikom opiniotwórczym. Suma punktów jest odnoszona do skali właściwej dla przyjętego modelu, a otrzymany wynik jest przyporządkowywany do właściwej oceny (ratingu) w zapisie literowym. Każda z agencji stosuje własne systemy ocen, ale różnią się one w niewielkim stopniu, co ułatwia porównywalność wyników analiz na rynku międzynarodowym. Tabela 1 prezentuje szczegółową metodologię ocen przyznawanych przez trzy największe agencje.

Tabela 1. Metodologia przydzielania *credit ratingu* w trzech największych agencjach ratingowych

| | Standard & Poor's | | Fitch Ratings | | Moody's | | |
|--------------------|-------------------|-------------------------------|---------------|-------------------------|-----------------------------------|--------------------------------------|--------------|
| | K | D | K | D | K | D | |
| Ocena inwestycyjna | A-1 + | AAA AA+ AA AA- A+ | F1 | AAA AA+ AA AA- | Prime-1 | Aaa Aa1 Aa2 Aa3 A1 A2 | |
| | A-1 | A | F2 | A+ A A- | | Prime-2 | A3 Baa1 |
| | A-2 | A- | | F3 | BBB+ BBB BBB- | | Prime-3 |
| | A-3 | BBB+ BBB BBB- | B | | BB+ BB BB- B+ B B- | Not prime | |
| B-1 B-2 | BB+ BB BB- | C | | CCC CC C | C CC C | | C CC C |
| B-3 | B+ B B- | | | D | | | |
| C | CCC CC C | D | | | D | | D |
| D | D | | D | D | | D | |
| | | | | | | | |

K – rating krótkoterminowy; D – rating długoterminowy

Źródło: Marcinkowska (2009).

Sposób doboru poszczególnych miar nie jest jednolity, co oznacza, że porównywanie wartości przypisanych tym samym podmiotom ocenianym przez różne organizacje może niekiedy skutkować przekazaniem inwestorom sprzecznego sygnału. Wynika to z faktu, że agencje ratingowe mogą mieć różne metodologie badawcze, a także zróżnicowany dostęp do informacji, co może istotnie wpłynąć na samą ocenę oraz dynamikę podejmowanych w tym zakresie zmian. Ratingi są kombinacją kodów, które mogą składać się z cyfr, liter oraz znaków (plus „+” i minus „-”) (Wankel 2009). Główne agencje ratingowe przyznają oceny w dwóch kategoriach – inwestycyjnej oraz spekulacyjnej. Pierwsza oznacza relatywnie niższe ryzyko niewypłacalności, a druga w wielu przypadkach jest ostrzeżeniem dla inwestorów, informującym o relatywnie wysokim poziomie ryzyka (Marcinkowska 2009). Jeśli chodzi o ocenę zdolności poszczególnych gospodarek do spłaty zobowiązań, to w procesie przyznawania ocen (ratingów) w pierwszej kolejności brane są pod uwagę takie determinanty jak (Elkhoury 2009): czynniki polityczne, czynniki ekonomiczne, elastyczność polityki fiskalnej i monetarnej oraz skala długu i tempo jego przyrostu. W przypadku gospodarek należy zwrócić uwagę na fakt, że niejednokrotnie czynniki polityczne oraz ekonomiczne są ze sobą skorelowane na wielu płaszczyznach. Ocena ratingowa ma fundamentalne znaczenie, jeśli chodzi o proces efektywnego zarządzania długiem publicznym.

Istota *credit ratingu* w procesie zarządzania długiem publicznym

Deficyt budżetowy jest immanentną cechą większości gospodarek na świecie. Finansowanie deficytu budżetowego za pomocą długu polega na zaciąganiu kredytów, pożyczek lub emitowaniu przez odpowiednie agendy rządowe (w zależności od przyjętego w danym kraju modelu zarządzania długiem publicznym) krótko- i długoterminowych skarbowych instrumentów dłużnych w celu sfinansowania wydatków państwa, które nie mają pokrycia w dochodach budżetowych. Według D. Czechowskiej dług publiczny wydaje się najlepszym sposobem finansowania deficytu budżetowego. Po pierwsze, dług – w odróżnieniu od emisji dodatkowego pieniądza – nie powoduje bezpośrednich skutków inflacyjnych. Po drugie, może być zaciągany przy użyciu różnych instrumentów (kredytów, emisji bonów lub obligacji skarbowych). Dzięki temu dług staje się aktywnym instrumentem realizacji polityki fiskalnej państwa. Po trzecie, nie ma charakteru powszechnego (w odróżnieniu od podatków) (Czechowska 2010, s. 192–193).

Zaletą długu jako formy finansowania deficytu jest m.in. to, że jest on dobrowolny dla drugiej strony transakcji. Wadą długu są niewątpliwie koszty związane z jego obsługą. W przeciwieństwie do emisji pieniądza lub zwiększenia obciążeń podatkowych zaciągnięcie długu wymaga poniesienia wydatków związanych nie tylko ze zwrotem jego wartości nominalnej, ale również z wypłatą należnych

inwestorom odsetek. Odsetki te księgowane są w budżecie państwa jako wydatki. Zwiększają tym samym wartości deficytów budżetowych w kolejnych latach. To emitent (odpowiednie agendy rządu centralnego), zaciągając zobowiązanie, decyduje o warunkach jego spłaty, terminach zapłaty odsetek itd. Dzięki temu możliwa jest strategia minimalizowania kosztów obsługi długu. Zaciągając dług, rząd centralny zabezpiecza nie tylko pokrycie istniejącego deficytu, lecz również bieżące potrzeby pożyczkowe (Dębski 1997).

Zarządzanie długiem publicznym to jeszcze mało znany obszar finansów publicznych, często traktowany fragmentarycznie. Niewątpliwie ma on jednak ogromne znaczenie dla wielu krajów, szczególnie tych o wysokim poziomie uzależnienia finansowania budżetu władz publicznych od rynku finansowego. Zarządzanie długiem publicznym jest konsekwencją pojawienia się w finansach publicznych problemu zadłużenia, a tym samym kosztów i ryzyka jego obsługi. J. Tobin jako jeden z pierwszych wprowadził w literaturze termin „polityka zarządzania długiem”, podkreślając jej rolę w stabilizowaniu makroekonomicznym. Autor postulował przyjęcie podwójnego kierunku działań zarządzania długiem, a więc w celu stabilizacji oraz minimalizacji kosztów zgromadzonego zasobu długu. J. Tobin sugerował m.in. odpowiednie dopasowanie struktury długu, czyli emisję skarbowych obligacji długoterminowych (Tobin 1963, s. 175–194). Inne podejście prezentuje G. Wheeler, który określa zarządzanie długiem publicznym jako proces formułowania oraz wprowadzania strategii w celu finansowania potrzeb pożyczkowych, osiągnięcia celów związanych z kosztem i ryzykiem obsługi zadłużenia oraz innych celów, takich jak rozwój i utrzymanie wydajnego rynku skarbowych papierów wartościowych (Wheeler 2003, s. 4).

Dla osiągnięcia głównego celu zarządzania długiem publicznym, jakim jest niewątpliwie ograniczenie kosztów obsługi zadłużenia, istotna jest ocena ratingowa kraju emitenta skarbowych papierów wartościowych. Z perspektywy inwestora *credit rating* jest „szybką”, porównywalną miarą, określającą relatywne ryzyko niewywiązania się w terminie ze zobowiązań emitentów z całego świata. Relatywność ta polega na tym, że *credit rating* jest względną miarą ryzyka, rozpatrywaną w odniesieniu do innych walorów. Jest to subiektywna opinia agencji ratingowej o wiarygodności finansowej podmiotu czy też o ryzyku związanym z nabyciem danych papierów wartościowych. Uzyskanie pozytywnej oceny istotnie ułatwia tańsze pozyskanie kapitału za pomocą emisji instrumentów dłużnych, zatem obie strony transakcji minimalizują związane z nią koszty, m.in. dotarcia do informacji, wyróżnienia się na tle konkurencyjnej oferty, dywersyfikacji portfela inwestycyjnego czy obiektywnej weryfikacji podjętych przez dłużnika działań (Dziawgo 2010, s. 97). Posiadanie oceny ratingowej związane jest z wieloma korzyściami, jakie emitent, w tym przypadku dany kraj, może odnieść na rynkach finansowych, wypuszczając kolejne serie skarbowych papierów wartościowych. Te najważniejsze prezentuje tabela 2.

Tabela 2. Korzyści dla podmiotu wynikające z posiadania *credit ratingu*

| Korzyści wymierne | Korzyści niewymierne |
|--|--|
| obniżenie kosztów kredytów bankowych obniżenie oprocentowania nowych emisji obligacji umożliwienie elastycznego, efektywnego zarządzania finansami przez jakość wzrost prawdopodobieństwa sukcesu emisji dłużnych papierów wartościowych obniżenie kosztu pozyskania środków dzięki zwiększeniu płynności obrotu | zaufanie uczestników rynku prestiż, kształtowanie wizerunku ułatwienie rozmów z zagranicznymi instytucjami finansowymi zachęcanie inwestorów do inwestycji bezpośrednich w regionie promocja w skali krajowej, względnie międzynarodowej poszerzenie kręgu inwestorów ułatwienie kontaktów z inwestorami kontrola działań zarządów firm, władz zweryfikowanie działalności zarządów firm przed właścicielami |

Źródło: Dziawgo (2010, s. 97).

Ocena ta ma zasadniczy wpływ na postrzeganie danego kraju przez potencjalnych inwestorów, co przyczynia się do znacznego ograniczenia kosztów ponoszonych w związku z emisją papierów wartościowych. Rynek dłużnych papierów wartościowych, w szczególności rynek obligacji, opiera się na relacjach między inwestorami i emitentami obligacji. W szerszym zakresie można mówić o relacjach pomiędzy inwestorami zarówno prywatnymi, jak i instytucjonalnymi (np. funduszami inwestycyjnymi czy bankami) a podmiotami, które poszukują źródeł finansowania swojej działalności. Agencje ratingowe pełnią funkcję pomostu między tymi stronami. Publikując oceny wiarygodności kredytowej, dostarczają one inwestorom informacji o kondycji finansowej podmiotów emitujących obligacje bądź zaciągających kredyty. Niepewność co do jakości emitowanych instrumentów dłużnych lub jakości emitenta jest istotną cechą rynku finansowego (Bobrek 2016, s. 43).

Jednym z głównych czynników branych pod uwagę przy wycenie nowych emisji obligacji jest wiarygodność kredytowa emitenta. Z reguły najwyższe oceny ratingowe spośród danych podmiotów krajowych mają rządy, ponieważ – przynajmniej teoretycznie – rząd zawsze może podnieść podatki, aby wywiązać się ze swoich zobowiązań. Obligacje, które zostały zakwalifikowane do stopnia spekulacyjnego, tzn. nieinwestycyjnego, określa się mianem obligacji śmieciowych¹

¹ Rynek obligacji śmieciowych przeżył swój rozkwit w latach 80. XX w. za sprawą Michaela Milkena – pracownika działu obligacji banku inwestycyjnego Drexel Burnham Lambert. Ideą Milkena była nie sprzedaż obligacji przedsiębiorstw bankrutujących (tzw. *fallen angels*), lecz sprzedaż długu przedsiębiorstw o wysokim, lecz dobrze skalkulowanym ryzyku. Stąd częstym motywem emisji obligacji śmieciowych stały się operacje wykupu lewarowanego. Źródłem sukcesu banku Drexel i zespołu Milkena było zobowiązanie do odkupu i sprzedaży obligacji, których emisje zagwarantował bank. Płynność na rynku wtórnym zaowocowała lojalnością klientów.

(*junkbonds*). W wielu przypadkach obligacje śmieciowe mają wysokie rentowności, aby przyciągnąć inwestorów. Rating kredytowy przyznany przez agencję wskazuje zatem na siłę finansową emitenta lub ryzyko jego niewypłacalności. Odgrywa on dużą rolę w ustalaniu wysokości płatności kuponowych. Tak więc 10-letnia obligacja wyemitowana przez rząd amerykański będzie mieć wyższy rating kredytowy i niższą stopę odsetek niż podobny instrument wyemitowany przez prywatne przedsiębiorstwo. Instrumenty gwarantowane przez rządy cechują się zazwyczaj najwyższym ratingiem. Jednak niektóre z rządów, ze względu na sytuację finansową w ich kraju lub brak stabilności politycznej, są klasyfikowane na niższych stopniach ratingowych. Zmiana ratingu kredytowego danego państwa ma wpływ na cenę całego niespłaconego jeszcze długu (Golec 2001, s. 285).

Analiza poziomu *credit ratingu* oraz kosztów obsługi długu publicznego w wybranych krajach Unii Europejskiej

Credit rating jest powszechnie wykorzystywany przez inwestorów jako miara rentowności. Można powiedzieć, że pokazuje ona, jak wysokiej premii za ryzyko powinni oni wymagać, aby skompensować relatywnie wyższe ryzyko poniesienia straty w wyniku niespłacenia zobowiązania w terminie. Dotyczy to zarówno rynku pierwotnego – w przypadku emisji nowych instrumentów przez emitenta – jak i rynku wtórnego. Rentowność rośnie wraz z obniżaniem się *credit ratingu*, a dodatkowo im niższa ocena, tym większe fluktuacje cen na rynku wtórnym (Estrella 2000).

Analizując średni poziom relacji kosztów obsługi długu do PKB w wybranych krajach Unii Europejskiej o dominującym udziale skarbowych papierów wartościowych w pokrywaniu długu publicznego, można zauważyć trwałą tendencję do powolnego ograniczania tej relacji. Wyjątkiem była Irlandia, w przypadku której średni poziom kosztów obsługi długu wzrósł z 3,2% PKB w 2011 r. do 3,4% PKB w 2015 r. Do krajów o największym poziomie kosztów możemy zaliczyć: Węgry, Rumunię, Malte, Słowenię oraz Litwę. Do grupy państw o najniższym udziale kosztów obsługi możemy zaliczyć: Estonię, Łotwę, Szwecję, Finlandię, Holandię oraz Danię. Polska w badanym okresie znacznie zredukowała średni poziom kosztów obsługi długu – o 1,3 pkt proc., co było jednym z najlepszych wyników w tej grupie (tabela 3).

Tabela 3. Średnie koszty obsługi długu w wybranych krajach UE w latach 2011–2015 (jako % PKB)

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|----------|------|------|------|------|------|
| Belgia | 3,5 | 3,6 | 3,3 | 3 | 2,8 |
| Bułgaria | 4,8 | 4,6 | 3,7 | 3,3 | 2,8 |
| Czechy | 3,5 | 3,4 | 3,1 | 3 | 2,8 |
| Dania | 3 | 2,9 | 2,4 | 2,2 | 2,1 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 |
|------------|------|------|------|------|------|
| Estonia | 2 | 2,2 | 1,6 | 1,1 | 1 |
| Irlandia | 3,2 | 3,3 | 3,7 | 3,7 | 3,4 |
| Hiszpania | 3,9 | 4 | 3,9 | 3,5 | 3,1 |
| Francja | 3,2 | 3,1 | 2,7 | 2,5 | 2,3 |
| Włochy | 4,2 | 4,5 | 4 | 3,5 | 3,2 |
| Łotwa | 1,8 | 1,9 | 1,8 | 1,6 | 1,5 |
| Litwa | 5 | 5 | 4,5 | 4 | 3,7 |
| Węgry | 5,3 | 5,4 | 5,6 | 5,5 | 4,8 |
| Malta | 4,5 | 4,4 | 4,3 | 4,3 | 4,1 |
| Holandia | 3 | 2,5 | 2,2 | 2,1 | 1,8 |
| Polska | 4,9 | 4,9 | 4,5 | 4 | 3,6 |
| Portugalia | 4 | 3,8 | 3,3 | 3,8 | 3,6 |
| Austria | 3,8 | 3,7 | 3,5 | 3 | 2,8 |
| Rumunia | 5,2 | 5,1 | 4,8 | 4,4 | 4,4 |
| Słowenia | 4,2 | 4,1 | 4,9 | 4,9 | 4 |
| Słowacja | 4 | 4 | 3,2 | 3,6 | 3,5 |
| Finlandia | 2,3 | 2,2 | 1,8 | 1,7 | 1,5 |
| Szwecja | 2,2 | 2,2 | 1,9 | 1,6 | 1,2 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (09.10.2016).

Analiza ocen ratingowych oraz poziom rentowności 10-letnich obligacji państw UE wykazują dosyć bliską zależność. Potwierdza to wcześniejsze założenie, zgodnie z którym poziom rentowności papierów skarbowych, za pomocą których zaciągany jest dług publiczny, wynika w znacznym stopniu z oceny ratingowej. Szczególnie widoczne staje się to w przypadku dwóch skrajnych sytuacji. Biorąc pod uwagę Niemcy (ocena kredytowa długu rządowego kształtowała się na najwyższym poziomie wiarygodności kredytowej wszystkich trzech głównych agencji ratingowych – potrójne A), można zauważyć trwałą relację obniżania się poziomu rentowności 10-letnich obligacji w latach 2011–2014, z poziomu 2,61% do 1,16%. Odmienną sytuację można zauważyć w przypadku Grecji, której *credit rating* kształtował się na najniższym poziomie ze wszystkich analizowanych państw. Poziom rentowności greckich obligacji znacznie się zmniejszył, jednak i tak pozostał na najwyższym poziomie wśród badanych państw (tabele 4, 5).

Tabela 4. Ocena kredytowa długu rządowego wybranych państw UE w latach 2011 i 2015 r.

| | 2011 | | | 2015 | | |
|---------------|---------|-------------------|-------|---------|-------------------|-------|
| | Moody's | Standard & Poor's | Fitch | Moody's | Standard & Poor's | Fitch |
| Austria | Aaa | AAA | AAA | Aaa | AA+ | AA+ |
| Belgia | Aa1 | AA | AA+ | Aa3 | AA | AA |
| Bułgaria | Baa2 | BBB | BBB | Baa2 | BB+ | BBB- |
| Cypr | Baa3 | BBB | BBB | B3 | B+ | B- |
| Czechy | A1 | AA- | A+ | A1 | AA- | A+ |
| Dania | Aaa | AAA | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| Estonia | A1 | AA- | A+ | A1 | AA- | A+ |
| Finlandia | Aaa | AAA | AAA | Aaa | AA+ | AAA |
| Francja | Aaa | AAA | AAA | Aa2 | AA | AA |
| Grecja | Ca | CC | CCC | Caa3 | CCC+ | CCC |
| Hiszpania | A1 | AA- | AA- | Baa2 | BBB | BBB+ |
| Holandia | Aaa | AAA | AAA | Aaa | AA+ | AAA |
| Irlandia | Ba1 | BBB+ | BBB+ | Baa1 | A+ | A- |
| Litwa | Baa1 | BBB | BBB | Baa1 | A- | A- |
| Luksemburg | Aaa | AAA | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| Łotwa | Baa3 | BB+ | BBB- | A3 | A- | A- |
| Malta | A2 | A | A+ | A3 | BBB+ | A |
| Niemcy | Aaa | AAA | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| Polska | A2 | A- | A- | A2 | A- | A- |
| Portugalia | Ba2 | BBB- | BB+ | Ba1 | BB+ | BB+ |
| Rumunia | Baa3 | BB+ | BBB- | Baa3 | BBB- | BBB- |
| Słowacja | A1 | A+ | A+ | A2 | A+ | A+ |
| Słowenia | Aa3 | AA- | AA- | Baa3 | A- | BBB+ |
| Szwecja | Aaa | AAA | AAA | Aaa | AAA | AAA |
| Węgry | Ba1 | BBB- | BBB- | Ba1 | BB+ | BB+ |
| Wlk. Brytania | Aaa | AAA | AAA | Aa1 | AAA | AA+ |
| Włochy | A2 | A | A+ | Baa2 | BBB- | BBB+ |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (09.10.2016).

Tabela 5. Rentowność obligacji 10-letnich państw UE w latach 2011–2014

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------|-------|-------|-------|------|
| Grecja | 15,75 | 22,50 | 10,05 | 6,93 |
| Włochy | 5,42 | 5,49 | 4,32 | 2,89 |
| Portugalia | 10,24 | 10,55 | 6,29 | 3,75 |
| Irlandia | 9,60 | 6,17 | 3,79 | 2,37 |
| Cypr | 5,79 | 7,00 | 6,50 | 6,00 |
| Belgia | 4,23 | 3,00 | 2,41 | 1,71 |
| Hiszpania | 5,44 | 5,85 | 4,56 | 2,72 |
| Francja | 3,32 | 2,54 | 2,20 | 1,67 |
| Strefa euro | 4,41 | 4,01 | 2,99 | 2,04 |
| Wlk. Brytania | 2,87 | 1,74 | 2,03 | 2,14 |
| UE | 4,31 | 3,74 | 2,96 | 2,21 |
| Austria | 3,32 | 2,37 | 2,01 | 1,49 |
| Słowenia | 4,97 | 5,81 | 5,81 | 3,27 |
| Węgry | 7,64 | 7,89 | 5,92 | 4,81 |
| Niemcy | 2,61 | 1,50 | 1,57 | 1,16 |
| Malta | 4,49 | 4,13 | 3,36 | 2,61 |
| Holandia | 2,99 | 1,93 | 1,96 | 1,45 |
| Finlandia | 3,01 | 1,89 | 1,86 | 1,45 |
| Słowacja | 4,45 | 4,55 | 3,19 | 2,07 |
| Polska | 5,96 | 5,00 | 4,03 | 3,52 |
| Dania | 2,73 | 1,40 | 1,75 | 1,32 |
| Szwecja | 2,61 | 1,59 | 2,12 | 1,72 |
| Czechy | 3,71 | 2,78 | 2,11 | 1,58 |
| Litwa | 5,16 | 4,83 | 3,83 | 2,79 |
| Łotwa | 5,91 | 4,57 | 3,34 | 2,51 |
| Rumunia | 7,29 | 6,68 | 5,41 | 4,49 |
| Bułgaria | 5,36 | 4,50 | 3,47 | 3,35 |
| Luksemburg | 2,92 | 1,82 | 1,85 | 1,34 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Eurostat (09.10.2016).

Badania nad różnicą w oprocentowaniu między emisjami obligacji z różną oceną wiarygodności finansowej sugerują, że relatywna stopa procentowa między stopniami klasyfikacji *credit ratingu* ma tendencję do stabilności w czasie. Oznacza to, że w zależności od sytuacji na rynku zmienia się oprocentowanie nominalne walorów, ale relacje między nimi nie ulegają istotniejszym zmianom, zachowując stabilność w czasie. Zmiany *credit ratingu* przynoszą podmiotowi konkretne, wymierne skutki finansowe. Obniżenie oceny może nie tylko pogłębić kłopoty danego państwa w zakresie pozyskiwania środków na pokrycie deficytu, ale nawet trwale zaburzyć relacje pomiędzy krajem emitentem a potencjalnymi inwestorami. Zazwyczaj w krótkim okresie na obniżeniu *credit ratingu* tracą inwestorzy posiadający papiery wartościowe danego podmiotu. Podmiot straciłby wówczas, gdyby wyemitował nowe papiery wartościowe. Dlatego koszty obsługi zadłużenia podmiotów (których ocena ratingowa została obniżona) w krótkim okresie nie ulegają zazwyczaj istotnemu podwyższeniu. W dłuższym okresie obniżenie *credit ratingu* przekłada się na wyższe koszty dostępu do kapitału pozyskiwanego z rynku pierwotnego, zarówno z rynku międzynarodowego, jak i krajowego, co pociąga za sobą podwyższenie kosztów finansowych podmiotu, a w rezultacie obniżenie poziomu wyniku finansowego (Dziawgo 2010, s. 89).

Podsumowanie

Rozbudowany system nadawania ocen wiarygodności kredytowej różnym podmiotom prywatnym i państwowym daje możliwość szybkiego oszacowania ryzyka, przed jakim inwestor musi się zabezpieczyć, lokując środki w skarbowych papierach wartościowych danego kraju. Rating wydaje się idealnym sposobem uzyskania informacji o danym podmiocie występującym w charakterze emitenta na rynku finansowym. Kraj emitujący papiery wartościowe musi uwzględniać ocenę ratingową, która bezpośrednio przekłada się na poziom kosztów obsługi długu publicznego. Im wyższa ocena ratingowa, tym niższy poziom rentowności obligacji, co z kolei pozwala na spełnienie głównego celu procesu zarządzania długiem publicznym, jakim jest redukcja kosztów obsługi długu.

Jak wynika z przeprowadzonej analizy, wiele krajów Unii Europejskiej boryka się z problemem wysokich kosztów obsługi długu w porównaniu z PKB, na które bezpośredni wpływ wywiera postrzeganie tych podmiotów na rynku finansowym przez pryzmat oceny wiarygodności kredytowej. Można jednak zauważyć, że sytuacja w zakresie kosztów obsługi długu publicznego w różnych krajach, po okresie kryzysu gospodarczego, powoli się stabilizuje, co potwierdzają wskaźniki obrazujące trwały i stabilny spadek poziomu kosztów obsługi długu. To samo można powiedzieć o zestawieniu poziomu ocen ratingowych poszczególnych krajów – widoczny jest wyraźny wzrost udziału państw o ratingu na poziomie inwestycyjnym. Oznacza to, że w ciągu kilku ostatnich lat

nastąpiła poprawa. Trzeba jednak mieć na uwadze fakt, że proces redukcji kosztów obsługi długu jest niezwykle skomplikowany i długotrwały oraz że zależy od wielu czynników.

Bibliografia

- Bielecki J. (2010), *Wielka trójka rządzi rynkiem*, „Gazeta Prawna” nr 88.
- Bobrek I. (2016), *Działalność agencji ratingowych na przykładzie sektora publicznego w Polsce*, „Zeszyty Naukowe ZPSB Firma i Rynek” 2016/1 (49).
- Boot A.W.A., Tood T.M. Schmeits A. (2006), *Credit Ratings as Coordination Mechanisms*, „Review of Financial Studies” .
- Brylak J. (2011); *Agencje ratingowe na rynku inwestycji. Prawne aspekty instytucji*, „Polskie Towarzystwo Ekonomiczne – Zeszyty Naukowe”, Kraków.
- Czechowska D. (1997), *Instrumenty dłużne w gospodarce*, CeDeWu, Warszawa.
- Dębski W. (1997), *Akcje, obligacje i ich wycena*, Absolwent, Łódź.
- Dittrich F. (2007), *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts – und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln.
- Dziawgo D. (2010), *Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, PWE, Warszawa.
- Elkhoury M. (2008), *Credit Rating Agencies and their potential impact on developing countries*, United Nations Conference on Trade and Development, Genewa.
- Estrella A. (2000), *Credit ratings and complementary sources of credit quality information*, BCBS „Working Paper” No. 3.
- Golec N. (2001), *Rynek obligacji – wprowadzenie*, Dom wydawniczy ABC, Kraków.
- Kalinowski M. (2009), *Rynki finansowe w warunkach kryzysu*, CeDeWu.PL Wydawnictwa Fachowe, Warszawa.
- Marcinkowska M. (2009), *Standardy kapitałowe banków. Bazylejska Nowa Umowa Kapitałowa w polskich regulacjach nadzorczych*, Regan Press, Gdańsk.
- Michalski B. (2014), *Analiza funkcjonowania agencji credit ratingowych i ich rola w kontekście kryzysu finansowego*, Wydawnictwo Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław.
- Tobin J. (1963), *An Essay on principles of debt management, Fiscal and Debt Management Policies*, Englewood Cliffs.
- Wankel C. (2009), *Encyclopedia of Business in Today's World*, Vol. 1, SAGE Publications Inc., Thousand Oaks.
- Wheeler G. (2003), *Sound practice in government debt management*, The World Bank, Washington D.C.
- Wojtas A. (2014), *Wiarygodność agencji ratingowych w dobie wzmożonej krytyki ich działalności*, KNUV 2014 3 (41), Warszawa.

Żabińska J. (2012), *Rola i miejsce agencji ratingowych na rynkach finansowych Unii Europejskiej*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.

Streszczenie

Celem artykułu jest przybliżenie kwestii związanych z procesem nadawania ocen ratingowych i ich wpływem na poziom kosztów obsługi długu publicznego w odniesieniu do kraju jako głównego emitenta skarbowych papierów wartościowych. Emisja tych instrumentów pozwala na pokrycie stale wzrastającego niedoboru środków w postaci deficytu budżetowego. Na poziom kosztów obsługi długu duży wpływ ma ocena ratingowa danego kraju, która dla potencjalnych inwestorów jest głównym wyznacznikiem poziomu ryzyka związanego z zakupem skarbowych papierów wartościowych. W pierwszej części opisano genezę powstania agencji ratingowych. Część druga została poświęcona znaczeniu ocen ratingowych w procesie zarządzania długiem publicznym. Celem części trzeciej jest pokazanie, na przykładzie konkretnych danych historycznych dotyczących wybranych państw UE, jak rating przekłada się na relację między kosztami obsługi zadłużenia a PKB.

Słowa kluczowe: *credit rating*, agencje ratingowe, koszty obsługi długu publicznego, obligacje

Summary

The role of the credit rating of a country which issues treasury securities in the process of public debt management

The article presents the process of credit rating evaluation and its impact on the cost of managing public debt in reference to the country issuing treasury securities. Issuing these instruments allows constantly growing budget deficits to be underwritten. The credit rating of the issuing country has a strong influence on the cost of managing debt, as it becomes the main indicator of the bonds' risk levels for potential investors. The first section describes the origins of the rating agencies and the history of establishing the modern rating system. The second section explains the role of ratings in the process of public debt management. The third section, using actual historical data from the EU member states, presents how ratings affect the relation of debt management costs to GDP.

Keywords: credit rating, rating agencies, cost of public debt management, bonds

JEL: G12, H61, H63