

AKADEMIA FINANSÓW i BIZNESU VISTULA

Wydział Biznesu i Stosunków Międzynarodowych

Adrian Wojtas

**Rola globalnych agencji ratingowych na przykładzie
wybranych państw po roku 2007**

**The role of global rating agencies on the example of
selected countries after 2007**

STRESZCZENIE ROZPRAWY DOKTORSKIEJ

SUMMARY OF DOCTORAL DISSERTATION

opiekun naukowy / supervisor:

dr hab. Ryszard Michalski, prof. AFiBV

Warszawa / Warsaw 2017

Kryzysy finansowe pojawiają się w gospodarce cyklicznie, są stałym elementem cyklu koniunkturalnego. Do okresowych recesji dochodziło wielokrotnie na przestrzeni ostatnich 100 lat, czego najbardziej spektakularnym przykładem był wielki kryzys finansowy zapoczątkowany w 1929 r. krachem na Wall Street. Wiele z dwudziestowiecznych kryzysów miało charakter lokalny dotyczący np. krajów Ameryki Łacińskiej bądź południowo-wschodniej Azji, a ich skutki bywały szybko łagodzone wskutek reakcji odpowiednich władz i instytucji, takich jak Międzynarodowy Fundusz Walutowy.

Kryzys finansowy lat 2008-2013 wydaje się odbiegać swoim charakterem od krótkotrwałych, lokalnych recesji XX wieku. Kryzys ten dowiódł, że panujące wśród wielu ekonomistów przekonanie o nieprzerwanej koniunkturze gospodarczej napędzanej szybko postępującą globalizacją i informatyzacją okazało się złudne.

Pomimo pozytywnych trendów gospodarczych w latach poprzedzających kryzys można było zaobserwować pewne symptomy nadchodzącej recesji, jak np. wysokie ujemne saldo obrotów bieżących w takich krajach jak Grecja, Portugalia czy Hiszpania. Pomimo tego ani międzynarodowe organizacje finansowe, ani Unia Europejska nie zakładały wystąpienia tak poważnej recesji.

Globalny kryzys finansowy został zapoczątkowany zapaścią na rynku amerykańskich produktów strukturyzowanych. W latach poprzedzających kryzys, z powodu długotrwałej koniunktury gospodarczej w skali globalnej wiele krajów rozluźniło dyscyplinę budżetową, a ogromne zainteresowanie nowoczesnymi instrumentami inżynierii finansowej doprowadziło do niekontrolowanego wzrostu obrotów derywatami.

Powstanie i ewolucja agencji ratingowych są ściśle związane z rozwojem światowego rynku finansowego. Wraz ze wzrostem stopnia jego skomplikowania uczestnicy rynku finansowego zaczęli przykładać coraz większą wagę do bezpieczeństwa inwestowania. Inwestorzy podejmując decyzję o dokonaniu inwestycji w instrumenty dłużne, kierują się głównie zdolnością dłużnika do regulowania jego zobowiązań finansowych. Pojawiła się więc potrzeba określenia wiarygodności podmiotu emitującego określone instrumenty finansowe, jak również samych wyemitowanych papierów wartościowych.

Określanie ryzyka inwestycyjnego jest procesem złożonym, czasochłonnym i kosztownym, a także wymagającym dużej wiedzy i doświadczenia. Z tego powodu inwestorzy zaczęli poszukiwać uniwersalnej i wiarygodnej miary poziomu ryzyka inwestycyjnego, która spełniałaby standardy obiektywizmu i była łatwo dostępna dla wszystkich zainteresowanych. Odpowiedzią na tę potrzebę stał się credit rating, który stanowi narzędzie oceny wiarygodności kredytowej podmiotów-emitentów oraz samych emitowanych instrumentów. Nadawaniem ocen ratingowych zajmują się wyspecjalizowane podmioty dokonujące ocen ryzyka inwestycyjnego, czyli agencje credit rating.

Szacuje się, że w obecnej chwili $\frac{3}{4}$ przepływów kapitałowych na globalnym rynku kapitałowym następuje za pomocą instrumentów, którym nadana została ocena ratingowa. W obecnych warunkach pozyskanie finansowania bez uprzedniego otrzymania oceny credit rating jest bardzo trudne, kosztowne i ryzykowne. Dotyczy to zarówno pozyskiwania kapitału z rynku lokalnego, jak i międzynarodowego.

Oceny ratingowe mają duże znaczenie nie tylko dla inwestorów instytucjonalnych i emitentów papierów wartościowych, lecz także dla indywidualnych inwestorów, którzy lokują swoje oszczędności w bankach, obligacjach, funduszach inwestycyjnych czy emerytalnych.

Credit rating początkowo stosowany był jedynie w odniesieniu do obligacji, jednakże z biegiem czasu, w odpowiedzi na oczekiwania uczestników rynku finansowego zaczęto nadawać go także innym papierom wartościowym i podmiotom. Agencje ratingowe nadają credit rating takim podmiotom jak suwerenne państwa, instytucje międzynarodowe, banki centralne i komercyjne, miasta, jednostki samorządu terytorialnego, przedsiębiorstwa, firmy ubezpieczeniowe czy fundusze inwestycyjne. Ocenie ratingowej poddawane są obecnie - oprócz obligacji i akcji, takie instrumenty finansowe jak produkty strukturyzowane, transakcje typu swap czy instrumenty związane z procesem sekurytyzacji, takie jak mortgage based securities (MBS) czy asset based securities (ABS).

W procesie rozwoju credit ratingu wyłoniły się trzy agencje ratingowe, które mają największe znaczenie na rynku finansowym i tworzą tzn. "wielką trójkę" agencji

ratingowych. Są to agencje Standard and Poor's, Moody's i Fitch Ratings, których geneza sięga początków XX wieku. Wszystkie trzy posiadają podobny profil działania i oferują podobny zestaw produktów, wśród których najczęściej komentowany jest rating suwerennych państw, stanowiący ocenę wiarygodności gospodarek poszczególnych krajów.

Kryzys gospodarczy, który rozpoczął się w 2008 r., wywołał nową falę dyskusji na temat agencji ratingowych i ich wpływu na funkcjonowanie rynków finansowych. Pojawiły się również ostre głosy krytyki agencji oskarżające je o popełnianie szeregu rażących błędów w procesie przyznawania ocen, które odbijają się na sytuacji zarówno inwestorów, jak i suwerennych państw, wpływając na możliwość zaciągania przez nie zobowiązań finansowych.

Celem niniejszej rozprawy doktorskiej jest ukazanie wzrostu znaczenia globalnych agencji ratingowych dla światowego rynku finansowego. Niniejsze zagadnienie przedstawiono na przykładzie ratingów suwerennych. Hipoteza badawcza pracy zakłada, że we wskazanym okresie nastąpił znaczący wzrost znaczenia agencji ratingowych na światowym rynku finansowym. Proces ten w sposób istotny wpłynął na kryzys finansowy, jaki rozpoczął się 2008 r.

W okresie ostatnich kilkunastu lat nastąpił widoczny wzrost znaczenia agencji ratingowych dla światowego obrotu finansowego. Agencje te stały się swoistymi podmiotami opiniotwórczymi, od których oceny często uzależniona jest decyzja inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych. Obecnie trudno do wyobrażenia byłby globalny rynek finansowy bez istnienia ratingów.

Rynek instytucji, który ocenia wiarygodność kredytową, stanowi więc istotny komponent rynku finansowego. Równocześnie zwraca się uwagę na krytykę, jakiej agencje ratingowe są poddawane. Wielu specjalistów wskazuje na istotność rynku tych instytucji i jego niezbędność dla rozwoju systemu finansowego na świecie, co wymaga jednak pewnych zmian. Od kilku lat w Europie można spotkać się z opinią, że dla poprawy konkurencyjności, odpowiedzialności i przejrzystości instytucji oceniających wiarygodność kredytową niezbędne jest utworzenie Europejskiej Agencji Ratingowej, której powstanie wpłynęłoby na podniesienie jakości samych ocen, czyli

ratingów.

Z punktu widzenia globalnych rynków finansowych agencje ratingowe zaczęły być coraz bardziej istotne od połowy lat 90-tych XX wieku. W okresie wcześniejszym znacząca rola przypadła im przede wszystkim w Stanach Zjednoczonych. Z kolei o wiele słabsza ich pozycja w Europie i Azji, wynikała z faktu, że rynkowa reputacja podmiotów stanowiła tam główny wyznacznik ich sytuacji ekonomicznej. Od paru dekad – właściwie bez względu na fazę cyklu koniunkturalnego – agencjom ratingowym przypada coraz większe znaczenie w procesie kształtowania sytuacji na rynkach finansowych. Na działalność agencji ratingowych duży wpływ wywarł kryzys finansowy, który wybuchł w 2008 r. Przed nim agencje ratingowe nie wzbudzały większego zainteresowania wśród uczestników rynku finansowego, pomimo że miały znaczący wpływ na jego funkcjonowanie.

Analizę badanego obszaru przeprowadzono w oparciu o fachową literaturę przedmiotu, artykuły pochodzące z periodyków naukowych, a także źródła internetowe. W rozprawie posłużono się metodą analizy i syntezy, które tworzą swoistą całość, natomiast proces ich przeprowadzenia jest zamkniętą całością. W analizie badawczej tytułowego zagadnienia nie zabrakło również tak istotnych czynności badawczych jak dedukcja i indukcja.

Struktura niniejszej rozprawy doktorskiej składa się z pięciu głównych rozdziałów. W rozdziale pierwszym omówiono zagadnienia dotyczące rynku credit ratingu, tak jak istota credit ratingu, procedura jego nadawania, rating suwerena (państwa), regulacje prawne dotyczące omawianego zagadnienia, historia agencji ratingowych, a także oligopol trzech agencji ratingowych: Moody's Investors Service, Standard and Poor's Rating Services oraz Fitch Ratings.

Rozdział drugi obejmuje najistotniejsze z punktu widzenia tematyki kwestie kryzysu finansowego lat 2008-2013. Zwrócono tu uwagę na takie zagadnienia, jak cykl koniunkturalny w gospodarce, przyczyny i przebieg kryzysu finansowego w latach 2008-2013, a także jego skutki dla świata i Polski w odniesieniu do lat późniejszych. Kryzys finansowy oraz analiza przyczyn jego powstania spowodowały, iż zwrócono uwagę na działalność agencji ratingowych. W niniejszym rozdziale przedmiotem rozważań jest również istota oraz rola Klubu Londyńskiego i Klubu Paryskiego jako nieformalnych grup wierzycieli, odgrywających znaczącą rolę na rynku

międzynarodowym.

W rozdziale trzecim przeprowadzono analizę najbardziej istotnych zagadnień dotyczących długu publicznego w okresie kryzysu. Omówiono tu kwestie związane z relacją, jaka zachodzi między zadłużeniem sektora prywatnego a długiem publicznym, a także koszty finansowania długu publicznego w czasie kryzysu oraz granice bezpiecznego zadłużenia państw. W niniejszym rozdziale omówiono również funkcjonowanie sektora finansów publicznych wybranych krajów w dobie kryzysu. Szeroko omówiono wpływ długu publicznego na ratingi wybranych krajów europejskich - Niemiec, Włoch, Polski, Węgier i Hiszpanii.

Rozdział czwarty rozprawy przedstawia ewolucję ratingów suwerennych (państw) w okresie kryzysu. Omówiono tu wpływ ratingu na światowy rynek finansowy, wpływ ocen kredytowych na koszt zaciągania długu zagranicznego przez państwa oraz przeprowadzono analizę bieżących ratingów kredytowych wybranych krajów europejskich. Ponadto pokazano historię polskiego ratingu a także przedstawiono agencje ratingowe działające w Polsce. W niniejszym rozdziale zwrócono uwagę na fakt, iż ratingi mają istotny wpływ na zwiększenie możliwości inwestycyjnych. Ponadto są narzędziem ułatwiającym pomiar względnego ryzyka kredytowego, przez co z kolei zmniejszają koszty ponoszone nie tylko przez kredytobiorców, ale i kredytodawców.

Rozdział piąty to przede wszystkim przedstawienie roli, jaką odgrywają wiodące agencje ratingowe na globalnym rynku finansowym. Omówiono tu zmianę pozycji tzw. wielkiej trójki agencji ratingowych w okresie 2008-2013, a także kontrowersje związane z działalnością agencji ratingowych. Istotną częścią rozdziału jest przedstawienie pożądanego kierunku reform, jakie należałoby przeprowadzić w tym obszarze. W niniejszym rozdziale zwrócono również uwagę na procedurę makroekonomicznej nierównowagi (Macroeconomic Imbalance Procedure), która ma na celu określenie, zapobieganie i eliminowanie potencjalnie szkodliwych zaburzeń równowagi makroekonomicznej w ramach Unii Europejskiej.

W świetle przeprowadzonych analiz stwierdzono, iż kryzys gospodarczy spowodował zwrócenie uwagi na konieczność weryfikacji działalności agencji ratingowych, ich uprzywilejowanej pozycji i znaczenia w systemie finansowym świata jak i poszczególnych krajów. Agencje ratingowe funkcjonują na świecie od blisko stu lat, ale dopiero od kilku stanowią przedmiot wielu analiz i dyskusji. Na ich ocenach

opiera się rynek instrumentów dłużnych. Od nich zależy koszt pozyskania oraz alokacji kapitału. To one oceniają wiarygodność kredytową emitenta. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji, kiedy emitentem jest państwo. Należy jednak pamiętać iż agencje ratingowe w okresie ostatnich lat popełniły wiele błędów w swych ocenach. Powszechnie uważa się, iż jako instytucje wczesnego ostrzegania w dużym stopniu zawiodły i nie ostrzegły na czas przed zbliżającym się kryzysem. Ich wpływ na kryzys był jednak tylko pośredni, gdyż samo zjawisko kryzysu i wyjaśnienie jego realnej genezy są znacznie bardziej skomplikowanym problemem.

Posiadanie dobrego ratingu stanowi swoistą promocję podmiotu na arenie międzynarodowej, umożliwia wyróżnienie się na tle konkurencji, co z kolei przekłada się na ułatwienie kontaktów z zagranicznymi kontrahentami i zachętę do inwestycji tak pośrednich, jak bezpośrednich. Korzystny rating ma także ogromny wpływ na kształtowanie marketingowego wizerunku danego podmiotu. Należy jednak pamiętać, iż opinie agencji ratingowych nie zwalniają inwestorów z odpowiedzialności i przeprowadzania własnych kalkulacji.

Financial crises appear cyclically in the economy and are a permanent element of the business cycle. Periodic recessions have occurred many times over the last hundred years, the most spectacular example of which was the great financial crisis that began in 1929 with the Wall Street Crash. Many of the twentieth century crises were of local nature, for example in Latin America or South-East Asia, and their effects were quickly mitigated thanks to reaction of relevant authorities and institutions, such as the International Monetary Fund.

The financial crisis of years 2008-2013 seems to diverge in character from short-term local recessions of the 20th century . This crisis proved that the conviction among many economists about the uninterrupted economic rise driven by rapidly progressing globalization and the ICT turned out to be illusory. Despite positive economic trends in the years preceding the crisis, some symptoms of the upcoming recession have been observed, such as the high negative current account balance in such countries as Greece, Portugal or Spain. Despite this, neither international financial organizations nor the European Union assumed such a serious recession.

The global financial crisis was initiated by the collapse of the American structured products market. In the years preceding the crisis, due to the long-term global economic situation, many countries have loosened budgetary discipline, and huge interest in modern financial engineering instruments has led to an uncontrolled increase in turnover in derivatives.

Establishment and evolution of rating agencies are closely related to the development of the global financial market. With the increase of its complexity, participants of the financial market started to pay more and more attention to invest safety. Investors deciding to invest in debt instruments are mainly guided by the debtor's ability to pay back financial obligations. Therefore, there was a need to determine the credibility of an entity issuing specific financial instruments, as well as securities issued themselves.

Determining investment risk is a complex, time-consuming and costly process, as well as requiring a lot of knowledge and experience. For this reason, investors started

looking for a universal and reliable measure of investment risk that would meet the standards of objectivity and was easily available to all interested parties. The answer to this need has become a credit rating, which is a tool to assess the creditworthiness of issuer entities and issuances. The ratings are awarded by specialized entities making investment risk assessments, that is credit rating agencies.

It is estimated that nowadays $\frac{3}{4}$ capital flows on the global capital market are carried out using instruments that have been assigned a rating. In current conditions, obtaining financing without first obtaining a credit rating is very difficult, costly and risky. This applies to raising capital from both the local and international market.

Ratings are of great importance not only for institutional investors and issuers of securities, but also for individual investors who invest their savings in banks, bonds, investment or pension funds.

Credit rating was initially applied only to bonds, however, over time, in response to the expectations of financial market participants, it was also given to other securities and equities. Credit rating agencies give credit rating to entities such as sovereign states, international institutions, central and commercial banks, cities, local government units, enterprises, insurance companies or investment funds. Currently, in addition to bonds and shares, rating instruments are assigned to financial instruments such as structured products and swap transactions. or instruments related to the securitization process, such as mortgage based securities (MBS) or asset based securities (ABS).

Three rating agencies have emerged in the credit rating development process, which are the most important on the financial market and make up the "Big Three" of rating agencies. These are agencies Standard and Poor's, Moody's and Fitch, whose genesis dates back to the early twentieth century. All three have a similar action profit and they offer a similar set of products, among which the rating of sovereign states is the most commented, which is an assessment of the credibility of economies of individual countries.

The financial crisis that began in 2008 has triggered a new wave of discussions on the subject of rating agencies and their impact on the functioning of financial

markets. There were sharp critics of the agencies' behaviour accusing them of committing a series of blatant errors in the rating process that affect the situation of both investors and sovereign states, affecting their ability to incur financial obligations.

The aim of this doctoral thesis is to show the growing importance of global rating agencies for the financial turnover. This issue is presented on the basis of sovereign ratings. The research hypothesis assumes that in the indicated period there has been a significant increase in the importance of rating agencies in the global financial market and this process has significantly affected the financial crisis that began in 2008.

Over the last dozen or so years, there has been a visible increase in the importance of rating agencies for the global financial market. These agencies have become peculiar opinion-forming entities, the evaluation of which often influences on the decision of individual and institutional investors. Nowadays, it would be difficult to imagine a global financial market without the existence of ratings. The market of institutions which assess the creditworthiness is therefore an important component of the financial market. At the same time, attention is paid to the criticism that credit rating agencies are subject to. Many specialists point to the importance of the market of these institutions and its indispensability for the development of the global financial system, which, however, requires some changes. For several years in Europe, you can get an opinion, that in order to improve the competitiveness, accountability and transparency of credit rating institutions, it is necessary to set up a European Rating Agency, the formation of which would increase the quality of ratings themselves.

From the point of view of global financial markets, rating agencies have become more and more important since the mid-1990s. In the earlier period, they played a significant role primarily in the United States. Their much weaker position in Europe and Asia resulted from the fact that the market reputation of entities was there main determinant of their economic situation. For several decades - virtually regardless of the phase of business cycle - credit rating agencies have become increasingly important in the process of shaping the situation on financial markets. The financial crisis which broke out in 2008 had a major impact on the activity of rating agencies. Before him, the rating agencies did not arouse much interest among financial market participants, although they had a significant impact on their functioning.

The analysis of the studied area was carried out on the basis of professional literature of the subject, articles from scientific journals, as well as internet sources. The dissertation uses the method of analysis and synthesis, which form a peculiar whole, while the process of their implementation is a closed whole. The research analysis of the title issue did not lack so important research activities as deduction and induction.

The structure of this doctoral dissertation consists of five main chapters. The first chapter deals with the credit rating market, as well as the credit rating, the procedure of rating, sovereign rating (state one), legal regulations concerning the issue, the history of rating agencies and the oligopoly of three rating agencies: Moody's Investors Service, Standard and Poor's Rating Services and Fitch Ratings .

The second chapter covers the most important aspects of the 2008-2013 financial crisis from the point of view of the topic. Attention was paid to such issues as the business cycle in the economy, causes and the course of the financial crisis in 2008-2013, as well as its effects on the world as well as Poland in later years. The financial crisis and the analysis of the causes of its emergence led to more attention paid to activities of rating agencies. In this chapter, the essence and role of the London Club and the Paris Club are also considered as informal groups of creditors which play a significant role in the international market.

The third chapter analyzes the most important issues regarding public debt during the crisis. Issues related to this are discussed with the relation that occurs between private sector debt and public debt, as well as the costs of public debt financing during the crisis and the limits of safe indebtedness of states. This chapter also discusses the functioning of the public finance sector of selected countries in the current crisis. Widely discussed is the impact of public debt on ratings of selected European countries, like Germany, Italy, Poland, Hungary and Spain.

The fourth chapter of the dissertation presents the evolution of sovereign ratings (states' ones) during the crisis. The impact of the rating on the global financial market, the impact of credit assessments on the cost of borrowing from abroad and the analysis of current credit ratings of selected European countries were discussed. In addition, the history of the Polish rating was considered and rating agencies operating in Poland were presented. This chapter highlights the fact that ratings are important because they affect

the increase of investment opportunities and are a tool to facilitate the measurement of relative credit risk, what in turn reduces the costs not only for borrowers but also lenders.

The fifth chapter is primarily a presentation of the role played by leading rating agencies in the global financial market, the change in the position of the so-called the Big Three in the 2008-2013 period, as well as controversy over the functioning of rating agencies. An important part of the chapter is to present the desired directions of reforms that should be carried out in this area. This chapter also draws attention to the procedure of macroeconomic imbalances (Macroeconomic Imbalance Procedure), which aims to identify, prevent and eliminate potentially harmful macroeconomic imbalances within the European Union..

In the light of the analyses carried out, it was stated that the economic crisis drew attention to the need to verify the activities of rating agencies, their privileged position and importance in the financial system of the world, as well as individual countries. Rating agencies have been operating in the world for nearly a hundred years, but only a few have been the subject of many analyses and discussions. Their assessments determine the market for debt instruments. The cost of obtaining and allocating capital depends on them. They evaluate the creditworthiness of issuers. This is especially important in a situation where an issuer is a state. However, it should be remembered that rating agencies have made many mistakes in their assessments over the past years. It is widely believed that as early warning institutions they failed considerably and did not warn well before the impending crisis. However, their impact on the crisis was only indirect, because the very phenomenon of the crisis and the explanation of its real origins are a very complicated problem.

Having a good rating is a kind of promotion of an entity on the international arena. It makes it possible to stand out from the competition, which in turn translates into easier contacts with foreign contractors and an incentive for indirect and direct investments. A favorable rating also has a huge impact on shaping the marketing image of a given entity. However, it should be remembered that the opinions of rating agencies do not exempt investors from responsibility and carrying out their own calculations.