

Piotr Wiśniewski*

Rating suwerena – istota i znaczenie

Sovereign credit rating – its meaning and aim: This article provides an overview of sovereign credit rating, which is a tool used to evaluate a country's level of investment risk. The paper begins with a definition of sovereign risk rating and a discussion of its implications. The second section focuses on the issues of credit rating as well as rating agencies' activities, the methodologies they use, and the role of credit ratings in the economy. The author also discusses limitations of these agencies' recently published research on the global economic crisis and eurozone turmoil. In the last section, a rationale for reforming the rating agencies is discussed and methodological suggestions are presented, particularly with regard to countries' creditworthiness assessments.

* Dr nauk ekonomicznych, adiunkt w Katedrze Finansów Przedsiębiorstwa w Szkole Głównej Handlowej; e-mail: piotr.wisniewski@sgh.waw.pl.

Wstęp

Rating suwerena stanowi użyteczną miarę prawdopodobieństwa spłaty zobowiązań wynikających z emisji skarbowych papierów dłużnych. Agencje ratingowe wypracowały zaawansowaną metodykę analizy emitentów tych instrumentów, a ich wpływ na globalne rynki finansowe dynamicznie powiększał się. Niestety – sposób formułowania ocen ratingowych w okresach destabilizacji (przede wszystkim w globalnym kryzysie finansowym lat 2007–2009, a także w czasie niedawnych wstrząsów w strefie euro), uwidoczniał ograniczenia tkwiące zarówno w strukturze agencji ratingowych, jak i w ich otoczeniu. Niniejsza analiza stanowi próbę oceny tych barier, oraz możliwych reform warunków działalności agencji ratingowych, ze szczególnym uwzględnieniem szacunków wiarygodności kredytowej państw i rządów.

Definicja i znaczenie ratingu suwerena

Analogicznie do ogółu ratingów kredytowych (ang. *credit ratings*¹) rating suwerena (*sovereign rating*) stanowi ocenę prawdopodobieństwa tego, że dłużnik (w tym przypadku „suweren”, tj. państwo/rząd) nie wywiąże się ze swoich zobowiązań².

Oceny ratingowe formułowane są przez wyspecjalizowane podmioty: tzw. agencje ratingowe (*rating agencies*), a funkcje ratingów (a zarazem prezentujących je instytucji) można scharakteryzować za pomocą następujących atrybutów³:

- **racjonalizm** – cecha ta związana jest immanentnie z pojęciem ekonomii, czyli ograniczonością dóbr i dążeniem do efektywnej ich alokacji pośród uczestników życia gospodarczego – rating powinien ułatwiać realizację tych zamierzeń,
- **prostota** – rating powinien służyć syntetyzacji skomplikowanych czynników ilościowych i jakościowych (dotyczących prawdopodobieństwa spłaty zadłużenia) do czytelnego, spójnego i porównywalnego systemu oceny,
- **profesjonalizm** – agencje ratingowe, dzięki swojej ponadnarodowej obecności, dostępie do reprezentatywnych danych statystycznych, długiej historii, a także wysoko wykwalifikowanej kadrze specjalistów, uznawane są za liderów w procesie kwantyfikacji ryzyka wielu aktywów inwestycyjnych,
- **informacja** – publikacja ratingu ma niwelować ograniczenia w dostępie do informacji różnorodnych kategorii inwestorów (zwłaszcza pomiędzy nabywcami detalicznymi i instytucjonalnymi),
- **bezpieczeństwo** – nabywcy dłużnych papierów wartościowych wykazują (statystycznie) mniejszą preferencję do podejmowania ryzyka w stosunku do inwestorów w akcje czy też instrumenty pochodne⁴ – ratingi mają służyć efektywności kontroli ryzyka,

¹ Zwięzła definicja np. w: http://www.lse.co.uk/financeglossary.asp?searchTerm=&iArticleID=1502&definition=credit_rating [dostęp: 5 czerwca 2011 r.].

² R. Cantor, F. Packer, *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, Federal Reserve Bank of New York (FRBNY), „FRBNY Economic Policy Review” 1996, s. 38 i n. *Nota bene*: niewywiązanie się dłużnika z zobowiązań co do obsługi zadłużenia to tzw. (ang.) *default*.

³ Por. P. Milewski, *Ratingi w gospodarce rynkowej z uwzględnieniem ratingu ubezpieczeniowego*, „Gazeta Ubezpieczeniowa” 1999, nr 9/10, s. 21.

⁴ Związane to jest z asymetrią potencjałów zysków i strat instrumentów dłużnych wobec akcji/udziałów przedsiębiorstw oraz hybryd finansowych, a także postrzeganiem zjawiska zmienności.

- **bezsronność** – usytuowanie agencji ratingowych pomiędzy oferentami (emitentami) dłużnych papierów wartościowych a ich nabywcami (inwestorami) stwarza nadzieję na niezależność i obiektywizm formułowanych ocen ratingowych,
- **regulacja** – ratingi kredytowe są powszechnie wykorzystywane w mechanizmach regulacyjnych i kryteriach dopuszczenia (lub utrzymywania) papierów wartościowych i ich emitentów na rynkach regulowanych.

Według danych organizacji DefaultRisk⁵ na świecie funkcjonują obecnie 72 agencje ratingowe o charakterze lokalnym, regionalnym lub międzynarodowym (ich zestawienie zawarte jest w załączniku 1). Pokażna liczba agencji ratingowych i znaczny poziom dywersyfikacji ich działalności może stwarzać wrażenie różnorodności i konkurencyjności tego segmentu światowych finansów. W praktyce jednakże tzw. Wielka Trójka (*Big Three*), czyli Moody's Investor Service, Standard & Poor's (S&P) oraz Fitch Ratings, odpowiada za *gros* ocen ratingowych oraz koncentruje większość przychodów z tej działalności w ujęciu globalnym⁶.

Na wykresie 1 przedstawiono aktywność trzech czołowych agencji ratingowych w wystawianiu ratingów suwerena w skali ogólnosiwiatowej. Od początku XXI wieku notowany jest dynamiczny wzrost liczby tego rodzaju ratingów i ich suma (w przypadku każdej z agencji) odnosi się do ponad połowy istniejących w świecie państw⁷.

Analizując katalog światowych agencji ratingowych łatwo zauważyć wyraźną tendencję do afiliacji lokalnych (ongiś niezależnych) podmiotów właśnie pod egidą Wielkiej Trójki.

Ocena ratingowa autorstwa wymienionych trzech organizacji (a także większości pozostałych) przybiera formę sekwencji alfanumerycznych symboli o specyficznej strukturze⁸. Jak zademonstrowano w tabeli 1, kwalifikacja emitentów do poszczególnych kategorii odbywa się na podstawie kryteriów, których wymowa jest nieostra. Rating suwerenów służy przy

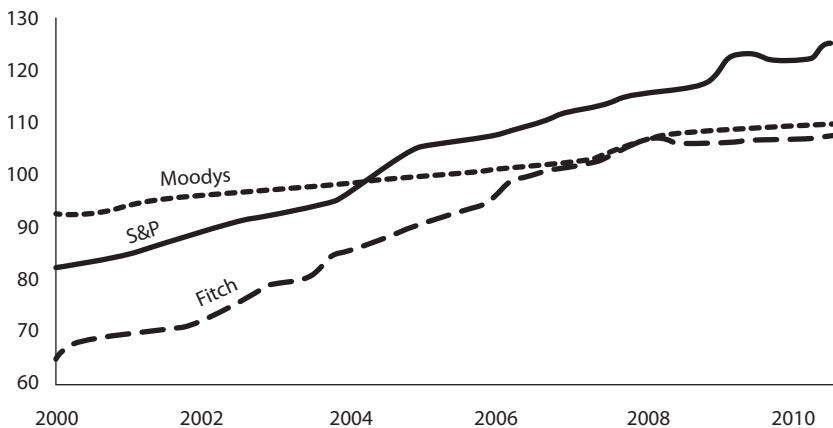
⁵ Wiodącego internetowego zasobu informacyjnego nt. metodyki modelowania ryzyka korporacyjnego – <http://www.defaultrisk.com/>.

⁶ Stopień kontroli Wielkiej Trójki nad globalnym rynkiem ratingów określany był przez Komisję Europejską w 2008 r. na 94%, zob. materiały Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Competition and Credit Rating Agencies*, OECD Hearings, Paris 2010, s. 12.

⁷ Wg Departamentu Stanu USA liczba suwerennych państw w świecie szacowana obecnie jest na 194: <http://www.state.gov/s/inr/rls/4250.htm> [dostęp: 5 czerwca 2011 r.].

⁸ Co ciekawe – skala ocen ratingowych (A, B, C...) koresponduje z obecnym systemem stopni w amerykańskim systemie oświaty.

Wykres 1. Suma państw suwerenów otrzymujących oceny ratingowe agencji z Wielkiej Trójki w latach 2000–2010



Źródło: L.E. Kodres, *Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings* – prezentacja wyników Global Financial Stability Report (GFSR) 2010, International Monetary Fund, Washington, 11 listopada 2010 r., s. 8.

tym wyznaczeniu poziomu premii za ryzyko (tj. dochodowości) oferowanych papierów dłużnych.

Tabela 1. Symbole i opisy ratingów trzech głównych agencji (Moody's, S&P i Fitch)

Moody's	S&P	Fitch	Określenie wiarygodności kredytowej
Najwyższy poziom wiarygodności/najlepsza jakość			
Aaa	AAA	AAA	Dłużnik ma WYJĄTKOWO WYSOKĄ zdolność do obsługi zobowiązań finansowych.
Wysoki poziom wiarygodności/wysoka jakość			
Aa1	AA+	AA+	Dłużnik ma BARDZO WYSOKĄ zdolność do obsługi zobowiązań finansowych. Różnica w stosunku do wyższej kategorii jest nieznaczna.
Aa2	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	
Wysoki – średni poziom wiarygodności			
A1	A+	A+	Dłużnik ma WYSOKĄ zdolność do obsługi zobowiązań finansowych, jednakże jest nieco bardziej podatny na niekorzystne zmiany otoczenia i warunków ekonomicznych niż wyższe kategorie.
A2	A	A	
A3	A-	A-	
Średni poziom wiarygodności			
Baa1	BBB+	BBB+	Dłużnik ma ODPOWIEDNIĄ zdolność do obsługi zobowiązań finansowych. Jednakże niekorzystne zmiany otoczenia i warunków ekonomicznych w większym stopniu mogą doprowadzić do osłabionej zdolności obsługiwanian zobowiązań finansowych.
Baa2	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	

Poziom spekulacyjny			
Ba1	BB+	BB+	Dłużnik jest MNIEJ PODATNY (niż kategorie niższe) na brak możliwości spłaty w krótkim horyzoncie czasowym. Jednakże ma do czynienia ze znacznymi czynnikami niepewności i wystawiony jest na skutki niekorzystnych wydarzeń biznesowych, finansowych lub ekonomicznych, które mogą doprowadzić do niewystarczającej zdolności do obsługi zobowiązań finansowych.
Ba2	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	
B1	B+	B+	Dłużnik jest BARDZIEJ PODATNY (niż wyższa kategoria) na brak możliwości obsługi zadłużenia w krótkim horyzoncie czasowym. Jednakże w obecnym czasie dłużnik jest w stanie sprostać swym zobowiązaniom. Niekorzystne warunki biznesowe, finansowe czy też ekonomiczne ograniczą najprawdopodobniej zdolność i skłonność dłużnika do wywiązywania się z zobowiązań finansowych.
B2	B	B	
B3	B-	B-	
Poziom wysoce spekulacyjny			
Caa	CCC	CCC	Dłużnik jest OBECNIE PODATNY na brak spłaty, a jego możliwość regulowania zobowiązań finansowych uzależniona jest od korzystnych uwarunkowań w sferze biznesowej, finansowej czy też ekonomicznej.
Ca	CC	CC	Dłużnik jest OBECNIE BARDZO PODATNY na brak spłaty zobowiązań.
	C	C	Dłużnik jest OBECNIE BARDZO PODATNY na brak spłaty. Towarzyszy temu zazwyczaj zgłoszenie formalnego wniosku o upadłość.
Brak spłaty			
C	D	D	Dłużnik nie wywiązał się z obsługi jednego lub więcej wymagalnych zobowiązań finansowych (będących lub nie przedmiotem ratingu).
	SD	RD	Rating ten przyznawany jest, gdy agencja ratingowa uważa, że pomimo tego, iż dłużnik zaprzestał obsługi pewnej kategorii zadłużenia, kontynuować będzie terminowe spłaty innych zobowiązań.
Pozostałe kategorie			
e, p	pr	Expected	Ratingi wstępne mogą być wystawiane wobec dłużników, gdy oczekiwany jest komplet dokumentacji na temat emitenta lub też opinie prawne. Ratingi wstępne oraz ostateczne mogą się różnić.
WR	-	-	Rating wycofano m.in. z powodów: okresu zapadalności, opcji <i>put</i> , opcji <i>call</i> , konwersji itp. lub też powodów biznesowych (np. zmiana wielkości emisji zadłużenia) lub odmowy spłaty dłużnika.
unsolicited	unsolicited	-	Ocenę ratingową wystawiła agencja ratingowa bez wniosku dłużnika emitenta.
NR	NR	NR	Nie występowano o rating i brak jest wystarczających informacji umożliwiających jego wydanie.

Źródło: na podstawie – Morgan Stanley Smith Barney, *Bond Perspectives. An Educational Look at Bond Credit Ratings*, New York 2009, s. 1–6; materiały metodyczne agencji ratingowych (Moody's, S&P, Fitch); http://en.wikipedia.org/wiki/Bond_credit_rating.

Prócz ratingów emitenci otrzymują również oceny kierunkowe (tzw. perspektywę, *outlook*), a także wciągani są na tzw. listy obserwacyjne (*watchlists*), świadczące o możliwej zmianie oceny ratingowej (tabela 2).

Tabela 2. Oceny kierunkowe trzech głównych agencji (Moody's, S&P i Fitch)

Agencja/Ocena	Możliwe podniesienie	Możliwe obniżenie	Kierunek nieznan
Moody's	+	-	*
S&P	pozytywna	negatywna	rozwijająca się
Fitch	pozytywna	negatywna	ewoluująca

Źródło: jak pod tabelą 1.

Specyfika ratingu suwerena wynika z konieczności dokonywania szacunków prawdopodobieństwa prognozowanej spłaty zobowiązań rządowych (np. obligacji Skarbu Państwa). W przeciwieństwie więc do aspektów mikroekonomicznych (stanowiących podstawę oceny ratingowej emitentów korporacyjnych) w ratingach suwerena wykorzystywane są parametry makroekonomiczne i socjopolityczne⁹. Wśród czołowych zmiennych stosowanych do określania ratingów suwerena, wykorzystywane są m.in.¹⁰:

- **dochody ludności *per capita*** – im większa i stabilniejsza baza podatkowa danego państwa (będąca funkcją rozporządzalnych dochodów), tym większa potencjalna zdolność tej gospodarki do obsługi zadłużenia (zmienna ta ma także związek z kwantyfikacją ryzyka politycznego¹¹),
- **wzrost produktu krajowego brutto** – dynamiczny i stabilny wzrost PKB w danej gospodarce stwarza nadzieję na zmniejszający się ciężar relatywny zadłużenia i łatwiejszą obsługę zobowiązań w przyszłości, co stanowi przedmiot analizy kredytowej,
- **inflacja** – szybki wzrost cen zazwyczaj powiązany jest ze strukturalnymi problemami finansów publicznych – rosnąca inflacja jest często sposobem redukcji przez rząd ciężaru spłat zadłużenia, a spadająca siła nabywcza dochodów ludności (w wyniku presji inflacyjnych) owocować może destabilizacją polityczną,

⁹ S. Block, *The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries*, „Journal of International Money and Finance” 2004, No. 23, s. 917–946.

¹⁰ Por. potwierdzające ten katalog badania empiryczne na temat użycia poszczególnych czynników w ratingach suwerena w latach 1995–2005: A. Afonso i inni, *What Hides behind Sovereign Debt Ratings?*, „ECB Working Paper” 2007, No. 711, s. 1–67.

¹¹ Dobrym przykładem są tu obecne, rewolucyjne przemiany na Bliskim Wschodzie, których katalizatorem były rosnące ceny żywności, a także stratyfikacja dochodów ludności.

- **równowaga budżetowa** – znaczny deficyt budżetowy absorbuje część oszczędności prywatnych i znamionuje nieskuteczność polityki w ściąganiu podatków (przy istniejącej skali wydatków budżetowych),
- **równowaga bilansu płatniczego** – ujemny bilans na rachunku obrotów bieżących jest wyrazem absorpcji finansowania zewnętrznego, a utrzymujące się negatywne salda na tym rachunku przekładają się na zadłużenie zagraniczne, które może okazać się nie do utrzymania w długim okresie,
- **rozwój ekonomiczny** – choć zmienna ta ujmowana jest zarówno w kategorii dochodów ludności, jak i rozwoju PKB, agencje ratingowe przyznają dodatkową premię krajom o pewnym poziomie rozwoju ekonomicznego, uznając skokową obniżkę ryzyka socjopolitycznego w takich przypadkach,
- **historia kredytowa** – przy innych warunkach niezmiennych gospodarka, która historycznie nie była w stanie sprostać obsłudze (części) zobowiązań finansowych, postrzegana jest gorzej niż gospodarka o nieskazitelnej historii kredytowej¹².

Wymienione czynniki stanowią względnie naturalne obszary analizy pozycji ekonomicznej emitentów rządowych oferujących papiery dłużne. Ważne jest jednakże odpowiednie przypisanie im priorytetów. Brak jest jednoznacznych określeń (dostępnych obserwatorom zewnętrznym) wag poszczególnych czynników w ocenach ratingowych agencji – interpretacja dotyczyć może więc opisów tych procesów, co ujęto w tabeli 3.

Tabela 3. Kluczowe aspekty oceny ratingu suwerena wg Fitch, S&P oraz Moody's

Agencja ratingowa	Priorytety oceny ratingu suwerena
Fitch	polityka makroekonomiczna, rozwój gospodarczy i jego perspektywy, struktura gospodarcza, stan finansów publicznych, równowaga zewnętrzna
Moody's	siła ekonomiczna, siła instytucjonalna, siła finansowa na szczeblu rządowym, podatność na czynniki ryzyka
S&P	ryzyko polityczne, struktura ekonomiczna, prognozy rozwoju ekonomicznego, elastyczność fiskalna, skala zadłużenia na poziomie <i>general government</i> , wielkość zobowiązań warunkowych, elastyczność monetarna, płynność zewnętrzna, ciężar zadłużenia zewnętrznego

Źródło: L.E. Kodres, *The Uses and Abuses of Sovereign Credit Ratings*, Global Financial Stability Report (GFSR), International Monetary Fund, Washington, 2010, s. 99.

¹² R. Cantor, F. Packer, *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, op. cit., s. 39, 40.

Geneza i ewolucja światowego pojęcia ratingu i postrzegania agencji ratingowych¹³

Choć pojęcie oceny ratingowej można wywodzić z czasów zamierzchłych¹⁴, jego współczesne zastosowanie zainicjowano u progu minionego stulecia. Za pierwszą agencję ratingową uznaje się A.M. Best Company, utworzoną w 1899 r., jednakże dopiero w 1909 r. J. Moody – jako pierwszy z analityków inwestycyjnych – wpadł na pomysł opisywania jakości obligacji amerykańskich kompanii kolejowych za pomocą kombinacji liter, aby ułatwić interpretację rekomendacji swym inwestorom. Poor's Publishing (później Standard & Poor's) zainicjowało wydawanie ratingów inwestycyjnych w 1916 r., Fitch zaś dołączył do tej grupy w 1924 r.

Wydawać by się mogło, że wielki kryzys lat 30. XX wieku, który okazał się merytorycznym zaskoczeniem m.in. dla agencji ratingowych, powinien nadszarpnąć ich reputację, stało się jednak odwrotnie. Amerykańskie instytucje regulacyjne¹⁵ zaczęły bowiem stosować ratingi do oceny wystarczalności kapitałowej instytucji finansowych.

Po II wojnie światowej – ze względu na *prosperity* w gospodarce USA i niewielką liczbę negatywnych zdarzeń kredytowych – znaczenie agencji ratingowych osłabło. Ponowne zainteresowanie działalnością tych instytucji i formułowanymi przez nie opiniami przypadło na (turbulentne w kategoriach rozwoju ekonomicznego) lata 70. ubiegłego wieku (wykres 2).

W 1975 r. amerykański regulator finansowy: Securities & Exchange Commission (SEC) rozpoczął rejestrację kilku z tych podmiotów jako „uznawane przez państwo statystyczne organizacje ratingowe” (Nationally Recognized Statistical Ratings Organizations, NRSROs¹⁶), na czele z członkami Wielkiej Trójki. Postawiono także wymogi ratingu dla emitentów dłużnych papierów wartościowych, a w społeczeństwie utrwał się mit o tak wysokim poziomie merytorycznym ratingów, że nie wymagano już niezależnych analiz nabywców papierów dłużnych.

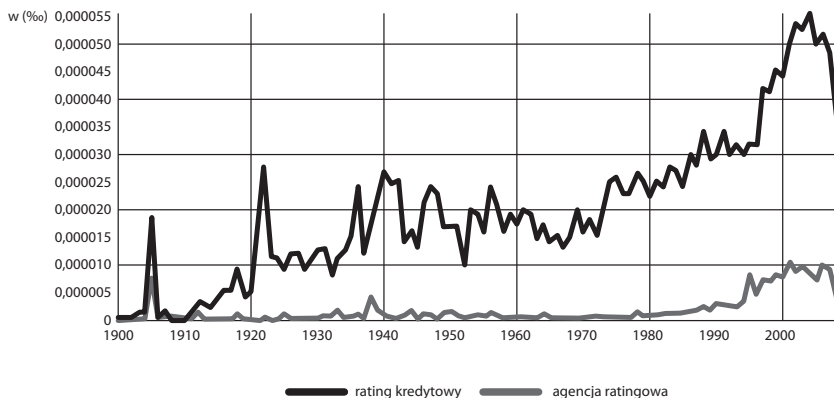
¹³ Na podstawie „Time” (online): *A Brief History Of: Rating Agencies*: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,1886559,00.html> [dostęp: 4 czerwca 2011 r.].

¹⁴ Por. R. Sylla, *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, Economics Department, Stern School of Business, New York University, referat na konferencję „The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy”, World Bank, Washington, 1–2 marca 2001 r., s. 1–30.

¹⁵ Na czele z utworzoną na dzień wielkiego kryzysu (1933 r.) amerykańską Securities & Exchange Commission.

¹⁶ Sam fakt selektywnego rejestrowania i uznawania agencji ratingowych jako NRSROs stanowi, w opinii wielu obserwatorów, zaprzeczenie wolnej konkurencji.

Wykres 2. Częstotliwość użycia kombinacji słownych: „rating kredytowy”^{*} oraz „agencja ratingowa”^{} w całości światowych publikacji anglojęzycznych w latach 1900–2008**



* Ang. *credit rating*; ** ang. *credit agency*.

Źródło: Google Labs (BooksNgramViewer), dane dostępne w wersji elektronicznej: http://ngrams.googlelabs.com/graph?content=credit+rating%2Ccredit+agency&year_start=1900&year_end=2008&corpus=0&smoothing=0.

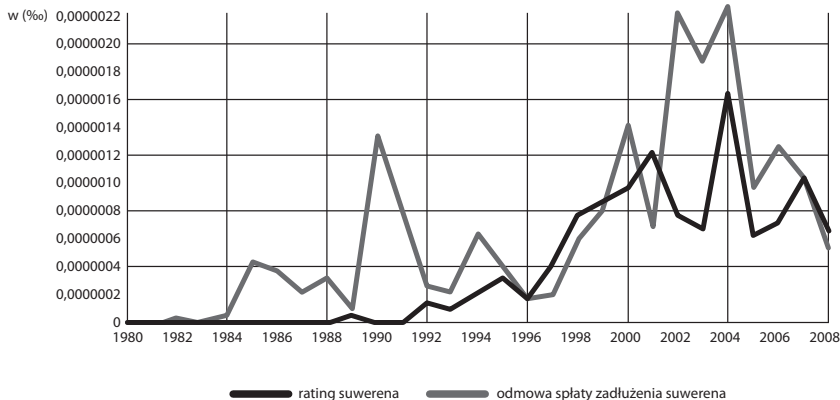
W tym samym czasie dokonała się zmiana funkcjonowania agencji ratingowych polegająca na przejściu od modelu pokrywania kosztów ratingu przez inwestora (*investor pay*) na finansowanie przez emitentów (*issuer pay*). Stanowiło to jedną z zasadniczych przyczyn systemowych problemów, jakie dotknęły następnie cały sektor finansowy wykorzystujący oceny ratingowe.

W 2006 r. SEC przejęła nadzór nad agencjami ratingowymi, które zawiodły w czasie kryzysu technologicznego (*dot-com bubble*) przełomu wieków¹⁷.

Na wykresie 3 zauważyć można tendencje w anglojęzycznych cytowaniach bibliograficznych terminów „rating suwerena” oraz „odmowa spłaty zadłużenia suwerena” od początku lat 80. XX wieku do 2008 r. Wzrost znaczenia pojęć związanych z ratingiem suwerena w ostatnich dekadach jest ewidentny, odzwierciedla zarówno powiększającą się liczbę ocen ratingowych państw, jak i rosnącą częstotliwość odniesień do możliwego braku spłaty przez suwerenów.

¹⁷ Por. materiał SEC: <http://www.sec.gov/news/extra/credrate/eganjones2.htm> [dostęp: 5 czerwca 2011 r.].

Wykres 3. Częstotliwość użycia kombinacji słownych: „rating suwerena”^{*} oraz „odmowa spłaty zadłużenia suwerena”^{} w ogóle światowych publikacji anglojęzycznych w latach 1980–2008**



* Ang. *sovereign rating*; ** ang. *sovereign default*.

Źródło: Google Labs (Books Ngram Viewer), dane dostępne w wersji elektronicznej: http://ngrams.googlelabs.com/graph?content=credit+rating%2Ccredit+agency&year_start=1900&year_end=2008&corpus=0&smoothing=0.

Ograniczenia ratingów i krytyka agencji ratingowych

Jak już wspomniano, społeczne zainteresowanie agencjami ratingowymi wykazuje zbieżność ze zjawiskami zmienności w gospodarce światowej. Nie jest to, rzecz jasna, przypadkowe. To właśnie kryzysy gospodarcze stanowią prawdziwy test skuteczności działania tych instytucji – których naczelnym zadaniem jest przecież kwantyfikacja oczekiwanego ryzyka.

W literaturze przedmiotu oraz doniesieniach medialnych powracają ostatnio oskarżenia agencji ratingowych o rażące błędy popełnione przed globalnym kryzysem finansowym lat 2007–2009, a także podczas jego trwania. Osią wyrażanej krytyki jest nieodpowiednia reakcja agencji ratingowych na pogarszające się (zazwyczaj) perspektywy spłaty zadłużenia zarówno emitentów korporacyjnych¹⁸, jak i suwerenów. Z kategorii tych

¹⁸ Za jaskrawy przykład uchodzi tu bank Lehman Brothers, którego ratingi (publikowane przez Wielką Trójkę) w czasie wniosku o upadłość znajdowały się w przedziale: A-AAA. Agencje przesłuchiwane były na temat jakości tych ocen w Kongresie USA: http://www.sfoxaminer.com/opinion/daily-outrage-moody-s-standard-amp-poor-fitch-offered-congress-pathetic-excuses?quicktabs_1=0 [dostęp: 4 czerwca 2011 r.]. Co cie-

ostatnich za przykład służyć może Grecja¹⁹: kraj dotknięty bezprecedensowym kryzysem ekonomicznym, którego reperkusje wciąż odczuwa cała strefa euro.

W załączniku 2 zobrazowano *spread* (tj. różnicę w dochodowości wyrażoną w punktach procentowych) pomiędzy dziesięcioletnimi obligacjami skarbowymi Grecji i Niemiec²⁰. Śledząc zachowanie Wielkiej Trójki, nie można oprzeć się wrażeniu, że impulsem dla zmiany ratingów była rosnąca dywergencja pomiędzy bieżącą dochodowością długoterminowego zadłużenia greckiego i niemieckiego. Innymi słowy, wartość informacyjna zmiany ratingów była (dla posiadacza greckich obligacji 10-letnich) ograniczona – wobec dynamicznych zmian rynkowych. Dodatkowo należy wskazać na tzw. efekty kaskadowe (*cliff effects*)²¹ wśród agencji ratingowych, które replikują decyzje członków Wielkiej Trójki, a ich oceny przekładają się wprost na decyzje wielu inwestorów instytucjonalnych oraz detalicznych²².

Nie istnieje prosta odpowiedź na pytanie o instytucjonalne ograniczenia działalności agencji ratingowych. Obserwując aktywność tych podmiotów w ostatnim czasie, można jednakże pokusić się o wskazanie następujących obszarów braku skuteczności w stanowieniu trafnych ocen ratingowych, a także kierunków transmisji tych czynników na światowy sektor finansowy (tabela 4)²³.

Bardziej szczegółowo można opisać konkretne aspekty instytucjonalnych dysfunkcji, jakim ulegają agencje ratingowe:

- **konflikt interesów** – ze względu na charakter modelu biznesowego reprezentowanego przez większość agencji ratingowych na świecie, zgodnie z którym to emitent papierów wartościowych płaci za dokonywaną ocenę ratingową (tzw. *issuer pay*), agencje ratingowe mogą

kawe, *casus* Lehman Brothers doprowadził do kaskadowego obniżenia większości światowych ratingów suwerena przez Wielką Trójkę.

¹⁹ Podobne komentarze odnoszone są do całej grupy tzw. PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece, Spain). Zob. K. Hansoo, *Europe's Fiscal Crisis and Implications*, Capital Market Opinion, Korea Capital Market Institute, 24 maja 2011 r., s. 1–5.

²⁰ Co można interpretować jako kwantyfikację bieżącej premii za ryzyko nabywania papierów greckich wobec ich (bezpieczniejszych) odpowiedników niemieckich.

²¹ Zjawiska te odnoszą się do wpływu decyzji o zmianie ratingów jednej z agencji na posunięcia pozostałych. Dotyczą także przenoszenia decyzji agencji ratingowych na zachowania regulatorów i inwestorów na rynkach kapitałowych (definicja własna).

²² Szerzej [w:] P. Hill i inni, *Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies*, „Journal of Banking & Finance” 2009, No. 34, s. 1327–1343.

²³ Kompleksowy przegląd tych czynników [w:] A. Afonso i inni, *Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data*, „ECB Working Paper” 2011, No. 1347, s. 1–45.

Tabela 4. Obszary problemowe dotyczące działalności agencji ratingowych i towarzyszący im wpływ na systemy finansowe

Obszary problemowe	Elementy wpływu
Braki metodyczne i ułomność modeli oceny ryzyka*	Nierzetelność ocen ratingowych
Sprzeczności interesów i „promocje ratingów” (<i>ratings shopping</i>)	Błąd systematyczny w ocenach ratingowych (<i>bias</i>)
– Automatyzm decyzyjny (<i>hardwiring</i>) i mechaniczne wykorzystanie ratingów – Brak dywersyfikacji ocen ratingowych – Niezrozumienie charakteru ocen ratingowych przez odbiorców	„Efekty kaskadowe” ocen ratingowych, nadmierne zaufanie (<i>over-reliance</i>) wobec ratingów, niekorzystny system bodźców w stosunku do uczestników rynków finansowych

* Przykłady empiryczne zdają się wskazywać, że przesłanki skłaniające agencje do podwyżek ratingu suwerena mają głównie charakter jakościowy, zaś obniżki w przeważającej mierze opierane są na aspektach ilościowych – wsparty zaawansowanym modelowaniem stochastycznym. Tego rodzaju asymetria może potęgować efekty kaskadowe negatywnych zmian ocen ratingowych; por. Y.-T. Hu i inni, *Judgmental Versus Quantitative Credit Risk Measures for Sovereigns*, „RiskControl Research Paper” 2005, Ref. 5/1, s. 1–20.

Źródło: P. Deb i inni, *Whither the credit ratings industry?*, Bank of England, „Financial Stability Paper” 2011, No. 9, s. 9.

ulegać wpływom klientów, którzy są ponadprzeciętnie istotni dla ich struktury przychodowej²⁴,

- **brak odpowiedzialności** – agencje ratingowe, starając się dochowywać należytej staranności podczas wypracowywania ocen ratingowych, nie są wprost odpowiedzialne za ich skutek, w szczególności w przypadku nieprzewidzianej/nieodpowiednio oszacowanej niepłynności/niewypłacalności emitenta,
- **oligopolizacja** – skupienie przytłaczającej liczby ocen ratingowych, a także wpływów z tej działalności w agencjach tworzących Wielką Trójkę, licencjonowanych jako NRSRO, może przekładać się na ograniczenia wolnej konkurencji²⁵ w formułowaniu prognoz ekonomicznych, których znaczenie dla światowej gospodarki i rynków finansowych jest ponadprzeciętnie wysokie²⁶,

²⁴ Ze względu na skalę emisji (a co za tym idzie opłat ratingowych) obserwacja ta odnosi się w pierwszym rzędzie właśnie do ratingów suwerena.

²⁵ Według niektórych badań poszerzenie liczby wiodących agencji ratingowych do trzech (wzrost znaczenia Fitch) wiązać się może z obniżaniem jakości ratingów poprzez tzw. uszczerbek reputacyjny: B. Becker, T. Milbourn, *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, National Bureau of Economic Research (NBER) „Working Paper” 2010, No. 16404, s. 33.

²⁶ Por. wnioski: L.J. White, *A Brief History of Credit Rating Agencies: How Financial Regulation Entrenched this Industry's Role in the Subprime Mortgage Debacle of 2007–2008*, Mercatus Center – George Mason University, „Working Paper” 2009, No. 59, s. 3–4.

- **upolitycznienie** – agencje ratingowe są w różny sposób powiązane z rządami państw, na czele z administracją USA (więzi te – prócz wspomnianego już konfliktu interesów na styku emitent-agencja ratingowa – dotyczą przepływu kadry zarządzającej pomiędzy agencjami a administracją rządową, działalności konsultingowej, którą zlecać im mogą rządy i przedsiębiorstwa, a także szeroko pojętych przedsięwzięć lobbujących),
- **nieprzejrzysta metodyka** – trudno o spójną, kompleksową metodykę analiz i ocen ratingowych wydawanych przez trzy główne (a także pozostałe) agencje ratingowe; z jednej strony mają one prawo do formułowania niezależnych ocen na podstawie własnego warsztatu analitycznego, z drugiej jednak brak czytelnych kryteriów oceny może skutkować subiektywizmem i nierzetelnością ocen,
- **inercja** – powszechne jest oskarżenie agencji ratingowych o opóźnienie w wydawaniu ocen ratingowych wobec istotnych zmian w pozycji ekonomicznej emitentów lub też ich otoczeniu (krytyka ta najczęściej odnosi się do opieszałego ogłaszania obniżek ocen ratingowych – np. Grecja)²⁷,
- **destabilizacja** – agencje ratingowe obwiniane są o produkowanie samosprawdzających się przepowiedni (najczęściej o charakterze negatywnym) – obniżenie ratingu lub wydanie krytycznej jego prognozy może bowiem samo w sobie stać się zarzewiem poważnego kryzysu zaufania wobec ocenianych emitentów (np. rządowych)²⁸,
- **kryptoregulacja** – oceny agencji ratingowych są szeroko stosowane w działalności regulacyjnej dotyczącej sektora finansowego (np. użycie ratingów do określania i monitorowania wymogów adekwatności kapitałowej banków²⁹).

²⁷ Por. C.M. Reinhart, *Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises*, The New York University-University of Maryland Project „The Role of Credit Rating Agencies in the International Economy”, Maryland 2001, s. 1–32.

²⁸ Choć nie brak opinii przeciwnych, że pierwotny wpływ tych agencji na destabilizację rynków finansowych jest przeceniany; por. N. Mora, *Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt?*, „Journal of Banking & Finance” 2005, No. 34, s. 2041–2062. Wszelchstronnym potwierdzeniem przenoszenia się informacji o zmianach ratingów suwerena w skali geograficznej oraz międzyproduktowej (w odniesieniu do instrumentów finansowych) jest analiza kryzysu finansowego strefy euro w latach 2007–2010: R. Arezki i inni, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, International Monetary Fund (IMF) „Working Paper” 2011, No. 11/68, s. 1–28.

²⁹ Przykładem jest tu stosowanie ratingów w regulacji ostrożnościowej Bazylejskiego Komitetu Nadzoru Bankowego; zob. S. Claessens, G. Embrechts, *Basel II, Sovereign*

Próby reform i perspektywy agencji ratingowych

Obecnie, po niedawnym kryzysie finansowym, wzmaga się debata na temat reform działalności światowych agencji ratingowych. Zaznacza się coraz szerszy *consensus* co do współodpowiedzialności omawianych podmiotów za eskalację skutków minionego kryzysu. Propozycje reform dotyczą najczęściej następujących zagadnień systemowych:

- **eliminacja konfliktu interesów** – wydaje się, że formuła, według której emitent płaci agencji ratingowej za ocenę, która ma, w założeniu, pozostawać bezstronna, nie sprawdziła się; potrzebna jest więc reforma polegająca na uwolnieniu agencji ratingowych od niezrządnego i niewygodnego dylematu: rentowność lub obiektywizm ratingu,
- **promocja wolnej konkurencji** – rosnąca koncentracja działalności ratingowej w ramach Wielkiej Trójki, a także „stadne” zachowania tych trzech podmiotów w wydawaniu i modyfikacjach ocen ratingowych oraz ich kierunków, skutkują wpływem na zjawiska ekonomiczne i finansowe, który trudno kontrolować; czas więc na zdecydowaną demonopolizację tej branży w skali światowej³⁰,
- **poprawa wartości merytorycznej analiz inwestycyjnych** – ogół odbiorców rekomendacji inwestycyjnych przyzwyczał się do nadinterpretacji ocen ratingowych jako niepodważalnej miary ryzyka – należy więc tworzyć warunki do niezależności tych rekomendacji, wyższych kompetencji (także formalnych) ich twórców oraz większej wiedzy współczesnych społeczeństw w dziedzinie finansów³¹,
- **nadzór nad agencjami** – działalność agencji ratingowej, przy fundamentalnym założeniu ich niezależności, powinna zostać poddana monitoringowi analogicznemu do pozostałych segmentów rynków finansowych uważanych za „wrażliwe” społecznie,
- **oddzielenie ratingu od regulacji** – konstrukcja, zgodnie z którą instytucje nadzoru nad rynkami finansowymi wysługują się ratingami w stanowieniu lub egzekwowaniu regulacji (np. co do adekwatności

Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings, University of Amsterdam, Amsterdam 2002, s. 1 i n.

³⁰ Dobrym pomysłem jest więc wdrożenie projektu europejskiej agencji ratingowej – mogącej stanowić przeciwwagę wobec dyktatu Wielkiej Trójki. Jak widać w zał. 1 dużo większą (od Europy) determinację w tym względzie wykazywały kraje azjatyckie i latynoamerykańskie.

³¹ Włącznie z modyfikacją programów nauczania – poczynając od szczebli podstawowego i średniego, aby szerzej uwzględnić tam problematykę finansową.

kapitałowej)), jest ułomna i należy ją usunąć, w szczególności przy ograniczeniach funkcjonalnych działalności agencji ratingowych zarysowanych powyżej.

Rating suwerena Polski – *status quo*

W ostatnich latach rating suwerena Polski wydawany przez agencje Wielkiej Trójki wykazywał długoterminową poprawę. Wiązało się to z sukcesami wolnorynkowej transformacji ekonomicznej po okresie komunizmu, umacniającą się stabilizacją polskiej gospodarki i eliminacją wielu czynników ryzyka – m.in. w wyniku (przeszłej i oczekiwanej) konwergencji ze strukturami euroatlantyckimi. Zmiany polskiego ratingu w latach 1995–2010 uwidoczniło w tabeli 5.

Pomimo postępującej poprawy ratingów można zauważyć, iż percepcja bezpieczeństwa spłat zadłużenia przez Polskę oceniana jest wciąż mniej korzystnie niż w niektórych postkomunistycznych państwach europejskich, gdzie

Tabela 5. Ewolucja ratingów suwerena Polski w walucie obcej (wg S&P, Moody's oraz Fitch) w latach 1995–2010

Agencja ratingowa	Data	Rating	Perspektywa
Moody's	12.11.2002	A2	Stabilna
S&P	16.07.2010	A-	Stabilna
	27.10.2008	A-	Stabilna
	28.08.2008	A-	Pozytywna
	20.02.2008	A-	Pozytywna
	30.03.2007	A-	Stabilna
	25.04.2006	BBB+	Stabilna
	9.01.2004	BBB+	Pozytywna
Fitch	26.03.2010	A-	Stabilna
	9.06.2008	A-	Stabilna
	18.01.2007	A-	Stabilna
	12.04.2006	BBB+	Pozytywna
	23.03.2005	BBB+	Pozytywna
	6.05.2004	BBB+	Stabilna
	4.11.2003	BBB+	Pozytywna
	21.09.2000	BBB+	Stabilna
	19.11.1998	BBB+	-
	7.06.1996	BBB	-
	29.04.1996	BB+	Pozytywna
	26.10.1995	BB+	-

Źródło: CBonds, Bond Market Information, <http://www.cbonds.info/cis/eng/ratings/history.phtml> [dostęp: 11 czerwca 2011 r].

Tabela 6. Ratingi suwerena Polski oraz wybranych europejskich rynków wschodzących (wg Moody's, Fitch oraz S&P) na marzec 2011 r.

Państwo	Moody's		Fitch		S&P	
Bułgaria	Baa3	pozytywny	BBB-	negatywny	BBB	stabilny
Chorwacja	Baa3	stabilny	BBB-	negatywny	BBB-	negatywny
Cypr	A2	stabilny	AA-	negatywny/WATCH	A	negatywny
Estonia	A1	stabilny	A	stabilny	A	stabilny
Litwa	Baa1	stabilny	BBB	stabilny	BBB	stabilny
Łotwa	Baa3	stabilny	BBB-	pozytywny	BB+	stabilny
Polska	A2	stabilny	A-	stabilny	A-	stabilny
Republika Czeska	A1	stabilny	A+	pozytywny	A	pozytywny
Rosja	Baa1	stabilny	BBB	pozytywny	BBB	stabilny
Rumunia	Baa3	stabilny	BB+	stabilny	BB+	stabilny
Serbia	bd.	bd.	BB-	stabilny	BB-	stabilny
Słowacja	A1	stabilny	A+	stabilny	A+	stabilny
Słowenia	Aa2	stabilny	AA	stabilny	AA	negatywny
Turcja	Ba2	pozytywny	BB+	pozytywny	BB	pozytywny
Ukraina	B2	stabilny	B	stabilny	B+	stabilny
Węgry	Baa3	negatywny	BBB-	negatywny	BBB-	negatywny

Uwaga: Państwa uszeregowano w porządku alfabetycznym.

Źródło: Datablog – guardian.co.uk, <http://www.guardian.co.uk/news/datablog/2010/apr/30/credit-ratings-country-fitch-moodys-standard> [dostęp 7 czerwca 2011 r.].

rozwój ekonomiczny nie wykazywał podobnej stabilności (choćby mierzonej wzrostem PKB, np. Estonia, Republika Czeska) w ostatnim okresie. Gorsza – wobec „twardych” fundamentów gospodarczych – ocena długu suwerena Polski (zestawiona w tabeli 6) może wynikać z następujących przesłanek:

- **obciążeń historycznych** – na postrzeganie pewności obsługi zadłużenia przez Polskę wciąż wpływ ma odmowa spłat dokonana przez nasz kraj w 1981 r.³², a także restrukturyzacja i redukcja polskiego zadłużenia (w ramach umów z Klubami: Londyńskim i Paryskim) po 1989 r.,
- **inercji decyzyjnej agencji** – Wielka Trójka nie zareagowała, szczególnie w latach ostatniego globalnego kryzysu, w odpowiedni sposób do ewidentnie ponadprzeciętnych (na tle regionu i całego kontynentu) wyników gospodarczych zanotowanych wówczas przez Polskę,
- **implikowanego ryzyka makroekonomicznego i politycznego** – jeśli Polska nie obniży zdecydowanie deficytu budżetowego, może istnieć presja na obniżanie ratingów.

³² Zob. kalendarium tego rodzaju zdarzeń w świecie po 1960 r. wg Moody's: <http://www.moodys.com/sites/products/DefaultResearch/2007100000522782.pdf> [dostęp: 7 czerwca 2011 r.].

Podsumowanie

Pomimo bezsporności istotnych i wartościowych ekonomicznie zadań, jakie realizują agencje ratingowe, sposób ich usytuowania w światowych systemach gospodarczych nie jest właściwy i wymaga pilnej reorientacji. Na merytorycznej jakości ratingów (zarówno przedsiębiorstw, jak i państw) i tworzących je podmiotów ciąży przy tym liczne ograniczenia organizacyjne. Plany reform muszą dotyczyć obu tych obszarów.

Polska, aby dalej poprawiać percepcję wiarygodności kredytowej na międzynarodowych rynkach finansowych, powinna nakreślić czytelny i wiarygodny plan ograniczania wydatków budżetowych oraz sformułować szczegółowy harmonogram konwergencji ze strefą euro.

Załącznik 1. Zestawienie* światowych agencji ratingowych (na czerwiec 2011 r.)

Lp.	Nazwa**	Pochodzenie	Rok utworzenia	Zakres działalności
1.	A.M. Best Company, Inc.	USA	1899	sektor ubezpieczeniowy
2.	Moody's	USA	1909	zdywersyfikowany
3.	Fitch	USA/Wielka Brytania	1913	zdywersyfikowany
4.	S&P	USA	1916	zdywersyfikowany
5.	DBRS	Kanada	1976	zdywersyfikowany
6.	Mikuni	Japonia	1980	obligacje i struktury finansowe
7.	R&I	Japonia	1980	zdywersyfikowany
8.	VERIBANC	USA	1981	sektor bankowy
9.	Korea Ratings	Korea (powiązana z Fitch)	1983	papiery wartościowe
10.	PhilRatings	Filipiny	1985.	zdywersyfikowany
11.	Capital Intelligence	Cypr	1985	zdywersyfikowany
12.	Demotech	USA	1985	sektor ubezpieczeniowy
13.	JCR	Japonia	1985	sektor finansowy, ochrony zdrowia i edukacji
14.	JCR-VIS	Pakistan (powiązana z JCR)	1985	zdywersyfikowany
15.	Korea Investors Service	Korea (powiązana z Moody's)	1985	zdywersyfikowany
16.	NICE	Korea	1986	zdywersyfikowany
17.	CRISIL	Indie (powiązana ze S&P)	1987	zdywersyfikowany
18.	Humphreys	Chile (powiązana z Moody's)	1988	zdywersyfikowany
19.	CPR	Portugalia	1988	sektor finansowy
20.	Feller-Rate	Chile (powiązana z S&P)	1988	zdywersyfikowany

Lp.	Nazwa**	Pochodzenie	Rok utworzenia	Zakres działalności
21.	RAM	Sri Lanka	1990	sektor finansowy
22.	RAM	Malezja (powiązana z S&P)	1990	zdywersyfikowany
23.	ICRA	Indie (powiązana z Moody's)	1991	zdywersyfikowany
24.	Rapid Ratings	USA	1991	zdywersyfikowany
25.	Agusto & Co. Ltd.	Nigeria	1992	sektor finansowy, przedsiębiorstwa, ochrona zdrowia, miasta
26.	China Cheng Xin International Credit Rating	Chiny (powiązana z Moody's)	1992	zdywersyfikowany
27.	SCI	Korea (powiązana z JCI)	1992	papiery wartościowe oparte na aktywach, przedsiębiorstwa
28.	Apoyo & Asociados Internacionales	Peru (powiązana z Fitch)	1993	zdywersyfikowany
29.	Bank Watch Ratings	Ekwador (powiązana z Fitch)	1993	sektor finansowy
30.	CARE Ratings	Indie	1993	zdywersyfikowany
31.	PEFINDO	Indonezja	1993	obligacje gieldowe
32.	PCR	Ameryka Łacińska	1993	zdywersyfikowany
33.	TRIS	Tajlandia	1993	zdywersyfikowany
34.	Dagong	Chiny	1994	zdywersyfikowany
35.	Fitch Ratings Colombia	Kolumbia (powiązana z Fitch)	1994	zdywersyfikowany
36.	Ecuability – Calificadora de Riesgos	Ekwador	1994	sektor finansowy
37.	PACRA	Pakistan	1994	zdywersyfikowany
38.	Akhbor Rating	Uzbekistan	1995	sektor finansowy
39.	Class & Asociados, Clasificadora de Riesgo	Peru	1995	sektor finansowy
40.	Egan-Jones	USA	1995	sektor finansowy
41.	MARC	Malezja (powiązana z Fitch)	1995	emitenci malezyjscy

Lp.	Nazwa**	Pochodzenie	Rok utworzenia	Zakres działalności
42.	Fitch Polska (d. CERA)	Polska	1996	zdywersyfikowany
43.	CRISL	Bangladesz	1996	sektor finansowy
44.	Equilibrium	Peru (powiązana z Moody's)	1996	zdywersyfikowany
45.	GCR	RPA	1996	zdywersyfikowany
46.	TheStreet	USA	1996	akcje, rekomendacje inwestycyjne
47.	BRC Investor Services	Kolumbia (powiązana z Fitch)	1997	zdywersyfikowany
48.	SCRiesgo	Ameryka Łacińska	1997	zdywersyfikowany
49.	Taiwan Ratings	Taiwan (powiązana z S&P)	1997	zdywersyfikowany
50.	CARE	Urugwaj	1998	sektor finansowy
51.	CMC International	Nigeria	1998	zdywersyfikowany
52.	Shanghai Credit Information Services	Chiny	1999	kredyty konsumenne
53.	Xinhua Finance	Chiny	1999	zdywersyfikowany
54.	China Lianhe Credit Ratings	Chiny (powiązana z Fitch)	2000	zdywersyfikowany
55.	European Rating Agency	Słowacja	2001	europejskie rynki wschodzące
56.	Credit Rating	Ukraina	2001	zdywersyfikowany
57.	Moody's Interfax Rating Agency	Rosja (powiązana z Moody's)	2001	Rosja i kraje WNP
58.	Realpoint	USA (powiązana z Morningstar)	2001	papiery wartościowe oparte na aktywach (hipotecznych)
59.	RusRating	Rosja	2001	sektor bankowy i leasingowy
60.	CRAB	Bangladesz	2003	sektor nieruchomości, ochrony zdrowia
61.	CariCRIS	Trinidad i Tobago	2004	zdywersyfikowany
62.	Capital Standards Rating	Kuwejt	2005	regionalny

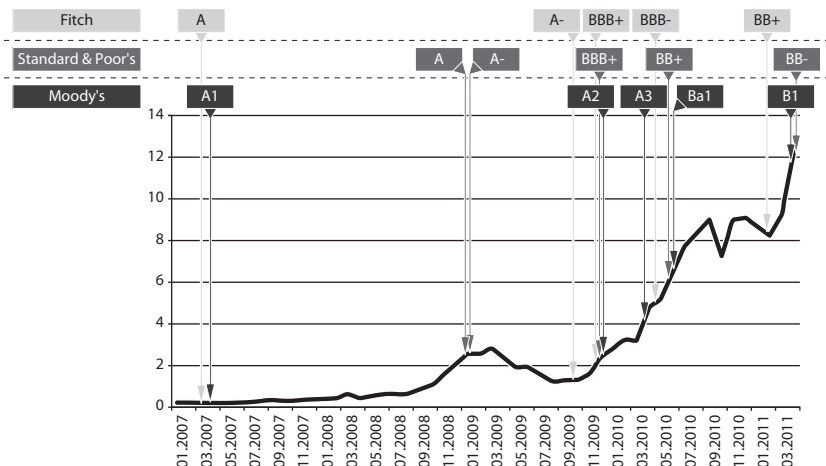
Lp.	Nazwa**	Pochodzenie	Rok utworzenia	Zakres działalności
63.	SMERA	Indie (powiązana z Dun & Bradstreet i SIDBI)	2005	ratingi małych i średnich przedsiębiorstw
64.	IIRA	Bahrajn	2006	kraje islamskie
65.	Turkrating	Turcja	2006	firmy tureckie
66.	ONICRA	Indie	2006	ratingi małych i średnich przedsiębiorstw i osób fizycznych
67.	SAHA	Turcja	2006	zdywersyfikowany
68.	HR Ratings	Meksyk	2007	zdywersyfikowany
69.	JCR Eurasia Rating	Turcja (powiązana z JCR)	2007	zdywersyfikowany
70.	Kobirate	Turcja	2008	sektor finansowy, nieruchomości
71.	ECRL	Bangladesz	2009	zdywersyfikowany
72.	Kroll Bond Ratings	USA	2010	aktywa inwestycyjne

* Według roku założenia.

** Gdzie było to możliwe, zastosowano skrócone nazwy agencji ratingowych.

Źródło: na podstawie *DefaultRisk*, http://www.defaultrisk.com/rating_agencies.htm oraz witryn internetowych poszczególnych agencji ratingowych [dostęp: 4 czerwca 2011 r].

Załącznik 2. Spread pomiędzy 10-letnimi obligacjami skarbowymi Grecji oraz Niemiec na tle zmian ratingu suwerena Grecji (w okresie styczeń 2007 r. – kwiecień 2011 r.)



Źródło: na podstawie OECD.Stat (internetowa baza danych statystycznych OECD) na witrynie <http://stats.oecd.org/index.aspx?queryid=86> [dostęp: 4 czerwca 2011 r.] oraz danych Banku Grecji (nota prasowa z 17 maja 2011 r. podsumowująca wydarzenia ekonomiczne w kwietniu 2011 r.). Informacje o zmianach ratingów z wyszukiwarki (Financial Times) FT Alphaville: <http://ftalphaville.ft.com/> [dostęp: 5 czerwca 2011 r.].

Bibliografia

- Afonso A. i inni, *Sovereign Credit Ratings and Financial Markets Linkages: Application to European Data*, „EBC Working Paper” 2011, No. 1347.
- Afonso A. i inni, *What Hides behind Sovereign Debt Ratings?*, „EBC Working Paper” 2007, No. 711.
- Arezki R. i inni, *Sovereign Rating News and Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis*, International Monetary Fund (IMF) „Working Paper” 2011, No. 11/68.
- Becker B., Milbourn T., *How Did Increased Competition Affect Credit Ratings?*, National Bureau of Economic Research (NBER) „Working Paper” 2010, No. 16404.
- Block S., *The Price of Democracy: Sovereign Risk Ratings, Bond Spreads and Political Business Cycles in Developing Countries*, „Journal of International Money and Finance” 2004, No. 23.

- Cantor R., Packer F., *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, Federal Reserve Bank of New York, „FRNBY Economic Policy Review” październik 1996 r.
- Claessens S., Embrechts G., *Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings*, University of Amsterdam, Amsterdam 2002.
- Hansoo K., *Europe's Fiscal Crisis and Implications*, Capital Market Opinion, Korea Capital Market Institute, 24 maja 2011 r.
- Hill P. i inni, *Variations in sovereign credit quality assessments across rating agencies*, „Journal of Banking & Finance” 2009, No. 34.
- Hu Y.-T. i inni, *Judgmental Versus Quantitative Credit Risk Measures for Sovereigns*, „RiskControl Research Paper” 2005, Ref. 5/1.
- Milewski P., *Ratingi w gospodarce rynkowej z uwzględnieniem ratingu ubezpieczeniowego*, „Gazeta Ubezpieczeniowa” 1999, nr 9/10.
- Mora N., *Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt?*, „Journal of Banking & Finance” 2005, No. 34.
- Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), *Competition and Credit Rating Agencies*, OECD Hearings, Paris 2010.
- Reinhart C.M., *Sovereign Credit Ratings Before and After Financial Crises*, The New York University-University of Maryland Project „The Role of Credit Rating Agencies in the International Economy”, Maryland 2001.
- Sylla R., *A Historical Primer on the Business of Credit Ratings*, Economics Department, Stern School of Business, New York University, referat na konferencję „The Role of Credit Reporting Systems in the International Economy”, World Bank, Washington 1–2 marca 2001 r.
- White L.J., *A Brief History of Credit Rating Agencies: How Financial Regulation Entrenched this Industry's Role in the Subprime Mortgage Debacle of 2007–2008*, „Mercatus Center – George Mason University, Working Paper” 2009, No. 59.

Witryny internetowe

- Definicja ratingu kredytowego: http://www.lse.co.uk/financeglossary.asp?searchTerm=&iArticleID=1502&definition=credit_rating.
- Informacje nt. przesłuchań w Kongresie USA tzw. Wielkiej Trójki: http://www.sfoxaminer.com/opinion/daily-outrage-moody-s-standard-amp-poor-fitch-offered-congress-pathetic-excuses?quicktabs_1=0.
- Liczba suwerennych państw wg Departamentu Stanu USA: <http://www.state.gov/s/inr/rls/4250.htm>.
- Materiały SEC: <http://www.sec.gov/news/extra/credrate/eganjones2.htm>.
- Metodyka modelowania ryzyka korporacyjnego: <http://www.defaultrisk.com/>.
- TIME (online): A Brief History Of: Rating Agencies: <http://www.time.com/time/magazine/article/0,9171,1886559,00.html>.