

Kraków 2019

**Alicja  
Malewska**

**Ekonomia polityczna  
ratingu kredytowego**

Wydawnictwo Naukowe Akademii Ignatianum w Krakowie

© Akademia Ignatianum w Krakowie, 2019

Publikacja dofinansowana ze środków przeznaczonych na działalność statutową  
Wydziału Pedagogicznego Akademii Ignatianum w Krakowie

Recenzenci

prof. dr hab. Zbigniew Czachór  
dr hab. Bartosz Michalski

Redakcja

Magdalena Pawłowicz

Projekt okładki i stron tytułowych

Michał Dziadkowiec

Opracowanie typograficzne i łamanie

Jacek Pawłowicz

ISBN 978-83-7614-391-0

Wydawnictwo Naukowe Akademii Ignatianum w Krakowie  
ul. Kopernika 26 • 31-501 Kraków  
tel. 12 39 99 620  
wydawnictwo@ignatianum.edu.pl  
<http://wydawnictwo.ignatianum.edu.pl>

Dystrybucja: Wydawnictwo WAM  
Dział handlowy: tel. 12 62 93 254–255 • faks 12 62 93 496  
e-mail: [handel@wydawnictwowam.pl](mailto:handel@wydawnictwowam.pl)  
Księgarnia wysyłkowa: tel. 12 62 93 260  
[www.wydawnictwowam.pl](http://www.wydawnictwowam.pl)

# Spis treści

Wstęp .....	9
<b>Rozdział 1. Problematyka aktora we współczesnych teoriach nauk politycznych .....</b>	<b>19</b>
1.1. Nowy instytucjonalizm .....	21
1.1.1. Agencje ratingowe w perspektywie nowego instytucjonalizmu .....	21
1.1.2. Instytucjonalizm zorientowany na aktora .....	26
1.1.3. Podejście instytucjonalne w ekonomii .....	30
1.2. Instytucje większościowe w systemie międzynarodowym .....	34
1.2.1. Teoria delegacji w naukach politycznych .....	36
1.2.2. Aktor polityczny w świetle teorii mocodawca–agent .....	42
1.2.2.1. Problem asymetrii informacyjnej i pokusy nadużycia .....	44
1.2.2.2. Rozwój teorii mocodawca–agent w naukach politycznych .....	51
1.2.3. Aktor polityczny jako gatekeeper .....	54
1.3. Aktorzy polityczni w systemach sieciowych .....	61
1.3.1. Zagadnienie władzy w stosunkach międzynarodowych .....	61
1.3.2. Zmiana ośrodka władzy światowej .....	67
1.3.2.1. Aktorzy pozapaństwowi na arenie międzynarodowej .....	70
1.3.2.2. Koncepcja nowego średniowiecza w stosunkach międzynarodowych .....	74
1.3.2.3. Sieciowe teorie władzy .....	76
1.3.3. Ewolucja globalnego rynku finansowego .....	78
1.3.3.1. Globalne procesy kształtujące rynek finansowy .....	80
1.3.3.2. Procesy specyficzne dla współczesnego rynku finansowego .....	81
<b>Rozdział 2. Powstanie, ewolucja i współczesne znaczenie agencji ratingowych .....</b>	<b>83</b>
2.1. Kontekst historyczny powstania agencji ratingowych .....	83
2.2. Ocena wiarygodności kredytowej państw .....	87
2.3. „Wielka Trójka” agencji ratingowych .....	89
2.3.1. Moody’s Investors Service .....	90
2.3.2. S&P Global Ratings .....	94
2.3.3. Fitch Ratings .....	97

2.4. Atrybuty władzy agencji ratingowych w stosunkach międzynarodowych . . .	99
2.4.1. Zasięg władzy agencji ratingowych . . . . .	99
2.4.2. Środki wywierania wpływu . . . . .	105
2.5. Źródła legitymizacji władzy agencji ratingowych w systemie międzynarodowym . . . . .	108
2.5.1. Zaufanie inwestorów jako źródło legitymizacji . . . . .	109
2.5.2. Regulacje prawne jako źródło legitymizacji . . . . .	112
<b>Rozdział 3. Krytyka działalności agencji ratingowych i próby reform rynku . .</b>	<b>119</b>
3.1. Krytyka działalności agencji ratingowych . . . . .	119
3.2. Adekwatność procesu ratingowego . . . . .	128
3.2.1. Wskaźniki dokładności procesu ratingowego . . . . .	128
3.2.2. Stabilność ratingu . . . . .	135
3.2.3. Nietrafne oceny państw . . . . .	139
3.3. Próby reform rynku ratingu kredytowego . . . . .	146
3.3.1. Reformy w Stanach Zjednoczonych przed globalnym kryzysem . . . .	146
3.3.2. Unijne regulacje dotyczące działalności agencji ratingowych przed kryzysem zadłużeniowym . . . . .	155
<b>Rozdział 4. Agencje ratingowe podczas kryzysu zadłużeniowego strefy euro – analiza ilościowa i jakościowa . . . . .</b>	<b>165</b>
4.1. Wskaźniki adekwatności procesu ratingowego podczas kryzysu strefy euro . .	165
4.2. Analiza bezpośredniego wpływu agencji na decyzje inwestorów . . . . .	179
4.2.1. Wpływ zmian ratingów na rentowność obligacji krajów PIIGS w trakcie kryzysu zadłużeniowego . . . . .	182
4.2.1.1. Metodologia analizy zdarzeń . . . . .	182
4.2.1.2. Empiryczne wyniki badań . . . . .	185
4.3. Zmiany ratingów w ocenie polityków europejskich . . . . .	203
4.3.1. Reakcje na zmiany ratingów w trakcie kryzysu greckiego . . . . .	204
4.3.2. Aktorzy polityczni wobec zmian ratingów państw strefy euro . . . . .	215
4.4. Proces regulacji działalności agencji ratingowych w Unii Europejskiej . . . .	231
<b>Zakończenie . . . . .</b>	<b>247</b>
<b>Bibliografia . . . . .</b>	<b>257</b>
<b>Spis tabel . . . . .</b>	<b>283</b>
<b>Spis wykresów i rysunków . . . . .</b>	<b>285</b>
<b>Summary: The Political Economy of Credit Ratings . . . . .</b>	<b>287</b>

*Moim Rodzicom*



# Wstęp

Odpowiedź na pytanie „czym są agencje ratingowe?” z pozoru nie jest trudna – to prywatne instytucje oceniające wiarygodność kredytową podmiotów pożyczających pieniądze na rynku finansowym. Przy użyciu prostego literowego kodu szacują prawdopodobieństwo niewypłacalności, czyli sytuacji, w której dłużnik ma problem z terminową spłatą swoich zobowiązań. Ich działalność ma służyć pomocą inwestorom oceniającym ryzyko związane z udzieleniem pożyczki i wysokość rentowności takiej operacji. Znacznie trudniej opisać pozycję systemową, którą faktycznie zajmują agencje ratingowe, wytłumaczyć, w jaki sposób wywierają wpływ na pozostałych uczestników systemu i skąd wynika ich siła, określana nawet jako władza. Bez wątplenia już dawno wykroczyły one poza tradycyjną rolę niezależnych doradców oferujących neutralną opinię z pozycji zewnętrznego obserwatora.

Trudność dotyczy nie tylko określenia ich pozycji w systemie, ale nawet dokładnego wskazania granic systemu. Od początku XX w. do lat siedemdziesiątych agencje ratingowe funkcjonowały w ramach amerykańskiego rynku finansowego. Globalizacja i gwałtowny rozwój tego rynku pod względem wartości, ilości i stopnia skomplikowania instrumentów finansowych znacznie zwiększyły zasięg agencji. Coraz więcej rządów poszukiwało źródeł finansowania długu publicznego na rynkach międzynarodowych, do których przepustką było posiadanie przyznanego ratingu. Z kolei wysokość ratingu decydowała o kosztach pożyczanych pieniędzy. W ten pośredni sposób agencje zyskały możliwość oddziaływania również w wymiarze politycznym.

Niewiele znaczące podmioty, jakimi przez długi czas były agencje ratingowe, pod koniec XX w. urosły do rangi potężnych międzynarodowych sędziów wyrokujących o wiarygodności kredytowej nie tylko przedsiębiorstw, ale również suwerennych państw. Pytanie o procesy, które doprowadziły do takiej sytuacji, stanowi fascynujący problem badawczy z pogranicza nauk politycznych i ekonomicznych, który legł u podstaw pomysłu napisania tej książki. Moim celem było również zweryfikowanie powszechnych w literaturze przedmiotu i opinii publicznej przekonań o potędze agencji ratingowych.

Rozdźwięk między wszechobecną krytyką tych podmiotów a ich niezachwianą pozycją wymagał dogłębnego przeanalizowania obecnego stanu rzeczy oraz wyjścia poza często powielane, ale nie do końca przekonujące argumenty.

Na sytuację rynku ratingu kredytowego mocno rzutuje jego oligopolistyczna struktura. Mimo istnienia kilkuset agencji ratingowych na całym świecie, w mediach przewijają się tylko trzy nazwy: Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings. Tak zwana „Wielka Trójka” zdominowała niemal wszystkie segmenty rynku i pozostaje poza zasięgiem konkurencji. Przez długi czas była również pozbawiona skutecznego nadzoru władz państwowych, gdyż zgodnie z liberalnym podejściem rynek finansowy miał się regulować samoistnie. W rezultacie trzy agencje zajęły tak silną pozycję, że ich zdolności wywierania wpływu na pozostałe podmioty systemu zaczęto przypisywać znamiona władzy.

Źródeł przewagi oligopolistycznej i legitymizacji władzy „Wielkiej Trójki” upatruję w dwóch różnych, ale mocno współzależnych procesach. Pierwszy to trwające dziesięciolecia budowanie kapitału zaufania inwestorów. Wszystkie trzy agencje zawsze wyznaczały trendy na rynku i zapewniały klientom najszerszy pakiet usług. Drugi z procesów to regulacje prawne, które w latach siedemdziesiątych XX w. usankcjonowały oligopol na rynku ratingu kredytowego, a nawet go umocniły, tworząc bardzo trudne do przeskoczenia bariery wejścia. Poważny zwrot w ustawodawstwie nastąpił dopiero w pierwszej dekadzie XXI w. i nasilił się w obliczu globalnego kryzysu finansowego. Okazało się jednak, że nie tak łatwo zburzyć *status quo*, utrwalone w ciągu stulecia funkcjonowania agencji ratingowych.

Pierwsze reformy regulujące rynek ratingu kredytowego przeprowadzono w Stanach Zjednoczonych, ale to Unia Europejska przoduje, gdy chodzi o inicjatywy wymierzone w istniejący układ oligopolistyczny i oddziaływanie agencji na podmioty polityczne. Można to wytłumaczyć amerykańskim rodowodem wszystkich podmiotów z „Wielkiej Trójki”. Europejscy politycy obawiają się, że największe agencje ratingowe faworyzują liberalny model polityki gospodarczej, sprowadzającej się do postulatów konsensusu waszyngtońskiego. W ten sposób stają się dysponentami władzy ideologicznej i narzędziem umacniania hegemonii Stanów Zjednoczonych, zaś reszta świata jest zmuszona dostosować się do promowanego modelu, lub mierzyć się z konsekwencjami niższych ocen wiarygodności kredytowej.

Najpoważniejszym zarzutem jest jednak wątpliwa jakość przyznawanych ocen w połączeniu z nienaruszalną pozycją rynkową Moody's, Standard & Poor's oraz Fitch Ratings. Pod tym względem agencje ratingowe nie miały



w ostatnim czasie najlepszej prasy. Pierwsza lawina krytyki spadła na nie wraz z początkiem zapaści na rynku kredytów hipotecznych w Stanach Zjednoczonych. Okazało się, że kredyty wysokiego ryzyka w procesie sekurytyzacji masowo przekształcano w zabezpieczenie nowych instrumentów finansowych. Następnie łączono je z innymi, bardziej bezpiecznymi papierami wartościowymi. Agencje ratingowe przyznawały takim pakietom wysokie oceny wiarygodności kredytowej, lekceważąc wchodzące w ich skład instrumenty oparte na ryzykownych kredytach hipotecznych. Instytucje finansowe z całego świata kupowały te rzekomo bezpieczne papiery dłużne w celach inwestycyjnych i spekulacyjnych. Gwałtowny spadek cen nieruchomości w Stanach Zjednoczonych sprawił, że kryzys rozprzestrzenił się na skalę globalną, rozlewając się nie tylko na sferę finansową, ale też na inne gałęzie gospodarek wielu krajów. Opinia publiczna wydała wyrok na agencje ratingowe, zarzucając im eskalację i współodpowiedzialność za wywołanie największego od dziesięcioleci załamania ekonomicznego.

Rynki finansowe powoli wracały do stabilności, gdy kryzys powrócił w nowej odsłonie – tym razem związany był z nadmiernym zadłużeniem niektórych krajów europejskich. Niebawem „zarażona” była już cała strefa euro, a agencje ratingowe prześcigały się w obniżaniu ocen kolejnym państwom. Każdej z tych decyzji towarzyszyła gwałtowna fala krytyki ze strony polityków i przedstawicieli instytucji unijnych. Równoległe pojawiały się głosy o słabości instytucjonalnej Unii Europejskiej, która nie wypracowała skutecznych mechanizmów kontroli stabilności finansowej państw członkowskich, czego najdobitniejszym przykładem stała się Grecja. Kontrowersje dotyczyły również sposobów wychodzenia z kryzysu i roli instytucji unijnych w tym procesie. Recesja stała się katalizatorem poważnego sporu dotyczącego przyszłości integracji europejskiej i możliwych ścieżek jej rozwoju.

Konsekwencją kryzysu stało się zbudowanie podwalin nowej architektury finansowej i gospodarczej Unii Europejskiej, która miała uchronić Wspólnotę przed podobnymi problemami w przyszłości. Szczególnie silny nacisk położono na dyscyplinę finansową państw członkowskich w realizowaniu założeń budżetowych i walkę z nadmiernym zadłużeniem. Równoległe przyjęto nowe prawo regulujące funkcjonowanie agencji ratingowych, które w założeniu miało uratować podmioty prywatne i publiczne przed negatywnymi skutkami ich działalności. Debaty towarzyszące pracom nad nowymi przepisami były niezwykle burzliwe, a wyłaniał się z nich obraz „Wielkiej Trójki” jako potężnych i niesprawiedliwych sędziów, którzy jedną decyzją

potrafią doprowadzić państwo do bankructwa. Przeprowadzona w książce analiza tych wypowiedzi potwierdziła, że agencje ratingowe są powszechnie postrzegane jako aktorzy polityczni na arenie międzynarodowej.

Również nad Wisłą w ostatnich latach instytucje te zagościły w świadomości opinii publicznej. Było to wynikiem pierwszego w historii obniżenia oceny wiarygodności kredytowej Polski, które w dodatku nie było poprzedzone ostrzegawczym obniżeniem perspektywy ratingowej. Gorące emocje wzbudziło zwłaszcza uzasadnienie takiej decyzji zmianami politycznymi w kraju, podczas gdy wskaźniki makroekonomiczne były optymistyczne<sup>1</sup>. Był to kolejny dowód na subiektywność kryteriów stosowanych przez agencje, a także wyraz reprezentowanych przez nie preferencji ideologicznych oraz politycznych.

Agencje ratingowe nie po raz pierwszy w swojej ponad stuletniej działalności znalazły się w ogniu krytyki opinii publicznej. Zarzuty dotyczące ich nieskuteczności pojawiały się cyklicznie przy okazji każdego kryzysu gospodarczego na przestrzeni ostatnich dekad. Nie zachwiało to jednak silnym statusem agencji na arenie międzynarodowej. „Wielka Trójka” wciąż zajmuje dominującą pozycję na rynku ratingu kredytowego. Z ich usług korzystają tysiące emitentów papierów wartościowych, zarówno z sektora prywatnego, jak i publicznego. Dla przykładu Polska wydaje rocznie niemal 3 mln zł na opłaty dla agencji ratingowych<sup>2</sup>. Jednocześnie krytycy, w tym wielu polityków z najpotężniejszych państw świata, domagają się ograniczenia władzy agencji, zwłaszcza w odpowiedzi na obniżenie oceny reprezentowanego przez nich kraju.

Agencja ratingowa to specyficzny rodzaj podmiotu występującego na rynkach finansowych. Jednakże ich badanie pozwala na odkrycie bardziej ogólnych procesów, zachodzących na współczesnej arenie międzynarodowej. Są doskonałą ilustracją zjawiska przesuwania się ośrodka władzy – coraz większego znaczenia nabierają podmioty niepaństwowe, które nie mają za sobą legitymacji demokratycznej. Ich wpływy wynikają z posiadania realnych zasobów, które niekoniecznie muszą być materialne. Składa się to na obraz sieci, w której różne ośrodki władzy pozostają ze sobą w ścisłej relacji współzależności, ale nie istnieje żaden nadrzędny regulator.

- 
- 1 *Niezrozumiała decyzja jednej z agencji ratingowych*, [https://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/wiadomosci/komunikaty/-/asset\\_publisher/6Wwm/content/niezrozumiala-decyzja-jednej-z-agencji-ratingowych](https://www.mf.gov.pl/ministerstwo-finansow/wiadomosci/komunikaty/-/asset_publisher/6Wwm/content/niezrozumiala-decyzja-jednej-z-agencji-ratingowych) (dostęp 14.07.2018).
  - 2 I. Sudak, *Ile kosztuje rating Polski? 3 mln zł w 2015 r.*, <http://wyborcza.biz/Giedy/1,114507,19500711,ile-kosztuje-rating-polski-3-mln-zl-w-2015-r.html> (dostęp 15.07.2018).

Kryzys finansowy, a także jego kolejna odsłona w postaci kryzysu zadłużeniowego w Unii Gospodarczej i Walutowej, stały się papierkiem lakmusem ukazującym słabość państw narodowych oraz organizacji międzynarodowych. W świetle gwałtownego wzrostu znaczenia innych podmiotów o zasięgu globalnym, takich jak organizacje terrorystyczne czy właśnie agencje ratingowe, pojawiło się pytanie o trafność dotychczasowego spojrzenia na podmiotowość i relacje aktorów w stosunkach międzynarodowych. Do opisu takiego układu sił nie zawsze wystarczają tradycyjne nurty badawcze, które dominowały przez ostatnie dziesięciolecia. Należy poszukiwać narzędzi pozwalających odejść od statycznego opisu rzeczywistości na rzecz uchwycenia dynamiki zglobalizowanego świata.

Wraz ze wzrostem znaczenia agencji ratingowych stawały się one coraz popularniejszym tematem badań w literaturze naukowej. Najwięcej uwagi poświęca się im w opracowaniach *stricte* ekonomicznych. Część naukowców koncentruje się na wykazaniu ilościowych zależności między czynnikami uwzględnianymi w procesie ratingowym i przyznaną oceną. Klasycznym dziełem jest artykuł R. Cantora i F. Packera z 1996 r. *Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings*, w którym autorzy wyodrębnili podstawowe wskaźniki, wpływające na wyniki procesu ratingowego. W kolejnych latach ich wyniki były weryfikowane przez wielu naukowców, z których wymienić należy prace A. Afonso (*Understanding the determinants of sovereign debt ratings: Evidence for the two leading agencies*, 2003), N. Haque, N. Marka i D. Mathiesona (*The Relative Importance of Political and Economic Variables in Creditworthiness Ratings*, 1998), P. Rowland oraz T.J.L. Torresa (*Determinants of Spread and Creditworthiness for Emerging Market Sovereign Debt: A Panel Data Study*, 2004), czy C. Mellios i E. Paget-Blanc (*Which factors determine sovereign credit ratings?*, 2006).

Liczne prace zostały poświęcone opisowi wpływu agencji na oceniane podmioty oraz decyzje inwestorów. Przykładem mogą być artykuły autorstwa J. Kiff, S.B. Nowak, L.B. Schumacher (*Are rating agencies powerful? An investigation into the impact and accuracy of sovereign ratings*, 2012), A.N.R. Sy (*Rating the Rating Agencies: Anticipating Currency Crises or Debt Crises?*, 2002) lub L.J. White'a (*The Credit-Rating Agencies and the Subprime Debacle*, 2009; *Markets: The Credit Rating Agencies*, 2010). Literatura naukowa poświęca również sporo miejsca zagadnieniom uprzywilejowanej pozycji agencji, które nie spełniły swojego zadania w obliczu kilku potężnych kryzysów ekonomicznych ostatnich kilkudziesięciu lat. Jeden z pierwszych mocno

krytycznych wobec „Wielkiej Trójki” tekstów napisali G. Ferri, L.-G. Liu oraz J.E. Stiglitz po wybuchu kryzysu azjatyckiego (*The Procyclical Role of the Credit Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis*, 1999). W podobnym tonie było utrzymany wiele późniejszych artykułów, opisujących rolę agencji w kryzysie światowym lat 2007–2009 (E. Benmelech, J. Dlugosz, *The credit rating crisis*, 2009; J.P. Hunt, *Credit Rating Agencies and the Worldwide Credit Crisis: The Limits of Reputation, the Insufficiency of Reform, and a Proposal for Improvement*, 2009; F.A. Longstaff, *The subprime credit crisis and contagion in financial markets*, 2010) oraz kryzysie zadłużeniowym strefy euro (R.A. De Santis, *The Euro area sovereign debt crisis: safe haven, credit rating agencies and the spread of the fever from Greece, Ireland and Portugal*, 2012; R. Arezki, B. Candelon, A.N.R. Sy, *Sovereign rating news and financial markets spillovers: Evidence from the European debt crisis*, 2011).

W ostatnich latach zaczęły się również pojawiać prace naukowe oferujące perspektywę ekonomii politycznej, dzięki czemu analiza wpływu największych agencji ratingowych została rozszerzona o ich relacje z innymi podmiotami globalnej gospodarki. We współczesnej światowej literaturze przedmiotu na szczególną uwagę zasługuje kilka nazwisk – T.J. Sinclair (*The new masters of capital: American bond rating agencies and the politics of creditworthiness*, 2014; *Round Up the Usual Suspects: Blame and the Subprime Crisis*, 2010), F. Partnoy (*Overdependence on Credit Ratings Was a Primary Cause of the Crisis*, 2009; *The Siskel and Ebert of financial markets? Two thumbs down for the credit rating agencies*, 1999; *How and Why Credit Rating Agencies Are Not Like Other Gatekeepers*, 2006) oraz N. Gaillard (*When Sovereigns Go Bankrupt. A Study on Sovereign Risk*, 2014; *A Century of Sovereign Ratings*, 2012). Wymienieni powyżej naukowcy nie tylko poświęcili agencjom ratingowym obszerne opracowania, ale zaproponowali również interesujące perspektywy badawcze, które rozszerzyły znacznie pole badań i pozwoliły wyjść poza funkcję deskryptywną. Wśród polskich badaczy agencje ratingowe nie cieszą się wielką popularnością – jedyna monografia poświęcona zjawisku ratingu kredytowego wyszła spod pióra D. Dziawgo (*Credit rating na międzynarodowym rynku finansowym*, 2010).

Mimo obfitości opracowań dotyczących agencji ratingowych, w literaturze światowej dominuje pogląd zbieźny z panującym w opinii publicznej – agencje są postrzegane jako bezkarni sędziowie rynku finansowego, którzy mają moc doprowadzenia państwa do bankructwa jedną decyzją o obniżeniu ratingu. W wielu przypadkach takie wnioski wynikają z opisu sytuacji

gospodarczej sprzed kilku lub kilkunastu lat, kiedy agencje pozostawały niemal całkowicie poza kontrolą instytucji państwowych. Liczne reformy przyjęte w Stanach Zjednoczonych oraz Unii Europejskiej miały na celu uregulowanie tego sektora rynku finansowego, zwiększenie odpowiedzialności agencji ratingowych, osłabienie dominacji oligopolistycznej „Wielkiej Trójki” i zapewnienie wyższego poziomu przyznawanych ocen. Analiza pozycji agencji musi więc uwzględniać zmiany, które zaszły ostatnimi laty w systemach prawnych, gospodarczych, a także politycznych.

W pracach naukowców ilościowo badających skuteczność agencji ratingowych brakowało mi często uwzględnienia różnic związanych z odmiennymi etapami cyklu gospodarczego. Dane z okresów gwałtownych załamań gospodarczych wrzucano do tego samego zbioru co dane z dłuższych okresów bez zawirowań. W fazach ożywienia czy rozkwitu agencje zwykle skutecznie oceniają ryzyko niewypłacalności, zwłaszcza w przypadku państw. Natomiast podczas kryzysów ich skuteczność gwałtownie spada (zresztą trudno oczekiwać, by względnie niewielkie agencje miały zasoby pozwalające dostrzec coś, czego nie widzą najpotężniejsze instytucje finansowe świata). Pozostali uczestnicy rynku są tego świadomi i w mniejszym stopniu polegają na ocenach przyznawanych przez agencje ratingowe podczas recesji. Dla rzetelnej analizy należy więc rozdzielać i odrębnie oceniać etapy kryzysów i stabilizacji gospodarczej.

Przedstawione powyżej zjawiska i problemy zrodziły szereg pytań badawczych, na które poszukuję odpowiedzi w książce:

- jaką pozycję w globalnym systemie międzynarodowym zajmują agencje ratingowe?;
- czy największe agencje ratingowe przez fakt przyznawania ocen wiarygodności kredytowej państw stają się aktorami politycznymi?;
- w jaki sposób wywierają wpływ na podmioty polityczne i gospodarcze funkcjonujące na arenie międzynarodowej?;
- jaką rolę odegrała „Wielka Trójka” agencji ratingowych podczas kryzysu zadłużeniowego strefy euro?

Odpowiedź na pytanie o zajmowaną pozycję wymagała prześledzenia historii powstania i ewolucji agencji ratingowych oraz przemian zachodzących na rynkach finansowych w XX w. oraz towarzyszących im reform prawnych. Zagadnienie aktora politycznego zbadalam opierając się na teoriach instytucjonalnych i teoriach dotyczących władzy funkcjonujących we współczesnych naukach o polityce. Wpływ przyznawanych ratingów na podmioty gospodarcze, czyli głównie inwestorów na międzynarodowym rynku finansowym,

zmierzyłam dzięki zastosowaniu statystycznej analizy zdarzenia, w której oceniałam, jak obniżenie ratingu oddziałuje na rentowność obligacji państwowych. To pozwoliło sprawdzić, w jakim stopniu inwestorzy opierali swoje decyzje na informacjach dostarczanych przez agencje ratingowe. Natomiast wpływ „Wielkiej Trójki” na aktorów politycznych badałam przy użyciu metody analizy treści dyskursu politycznego oraz aktów prawnych. Przyjrzałam się komentarzom towarzyszącym obniżaniu ocen kolejnych krajów strefy euro, a także gorącym dyskusjom na forum instytucji unijnych podczas prac nad nowym prawodawstwem regulującym rynek ratingu kredytowego. Analizie poddałam również przyjęte ostatecznie w trzech falach rozwiązania prawne, obowiązujące od tego czasu wszystkie agencje ratingowe działające na terenie Unii Europejskiej. Zastosowane metody badawcze pozwoliły na całościowe spojrzenie na fenomen ratingu, zarówno w jego politycznym, jak i ekonomicznym wymiarze.

Przeglądowy charakter opisu historii funkcjonowania agencji ratingowych oraz krytyki, z jaką się zderzały, sprawił, że pierwsza część książki dotyczy całego XX w. Natomiast w drugiej części koncentruję się na wydarzeniach ostatnich lat, by pokazać, jak funkcjonują agencje ratingowe w warunkach kryzysu i jak zmienia się ich pozycja w systemie. Wybór zakresu czasowego i przestrzennego opisanego studium przypadku wyniknął z kilku czynników. Pierwsze od dziesięcioleci poważne reformy w celu uregulowania rynków finansowych zostały podjęte po tym, jak niedoskonałości poprzedniego systemu ujawniły się na ogromną skalę w trakcie globalnego kryzysu finansowego lat 2007–2009. Jednak jako aktor polityczny „Wielka Trójka” zaistniała w publicznej świadomości dopiero w trakcie kryzysu zadłużeniowego, który dotknął Unię Europejską. W okresie między 2009 a 2015 rokiem kolejne kraje członkowskie strefy euro musiały mierzyć się z narastającym długiem publicznym i walczyć o zaufanie inwestorów międzynarodowych. Agencje ratingowe w tak krótkim czasie ogłosiły zmianę ratingu krajów unijnych ponad sto razy, przy czym zdecydowana większość przypadków dotyczyła obniżenia ocen. Wskutek swoich działań „Wielka Trójka” znalazła się w centrum zainteresowania mediów, naukowców, a także polityków. Z punktu widzenia Europy był to pierwszy raz, gdy agencje ratingowe wkroczyły na scenę polityczną i gospodarczą na taką skalę, co odczuły nawet państwa tradycyjnie uznawane za stabilne i wiarygodne. Była to sytuacja nowa i naukowo niezbadana, a w dodatku niezwykle aktualna dla naszego regionu, stąd decyzja o wyborze kryzysu zadłużeniowego w strefie euro jako ramach czasowych i zakresie przedmiotowym badania.

Monografia składa się z czterech rozdziałów. W pierwszym rozdziale została zaprezentowana konceptualizacja problemu badawczego, siatka pojęciowa i uzasadnienie teoretyczne zastosowanych metod. Rozdział jest poświęcony problematyce aktora w naukach politycznych, czyli zagadnieniu podmiotów aktywnie uczestniczących w polityce i nadających jej kształt na poziomie międzynarodowym oraz wewnątrzpaństwowym. Szczególny akcent położono na zmianę pozycji aktorów pozapaństwowych w systemie międzynarodowym oraz przyczyny, które legły u podstaw redefinicji roli takich podmiotów. W rozdziale pojawiają się rozważania dotyczące perspektywy nowego instytucjonalizmu, zagadnienia instytucji większościowych, teorii mocodawcy–agenta, oraz roli aktora politycznego w systemach sieciowych.

Drugi rozdział zawiera opis historii agencji ratingowych i ich profil działalności. Szczegółowo opisany został proces ratingowy, metodologia agencji, rodzaje i skale ratingów stosowanych przez „Wielką Trójkę”. Przedstawiony został kontekst powstania agencji oraz ich rozwój przez kolejne stulecie funkcjonowania na rynku finansowym, a także okoliczności, które doprowadziły do dominacji trzech podmiotów i stworzenia struktury oligopolistycznej. Dwa podrozdziały opisują zagadnienie atrybutów władzy agencji ratingowych na arenie międzynarodowej, takich jak zasięg oraz środki wywierania wpływu oraz legitymizacji tej władzy, wynikającej z zaufania inwestorów i umocowania legislacyjnego.

Rozdział trzeci jest poświęcony krytyce funkcjonowania agencji ratingowych oraz próbom zreformowania tego rynku przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego. Zaprezentowane zostały główne zarzuty, podnoszone przy omawianiu pozycji, jaką zajmuje „Wielka Trójka”, oraz ich skuteczności. Argumenty krytyczne dotyczące jakości przyznawanych ocen zostały skonfrontowane ze wskaźnikami adekwatności procesu ratingowego, rozumianego jako dokładność oraz stabilność. W ostatnim podrozdziale znajduje się podsumowanie reformatorskich kroków podejmowanych przez ustawodawców w Stanach Zjednoczonych i Unii Europejskiej, które miały być odpowiedzią na krytykę agencji ratingowych po kryzysie azjatyckim i upadku Enronu.

W ostatnim rozdziale przyglądam się wydarzeniom z okresu kryzysu zadłużeniowego strefy euro oraz roli, jaką odegrały w nim agencje ratingowe. W tym celu najpierw zostały obliczone wskaźniki adekwatności ratingów z omawianego okresu, dzięki czemu można było porównać, jak zmienia się skuteczność „Wielkiej Trójki” w długim i krótkim okresie. Następnie przeprowadziłam analizę statystyczną wpływu obniżenia ocen wybranych krajów

zmagających się z kryzysem (tzw. kraje PIIGS, czyli Portugalia, Włochy, Irlandia, Grecja, Hiszpania) na rentowność obligacji emitowanych przez te państwa. Zastosowałam metodologię analizy zdarzenia w oknie czasowym, przy czym zdarzeniem było każdorazowe obniżenie ratingu przez którąkolwiek agencję z „Wielkiej Trójki”. Wyniki badań ilościowych pozwoliły mi ocenić wpływ agencji ratingowych na podmioty gospodarcze. W ramach badań jakościowych przedstawiłam analizę treści dyskursu politycznego, kształtowanego pod wpływem częstych i kontrowersyjnych zmian ratingu gospodarek europejskich. W ostatniej części zawarte zostało podsumowanie badania aktów prawnych, regulujących działalność agencji ratingowych na terenie Unii Europejskiej, które zostały przyjęte w odpowiedzi na szeroką krytykę tych podmiotów i obecnego stanu prawnego.

„Można powiedzieć, że znowu żyjemy w świecie dwóch supermocarstw: USA i Moody’s. USA może zniszczyć inny kraj zrzucając na niego bomby, a Moody’s – obniżając rating obligacji państwowych”<sup>3</sup>. Te słowa amerykańskiego dziennikarza Thomasa Friedmana są często przywoływane w artykułach prasowych i naukowych poświęconych pozycji agencji ratingowych na arenie międzynarodowej. Na końcu eseju, z którego pochodzi cytat, Friedman przywołuje napis z graffiti, stworzonego *nota bene* w Polsce: „chcieliśmy demokracji, a otrzymaliśmy kapitalizm”. Dziennikarz parafrazuje ten tekst, podsumowując, że „chcieliśmy parlamentu, a otrzymaliśmy rynek obligacji”<sup>4</sup>. Czy rynek finansowy jest ostateczną instancją, która decyduje o prowadzonej polityce gospodarczej? Czy kapitał na tym rynku ma narodowość i wpływa na stosunki międzynarodowe? Czy dałoby się stworzyć współczesną globalną architekturę finansową bez czynnego udziału agencji ratingowych? I czy ich władza rzeczywiście jest na tyle potężna, by suwerenne państwa musiały czuć się zagrożone? Mam nadzieję, że Czytelnik sięgając po moją książkę, znajdzie przynajmniej część odpowiedzi na te pytania. Są one szczególnie aktualne w czasach, gdy ład międzynarodowy, do jakiego przyzwyczailiśmy się w ostatnich dekadach, zaczyna się chwiać i kruszyć w posadach.

---

3 T. Friedman, *Don't Mess With Moody's*, „The New York Times”, <http://www.nytimes.com/1995/02/22/opinion/foreign-affairs-don-t-mess-with-moody-s.html> (dostęp 23.02.2016).

4 Tamże.