



## Termometr Inwestycyjny 29 stycznia 2016 r.

**Polski rynek stabilizuje się po obniżce ratingu** – o tym, czy można ufać ratingom, kiedy Polska może odzyskać wysoką ocenę, oraz o reakcjach inwestorów lokujących kapitał w Polsce na obniżkę ratingu rozmawiamy ze Zbigniewem Jakubowskim, Wiceprezesem Zarządu Union Investment TFI

Jeśli agencje ratingowe zobaczą, że wskazywane przez nie obecnie ryzyka się nie zmaterializowały, to może jeszcze nie w tym, ale już w 2017 r. mogą zmienić swoje postrzeganie Polski na pozytywne.

Zbigniew Jakubowski  
Wiceprezes Zarządu





**Styczniowa obniżka ratingu Polski przez agencję S&P była zaskoczeniem dla naszego rynku finansowego. Teraz kolejna z największych agencji ratingowych – Moody’s – ostrzega polski rząd przed możliwym obniżeniem oceny wiarygodności kredytowej. Historia uczy jednak, że oceny dokonywane przez agencje ratingowe bywają błędne. Czy można im ufać?**

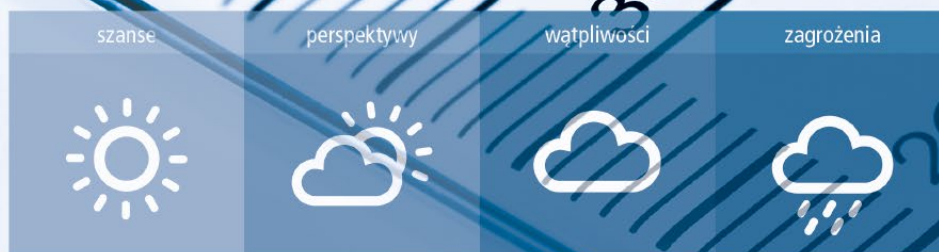
Kryzys finansowy, który nastąpił po upadku amerykańskiego banku Lehman Brothers, udowodnił, że ratingi nie zawsze pokrywają się z rzeczywistością. Nieracjonalne byłoby więc kierowanie się przy inwestowaniu kapitału wyłącznie nimi. Dlatego profesjonalni inwestorzy korzystają z wielu analiz, danych i wskaźników. Ratingi – nawet te nadane przez prestiżowe agencje – są dla nich jednym z czynników branych pod uwagę w procesie inwestycyjnym.

### Co niższy rating oznacza dla Polski?

Niższy rating oznacza, że wiarygodność kredytowa Polski na świecie nie jest tak wysoka, jak dotychczas. Główną konsekwencją tego faktu może być to, że rząd będzie więcej płacił inwestorom za pożyczanie pieniędzy, co już znalazło odzwierciedlenie w wyższej rentowności polskich obligacji skarbowych. Wyższa rentowność polskich obligacji rządowych przekłada się na wyższy koszt obsługi polskiego długu (wyższe odsetki) i wpływa na sytuację budżetową Polski po stronie wydatkowej. Oczywiście wydatki budżetowe z reguły są wyższe niż przychody i nie ma w tym niczego nadzwyczajnego. Jednakże ryzyko płacenia wyższych odsetek od obligacji oraz fakt, że ok. 60% polskiego długu znajduje się w rękach zagranicznych inwestorów, powoduje, że rating jest tak powszechnie dyskutowanym tematem. Duże znaczenie ma również pogorszenie się warunków odnośnie do prywatnych firm krajowych, które emitują obligacje komercyjne denominowane w walutach obcych. Żadna prywatna firma z danego kraju nie może mieć ratingu wyższego od ratingu danego kraju. Jasne więc jest, że przecena polskiego długu rządowego w wyniku obniżki ratingu wpłynęła na zwiększoną podaż obligacji komercyjnych denominowanych np. w euro. Efekt tej sytuacji będzie widoczny w wyższym koszcie finansowania, a zatem zwiększy się presja na generowany zysk netto przedsiębiorstw prywatnych.

### Jak można ocenić reakcje inwestorów z perspektywy ponad dwóch tygodni po obniżce?

Pierwsze reakcje na obniżkę ratingu były gwałtowne. Rentowności polskich obligacji 10-letnich szybko wzrosły, a złoty osłabił się do głównych światowych walut, wyrównując swoją siłę w stosunku do walut innych krajów w regionie (np. węgierskiego forinta). Warto jednak zauważyć, że po dwóch tygodniach od ogłoszenia decyzji przez S&P rynek obligacji odreagował spadki, zmierzając powoli w kierunku poprzednich poziomów. Z kolei



polski złoty, który w pierwszej reakcji znacząco osłabił się do euro i dolara, jest już w połowie drogi pomiędzy najniższym momentem po ogłoszeniu ratingu a wcześniejszym kursem. W przypadku długu komercyjnego denominowanego w walutach obcych przecena wciąż trwa, co zapewne jest związane z mniejszą płynnością tego segmentu rynku kapitałowego. Podsumowując, można wyciągnąć wniosek, że większa część inwestorów, którzy z uwagi na niższą ocenę planowali wycofać kapitał z Polski, już to zrobiła, a najgorsze za nami.

### Czy Moody's i Fitch pójdą w ślad za agencją S&P i również obniżą Polsce rating?

Agencje ratingowe (także Moody's i Fitch) patrzą przede wszystkim na tzw. policy mix, czyli na to, jak działa polityka fiskalna i polityka monetarna w danym kraju. Przyglądają się też dynamice wzrostu gospodarczego oraz stabilności sektora bankowego w Polsce. Agencje ratingowe bardzo rzadko znacząco różnią się w swych ocenach. Obecnie rating Moody's jest o dwa oczka wyższy niż obniżony rating S&P. Fitch znajduje się dokładnie pośrodku. Oczekujemy, że w maju – przy okazji rewizji ratingu – Moody's obniży się do poziomu agencji Fitch. Może to wpłynąć na sytuację złotego, ponieważ wydaje się, że ceny polskich obligacji uwzględniają już antycypowany przez nas ruch agencji Moody's.

### Założmy, że taki scenariusz się zrealizuje. Czy i kiedy Polska ma szansę odzyskać wyższy rating?

Przywrócenie Polsce ratingu z najwyższej grupy A będzie procesem rozłożonym w czasie. Aby mogło to nastąpić, konieczne okaże się przekonanie analityków odpowiedzialnych za ocenę sytuacji w naszym kraju, że koniunktura gospodarcza w Polsce jest dobra, polityka fiskalna odpowiedzialna, a sytuacja budżetowa (obejmująca m.in. deficyt finansów publicznych) – stabilna. Jeśli agencje ratingowe zobaczą, że wskazywane przez nie obecnie ryzyka się nie zmaterializowały, to może jeszcze nie w tym, ale już w 2017 r. mogą zmienić swoje postrzeganie Polski na pozytywne.